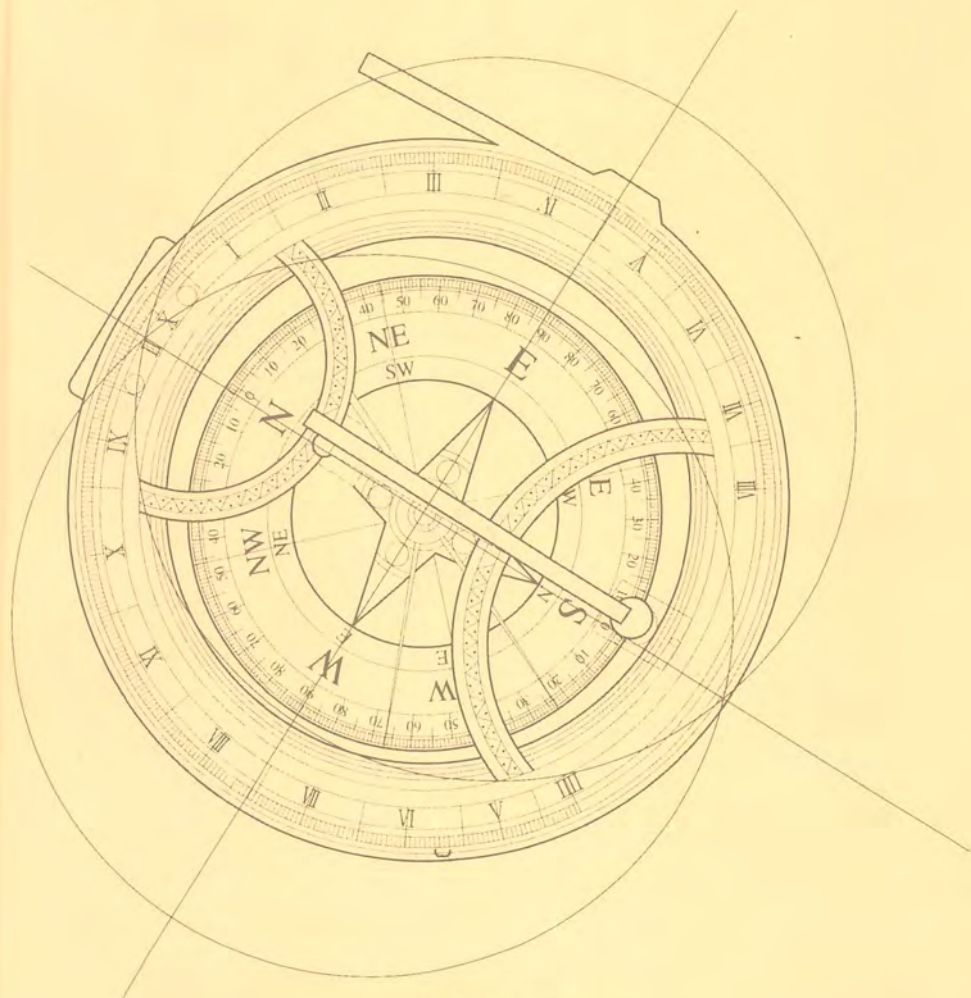


The Kobe Univ. / IMF Symposium '98

日本の金融システムの再構築と グローバル経済

石垣 健一 / 日野 博之 編



1998

神戸大学経済経営研究所

研究叢書

日本の金融システムの再構築と
グローバル経済

石垣 健一／日野 博之 編

神戸大学
経済経営研究所

1998

日本の金融システムの再構築と
グローバル経済

石垣 健一／日野 博之 編

神戸大学経済経営研究所

1998

日本の金融システムの再構築と とグローバル経済

は し が き

本書は1998年7月14日（火）に神戸ポートピアホテルで開催された神戸大学経済経営研究所と国際通貨基金（International Monetary Fund）との共催によるシンポジウム『日本の金融システムの再構築とグローバル経済』で報告された論文集である。バブルの発生とその崩壊は90年代にはいって日本経済、特に日本の金融システムに深刻な打撃を与えてきた。これに加えて、アジアの通貨・金融危機の発生とアジア経済の困難化は日本経済の不況を更に深刻化している。アジア経済そして世界経済に占める日本経済の重要性を考える時、近隣アジア諸国経済の回復や世界経済の順調な発展のためには、日本経済の再建、とくに日本の金融システムの再建が必須の条件である。本シンポジウムにおいてはこの問題についての世界の権威、内外の著名な研究者、専門家が日本の金融システムの抱えている問題とその健全性の回復のための方策、および日本経済の再生のためにいかなる政策が取られるべきかについて討議を行なった。

本書はシンポジウムのプログラムにしたがって、4部10論文および議長総括から構成されている。杉崎論文「日本経済の見通しとグローバル経済」は世界経済と地域経済、特にアジア経済の見通しを述べた上で、日本経済の世界経済、アジア経済に占めるその重要性を指摘し、日本経済の回復こそが困難に直面しているアジア経済を立ち直らせる鍵であると論じる。そして日本経済の回

復のために今もっとも必要なことは、日本政府が積極的に金融システム危機に取り組み、金融部門の変革を目指すことであると主張する。

クロケット論文「金融危機から堅実な成長へー欧米からの教訓」は、過去において金融危機を経験した先進国からの経験、特に重要な3つの経験に依拠しながら、日本経済を堅実な成長に戻すためには、徹底的な不良債権処理、銀行・金融システムにおけるインセンティブの回復、健全な金融システム回復のための徹底的な構造改革が必要であると主張する。

新保論文「バブル崩壊以降の日本経済のパフォーマンスー何がうまくいかなかったか？」は、日本と同じくバブル崩壊を経験したイギリス、スウェーデン、フィンランド、アメリカの4カ国の経験と比較しながら、何故日本においてバブル後遺症の克服が遅れたのかという問題を検討し、バブル以降の日本経済の低迷、特に97年以降の景気後退は、財政デフレの影響もあるが、それよりもバブル後遺症、すなわち、金融仲介機能、不動産市場、株式市場の機能不全にあることを指摘する。

小原論文「日本の銀行システムの問題点ー資産市場と銀行システムの問題点」は、市場の立場から日本の銀行システムが抱えている問題点を明らかにしている。モラルハザードの発生と原因、市場と政府当局・銀行の認識ギャップ、自己査定の問題、自己資本の不足の大きさ、ブリッジ・バンク制度への市場の懸念、銀行システムの再構築のための基準などの諸点について問題点の指摘と取られるべき処理策について市場の立場から提言を行っている。

フリードマン論文「経済金融危機下の日本の政策手段」は、日本経済を現実の産出量と潜在的な産出量の差の拡大という不況の経路から新たな成長軌道に乗せるために必要な3つの政策アプローチについて提言する。すなわち、明確な反デフレーションの金融政策、拡張的な財政政策、そして銀行システムの最終的な貸し手としての政府の役割の実行の3つ政策を同時平行的に実施すべきであると主張する。

堀内論文「日本の銀行システムの問題点：コメント」は、小原、フリードマン論文に対するコメントである。ここでは、フリードマン教授の勤める一段の金融緩和政策、積極的な財政政策の効果に対して悲観的な見解が展開される。また政府の銀行システム再建のための政策が、市場にとって、先送り政策としてしか理解されていない点を指摘する。

大久保論文「日本経済システムの復興のための総合的アプローチ—早期解決へのプログラム」は、政策当局の立場からの不良債権問題に対する対応策を中心に取り扱っている。1998年7月に取りまとめられた「金融再生プラン」について、2つの中心的なポイント、すなわち市場要因を通じての不良債権の迅速な措置のための制度の整備、および破綻銀行の処理のための効果的枠組みの確保、について説明がなされている。

田中論文「先行き不安を以下に解消するか」は、日本経済および日本の金融システムの再生のための3つの論点を提示している。第1点は自己資本の増強について第三者割当て増資を行うという提案であり、第2点は金融政策について、日本銀行によるハイパワードマネーの対前年度比10%ないし12%の増加政策であり、第3点は財政政策について、日本のサプライサイドの改善に役立つ公共事業の展開を提案している。

ミシキン論文「日本経済の再生をめざして」は、日本経済の脆弱性の主要な原因は日本の金融部門での情報の非対象性の増加であることを指摘し、したがって金融部門の改善のためのミクロ経済政策が適切に行われることが、日本経済の再生のために必要不可欠であることを力説する。他方、マクロ経済政策である財政政策、金融政策はそれぞれ問題点を持っていることを認めた上で、金融システム改革政策と並行的に経済刺激のための拡張的マクロ政策をとるべきだと主張する。

日野論文「日本の健全な金融システムの再建にむけて」は、ミシキンの提示した健全性回復の原則に基づいて、日本の金融システムの再生の具体的処方箋

を検討し、提示したものである。

小島論文「議長総括」は、本シンポジュームの各報告およびその後に行われたパネルディスカッションの全体をとおしての問題点を議長自身の見解をまじえながら、まとめたものである。

本シンポジュームは1998年7月14日に行われたが、その後日本の金融システムについていくつかの重要なできごとが生じた。金融安定化法の廃止と金融再生関連法および金融機能早期健全化緊急措置法の成立（10月）、日本長期信用銀行の破綻（10月）、そして日本債券信用銀行の政府主導による強制的破綻（12月）などである。しかし12月の時点ではなお、日本の金融システムと日本経済の再生はいまだその途上にあり、まだ明かりが見えない状況である。本シンポジュームで議論した問題点と対策はまだ過去のものとして捨て去られるべきではないと考える。

シンポジュームではパネルディスカッションが行われ、佐々波揚子金融危機管理審査委員会委員長（当時）も加わり活発な討議が行われたが、本書ではこの部分を割愛したことをお許しいただきたい。

シンポジューム開催および本書の出版に対して多くのご協力を戴いた団体や個人のかたがたに感謝を申し上げます。シンポジュームの後援を戴きました兵庫県、神戸市、関西経済連合会、神戸商工会議所、阪神淡路産業復興推進機構、日本経済新聞社、さくら銀行、中内力コンベンション振興財団にあつくお礼を申し上げます。また会場となったポートピアホテルにもお礼を申し上げます。国際通貨基金アジア太平洋地域事務所の斉藤国雄所長、クリストファー・モリス IMF シニアエコノミスト、宮城直美アシスタント、そして神戸大学経済経営研究所の井川一宏所長、森本亜希子さんをはじめとする研究所研究助成室や事務所の皆さんには、シンポジュームの開催、報告書の出版を通じて大変お世話になりました。

このかたがたのご協力がなければこの企画はうまく機能しなかったと思います。また神戸大学助教授の地主敏樹、藤原賢哉、宮尾龍蔵の3人の先生にはシンポジウムのバックアップ論文の執筆をはじめ翻訳を含む学術的協力を戴きました。お礼を申しあげます。また神戸大学大学院経済学研究科の岩坪夏門、岩永健二両君にも翻訳の手助けを戴きました。最後になりましたが、企画の段階から積極的に参加していただき、多くの貴重なアドバイスを戴いた海野興治神戸大学社会科学系学部等事務部長にあつくお礼を申し上げます。

1998年12月20日

石 垣 健 一
日 野 博 之

執筆者紹介（執筆順）

〈編者〉

- 石垣 健一 神戸大学経済経営研究所教授
日野 博之 神戸大学経済経営研究所教授(当時)
現 IMF シニアアドバイザー

〈執筆者〉

- 杉崎 重光 IMF 副専務理事
アンドリュース D. クロケット BIS 総支配人
新保 生二 経済企画庁調査局長
小原由紀子 モルガン・スタンレー証券シニアアナリスト
ベンジャミン M. フリードマン ... ハーバード大学教授
堀内 昭義 東京大学経済学部教授
大久保良夫 大蔵省参事官
田中 直毅 21世紀政策研究所理事長
フレデリック S. ミシキン コロンビア大学教授
小島 明 日本経済新聞社取締役、論説主幹
藤原 賢哉 神戸大学経営学部助教授
地主 敏樹 神戸大学経済学部助教授
宮尾 龍蔵 神戸大学経済経営研究所助教授

※ 所属はシンポジウム開催当時

目 次

はしがき	i
第一部 グローバル経済の動向	
日本経済の見通しとグローバル経済 (杉崎 重光)	1
金融危機から堅実な成長へ	
—欧米からの教訓— (アンドリュウ D. クロケット)	11
バブル崩壊以降の日本経済のパフォーマンス (新保 生二)	21
第二部 日本の銀行システムの問題点	
日本の銀行システムの問題点	
—資産市場と銀行システムの問題点— (小原由紀子)	39
経済金融危機下の日本の政策手段	
(ベンジャミン M. フリードマン)	63
日本の銀行システムの問題点; コメント (堀内 昭義)	73
第三部 再生への提言	
日本経済システムの復興のために総合的アプローチ	
—早期解決へのプログラム— (大久保良夫)	81
先行き不安を如何に解消するか (田中 直毅)	89
日本経済の再生をめざして (フレデリック S. ミシキン)	97
日本の健全な銀行システムの再建にむけて (日野 博之他)	125
第四部 議長総括 (小島 明)	135
参考資料	
日本の金融システムの再構築 —現状の理解と問題点の整理—	

第一部

グローバル経済の動向

日本経済の見通しとグローバル経済⁽¹⁾

杉 崎 重 光

このシンポジウムにて、日本はもとより IMF や諸外国においても論議的となっている話題について Crockett 氏とともに講演することになり、大変光栄に存じます。本日はまず、世界経済と地域経済の見通しについてお話ししたうえで日本が現在抱える問題の解決がなぜ重要であるのかについて論じたいと思います。次に、日本の金融問題の解決策に欠かせない要素を含めて、われわれ IMF が日本の持続可能な回復のために必要とみなす事柄を取り上げるつもりです。この数ヵ月間、アジア通貨危機がまだ過ぎ去ってはいないことを示す事態にいくつかが直面しております。アジアの新興経済諸国はもとより、ロシアやさらには日本においても、切迫した状況が広がるのを目の当たりにしましたし、アジア地域の多くの国で生じている景気後退の深刻さを示すデータを目にするようにもなりました。アジア経済を回復させ、世界経済に対する深刻な影響を和らげるには、確固とした政策が必要です。その意味で、今回のシンポジウムの焦点が、健全な日本の銀行制度がもつ世界的な意味合いに置かれていることは、とりわけ適切であると言えます。世界第 2 位の先進経済国として、またアジア最大の市場として、さらにはアジア諸国に対する最大の資金提供国として、日本が担う役割はきわめて大きなものがあります。

(1) 講演原稿の作成に助力頂いた David Goldsbrough 氏に感謝の意を表します。

I. アジアと世界の見通し

アジアの大部分の国では、金融の混乱状態から抜け出られずに丸々1年が経過しました。経済危機は、比較的好調な世界経済を背景にそれとは逆行する形で生じました。そのため、現在の世界的な景気の後退は、第一次オイルショックをきっかけとした景気後退や1980年代初期の景気後退ほど深刻にはならないと予想されています。現在IMFが進めている世界経済の成長予測の見直し作業で、1998年と1999年の世界の成長予測に3ヵ月前の公表見通しから大幅な下方修正が施されるようですが、それにもかかわらず、そうした予想に変化はなさそうです。下方修正は、日本を含めたアジアと他の一部の新興市場経済諸国に集中するとみられます。北米や西欧の先進国の見通しは、全般的に引き続き良好です。米国の第1四半期の好調振りは一時的なものとなりそうであり、アジアの景気後退の影響が、米国経済に部分的に影を落としはじめています。もっとも、金融市場と労働市場の活発な動きから判断する限り、国内支出は安定を続けるとみられます。欧州連合は、全般的に回復基調にあり、期待されるユーロ時代に対する企業と消費者の信頼の高まりが、加盟国の国内需要の好調な先行きを暗示しています。しかし、世界の経済見通しが比較的順調に推移するかどうかは、日本をはじめとするアジア諸国が現在の困難な状況にどのように対処するか大きく左右されます。

長引く金融逼迫が現実の経済活動に与える悪影響は、通貨と株式市場の急激な下落が個人の富と信頼を低下させるとともに、アジア全域で顕著になりつつあります。今や、インドネシアの今年の生産高は二桁縮小するとの見通しは避けられず、また韓国やタイ、さらには程度の差こそあれマレーシアと香港についても大幅な縮小が予測されます。中国も成長率が低下してきています。こう

して、経済危機は経済活動と人間の福利に大きな犠牲を強いています。日本についても、今年上半期における支出と生産の低下を示すデータと失業率の上昇が、景気の低迷を物語っています。このところの財政措置が効果をあげれば、景気は下半期には上向くとみられますが、生産高は1998年全体で縮小が予想されます。

プラス面をみると、「危機」に直面するアジア諸国の多くが、改革プログラムの導入に概ね成功し、大半の国で通貨の安定が徐々に回復されつつあります。ルピアを除けば、通貨は1月の最低水準から部分的に回復し、タイと韓国では名目有効ベースで15～35%回復しています。これは当初、金利の一時的な引き上げを伴った金融引き締め策を必要としたものの、それらの国々がある程度の安定を取り戻すことができるようになったために、金利はこの数ヵ月間に慎重に引き下げられてきています。信頼が回復し、為替市場の安定が続けば、徐々にあっても金利の一層の引き下げが可能になるはずで、インフレも目立って鎮静化し（インドネシアを除く）ており、現在の物価上昇を年率に換算すると4～10%の範囲にあります。

同時に、貿易収支と経常収支のポジションが急速に上向きつつあり、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイのアジア5カ国を合わせた商品貿易収支は、1997年の前半からすると、年率で1,300億ドルほど改善してきています。韓国とタイは、経常収支が大幅に黒字化しています。この転換は、これまでのところ主に輸出の加速ではなく輸入の縮小を反映したものです。しかし、経済危機の影響が深刻な国の競争力の改善は、やがては輸出収入となって表われ、当然のことながら国内需要の縮小の影響を和らげるのに貢献します。したがって、これらの国が改革プログラムを着実に押し進めれば、今年末あるいは来年はじめにかけて成長を取り戻せるはずで、

われわれはすでに、これらの国の米国向け、欧州向けの輸出復調の兆しを目にしています。残念ながら、対日輸出は減少してきています。1998年はじめ、韓国、タイ、マレーシアの対日輸出は、前年と比ベドルベースで15~20%減少しています。当然、これらの国に対する日本からの輸出も、大きく落ち込んでいます。日本の国内需要の低迷と円安を考慮しても、域内貿易は大幅に落ち込んでいます。商品価格の低下、建設資材の急激な需要減退、さらには、日本のメーカーの生産縮小による部品の海外調達の減少も、重要な要因とみられます。

現時点の最重要課題は、これらの国々の経済の長期的健全性を回復する上で欠かせない、困難な構造改革をやり遂げることです。そうした改革に際しての最も困難な点は、金融部門と企業部門の早急の再建であり、これは現在、確実に韓国とタイにおける最優先課題となっています。インドネシアについては、政治の混乱と政策ミスが、大きな経済的代償を余儀なくしているものの、すでに、一段と強化された修正された経済政策が導入されています。さらに、これらの国すべてを通じて、経済情勢の変化に対応するためのマクロ経済プログラムの調整が必要であり、現実にそうした調整が進められています。とくにIMFは、オートマチック・スタビライザーが働く余地を与え、ソーシャル・セーフティ・ネットを導入するという意味から、財政目標の緩和を支持しています。

地域市場の安定を回復するには、重要な要素がほかにもあります。為替レートの安定を維持するという中国の決意は、国際社会から然るべく支持を得ています。人民元の下落は、アジア地域の通貨のさらなる下落を引き起こし、外国為替市場の動揺を一層深めることになるであろうからです。

とは言うものの、経済危機の影響が深刻な国では、調整が困難であることは間違いなく、輸出需要の低迷と流入資金の減少という環境のなかでは、この課

題の達成はさらに難しくなります。日本の経済政策が決定的な影響力をもつのは、まさにそうした分野です。

Ⅱ. 日本とアジア

日本が今日直面する経済問題は、終戦直後を除けばおそらく最も困難なものです。当然のことながら、そうした問題をいかに解決するかが、国内の重大な関心事になっています。しかし、日本の経済的ウェイトは非常に大きいため、世界経済全体、とりわけアジアの将来に大きな影響力をもっています。

世界人口の2%余を占める日本は、(市場価格で)世界のGDPの約14%、アジア全体のGDPの半分以上を占める⁽²⁾

日本は、アジアの国々にとって最重要の輸出市場の一つであり、アジア5カ国と中国の輸出の約17%にのぼる。マレーシアの対日輸出はGDPの12%、インドネシア、タイ、韓国はGDPの4~7%を占める。

日本の銀行は、アジア地域で最大の資金供給者である。1997年中盤の経済危機の発生時点で、アジア5カ国に対するBIS融資額全体の約3分の1(約970億ドル)を占めており、中国に対してもほぼ同様の割合となっている。日本の銀行は、その融資額が国際的な銀行融資額全体の半分以上を占めるタイではとくに重要である。

日本は、東アジアに対して一国で最大の外国直接投資の源泉となっている

(2) 購買力平価をベースにすると、日本は世界のGDPの約8%、アジア全体の5分の1強を占める。

(1990年代は年間平均60億ドルで、全体の約5分の1)。

こうした緊密な関係を反映し、日本の景気後退はすでにアジア全体の回復見通しに影響を及ぼしています。IMFの推定では、日本の国内需要の後退と円安ドル高が、1998年のアジア5カ国のGDPを1%ほど低下させるおそれがあります。その一方で、アジアの経済危機は1998年の日本のGDPを1～1.25%低下させるものと推定されます。

アジア地域内の資本の流れも、日本と受け入れ国双方における金融逼迫の影響を受けています。アジア5カ国に対する日本の銀行の融資額は、1997年下半期に10% (約100億ドル) 落ち込みました。これは、他のBIS地域銀行の融資額の減少 (約3%) を大きく凌ぎます。日本の銀行が財務の健全性を早急に回復しなければ、この傾向が続いて新規プロジェクトや地域内貿易に対する融資能力が損なわれることになるでしょう。これまでのところ、外国直接投資の流れに対する影響は比較的抑えられています。しかし、日本からの外国直接投資と実質為替レートのあいだには安定的な関係がみられ、円安がそうした投資の流れを弱める可能性のあることを示唆しています。

Ⅲ. 日本の持続可能な回復の促進

それでは、どうしたら日本の持続可能な回復を達成できるかということになりますが、抜本的な対策が必要であることは広く意見の一致をみており、政府はすでに、そうした対策の多くに着手しています。長引く日本の景気後退の根幹にあるのは、金融システムに関連した構造問題であり、この問題が最初に表面化したきっかけはバブルの崩壊です。したがって、中心的な課題は、銀行部門の問題に果断に対処することです。最近における一層の景気後退は、そうし

た課題の緊急性を裏づける一方で、短期的に経済を充分支えるには追加のマクロ経済対策が必要であることを示唆しています。

日本の現状では、財政措置のほかに打つ手はあまりありません。したがって、政府がすべきことは、総需要に対し直接影響を及ぼす、先日取り決められた約12兆円の真水を含む総合経済対策を一刻も早く実施することです。事実、総需要の減退が相変わらず続いていることを考えると、財政措置を来年度に中止する余地はほとんどないとみた方がよさそうです。したがって、長期的な財政再建は必要ではあっても、当面は延期せざるを得ないこととなります。財政措置の効果を上げる有効な方法は、一時的な減税措置を拡大するよりも、税率を引き下げることでしょう。個人と企業双方に関して高水準にある最高税率を引き下げ、その一方で、多年度にわたる課税ベースの段階的拡大を公約する方法もあります。

もっとも、根底にある銀行部門の問題がきちんと解決されて人びとの信頼が回復し、銀行が金融仲介者としての役割を有効に果たせなければ、財政措置は一時的な救済に過ぎないこととなります。果敢で広範な戦略が求められます。幸い、政府内には過去との決別が必要であるとはっきりとした認識がみられます。今月初旬、「金融再建計画」に関する第2次報告のなかで、総合的な取り組みに向けさらに一歩踏み込んだ多くの歓迎すべき施策が公表されました。ここで、IMFの観点から、戦略全般の要素として何が必要であるかを、簡単に述べてみたいと思います。その一部は、すでに実施に移されています。

自己査定制度は、不良債権の実態を把握する上で正しいアプローチであるが、監督機関による厳格な監視・監督が必要とされる。主要19行を対象にして、金融監督庁（FSA）が日本銀行と連携して近々実施を予定する集中検査は、この

制度の一つの重要な試金石であり、市場が注視することになる。

最近承認されたブリッジバンクは、債権の価値を保ち、信用関係の崩壊を避けるという秩序だった方法で、破綻した金融機関を解消する貴重な手段を提供する。しかし、その効果を上げるには、不良資産を把握し、資産を正しく評価し、厳格な商業上の見地から新規の融資を行うための、明確な手続の確立が求められる。ブリッジバンクを引き受ける民間の金融機関を早急に見つけることも必要である。

提案されたブリッジバンク制度は、破綻した金融機関のみを取り払うメカニズムである。もっとも、破綻はしていないが資金不足にある主要行の再建を進めることも重要である。こうした活動の一環として、景気を一層弱体化する信用の収縮を避けるために、公的資金の注入が必要である。公的資金の利用は、強力な再建計画と結びついたものでなければならない。申請を通じて銀行が再建資金を利用できるようにするためのメカニズムを設ける必要がある。

すべての銀行の不良債権を処理するため、さらには、貸付条件を調整して不良債権の解決を促す制度的メカニズムを改善するために、積極的な努力が必要である。

最後に、FSA に一層の独立性と権限を与え、その人員態勢を強化すべきである。

このいずれも、容易ならざる意欲的な課題です。しかし、これ以上の先送りをして何の利点もありません。問題は一層厄介なものになるだけです。過去に享受した高成長路線に日本が戻るには、日本の指導者が思い切った措置を講じる必要があります。わたくしは、日本政府がこの機会を捉え、金融部門の変

革を目指して上に記したような思い切った計画を力強く押し進めていくものと、固く信じています。早急に手を打つことは、日本のみならずアジアと世界の経済の健全性改善に資することでしょう。

金融危機から堅実な成長へ

欧米からの教訓

アンドリュー D. クロケット

1. 日本政府は、この程、銀行・金融システムの様々な問題を解消するために金融再生トータルプランを打ち出しました。これは大変歓迎すべきことです。その計画の実施は、日本の信頼回復のために必要不可欠であります。また経済成長の回復のための前提条件であります。それはアジア地域全体にとって、同時に世界全体の金融システムの健全性にとってもきわめて重要なことでもあります。
2. トータルプランには、様々な困難を解消するために必要な多くの方策が含まれています。その要素として次のことが含まれています。不動産市場における流動化を高めるための税制措置や銀行システムにおける脆弱性を見極め、それに取り組むためのプログラム、また、不良資産処理促進のための方策や支払不能に陥った銀行における善良かつ健全な借手へ及ぶであろう影響を最小限にとどめるための措置などです。このプランが成功するかどうかは、それらの方策の実施手法に大いに依存しています。市場は、どこでも、緊密に監視をしていることでしょう。
3. この報告では、過去において同様な困難を経験した他の先進国から学んだ

幾つかの教訓を概観してみようと思います。ここではそれらの経験について詳細に述べるのではなく、三つの一般的教訓に限定して話を進めていきたいと思ひます。

- ・第一は、問題の重要性を小さく見せようとする誤謬についてであります。
- ・第二は、再構築プログラムが迅速に実施されかつ銀行・金融システムの適切なインセンティブを回復するように行われることの必要性についてであります。
- ・第三は、将来のより健全な金融システムの実現のために、その基礎にある構造的・規制的脆弱性に取り組まなければならないことに関してであります。

I 問題の重要性を小さく見せようとする誤謬について

1. 銀行問題が表面化するとき、問題の重要性を小さく見せようとするもっともな望みが生じてまいります。これは次の人々や団体にあてはめることができます。
 - ① まず、職を失うか所有株の低落をこうむることになる銀行経営者や株主にあてはまります。
 - ② つぎに、現職の当局者にあてはまります。彼らが重要な問題があることを認めることは、自分の無能さを告白することになってしまいます。
 - ③ そして、政治団体についてもあてはまります。政治団体は問題を解決するためにはコストがかかり、しかも有権者が公的資金を使用する価値のないと考える金融機関に資本注入することの政治上の不人気さに関心を持っているからです。
2. それゆえに、この状況を抑えることにより経済的、政治的コストを減ずる

ことができるのではという希望的観測で微温的な手段を探すことがしばしば求められます。典型的な施策には、様々な規制猶予政策があります（アメリカのS&L問題への初期の対応を参照して下さい）。危機にある金融機関に対する中央銀行貸出や弱体な銀行と強力な銀行との合併などがそれであります。経済的幸運の再来によってその問題から銀行を救い出してくれるかもしれないという希望的観測がなされることもしばしばあります。

3. しかしながら、過去の経験はこのような措置が欠陥を持っていることを何度も証明しています。いったん大きな問題の兆候が定着すると、問題の本当の大きさについての不確実性が後々まで悩みの種となるでしょう。この主な犠牲となるのはその経済全体であり、それは銀行システムの良好な機能を失ってしまうこととなります。それに加えて、中途半端な手段は多くの場合、銀行のバランスシートの欠陥を減少させるよりはむしろそれを拡大させるようになることでしょう。一つの理由は、問題銀行とその債権者たちが公的資金が結局必要となることを知った時に復活のためにギャンブル的行動をとる誘因が高まるからであります。したがって、コストは急速に増大することとなります。最終的にこれが現実のものとなると、徹底的な問題処理のための資金助成を行おうとする政治家および公衆の意思は、しばしば崩れ去ることになってしまいます。

4. それゆえ、信頼の回復のための重要な第一歩は、いつでも問題解決のための具体的かつ信頼性のあるプランを示すことであります。そのプランを構成するために必要な要素には、次のことが含まれています。

- ① 問題の大きさ、重要性の明示化。これ無しには、市場は問題についての政府の意思や用意を疑うでありましょう。
- ② 再建計画の目標の明確化。早い段階で政府の公約が示されなければ、市

場は当局が安易な方法へ向かおうとしていると考えるであろうからです。

- ③ 具体的方策の採用。これは、前途には困難な仕事が待ち受けていることを政策当局が知っており、その取り組みに対する準備を行っていることを強調するために必要であります。
- ④ 問題解決のための資金助成を如何に行うかについての情報。資金の裏付けがなければ、市場は政策当局の解決策を信頼しないでしょう。
- ⑤ 問題解決や基礎的要因である構造的・規制上の脆弱性を是正するために必要な時間。
- ⑥ 問題解決に伴うマクロ経済的影響を小さくするための政策の提示。このようなプランを広く知らしめることは、国際金融市場と緊密な関係を持つ国々にとって特に重要となるでしょう。

5. もちろん、このようなプランの発表は政府当局の側に重大なる責任が課されることになります。必要な合意を得ようとする政治的挑戦を、誰も過小評価することはないでしょう。スウェーデンやノルウェーはこれがかなり急速に達成された国の稀な例であります。そこでは必要とされる政策に対する超党派的な圧倒的支持を伴っていました。この合意の形成を支える鍵となる要素は、次のようなものであります。

- ① 国民と全ての政党に対して問題の大きさ、重要性を隠すことなく明らかにしたこと。
- ② 問題解決過程を指揮するための機関に広い範囲から人材を集めたこと。
- ③ 問題解決のための努力の前にはなく、それと平行して危機の原因を検証し、責任の所在を明らかにする手続きについての同意があったこと。

Ⅱ 迅速でかつ適切なインセンティブの回復を促す資本注入の実施

1. 大規模な銀行問題への対処のための最善の戦略は、もし当局が迅速かつ決然としてそれらを実施しないならば、脱線の憂き目を見るでしょう。大規模な銀行の預金者が、損失を被る事例はそれほど多くはありません。それゆえ、モラル・ハザードのリスクが脆弱な銀行に多く含まれていることは、驚くべきことではありません。
2. 適切なるインセンティブの回復は、次のことを必要とします。支払不能に陥った銀行を速やかに特定し、すばやく退出させ、そして救済可能な銀行の不良債権を処理してしまい、銀行システムがその機能を一から再開することが出来るよう資本注入を行うことであります。この目的のためには、以下に見るような事柄について同意を得て、すばやく実施することが非常に重要であります。すなわち、
 - ① 不良資産、見込み損失の大きさ、およびそれに伴う資本不足額を明らかにするための統一評価基準とその手法。
 - ② ディスクロージャー、株式の帳簿価格引き下げ、および資本注入のメカニズムを含む早期是正措置。
3. 平常時において、資産評価や貸出損失の認知の問題は非常に複雑なものであります。危機的狀態に見舞われた経済のもとでは、さらに困難なものとなります。各資産市場の多くは非流動的な状態にあり、資金調達が可能でなくなっているため買い手がみつかりません。したがって実現可能な価格は低いものとなり、損失も大きなものとなってしまいます。このような状況においては、価格水準を決定する際に市場が軽視されてしまう恐れがあります。

しかしこのことが不健全のものであることは、他の国々の経験を通じて既に知られています。市場原理に基づく現実的な評価のみが、投資家や銀行預金者に対して、その問題が根本的に取り組まれているという確信を与えてくれます。

4. ここで生じる一つの問題は、誰が不良資産の評価を行うかということにあります。このことに関する専門的知識が金融当局に欠けていることは、多くの国々で明らかになっています。様々な資産に対応したそれぞれの専門家が必要となります。それゆえ、外部の専門家に頼ることが必要です。外部の専門家の利用は、市場における評価方式の独立性を確信させ、解決手順の信頼性をも高めることとなります。後者については、適切なる解決を行う当局の決意に対して市場や公衆が疑問をいただくことになる場合には、特に重要な考慮が払われなければなりません。
5. いったん銀行が分類されてしまうと、株主資本の注入をもってしても支払能力を回復出来そうにない銀行が市場から取り除かれなければなりません。これらの銀行の借手のうち債務不履行の借手に対しては、抵当権を行使し、担保回収を行うべきであります。支払不能に陥った銀行のうち存続可能な事業がある場合には、事業家（将来の見通しを持つ外国人事業家を含む）はそれが売却可能であると通常、保証するでしょう。
6. 日本や他の国々でそうであるように、認知されるまでは、銀行清算は善良かつ健全な借手に深刻な悪影響を与えることとなります。トータルプランで構想されたブリッジ・バンクは信用割当てを軽減するために有用であり、また、銀行再構築のマクロ経済的運営として重要なものでもあります。しかし、ブリッジ・バンクの信用についての意思決定は健全な市場基準、すなわち、

民間部門の判断を含む基準に基づいて速やかにされることが重要であります。同様に、ブリッジ・バンクの管理者は、できる限り健全な借手を他の銀行に移すインセンティブを持たねばなりません。このことは、ブリッジ・バンクの管理者に対してあらかじめ定められた期限に先立ってその業務を終了することへの報酬を提供することにより、最も巧く達成されるでしょう。ブリッジ・バンクの業務が長引けば長引くほど、適切なインセンティブによって銀行システムが元に戻るのに要する時間は長くなることになるでしょう。このことは、再言すれば、ブリッジ・バンクの管理やそのスタッフは公的当局よりも民間部門に任せた方が良いという含意を示しています。

7. 上述の措置で支払不能に陥った銀行を退出させ、信用割当てを軽減することが達成されたとしても、支払能力を回復した銀行が適切な資本注入の達成や不良債権の処理を行ったことを保証するものではありません。バランスシートにまだ不良資産が計上されている場合がほとんどでしょう。多くの人はこれは重要ではないと言います。しかしあえていえば、もし銀行が支払能力を持っているならば、恐らく、銀行はいかにバランス・シートの管理をするかについて自由裁量権を持つべきです。不良資産の管理は——少なくともそれがあまり大きくない場合には——銀行の通常の業務の一つでもあるのです。

8. しかしながら、主要な銀行危機のすぐ後では、ペイオフが生じて、銀行に不良資産を迅速に処理しようとする強いインセンティブが働いてしまいます。不良資産の管理は、通常の銀行では十分に利用可能でない特有な技術が必要とします。そのため、資本注入を受けたが、なお不良資産をかかえたままの銀行は、支払能力のある借手の必要を満たすという業務を行うことが難しくなるでしょう。不良資産はまた、再建された「優良な銀行」の収益性を損ない、その健全性に対する疑念が引きつづき市場に残されたままになります。

9. 多くの国々では、存続した銀行の子会社において不良資産の分離管理を行うことを主張するか（スウェーデンの銀行再建計画はまさにこのケースであり、メロン銀行のケースと同様である。ここでは、「良い銀行（good bank）」と「悪い銀行（bad bank）」アプローチが採用された）、それとも政府により出資された「清算（work out）銀行」への移管を主張しています（同様にスウェーデンで行われた）。後者を支持する方向に議論は進んでいます。不良資産が大きくて、しかも経済不況の中での不良資産の解消が問題となっている場合にはとくにそうです。しかし、どちらの方法で行われようと、不良債権の価値を管理し、回収する責任を負う人々がその資産の処理を進んで行おうとするのを保証するような公平な市場価格で不良資産の移転が行われることが重要であります。
10. 公的資金を含むすべての資本注入において、過去にリスク・テイキングな行動から利益を得たものが銀行システムの再建コストの大部分を負うようにすることがもちろん最も重要なことであります。したがって、銀行の株主と劣後債の保有者は真っ先にその投資額を失わなければなりません。役員や上級の管理者は、入れ替えられなければなりません。

Ⅲ 基礎的要因である構造的・規制的脆弱性に対する取り組みを行う義務

1. このことは信頼回復にとって資本の注入と同様に重要なことであります。公衆も海外市場も変化を要求しています。深刻な銀行問題を経験した国の当局者達が広く意見を聞き、脆弱性の原因を立証し、不健全な慣行を根絶する計画をつくり上げることは今やあたり前になっています。
2. 日本の監督・規制業務における数多くの必要な変化と同様にまた、その銀

行・金融システムの構造上の望ましい変化も指摘することができます。監督面では、最良の国際会計実務、貸出評価、および損失判定の基準を採用することが、安定性維持を確固とするために非常に重要なものとなるでしょう。日本政策当局は、国際的監督機関とともに株式保有の含み益の一部を銀行の自己資本に含めるという慣行を見直すべきであります。

3. 日本は長い間、監督検査とガイダンスと合わせて自己査定を実行してきました。この慣行は、バブル時代やそれ以後の時期では信用されなくなっています。このような所では、信用秩序維持規制はより市場志向的であるべきです。すなわち業務操作や危機管理能力に対する実地検査の重視、市場規律を高めるための公的ディスクロージャーの向上、そして問題発生時の早期是正措置であります。
4. 取り組むべき監督・規制および構造政策の面において、また別の問題があります。護送船団方式の弱点が今や明確になってまいりました。過去において経営基盤の強い銀行が弱体な銀行を吸収するといった慣行についても同じことが言えると思います。どちらの慣行も、強い銀行がさらに強くなることを、そして弱い銀行が退出するのを妨げることによって困難を永続させることとなります。他の事業と同様に、銀行の倒産は経済生活において通常のことであり、不況時には市場経済における活性化の源であるインセンティブは大きく後退してしまいます。
5. 日本はまた、経済全体との関連で銀行仲介業務の規模が適切であるかどうかを再検討すべきだと思います。日本は、GDP に比して他のどの工業国よりも高い貸出水準を持っています。この効率性について問題があります。それは、経済や政府財政が銀行部門の問題によって大きな打撃を受けるように

しています。金融の非仲介化の促進は金融仲介への依存を減少させることになるでしょう。この点に関して、証券化に対する法的規制を緩和するという日本政府の声明は歓迎すべきであります。

6. 最後に、日本は、他の経済と同様に、外国銀行の進出の増大によってもたらされる専門知識や健全な競争から利益を受けると思います。したがって、来年に開始される「ビッグ・バン」という規制緩和はこれを促進することになると思います。

Ⅳ 結びに代えて

最初に述べたように、銀行・金融システムの問題に取り組むために最近日本政府が発表した諸措置が包括的に、断固として、早期に実施されることが重要であります。経済成長の回復に向けての堅固な土台となる信頼の回復のためには、徹底的な不良再権処理、銀行・金融システムにおける適切なインセンティブの回復、将来より健全なシステムが実現するような根底からの構造改革を押し進めるという十分な政治的意思を必要とします。これはマイクロ・マクロ両面での強力な政治的指導力や巧妙な処理を必要とします。この過程を始めるにあたって、日本が再建のために必要な経済的柔軟性、資金力および知識を持っている点は日本にとってかなり有利なことであると思います。

バブル崩壊以降の日本経済のパフォーマンス

—何がうまくいかなかったのか?—

新保生二

1997年1-3月期は消費税引き上げ前の駆け込み需要もあって8.3%(年率)と予想以上の高成長になったが、4-6月期はその反動から-10.6%と大きく落ち込んだ。その後、7-9月期は3.2%と持ち直したものの、10-12月期は-1.5%と再びマイナス成長になった。さらに98年1-3月期は-5.3%と大幅なマイナス成長になった。その結果、1997年度(97年4月から98年3月まで)の実質成長率は、-0.7%と戦後2度目のマイナス成長になった。

このような昨年後半からの日本経済のパフォーマンスの著しい悪化をみて、昨年4月以降の消費税率の引き上げや所得税減税の停止など財政政策のデフレ効果が主因だとする意見が内外から盛り上がっている。筆者は、そうした財政措置がデフレ効果を持ったことを否定するものではないが、昨年後半からの景気の悪化には、以下の三つの要因が大きく足を引っ張ったと考える。

第一は、昨年半ばからの銀行の貸し出し態度の著しい厳格化がとくに中小企業設備投資の減少を招いたという点である。GNPベースの設備投資は、97年10-12月期には横ばいとなり、98年1-3月期には-18.8%と大きく落ち込んだが、銀行の貸出に大きく依存している中小企業の落ち込みが特に目立っている。

第二は、昨年11月以降の金融システム不安の顕在化による消費者マインドの

悪化が、消費性向を引き下げたという点である。家計調査によると、消費性向は97年9月の71.9%から98年2月の68.4%へ3.5%ポイントも低下した。

第三は、これまで景気の大きな下支え要因であった輸出が、98年1-3月にはアジア向けを中心に-14%（年率）と減少に転じたという点である。

第一と第二の要因の背後にあるより根本的な原因としては、バブルの後遺症ともいうべき、不動産市場、株式市場、金融仲介機能の機能不全がなお解決されずに横たわっていたという点が重要である。これは、バブル崩壊以後、6回にわたって大規模な歳出追加政策が取られたにもかかわらず、土地取引は活発化せず地価が下がりつづけていること、不良債権問題が相変わらず深刻なままに残っていることに現れている。

したがって、以下では、日本と同じくバブル崩壊を経験したイギリス、スウェーデン、フィンランド、アメリカの四カ国の経験と比較しながら、何故日本においてバブル後遺症の克服が遅れたのかという問題を検討することとする。

1. 落ち込みがなく回復が鈍い日本の生産・雇用

オフィス賃貸料の動向から判断すると、バブルのピークの年は国によって若干ずれている。アメリカと北欧二カ国では1989年、イギリスでは1990年であるが、日本では1991年であっ

表1 不動産市場の動向（オフィス賃貸料）

たとみられる（表1）。

バブルの規模は、地価や株価の上昇幅やその後の下落幅から判断すると、（どの指標を使うかどの時期で比較するかで異なってくる

	ピークの年	ピークからの実質下落幅(%)
イギリス	1990年	-57 (1993Q3)
スウェーデン	1989年	-48 (1993Q3)
フィンランド	1989年	-45 (1993Q3)
日本	1991年	-43 (1993Q3)
アメリカ	1989年	-26 (1992Q4)

ので厳密なことは言えない（備考）OECD Economic Outlook No. 54(Dec. 1993)による

が) イギリス、スウェーデン、フィンランド、日本の四カ国に比べて、アメリカのバブルの規模がやや小さかったようにみえる。表1のオフィス賃貸料の下落幅から判断しても、同様のことがいえそうである。

次にバブル崩壊以後の実質 GDP の動向をみると、まず日本は97年(暦年)までは一度もマイナスの成長率を記録していないことが目立つ(表2)。他の四カ国では1年ないし3年間のマイナス成長の局面があった(フィンランドやスウェーデンの場合はソ連、東欧の社会主義体制崩壊の影響があたことは留意する必要がある)。その代わりに回復局面に入ってからからの日本の回復テンポが鈍いことも目立っている。他の四カ国では回復局面に入ってから最初の4年間の平均成長率は、2.8-4.3%であるが、日本のそれは1.7%にすぎない。しかも、回復局面の4年目である97年の成長率は0.9%に落ち込んだ。とくに97財政年度の成長率は、消費税引き上げ前の駆け込み需要の反動減の影響もあって、上

表2 バブルのピーク年以降の実質 GDP の推移

(ピークの年=100)

	ピークの年の 実質 GDP	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	回復局面後の 成長率
イギリス	100 (0.4)	98.0 (-2.0)	97.5 (-0.5)	99.5 (2.1)	103.8 (4.3)	106.7 (2.8)	109.1 (2.3)		2.9
スウェーデン	100 (2.4)	101.3 (1.4)	100.2 (-1.1)	98.8 (-1.4)	96.6 (-2.2)	99.8 (3.3)	103.8 (3.9)	105.1 (1.3)	2.9
フィンランド	100 (5.7)	100.0 (0.0)	92.9 (-7.1)	89.6 (-3.6)	88.6 (-1.2)	92.6 (4.5)	97.3 (5.1)	100.5 (3.3)	4.3
日本	100 (3.8)	101.0 (1.0)	101.3 (0.3)	102.0 (0.6)	103.5 (1.5)	107.6 (3.9)	108.5 (0.9)		1.7
アメリカ	100 (3.3)	101.2 (1.2)	100.2 (-1.0)	103.0 (2.8)	105.4 (2.4)	109.4 (3.7)	112.0 (2.4)	115.1 (2.8)	2.8

- (備考)
1. バブルのピークの年は、表1のオフィス賃貸料のピークの年をとった
 2. カッコ内は成長率
 3. スウェーデンとフィンランドは回復局面3年間の平均成長率
 4. 本格的な公的資金導入が行われた年
 イギリス 1991年 (ピークの後1年後)
 スウェーデン 1991年 (ピークの後2年後)
 フィンランド 1991年 (ピークの後2年後)
 日本 1998年 (ピークの後7年後)
 アメリカ 1989年 (ピーク年)

述のように-0.7%とマイナス成長に落ち込んだ。表3の雇用の動向をみても同様の対照が読み取れる。日本ではバブル崩壊後の景気後退の局面（1991-93年）では雇用の減少は起きなかった。これは雇用の維持を重視する日本の雇用システムの影響と、後で述べる財政政策の効果で説明できるものとみられる。これに対し、他の四カ国では雇用が減少する局面が見られたが、とくに北欧2カ国やイギリスでは大幅な雇用の落ち込みが見られた。

表3 バブルのピーク年以後の就業者数
(ピークの年=100)

	ピーク年の 就業者数	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後
イギリス	100 (1.0)	97.6 (-2.4)	95.8 (-1.9)	94.7 (-1.2)	95.4 (0.7)	96.4 (1.1)	97.3 (0.9)	
スウェーデン	100 (1.5)	100.0 (0.0)	98.1 (-1.8)	93.9 (-4.3)	88.8 (-5.5)	88.0 (-0.9)	89.3 (1.5)	88.7 (-0.6)
フィンランド	100 (1.5)	99.7 (-0.3)	94.9 (-4.9)	88.1 (-7.1)	82.8 (-6.1)	82.0 (-0.9)	83.9 (2.2)	85.1 (1.5)
日本	100 (1.9)	101.0 (1.1)	101.3 (0.2)	101.3 (0.0)	101.4 (0.1)	101.8 (0.4)	103.0 (1.1)	
アメリカ	100 (2.0)	101.2 (1.2)	100.2 (-1.0)	100.9 (0.7)	102.3 (1.4)	104.6 (2.2)	106.1 (1.4)	107.5 (1.4)

このような生産と雇用の動向の違いは、生産性（就業者一人当たり実質GDP）の動向に大きな差異をもたらした。雇用の落ち込みが大きかった北欧二カ国やイギリスでは生産性が大きく高まっているが、日本の生産性の上昇幅は小さい（表4）。

以上のように、バブル崩壊後の日本経済のパフォーマンスは、生産・雇用の落ち込みを防いだという意味では評価されても、その後の回復テンポが鈍く、かつ、再び景気後退に突入したこと、生産性の上昇幅が小さいことから、必ずしも高い評価は与えられない。

表4 バブルのピーク年以後の就業者1人当り実質GDP
(ピークの年=100)

	ピークの年	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後
イギリス	100	100.4	101.8	105.1	108.8	110.7	112.1	
スウェーデン	100	101.3	102.1	105.2	108.8	113.4	116.2	118.5
フィンランド	100	100.3	97.9	101.7	107.0	112.9	116.0	118.1
日本	100	99.9	100	100.7	102.1	105.7	105.3	
アメリカ	100	100	100	102.1	103.0	104.6	105.6	107.1

2. 財政デフレが問題の本質か？

それでは財政政策は、どのような役割を果たしたのであろうか？

財政政策の規模は、一般的には構造財政収支（景気変動の影響を除去した政策の動向を示す一般政府の財政バランス）の変化幅によって捕らえることができる。表5の日本の構造財政収支を見ると、バブルのピークの年である1991年は対GDP比1.9%の黒字であったが、5年後の1996年には-4%の赤字と大幅に悪化した。この間の変化幅は対GDP比で5.9%ポイントも悪化した。これは、言うまでもなく、6回にわたって大規模な歳出追加策を取ったためであるが、この拡張的な財政政策の規模はアメリカやイギリスのそれを大きく上回っている。とくに公共投資の拡大に重点が置かれたため、その対GDP比率は91年の6.6%から96年の8.8%へ、2.2%ポイント拡大した。こうした拡張的な財政政策は、生産や雇用の落ち込みを小さくする上ではかなり大きな役割を果たした。特に、公共投資の拡大は建設業の雇用の拡大に寄与した。建設業の就業者は、91年から97年の6年間に81万人とその前の6年間を上回る拡大を示した。これは、こ

の間の全就業者の拡大の43%を占めた。

上述のように、日本の財政政策は97年から引き締め政策に転換したが、この転換が早すぎたばかりか、余りにも急激な転換であったため、景気回復の腰折れをもたらしたという批判がある。

結果論としてみれば、確かに景気回復の腰折れが起きたのであるから、その批判は当たっているように見える。しかしながら、すでに上で述べたように財政政策の転換が景気回復の腰折れをもたらした主因ではない。

まず、他の四カ国と比べて財政政策の転換のタイミングが早すぎたとはいえない。日本が財政引き締めに転換した97年は、バブルのピーク年から6年後であるが(表5)、これは景気が谷を打った93年から4年後のことである。資本ストックの調整も92-94年の3年間で終わり、設備投資も95-96年と2年間にわたって拡大局面に入っていた。他方、アメリカは93年から財政引き締めに転じた(表5)が、いわゆる「Wディップ論」がうるさく言われたのは前年の92年であり、景気回復の先行きが危ぶまれる中で財政引き締めに転じたのである。

表5 バブルのピーク年以後の構造財政収支
(対GDP比；%)

	バブルの ピークの 年	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	構造収支のピーク 年からボトム 年までの変化幅
イギリス	-3.2	-2.5	-4.9	-6.1	-6.1	-5.2	-4.4	-3.6
スウェーデン	1.9	1.2	-2.4	-7.2	-9.0	-8.4	-6.7	-10.9
フィンランド	3.8	3.6	1.2	-0.5	-1.6	-1.5	-2.2	-6.0
日本	1.9	0.9	-1.3	-1.6	-2.6	-4.0	-2.6	-5.9
アメリカ	-2.4	-3.2	-3.3	-4.0	-3.3	-2.3	-1.9	-1.6

- (備考) 1. OECD Economic Outlook No. 63 (June 1998) による
2. 四角で囲んであるのは、バブルのピーク以降で構造財政収支のピークの年
アンダーラインが付してあるのはボトムの年

これは実質 GDP が底を打った91年のわずか2年後のことである。イギリスもバブルのピーク年から5年後に財政引き締めへ転じているが、これが実質 GDP の底から3年後である。スウェーデンは実質 GDP の底から1年後に財政引き締めへ転じている。

次に、転換があまりに急激すぎたというのも正しくない。日本の97年の構造財政収支は-2.6%であり、構造赤字は前年より1.4%ポイント縮小しているが、97年のイタリアの4%ポイント、スウェーデンの3%ポイント、イギリスの2.5%ポイント、カナダの2.2%ポイントの構造赤字の削減幅と比べれば小さいものである。これらの日本以外の国で景気後退に突入した国はない。

3. 過小評価したバランス・シート調整のデフレ効果

94年以降景気回復局面に入ってから景気回復のテンポが高まらず、しかも97年後半から景気回復の腰折れが起きた原因は、財政政策のせいではなく、冒頭で述べたようにバブル崩壊から7年も経っているにもかかわらず、バブル後遺症を克服できていなかったという点にある。

昨年半ばから銀行の貸出態度が一層厳しくなった直接の契機は、98年4月からの早期是正措置の導入を控えて、金融機関が自己資本比率の引き上げを目指して、リスクの割に収益が上がっていない貸出の回収を始めたことにあるが、その背景にはバブル崩壊以後も不良債権の処理がいわゆるほど進んでいなかったという事情がある。また、昨年秋以降の大手金融機関の破綻は、不良債権処理やリストラの遅れていた機関が市場の圧力で退出を迫られたという側面が否定できない。これを契機として、金融システム不安が高まるとともに、貸手先の選別が強まり、いわゆる「貸し渋り」の傾向が強まった。さらに、こうした背景の下で家計や企業の景況感が著しく悪化し、消費性向の低下や設備投資計画の下方修正が顕著になった。

こうした状況下で98年年初に30兆円の公的資金の導入を内容とする金融システム安定化法が成立したが、これはバブルのピークの年である91年から数えると7年後であり、他の四カ国が1-2年後に本格的な公的資金の導入を行ったと比較すればかなり遅れたと言わざるをえない(表2の注4参照)。

このようにバブル後遺症の克服と本格的な公的資金の導入が遅れたのは、次のような背景があるとみられる。

第一は、不良債権額の開示が不十分であったため、問題の大きさが正確に把握出来ていなかったという点がある。98年1月にリスク管理に注意を要するいわゆる第二分類を含めた不良債権額の自己査定額が77兆円あることが明らかにされたが、それまでに公表されていた不良債権額(28兆円)を大きく上回っている。また、破綻金融機関の不良債権額が事後的に確定された額をみると、事前的な公表額を大きく上回ることが多いため、本当の不良債権額がいくらあるのかわからないという不透明感がいまだに残っている。最近、決算発表済の主要行18行ベースでSEC基準の不良債権額が公表されたが、その額は21.8兆円であり、旧基準での不良債権額14.4兆円の5割増になっている。

第二は、金融機関の貸出態度の慎重化や家計や企業が抱えている過大な負債比率の引下げ(いわゆるバランス・シート調整)がマクロ経済に及ぼすデフレ効果について、それほど大きくないという見方が、少なくとも93年頃までは支配的だったという事情がある。表6に見られるように、93年ごろまでの経済企画庁の経済白書、日銀の金融白書、大蔵省財政金融研究所のバブル研究会報告などをみると、いわゆる逆資産効果は大きくないし、金融機関の貸出態度の慎重化は大きな制約になっていないという見方であった。また、財政政策の景気刺激効果は大きいと考えられていたので、こうした診断から出てくる正統的な処方箋は、思い切った拡張的な財政政策であった。そうした財政政策で景気を上向かせることができれば、地価も下げ止まりやがて上昇に向かうので、不良債権問題も自然に治癒するという考え方がなかったといえようそになるであろう。

表6 バランスシート調整の影響の大きさと財政政策の効果に関する見方の変化

		バランスシート調整（金融機関の貸出態度の慎重化、 家計や企業の過大な負債比率の引き下げ）の マクロ経済への影響	
		大	小
財政 政策 の 効果	大	第Ⅱ象限 92年 OECD アウトルック 92年 IMF アウトルック	第Ⅰ象限 91、92、93年 経済白書 91、92年 日銀金融白書 93年 吉川洋氏論文 93年 大蔵財金研「バブル研報告」 94、96年 経済白書
	小	第Ⅲ象限 ↓ ?	第Ⅳ象限

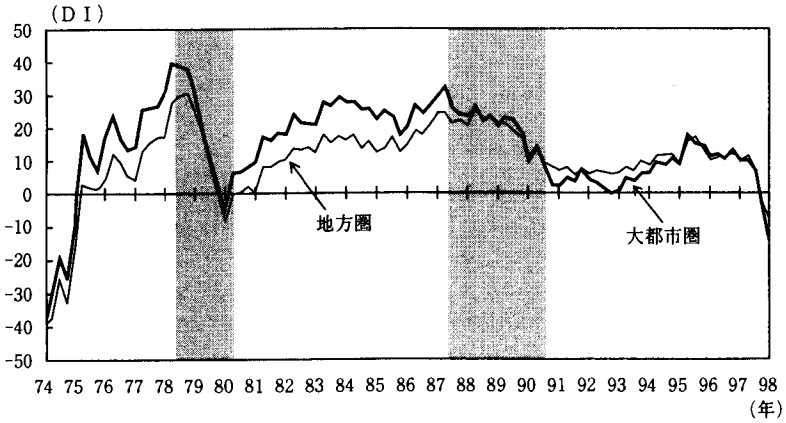
4. 大きい貸出態度慎重化の影響

今、問われているのはこうしたバランス・シート調整のデフレ効果は大きくないという見方が果たして正しかったのか、という点である。

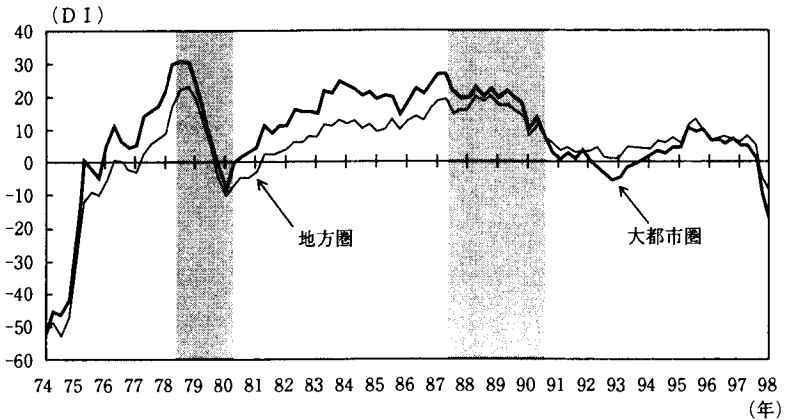
図1は、中小企業が金融機関から借入を行う際の難易度に関するアンケート調査の結果を1974年以降について示したものである。金融引き締め局面では借入難易DI（＝「容易」とみる企業の割合－「困難」とみる企業の割合）は低下するが、金融緩和局面に入るとこのDIは速やかに高まるのが過去の例であった。74-76年や81-84年がその例である。ところがバブル崩壊後の91-94年の金融緩和局面では、このDIがほとんど高まっていない。とくにバブル崩壊

図1 地域別にみた中小企業借入難易DIの推移

① 長期借入難易DI



② 短期借入難易DI



- (備考) 1. 中小企業金融金庫「中小企業動向調査」により作成。
 2. 借入難易DI=前年度比で「容易」-「困難」企業割合
 3. 「大都市圏」は関東・東海・近畿の3ブロックのDIの単純平均、「地方圏」は北海道・東海・北陸・中国・四国・九州の6ブロックのDIの単純平均。
 4. 網掛け部分は、金融引締め局面を示す。

の影響が強かった大都市圏においてその傾向が強い。

また、日銀の金融緩和もアメリカの連銀と比較した場合、かなり慎重なものであった。連銀はフェデラルファンド・レートを思い切って低め誘導し、92年末にはその実質金利をほぼゼロの水準にまで引き下げた。これに対し、地価水準がなお高止まっていたこともあって、日銀によるコールレートの引下げは相対的にゆるやかであった。その実質金利水準は95年前半まで2-3%の水準に

表7 金利、貸出態度と設備投資増加率（製造業）

被説明変数	定数項	売上高経営 利益率 ratio, profit to sale	実質貸出金利 real lending rate	貸出態度 D.I. D.I. For Lending Attitude (BOJ)	借入難易 D.I. D.I for Easiness of Borrowing	
大企業 設備 投資 増加率	-35.2 -38.4	12.1 13.0 (8.8) (7.8)	-1.6 -1.4 (3.8) (3.1)			R2=0.826 D.W.=1.805 R2=0.825 D.W.=1.713
中小企 業設備 投資 増加率	-24.46 -18.6 -18.007	12.2 10.0 9.363 (4.3) (2.9) (2.9)	-1.1 -1.6 -1.897 (1.3) (1.7) (2.0)			R2=0.463 D.W.=1.86 R2=0.475 D.W.=2.062 R2=0.511 D.W.=2.321

- (備考) 1. 日銀「全国企業短期経済観測」の1975~97年度の年度データを使用
 2. 借入難易 D.I.は中小企業金融公庫の歴年データ
 3. 実質金利=全銀貸出金利(歴年末)-国内卸売物価変化率(歴年データ)

(付注) 貸出態度慎重化と実質金利引下げの遅れの影響

上記の簡単な設備投資関数を使って、以下のような想定に基づいて、銀行の貸出態度の慎重化と実質金利引下げ遅れの影響を試算すると、

大企業設備投資の92~94年度の平均増加率を4%

中小企業設備投資の92~94年度の平均増加率を14.1%

95~97年度の平均増加率を8.3%

引き下げたとみられる。

想定1. 92年以降82~84年の金融緩局面並の貸出態度の緩和が実現したと想定

想定2. 92~94年の実質金利が95年並の水準に引き下げられていたと想定

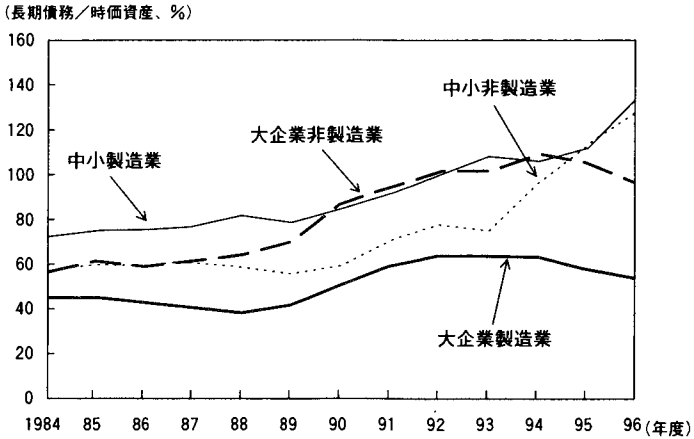
あった。このため、貸出の実質金利（＝貸出金利－国内卸売物価上昇率）は、91－94年は金融緩和局面にあったにもかかわらず、6%と過去の平均の5%を上回っていた。日銀が思い切ったコールレートの引下げを図ったのは、95年後半からである。これに合わせて、貸出の実質金利も95年末には3%台に下がった。

表7の付注にあるように、92年度以降、82－84年度並の借入難易DIの上昇が実現していたと想定し、92－94年の実質金利が95年並の3%台に低下していたと想定すると、中小企業の設備投資の増加率は92－94年度については14%、95－97年度についても8%程度高くなっていただろうと推計される。このことは、91年のバブル崩壊以降、銀行の貸出態度の慎重化と日銀の慎重な緩和が中小企業設備投資を抑制する効果がこれまで考えられてきた以上に大きな影響を持っていた可能性を示唆する。

非製造業や中小企業でバブル期に多額な借入を行ったため、時価資産に対する長期債務の比率が高くなっており、この債務比率の引下げが重荷になっているために、設備投資が伸びないという事情もある（図2）。

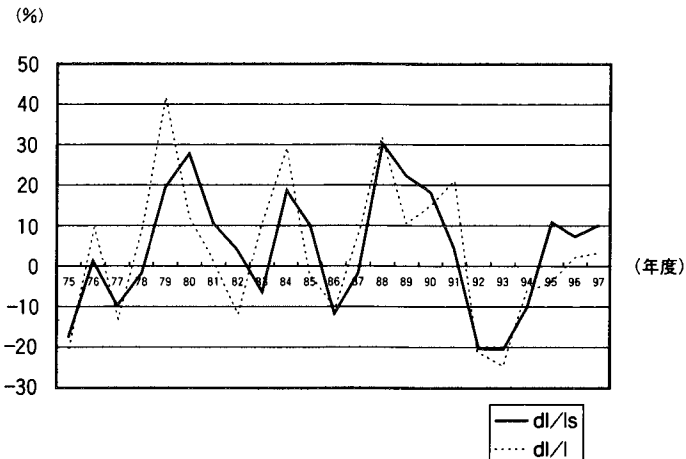
このような貸出態度慎重化や債務比率の重荷が特に中小企業に大きく影響しているため、94年以降の今回の回復局面では中小企業の設備投資の回復が遅れた。図3にみられるように、過去の回復局面では中小企業設備投資の増加率が大企業に先行して高まるというのが通常のパターンであったが、94年以降の今回の回復局面では、95年度にまず大企業がプラスに転じ、中小企業は遅れて96年度からプラスに転じた。債務比率がなお高い状況で、中小企業設備投資が96年度以降プラスに転じたのは、92－95年度の4年にわたるストック調整が一巡したことと、95年後半以降の実質金利低下の影響が大きいとみられる。図1に見られるように、貸出態度も95年以降若干改善している。ところが、97年後半から再び金融機関の貸出態度が著しく厳格化したため、97年第4四半期以降中小企業設備投資が大きく減少しはじめているのである。

図2 非製造業は中小企業で残存するバランスシート調整圧力



- (備考) 1. 大蔵省「法人企業統計」、経済企画庁「国民所得統計」、日本経済新聞社「日経平均株価」、日本不動産研究所「市街地価格指数」により作成
 2. 大企業は資本金1億円以上、中小企業は同1億円未満。
 3. 大企業非生産量は、電力業、運輸通信業を除く。
 4. 長期債務=長期借入金+社債、時価資産=土地(時価)+役員有価証券の株式(時価)

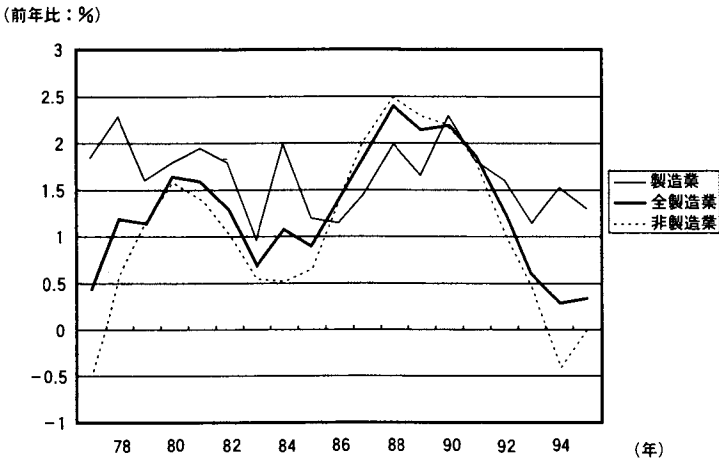
図3 設備投資増加率



5. 非製造業部門の生産性上昇率の低迷

91年のバブル崩壊以降の日本経済のパフォーマンスが良くないもう一つの原因は、非製造業部門の生産性上昇率が低迷していることがある。図4は、製造業と非製造業の全要素生産性の上昇率を示したものであるが、バブル崩壊以降非製造業の生産性上昇率が低迷していることが判る。これは、非製造業部門のほうがバブル崩壊の影響が強かったという点もあるが、より根本的には製造業ではリストラがかなり進んだが、非製造業ではリストラが十分に進んでいないことに原因がある。94年以降非製造業でも売上高経常利益率は高まってきてい

図4 全企業、製造業、非製造業の全要素・生産性



- (備考)
1. 経済企画庁「国民経済計算」、民間企業資本ストック統計」、通商産業省「通産統計」、労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
 2. $TFP \text{ 伸び率} = \text{実質 GDP 伸び率} - \text{資本分配率} \times \text{資本投入 (資本ストック} \times \text{稼働率; 製造業のみ) 伸び率} - \text{労働分配率} \times \text{労働投入 (就業者数} \times \text{総実労働時間; 農林水産業除く) 伸び率}$ 。
 3. 後方5年移動平均。

るが、その要因は製造業とは大きく異なる。製造業の場合は、リストラが進んでいるため、本業の収益を示す売上高営業利益率が高まっているが、非製造業の場合は本業からの収益は高まっておらず、もっぱら低金利に助けられて売上高経常利益率が改善している。これは、様々な要因があるが、特に大きいのは、建設業や金融・証券・保険業に典型的にみられるように、これまでどちらかという業界秩序や雇用の維持に主眼が置かれ、十分な競争が行われてこなかったためである。

こうした非製造業の生産性上昇率の低迷が続くと、マクロの成長率の向上が阻害される。その結果、企業の期待成長率が低下し、中長期的な設備投資計画を慎重化させ、中長期的に低成長が実現するおそれがある。経済企画庁の企業行動アンケート調査によれば、今後5年間の予想成長率は長期的に低下傾向にあり、最近では2%を切っている。

このため、政府は、とくに90年代に入って、規制緩和を中心とする経済構造改革の推進に大きな力を注いできており、いくつかの業種で状況がかなり変わってきている。

すでに顕著な効果が見られるのは、運輸通信業、流通業、石油製品、電力などである。これらの業種では新規のサービスが提供されるようになったり、新規参入が活発化したり、価格が大幅に下落するという効果が出てきている。携帯電話の加入は94年の200万台から最近では4000万台に急増している。大型スーパーの進出やデパートの新店舗展開が加速している。通信料金、電力料金、石油製品価格などが大きく下落している。

6. 重要な本格的な不良債権の処理と経済構造改革の推進

以上の分析から明らかなように、バブル崩壊以降の日本経済の成長率の低迷は、景気後退期が91-93年と過去の平均より長かったこともあるが、94年以降

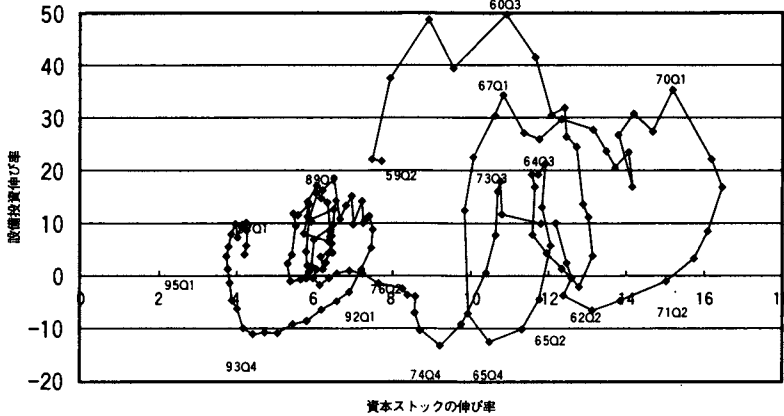
景気回復局面に入ってから成長率が低く不安定なことに大きな特徴がある。このような長い景気後退と成長率が低い回復局面がもたらされ、しかも97年後半以降は再び景気後退に突入したのは、財政デフレの影響もあるが、それよりもバブル後遺症の克服ができていないところに基本的な原因がある。

バブル後遺症は、次の三つの側面に現れている。一つは、金融機関が大きな不良債権を抱えたままビッグバンに突入し、自己資本比率の引き上げとROEの改善が大きな課題になったため、貸出態度の慎重化が一層極端なものとなり、金融仲介機能の機能不全が起きている。二つは、不良債権問題が未解決のまま残っているため、その担保となっている不動産が大量に供給されるかもしれないという懸念があるため、地価が下げ止まらず、不動産市場も機能不全に陥っている。三つは、不良債権の処理のために株式の持ち合いの解消が進むかもしれないという懸念があるため、株式市場も機能不全に陥っている。

こうした金融仲介機能、不動産市場、株式市場の機能不全のために、金融緩和政策の効果が十分に働かず、バブル崩壊以降設備投資の減少局面が92-94年の3年間にわたって続き、95年以降設備投資が増加局面に入った後も、従来に比べれば盛り上がりは欠けた。しかも、97年後半からは貸し渋りの深刻化により、再び減少局面に入ろうとしている。

こうした設備投資の弱さは、潜在GNPの伸びに大きな影響を与える。図5は、設備のストック調整における設備投資増加率と資本ストックの伸び率の関係を図示したものである。1960-70年代の前半の高度成長時代は、資本ストックは平均的には10%を超える伸びを示していた。その後、第1次石油危機以後4%前後の成長率に下方屈折したため、資本ストックの伸び率は6%前後の伸び率を中心に循環するようになった。ところが、バブル崩壊以後上述のように92-94年の3年間にわたって設備投資が減少する局面が続いたため、資本ストックの伸び率は4%前後に低下している。その後95-97年と設備投資が増加に転じたが97年後半から再び減少局面に転じつつあるため、資本ストックの伸び

図5 設備投資増加率



率はかつての6%前後には戻らず、4%前後で循環する可能性が出てきている。マクロの生産関数を推定し潜在GNPを推計してみると、94年以降の潜在GNPの伸び率は、資本ストックの伸び率の低下や資本設備の老朽化により、2%程度に低下しているものとみられる。今後資本ストックの伸び率があまり高まらず、非製造業の生産性上昇率が回復しなければ、中長期的な潜在成長率が2%程度で低迷する恐れがないとはいえない。

しかしながら、日本は良質な労働力を抱えており、しかも家計貯蓄率は13.8%とアメリカのそれ(5%)を大きく上回っており、OECD全体の貯蓄の四分の一を供給している国である。したがって、そうした貯蓄が効率的な投資に結びつくようになれば本来、アメリカよりも高い潜在成長率を実現できるポテンシャルがあるはずである。

したがって、設備投資の低迷をもたらしているバブル後遺症を完全に払拭するとともに、非製造業の規制緩和を強力に推進し、その生産性上昇率を高めることが重要である。そのためには、金融機関の整理統合を含めて不良債権問題を完全に解消する必要がある。幸い、97年末の深刻な金融システム不安を契機

として、日本経済の病状の診断が正確になってきた。それまでは総需要不足にばかりに焦点が当てられる傾向があったが、ようやく不良債権の処理こそ重要だという点に焦点が当たってきた。98年4月に発表された総合経済対策は、単なる総需要拡大策ととられるべきでない。それと同時に、不良債権の処理が第二の柱、経済構造改革の推進が第三の柱になっていることを忘れてはならない。不良債権処理に関しては、(1) 担保不動産に関わる複雑な権利関係を処理する臨時不動産権利関係調整委員会の設置し、債権放棄と無税償却を促進すること、(2) SPC(特別目的会社)を活用して不動産証券化の枠組みを作ること、(3) 民間事業者による債権回収を推進するサービサー制度を創設すること、(4) 共同債権買取機構による不良債権買取を完全な買い切りの形で再開すること、などを内容とする金融再生トータルプランが作られつつある。さらに30兆円の公的資金の投入が行われたことにより、金融機関の整理統合のための環境が整備されたこともプラスである。さらに現在は金融機関の本格的な整理統合に備えて、借手企業への打撃を緩和するため与信機能を持つ受け皿銀行を設置することも検討されている。

経済構造改革の推進に関しては、今後とも通信、労働(有料職業紹介、労働者派遣)、金融、運輸、土地・住宅(定期借家権、工場等制限法)、エネルギー、公共工事、医療・福祉、教育(大学設置基準の見直し、大学入学制度の弾力化)など多くの分野で規制緩和が進められる予定である。金融ではすでに本年4月の外為法の改正によりビッグバンがスタートしたが、今後とも金融・証券・保険の間の垣根の撤廃や株式手数料の自由化などが進められる予定である。税制の面でも、法人税率や所得税最高税率のサプライサイドの効果を重視した見直しが進められることになっている。

第二部

日本の銀行システムの問題点

日本の銀行システムの問題点

—資産市場と銀行システムの問題点—

小 原 由紀子

はじめに

銀行の不良債権問題を解決することを目指し、金融再生トータルプランの概要が発表された。これから、細部をつめていくことになるが、市場の懸念は、市場の観点から問題を解決するための方策が不十分であり、引き続き、一部の利害関係者の利益が優先される可能性が残されているということである。規制撤廃が進展する中で、銀行経営は密室の護送船団行政から自立し、市場経済の中で評価される時代に移行しつつある。これまでのように銀行経営が特定の経営者や政策当局により密室で決定される時代は終焉するべきである。銀行経営は株主に代わり経営陣によって引き続き行われるとしても、それは常に株式市場における株価、債券・預金市場における信用格付け、あるいは預金者の意思決定などにより、注意深く監視されている。そうしたステーク・ホルダーの利益、とりわけ株主の利益を無視した経営をすれば、その銀行は市場からしだい

本レポートは公開情報に基づいて作成されていますが、その情報の確実性あるいは完結性を保証するものではありません。本レポートは、ここに掲載されている企業の有価証券の申し込みを行うものでも、また売買の申し込みを勧誘するものでもありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

に排除されることを余儀なくされるであろう。

銀行、銀行当局、および政治家は大手邦銀が前期決算よりリスク管理債権の開示を始めたことを受けて、不良債権のディスクロージャー内容が米国並に改善され、不良債権は大手19行の合計で約22兆円（貸出に対し約6.0%）しかないと主張している。リスク管理債権の開示項目には3ヶ月以上延滞債権や貸出条件緩和債権が含まれ、表面的には米国 SEC 基準と同じに見えるが、どんな債権を貸出緩和条件に入れるかは銀行自身が決めていることから、この開示内容を信用している市場参加者は多くない。開示内容が適切であるか、財務内容が良好であるか、経営戦略が正しいかを判断するのは、経営者や当局の独断ではなく市場原理である。経営者や当局は、市場に評価されるような、すなわち株価や格付けが上昇するような経営を実行する（あるいは、命令する）義務があるのである。こうした点を再確認する目的から、以下では筆者が毎日接している市場の観点から、日本の銀行システムの問題点を分析したい。

I 市場による分析と株価下落圧力

実質自己資本はほぼ枯渇

日本においては邦銀の財務内容の分析はほとんど不可能であるといっても過言ではない。これは、資産内容に関する開示情報が実態と比べてかけ離れていたことが過去数年間の経験から既にも実証されていることに加え、現在も信頼に足る開示が行われていないためである。これにより、市場では、資産内容に関する独自の分析が行われており、その結果として、バランスシートを保守的に時価評価した場合、大手銀行の実質自己資本はほぼゼロに近いのではないかと推定する投資家やアナリストが圧倒的に多いのである。大手銀行全体でほぼゼロであるとすれば、19行の半数ちかくが実際に債務超過になっていることを意味しよう。このため、不良債権問題が解決され、金融システムが再構築に

向かうと市場が思い始めるためには、ブリッジバンク制度などの枠組みが用意されるだけでなく、実際に、債務超過銀行を破綻させ、それらを抜本的に再建させることが不可欠なのである。

モラルハザードを引き起こす問題先送りやルールなしの公的資金投入に強く反発しながら、現状では、たとえ債務超過銀行が存在しても、金融システムの安定化や債務者保護を強調し、不良債権の実態の公表や厳格な検査に基づく早期是正措置を金融当局の独自の判断により免除している可能性が高いために、多額の不良債権処理や多くの破綻処理の先送りが容認されているといわざるを得ないのである。あきらかにこうした状況は、金融当局、銀行、借り手といった利害関係者におけるモラルハザードを引き起こしていると考えられる。公正なルールが確立されていない状況下での公的資金の投入は、モラルハザードをもっとも招きやすい状況を作り出すであろう。

預金保険機構内の金融危機管理審査委員会が決めた公的資金投入のための審査基準を見れば、当該金融機関の財務内容が良好であると審査委員会や当局が判断しさえすれば、破綻処理という形をとらずとも公的資金が銀行へ直接注入できるようなあらゆる手段が整備されていると解釈することができよう。あらゆる事態に備えて、破綻を認定する必要のない公的資金の投入方法のバリエーションがさらに広がる可能性があることが懸念される。

現状では、銀行の資産内容がきわめて不透明であり、どれくらい自己資本が毀損しているかが明らかにはされていない。とりわけ、破綻している銀行に対し、実態を公表せずに、破綻処理ではないと主張しながら公的資金を投入することは、利害関係者の救済や抜本的な問題の先送りにつながるであろう。この結果、不良債権がさらに拡大したり、無駄な営業コストをかけたりすることになり、本来なら必要でない多額の公的資金が余分に投入されることが余儀なくされるであろう。これに対し市場は猛烈に反発している。これでは市場原理に

表1 預金保険機構が金融機関の優先株等を引き受ける際の審査基準（抜粋）

1. 合併等の受け皿金融機関の場合

- [1] 合併等により自己資本の充実の状況が悪化した場合
- [2] 信用秩序の維持と地域経済の安定に支障が生じる恐れがあること
- [3] 破綻処理の円滑な実施に必要な範囲を超えないこと

2. 一般金融機関の場合

- [1] 申請金融機関の経営状況が著しく悪化していないこと
- [2] 信用秩序の維持と国民経済の円滑な運営に極めて重大な支障が生じ、次の事態を生じさせる恐れがあること
 - ① 内外金融市場で資金調達が極めて困難な状況となる
 - ② 当該金融機関の破綻が連鎖破綻を発生させるなどで、企業活動や雇用など経済活動に著しい障害が生じる恐れがある場合
- [3] 優先株引き受けが、再建を目的とせず信用秩序の維持を目的とする
- [4] 優先株引き受けの後でも、破綻する蓋然性が高くない
- [5] 相当の期間の後、優先株を処分するのが困難でない

従った投資ができないからである。

モラルハザードの根本要因

こうしたモラルハザードが起こっている原因は、第一に日本の不良債権問題が先送りされ続けてきた結果、容易に解決できないほど膨大な問題になっていること、第二に一気に解決すれば意思決定を担っている利害関係者にさまざまな形での痛みをもたらすこと、第三に、その結果、一気に解決しようとする事への反発の方が強く、抜本的解決を決意するためのインセンティブが内部関係者からは発生し得ないこと、第四に、これがもっとも問題であるが、インセンティブが発生しないからといって、解決しなくても済んでしまうような経営、行政、政治システムが続いており、当局が銀行に対し解決を促すための業務改善を命令していないこと、あるいは、市場がそのように確信していることで

ある。

市場の関心は経営効率性の改善が進むような構造改革が進むかという点

市場では（資産分類、不良債権開示、償却・引当の実施、破綻認定などに関する）公正な基準を設定した上で早期是正措置（あるいは業務改善命令）を実施し、そのプロセスの中で破綻した銀行を市場から退場させるだけでなく、破綻はしていないが自己資本不足に陥っており、しかも自力で自己資本調達ができない銀行には必要ナリストラ、業務改善を条件に公的資金で資本強化を強制させることが避けられないと考えている。市場が最も重視していることは、目先の信用不安の解除だけでなく、銀行システム全体の効率性が大きく改善するような構造改革が進むかどうかという点である。

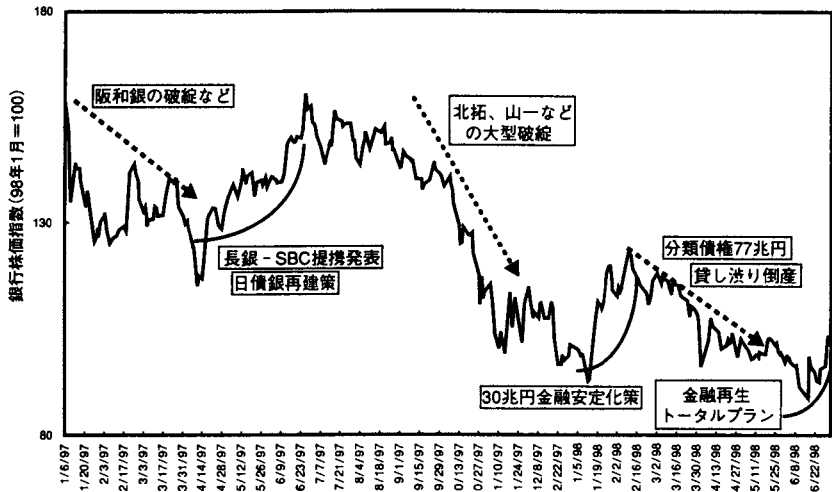
解決を急がなければ市場圧力により破綻銀行は退場を余儀なくされる

金融当局からの厳しい是正措置が出され、銀行のリストラが進展するのを待つ時間もそれほど残されてはいない。それは、金融監督庁が新たに設立されても、大方のメンバーが大蔵省や日銀出身者が占有されていることや、大手銀行の財務内容に関し当局が楽観的な発言を行ったことを見る限りでは、金融行政の方針にさほどの変化が期待できないと市場が判断しているからである。今年、夏までに発表される金融監督庁の検査結果が市場の予想通り楽観的であるならば、市場は株価下落等の圧力を通じ、独自の分析によって債務超過であると判断した銀行に市場からの退場を要求することになるであろう。

政治家や金融当局は、こうした市場圧力を悪意のある投機行動とたびたび批判しているが、それは適当な発言とは言えないであろう。ごく少数の投機行動によって株価は持続的に下落することはないはずだ。株価急落のたびに、緊急対策が発表され、株価が一時的に回復するが、過去3回の株価下落過程を見ればわかるとおり、抜本的な対策が実行されない限り、銀行株価指数が断続的に

下がりつづけていることが見て取れる。

グラフ 最近の市場圧力



II 市場との認識ギャップの要因

市場では未処理の潜在不良債権が多く存在することにより、それを実際に損失処理した場合には大手銀行の実質自己資本がすでにゼロになっていることが指摘されているのに対し、銀行経営者や金融当局の間では、不良債権の会計処理が完了していること、もちろん、債務超過になっている銀行はひとつもないこと、したがって、98年度からは高水準の利益を計上することができるということが強調されている。銀行や当局など利害関係者にとって抜本的な対策を講じるインセンティブがないとはいえ、いったいどんな具体的な要因によって、これほどまでの市場との認識ギャップが生じるのであろうか。

政府・当局における認識ギャップの要因

まず、政府・当局における認識ギャップの最大の要因は、今年3月に日本信託を除く大手銀行全行に、これらの銀行が「優先株の引き受け等を行った後でも破綻する蓋然性が高いと認められない」と判断して、公的資金を投入してしまったという事実であろう。こうした決定を短期に覆して、いくつかの銀行が債務超過の状況である、あるいは、破綻していると発表することは、公的資金の決定を下した審査委員会に加えて最終的にその決定を認可した総理大臣の責任が強く追求される可能性が避けられないという懸念があるのである。言い換えれば、政府・当局は、3月に公的資金を投入した責任により、実際に破綻した銀行が大手銀行の中に存在してもそれを容易に認めることはかなり難しいということである。

銀行における認識ギャップの要因

次に銀行における要因は2つある。そのうちの一つは、銀行に対し公正な基準で業務改善や業務停止を強制することができるような金融当局が存在しないという消極的な要因であり、上記で指摘した3月時点での公的資金投入の件と同じである。より重要な要因としては、銀行の不良債権処理の原資である株式の含み益がついに枯渇してしまったということである。大手銀行の上場株式含み益は97年3月末には約9.8兆円あったのに対し98年3月末には約2兆円に激減している。98年3月末の日経平均は16527円であるが、これが15000円になった場合を想定すれば、上場株式は逆に2兆円を超える含み損を抱えることになると推定される。大手銀行は98年3月末時点で保有不動産の含み益を約2.7兆円持っていると言われているが、これらをBIS基準自己資本の補完的項目に算入したために、不良債権処理のために売却する自由度はないだろう。銀行側は、資産の自己査定制度の導入により、3月末時点で必要と判断される全ての処理を完了したと主張している。その結果、98年度においては、平常時の処理に比

べてやや高い処理額（すなわち約2兆円、貸出に対し約0.5%の処理）を予想している。しかしながら、市場では要注意先債権に区分されている潜在不良債権の処理が完了しているとは見ていないために、98年度に銀行側計画より、はるかに多い処理額を想定しており、それによって再び赤字決算になる可能性を懸念している。

銀行側が市場の予想との比較で楽観的な計画を立てざるを得ないのは、第一に、不良債権処理のための原資として約3兆円の業務純益しか残されていないこと、第二に、97年度における10兆円強の不良債権処理により毀損した自己資本を早期に回復する必要があること、第三に、より悲観的な不良債権処理計画を発表することにより株価や格付け等に悪い影響が出ることを懸念していることからであろう。

表2 上場株式の含み損益（推定）

(億 円)	98年3月末データ			98年 7月2日							
	含み益	簿 価	時 価	16472	20000	19000	18000	17000	16000	15000	14000
8302 日本興業	3,876	25,481	29,356	3,777	10,044	8,268	6,492	4,715	2,939	1,163	-613
8303 日本長期	-1,713	16,284	14,571	-1,762	1,349	467	-415	-1,296	-2,178	-3,059	-3,941
8304 日本債券 長信銀計	-1,084	6,233	5,149	-1,101	-2	-313	-625	-936	-1,248	-1,559	-1,871
8311 第一勧業	1,079	47,997	49,076	914	11,391	8,422	5,452	2,483	-486	-3,456	-6,425
8314 さくら	1,251	40,552	41,803	1,110	10,035	7,505	4,976	2,447	-83	-2,612	-5,141
8315 東京三菱	-2,274	39,258	36,984	-2,398	5,497	3,260	1,022	-1,216	-3,454	-5,692	7,929
8317 富士	3,204	44,572	47,776	3,044	13,244	10,353	7,462	4,571	1,681	-1,210	-4,101
8318 住友	-1,984	19,951	17,967	-2,044	1,791	704	-383	-1,470	-2,557	-3,644	-4,731
8320 三和	3,321	46,213	49,535	3,155	13,730	10,733	7,736	4,739	1,741	-1,256	-4,253
8321 東海	2,526	29,221	31,747	2,419	9,197	7,276	5,355	3,434	1,513	-408	-2,329
8322 あさひ	851	28,149	29,000	753	6,944	5,190	3,435	1,680	-74	-1,829	-3,584
都銀計	17,011	336,864	353,875	15,821	91,370	69,959	48,547	27,135	5,723	-15,688	-37,100
8401 三井信託	693	15,443	16,136	639	4,084	3,107	2,131	1,155	178	-798	-1,774
8402 三菱信託	2,846	15,425	18,271	2,785	6,686	5,580	4,475	3,369	2,264	1,158	52
8403 住友信託	718	13,510	14,229	671	3,708	2,847	1,986	1,126	265	-596	-1,457
8404 安田信託	-1,855	8,745	6,890	-1,878	-407	-824	-1,241	-1,657	-2,074	-2,491	-2,908
8405 日本信託	-0	920	919	-4	193	137	81	26	-30	-85	-141
8407 東洋信託	480	8,096	8,576	451	2,282	1,763	1,244	725	206	-313	-831
8408 中央信託	-598	5,069	4,472	-613	342	71	-199	-470	-741	-1,011	-1,282
信託計	2,285	67,208	69,493	2,051	16,887	12,683	8,478	4,273	68	-4,137	-8,341
19行合計	20,375	452,069	472,444	18,786	119,649	91,063	62,477	33,891	5,305	-23,281	-51,866

98年3月末
16,527

Ⅲ 自己査定の問題：要処理額を過小に見積もっている可能性

自己査定制度の概要

早期是正措置は金融機関の自己資本比率の状況に応じ発動される制度であるため、金融機関が当局に提出する自己資本比率が正確である必要がある。このためには、償却・引当すべき不良債権についての処理を先送りしたまま決算を行うことは許されなくなる。金融機関が償却・引当を適切に実施するためには、自らの資産内容を適格に把握するために自己査定をし、その結果に基づき必要な償却・引当を全て実施することが義務づけられるのである。その自己査定の正確性は、まず、監査により、その後、金融監督庁の検査によってチェックを受けることになっている。

表3にも示されているとおり、貸出金の査定では、債務者の信用リスク（財務状況、資金繰り、収益力などから判定される返済能力等）により、まず、破綻先、実質破綻先、破綻懸念先、要注意先、正常先に区分される。次に、それぞれの区分先が、回収の危険性や価値の毀損の危険性に応じて、非分類（回収の危険性や価値の毀損について問題ない資産）、第Ⅱ分類（通常の度合いを超える危険を含むと認めら

れる資産）、第Ⅲ分類（最終の回収または価値について重大な懸念があり、損失の発生の可能性が高い資産）、第Ⅳ分類（回収不可能または無価値と判断される資産）に査定される。

表3 自己査定における貸出債権の区分と分類のマトリックス

	正常運転 資金等	優良担保 ・保証分	一般担保 ・保証分	保金のない部分
正常先	非	非	非	非
要注意先	非	非	非	非
破綻懸念先	—	非	Ⅱ	Ⅲ
実質破綻	—	非	Ⅱ	Ⅳ
破綻先	—	非	Ⅱ	Ⅳ

54兆円

大蔵省が年初に分類債権額を発表したが、それは第Ⅱ分類、第Ⅲ分類、第Ⅳ分類の合計である。大手銀行の自己査定による分類債権額は表にある通り、約54兆円、保証などを含む総与信額（432兆円）に対し12.6%に相当する金額となっている。

表4 97年上半期の自己査定結果

(単位：兆円)

	総与信額	第四分類	第Ⅲ分類	第Ⅱ分類	分類債権額	分類率
大手銀行	432	2	7	45	54	12.6%
地方銀行	139	0	1	13	14	10.4%
第二地銀	54	0	1	7	8	14.6%
合計	625	3	9	65	77	12.3%

銀行に義務付けられる償却・引当をごく簡単に説明すれば以下のようになる。
すなわち、

破綻先・実質破綻先

債権額から担保処分可能見込み額、および、保証による回収可能と認められる額（当該区分先の非分類および第Ⅱ分類）を減算し、残額を全額（100%）償却または引当する。

破綻懸念先

債権額から担保処分可能見込み額、および、保証による回収可能と認められる額（当該区分先の非分類および第Ⅱ分類）を減算し、残額のうち必要額（少なくとも50%程度）を償却または引当する。

要注意先

過去数年間における貸倒実績率に基づく引当を行う。

自己査定の問題点

自己査定はその名のとおりに、銀行による資産の査定である。自己査定におい

ては貸出金を区分するとき、さらにそれを分類するときの、あわせて2回の重要な判断を銀行が独自に行うため、そこに相当な恣意性が入ってくる可能性がある。銀行側には不良債権処理のための原資が過去に比べて激減しているという制約があり、査定額をなるべく少なく見積もろうとするインセンティブが発生している。市場の大方は事後的な外部チェックが厳格に行われ、自己査定の恣意性が排除されない限り、自己査定に基づく不良債権の要処理額は少なく見積もられている、言い換えれば、不良債権処理は終了していないと見ている。以下では、自己査定においてとくに重要視するべき問題点（表中で○で囲んである箇所）について指摘したい。

(ア) 破綻懸念先や実質破綻先に入れるべきものが要注意先に区分されている点

破綻懸念先に区分するのと要注意先に区分するのでは雲泥の差がある。第一に、破綻懸念先の場合には担保・保証でカバーされていない金額について、少なくとも5割程度の引当が必要となる。これに加えて、破綻先に区分された債務者に対しては追加融資等による支援を続けることは背任行為に当る可能性があるため、通常、支援を停止することが強いられる。その場合には、当該債務者に対する貸出金が即座に破綻先になる危険が急上昇する。したがって、銀行としては、大口先でかつこれまで支援を続けてきた債務者に対する支援を続けるために、恣意的にそれを要注意先に区分するインセンティブが高くなるはずである。

「破綻懸念先」とは、現状、経営破綻の状況にはないが、経営難の状態にあり、経営改善計画等の進捗状況が芳しくなく、今後、経営破綻に陥る可能性が大きいと認められる債務者のことであり、一方、「要注意先」とは金利減免・棚上げを行っているなど貸出条件に問題のある債務者、元本返済もしくは履行状況に問題のある債務者のほか、業況が低調ないし不安定な債務者または財務内容に問題のある債務者など今後の管理に注意を要する先をいう。

公表資料などに基づいた分析により潜在的に債務超過と推定され、そのため破綻懸念先や実質破綻先に区分されるべき大口の借り手が、ヒアリングによれば要注意先に区分されている例が数多い。こうした先を破綻懸念先に区分すれば、与信額の推定1%程度で済んでいた引当率が（担保・保証でカバーされている比率を20%とした場合には）40%以上に上昇することになる。これは、この差額分だけ未処理額が発生すること、あるいは、第Ⅲ分類が増加することを意味する。97年度上期の自己査定において、要注意先のうち第Ⅱ分類となった部分（すなわち約45兆円の部分）は、破綻懸念先になったならば第Ⅲ分類になるであろう部分とみなせる。例えば、要注意先の三分の一が本来は破綻懸念先であった場合は、 $45 \text{兆円} \times 1/3 \times (40\% - 1\%) = 5.8 \text{兆円}$ 以上の未処理額が発生していることを意味する。

(イ) 要注意先にたいする引当率が低すぎる点

上記の通り要注意先に対する引当率は貸倒実績率であり、大手銀行の平均引当率はせいぜい1%程度と推定している。問題は貸倒実績率の計算に恣意性が入っていることである。すなわち、計算から住専や大口破綻先（山一証券関連、三洋証券関連、日債銀ノンバンク関連、東食など）を特殊要因として除外する銀行が多く、その結果、貸倒実績率が実態よりも低くなっているであろうことである。日本銀行が最近、公表しているS査定（第Ⅱ分類に相当）の3年目の累積償却率は16.7%となっている。景気低迷が続く状況下では大型破綻が増加することが予想される。したがって、少なくとも第Ⅱ分類に対し、恣意性を入れないで計算された貸倒実績率を適用することが必要である。日銀の累積償却率を適用した場合の引当額は、第Ⅱ分類（約45兆円） $\times 16.7\% = 7.5 \text{兆円}$ となり、この分だけ未処理額が発生していることを意味する。

(ウ) 一部の正常運転資金は非分類に扱うべきでない点

要注意先における正常運転資金や収益弁済可能額と認められる金額は優良担保と同様に非分類扱いとなる。上記で述べたとおり、要注意先の中には多くの破綻懸念先や実質破綻先が含まれていると推定されるが、こうした借り手の正常運転資金や収益可能弁済額は当てにはできないはずの資金であるが、多いときには収益可能弁済額の10年分の金額が非分類として控除されている場合もある。要注意先の中で、こうした要因で非分類となっている金額のうちの、一定比率は本来、第Ⅱ分類に査定されるべき部分であり、分類債権額の大きな増加要因であろう。

(エ) 一部の優良保証は非分類とすべきでない点

優良保証の部分は破綻先から要注意先まですべて非分類に査定される。優良保証に該当するものには、金融機関が設立した（系列ノンバンクである）信用保証会社による保証、上場の有配事業会社の保証などがある。しかしながら、どちらの場合にも親会社の保証能力を分析し、必ずしも非分類に査定しないケースも考える必要があるだろう。この点についても、分類債権の増加要因、かつ、未処理額の発生要因となろう。

(オ) 一般担保・保証の評価が保守的に行われていない可能性がある点

一般担保に関する担保評価額およびそれに対する掛け目の設定が保守的であるかどうかは銀行により差がある。また、一般保証については、当該保証者の返済能力についての評価に恣意性が入る可能性がある。

Ⅳ 自己資本不足は大手だけで20兆円規模の可能性

不良債権を約70兆円と試算

大蔵省が公表した銀行の自己査定による分類債権額（54兆円）は、第一に担保、保証、正常運転資金等を適宜、控除したあとのネットの金額である。しかも、第二に、前節で指摘したような区分上、分類上の恣意性が懸念されるため、グロスの金額もネットの金額も恣意性を排除すれば増加することが予想される。しかしながら、自己査定の詳細については外部からこれ以上、分析することは困難である。このため、本稿では、筆者が試算した推定不良債権を紹介し、それに基づいて、大手銀行における今後の不良債権の要処理額や自己資本不足額を予想する。とりわけ、筆者のシナリオとして紹介したいのは第三番目の40%引当シナリオである。

不良債権の試算方法は、94年3月末時点の公表不良債権（約13兆円）に、その時点では含まれていないと推定されるノンバンク向け（約35兆円）、不動産業・建設業向け（約36兆円）、個人向け（約5兆円）、アジア向け（約7兆円）の推定潜在不良債権を加え、94年3月末から直近までの間にオフバランスした金額をそこから控除することにより、98年3月末時点の不良債権を約71兆円と推定した⁽¹⁾。この金額はあくまでも推定額であること、試算の前提条件の変動によ

(1) ノンバンク向けは問題ノンバンクをみなされる約60社を選び、それらに対する各行の問題債権額（貸出額に掛け目を乗じた額）を足し挙げた金額。今後、増額修正の可能性がある部分。

不動産・建設業向けは、85年から95年までの各年度に実施された新規融資額について、設定された不動産担保の現時点における不足額（すなわち貸出における損失額）を地価下落率などを考慮することにより推定し、それを平均的なロス率で割り返し得られた金額。

個人向けは個人住宅ローンのうち、事業性資金の推定金額に一律25%、一般住宅ローンに3%を乗じた金額を推定不良債権としている。アジア向けは推定貸出額に一律30%を乗じた金額を推定不良債権としている。

り常に変更する可能性があること、また、上記にあげた業界以外にある不良債権については考慮していないことを強調しておきたい。

表4 97年上半期の自己査定結果表5 大手19行の不良債権の資産

(兆円)	94年3月末の公表不良債権	不動産業向け	建設業向け	ノンバンク向け	個人向け	アジア向け	償却前残高	償却後残高(98年3月末)	対貸出率
長期信用銀行	2	5	1	7	0	1	15	12	25%
都市銀行	8	16	6	20	4	6	61	46	17%
信託銀行	3	6	1	9	0	1	19	14	25%
大手19行	13	27	9	35	5	7	96	71	19%

94年3月末の公表不良債権に含まれていなかった問題債権

引当率に関する三つのシナリオ

約71兆円の推定不良債権に対し必要な引当率について3通りを想定する(表6参照)。第一は自己査定シナリオ(銀行シナリオ)、第二は20%引当シナリオ(梶山案類似シナリオ)、第三は40%引当シナリオ(筆者シナリオ)である。最後のシナリオは、前節で指摘した自己査定における様々な恣意性を排除し、適切な

表6 引当率に関する3つのシナリオ

	自己査定シナリオ	20%引当シナリオ (梶山案と類似)	40%引当シナリオ
1 前提とする不良債権額(兆円)	54	71	71
2 今期以降の要処理額(兆円)	基本的にゼロ	7	18
3 必要処理年数	基本的にゼロ	2.1年	5.5年
4 実質自己資本(兆円)	23	14	5
5 実質自己資本比率	3.9%	2.4%	0.8%
6 自己資本不足(兆円)	1	10	19
7 PBR	1.5倍	2.5倍	7.1倍

自己査定シナリオは98/3末時点の自己査定に基づきすべての不良債権処理が終了していることを前提とするシナリオ。

20%引当シナリオと40%引当シナリオが前提とする不良債権額は推定値。

必要処理年数=今期以降の要処理額/業務総自己資本不足額(必要外部資本額)=総資産×4%-実質自己資本

自己資本不足額(必要外部資本額)=総資産×4%-実質自己資本

引当率を実施せざるを得ない状況を想定したシナリオとして解釈できよう。

それぞれのシナリオにおける要処理額と自己資本比率

第一の自己査定シナリオは98年3月末自己査定が正しく行われた結果、不良債権の会計処理が終了したとするもの。銀行側は、今後、さらなる景気の後退などを背景に、担保価値の一段の下落、倒産件数の増加、借り手の財務状況の悪化などがある程度は考慮し今後の要処理額が貸出に対し0.3%~0.5%程度なると見込んでいる。しかしながら、ここではそれを考慮しないので、今後の不良債権の要処理額はゼロである。

第二の20%引当シナリオは、筆者推定の不良債権（71兆円）を前提とし、そのうち、従来基準の公表不良債権（約15.8兆円、対貸出4.3%）に対し75%を引当し、残りの潜在不良債権（約55.2兆円）を第Ⅱ分類債権とみなして20%引き当てる必要があるとするシナリオである。今後の不良債権要処理額は、すでに積み立てた引当金の税効果を考慮した上で約7兆円、業務純益で約2年分と推定される⁽²⁾。

第三の40%引当シナリオは、同様に筆者推定の不良債権（71兆円）を前提とし、そのうち、従来基準の公表不良債権（約15.8兆円、対貸出4.3%）に対し75%を引当し、残りの潜在不良債権（約55.2兆円）については破綻懸念先と同じ質であるとみなして40%引き当てる必要があるとするシナリオである。今後の不良債権要処理額は、すでに積み立てた引当金の税効果を考慮した上で約18兆円、業務純益で約5年分と推定される⁽³⁾。

それぞれのシナリオについて実質自己資本の総資産に対する比率（自己資本

(2) 20%引当シナリオで引当金の税効果を考慮しない場合の要処理額は約11兆円と推定される。本稿では第Ⅱ分類債権額をもとに計算しているわけではないので、あくまでも梶山案類似シナリオである。

(3) 40%引当シナリオで引当金の税効果を考慮しない場合の要処理額は約22兆円と推定される。

比率)を計算すると、自己査定シナリオでは4%割れ、20%引当シナリオでは3%割れ、40%引当シナリオでは1%割れの状況にあると推定される。各シナリオにおいて自己資本比率を4%に回復するために、外部資本を注入するとすれば、自己査定シナリオでは約1兆円、一方、20%引当シナリオでは約10兆円と金融危機管理勘定に残っている金額に近い。しかしながら、40%引当シナリオでは、約19兆円と当勘定に残っている金額では足りない状況となるだろう。この金額は計算上の、したがって余裕を持たせていない金額であること、また大手銀行だけでなく、他の業態に対しても公的資金投入の必要があることなどを考えれば、残り約28兆円あまりの公的資金では大幅に不足する可能性が指摘できよう。

自己資本比率別の早期是正措置

米国 FDIC131条により定められている早期是正措置 (PCA) はいくつかの指標を総合判断して決定されるが、その中のレバレッジ・レシオ (Tier I / 総資産) 基準による銀行の分類 (第1分類~第5分類) で考えると次のような是正措置を命じられることになると思われる。

第一の自己査定シナリオ (4%割れ) は米国では「Under-capitalized」(第3分類) に分類され、日本の早期是正措置における第2区分に類似した是正措置 (自己資本再建計画の提出、総資産の拡大禁止、当局の承認のない買収、支店設置、新規業務を禁止など) が下される。20%引当シナリオ (3%割れ) は「Significantly Under-capitalized」(第4分類) に分類され、増資・合併による自己資本回復、取締役会の刷新、一部業務中止を義務付けられる。

40%引当シナリオ (1%割れ) は「Critically under-capitalized」(第5分類) に分類され、業務内容を制限するとともに90日以内に破産管財人あるいは財産管理人を選任することを命じられることになっている。

いずれのシナリオもかなり厳しい是正措置が必要であるが、問題なのは筆者

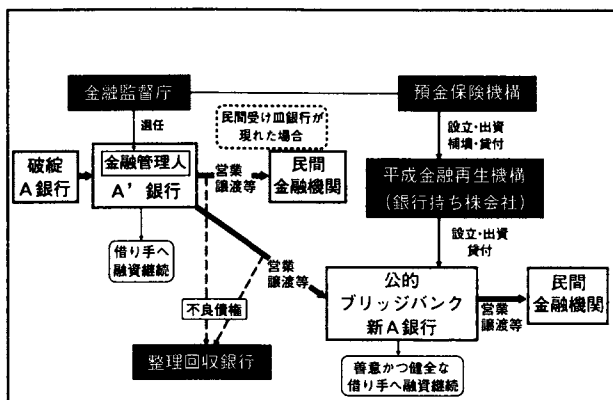
シナリオである40%引当シナリオでは、大手銀行全体として閉鎖勧告を受ける状況にあるということの意味している点である。3月の公的資金投入の決定との関連から起こるであろう責任問題にとらわれることなく、一刻も早く破綻処理やリストラを伴う自己資本回復措置を公正に施すことが急務であることを米国の早期是正措置は教えてくれているのである。

V フリッジ・バンク制度への市場の懸念

米国における早期是正措置であれば閉鎖勧告が出されても不思議でないほどの問題を抱えた日本の銀行システムの状況に対し、市場や外国政府等は抜本的な解決を図るよう促している。これを受けて、政府は銀行破綻後にその金融サービス機能を受け継ごうとする民間の受け皿銀行が登場しない場合でも、金融システムの安定と預金者保護を万全とするために、破綻後直ちにその銀行の業務を公的に管理できる制度を整備し、さらに民間の引き受け手が登場しない場合に、善意かつ健全な借り手の資金繰り倒産などの経済的混乱を未然に防止するために、それら

の借り手に融資を維持・継承できるような公的な新銀行をブリッジ・バンクとして設立できる制度を整備することを決定した(図1参照)。

図1 ブリッジ・バンク制度の構造



ブリッジ・バンク制度への市場の懸念

これは、破綻処理を想定した銀行システムのリストラに政府・当局がようやく重い腰を上げたことを意味する画期的な動きである。しかしながら、一方で、いくつかの問題点が指摘できよう。第一に、問題を表面化することに対して引き続きインセンティブを持たないと考えられる当局が、大手銀行に対し何の恣意性をはさまずに適切な早期是正措置を出せるとは考えにくい点だ。ここで、議論は再び、「市場との認識ギャップ」に戻るわけである。具体的には、3月に公的資金を投入した大手銀行に対して、たとえば、「深刻な自己資本不足」であるとか、「債務超過」であるとかという検査結果を突きつけ、是正措置を厳格に言い渡すことができるかである。外資系アナリスト向けのコンファレンスにおいて、当局が「大手銀行の財務内容は大丈夫」という点を強調していたことから判断すれば、当局は、検査結果の点に関しある種のソフトランディングを想定しているとの結論に到達せざるを得ない。

次に問題なのは、このブリッジ・バンク制度のもとでは、善意で健全な借り手保護が預金者保護以上に強調されている点である。万が一に、大手銀行が破綻した場合に、資金繰り倒産を強いられる借り手は多いであろう。ブリッジ・バンク制度の最大の目的は、そうした借り手をほぼ一括して保護することではないかと考えられる。このため、「追い貸し」などの支援により、どうにか第Ⅱ分類に入っているが、本来は第Ⅲ分類以下に分類されるべき「健全ではない借り手」を、最大5年という長期にわたり保護することにもなりかねない危険性がある。そうした借り手を倒産から保護することにより、貸出償却を免れることができる銀行に対する救済という意味も持ち、ここでも特定の利害関係者が恩恵を共有する構造が見え隠れするのである。つまり、ブリッジ・バンクは本来なら経営状態が悪化し資産圧縮などで対処しなければいけない銀行を、借り手保護という名目のもとに、市場圧力から守るシェルター（避難所）の役割をも担う可能性がある。この場合には、銀行が第一段階として国の管理下に

入るときの「破綻」の定義についても、より幅広い意味に変更される可能性もあるであろう。

第三に問題になるのは、ブリッジ・バンク制度において、「債権保全」措置が法律的枠組みの中で整備されているかどうかが疑わしいことだ。貸出についてはさほどの問題は生じないものの、大手銀行が海外現地法人などで従事しているような証券業務、デリバティブ業務といった複雑な業務に関しては、何が起きるかは不透明である。不透明だからこそ、法的保護が整備されないまま大型破綻が起きた場合には、大混乱が起きる可能性を懸念すべきであろう。言い換えれば、現時点でブリッジ・バンクが大手銀行の破綻を想定しているとは考えにくいということだ。

Ⅵ 公正かつ具体的な基準に基づく銀行リストラが不可欠

注意すべき市場圧力

ありとあらゆるところで、金融問題を解決するためのしかるべき抜本的な対策について議論が展開されている。それらを一つでも、二つでも実行したならば、問題解決に向けて大きく前進していたことは間違いない。しかしながら、本稿で繰り返すように、先送りの連続で、手がつけられないほど大きくなってしまった銀行の問題を、今ごろになって利害関係者が自らメスを入れることは困難である。それは、繰り返しになるが、抜本的な措置をとるインセンティブがほとんどないからである。外国政府を始めとし、いろいろなところからリクエストされた施策や枠組みは作るが、それを使おうとしないで、引き続き、「先送りするしかない」というのが現状であろう。しかしながら、注意すべきは、やはり市場の圧力である。市場では深刻な問題に対し、解決を催促して株価などが急落する。そして、新しい政策が出てくると予想すれば、発表されるずいぶん前から上昇する傾向がある。今は、まさに上昇した直後である。期待通り

に実行されなければ、株価上昇に織り込んだ大きな期待の分だけ、下がるわけである。

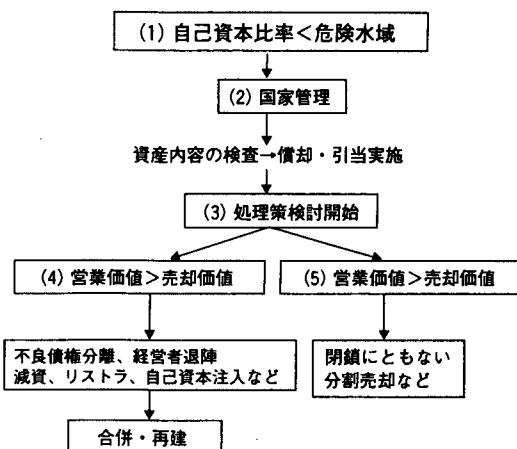
経営効率性改善につながるような厳しい早期是正措置を

市場が要求しているのは、図2にあるような、公正かつ具体的な基準に基づく早期是正措置（PCA）の実施であると筆者は考える。政府・当局は銀行が債務超過に陥ったり、資金繰りがつかなくなるまで、待つべきではなく、その手前でしかるべき早期是正を実施すべきである。しかも、早期是正措置の中で、自己資本比率などの基準に基づき、銀行整理、ならびに、経営効率性の改善が確実に見込めるような再建プログラムを銀行に対し強制すべきである。

図2 公正かつ具体的な基準に基づく金融システムの再構築が必要

□ 市場が要求しているのは、公正な基準に基づく厳格な早期是正措置（PCA）の実施。PCAの中で、銀行整理と経営効率性の改善が確実に見込めるような再建プログラムが実施されるべきである。

□ 政府当局は銀行が債務超過に陥り市場から締め出されるまで待つべきではなく、その手前でしかるべき是正措置を施すべきである。



透明性の高い検査体制の必要性

これを実行するために、まず、検査制度を早期に透明性の高いものにしなければいけないだろう。従来のメンバーで実施する限り、たとえ公正な検査を実

行しても、よほど厳しい結果を出さない限り、市場は信用しないであろう。このため、民間から検査官を募集するだけでなく、海外の不良債権問題で実績を積んだ人物を幹部メンバーとして招聘するなどの思い切ったアイデアを導入するべきであろう。

国家管理になる自己資本比率を1%に設定すべき

査体制の整備により、正しい自己資本比率を計算させることができれば、国家管理となる自己資本比率の基準をゼロより上（たとえば1%程度）に上げるべきである。1%未満の自己資本比率の銀行は、黙っていても債務超過になるか、国家管理後に検査することで実際にはより低い比率となる可能性が高いからだ。

検査結果に基づき、償却・引当が強制された後の正しい自己資本比率に基づき、早期是正措置を実施する。早期是正措置における区分を現状の3区分から5区分に細かく分けるべきであろう。早期是正措置の最大の目的は毀損した自己資本比率を、リストラや業務改善を通じて回復させ、信用リスクを低下させるとともに、経営効率性を改善させることだ。したがって、自己資本比率が2%の銀行に対し公的資金を1兆円投入し、自己資本比率を回復させても、当該銀行が巨大な非効率銀行出る限りは、市場は評価しないし、産業界に対し信用創造機能を発揮する能力も限界があるだろう。最も求められているのは、当局による自己資本回復命令である。もしも、各銀行が市場で調達できるならば問題はない。しかしながら、公的資金以外に引き受け先がない場合には、公的資金投入と引き換えに猛烈なリストラと業務改善を実行することを命令すればいいだろう。

次に区分1%未満の銀行が接收されたとしよう。さらなる検査により、不良債権が分離され、経営陣、株主が責任をとる。長期的な営業価値と現時点での分割売却との比較で、営業価値が売却価値を上回る場合（すなわち、不良債権

分離前の資産時価＋営業継続価値－不良債権売却損－不良債権分離前の負債額（＞ゼロ）であれば、しかるべき、リストラを命じた上で、単独の再建、合併による経営の継続ができるとする。その場合には、一定水準まで、自己資本比率が引上げるように、公的資金を投入すればいい。反対に営業価値が売却価値を下回る場合は、譲渡先がない場合には分割売却を強いられるとする。当該銀行が現時点で債務超過額である場合は、損失を公的資金で穴埋めした後に、市場価格で（分割）売却するのがもっとも経済的であるという結論がでるであろう。

売却するときにも、合併先を見つけるときにも、第2分類は引き取りたくないという銀行が圧倒的に多くなろう。それは、実際の第Ⅱ分類の相当部分が、本来あるべき第Ⅱ分類よりも内容がかなり悪いという現状を意味している。公正な検査によって、そうした自己査定上の恣意性は除かれるはずである。その結果、売却先、合併先の銀行は、破綻銀行の一部あるいは全部を、しかるべき市場価格で取引するべきである。そうでないとすれば、それは引き続き、問題債権ともども譲渡されるのではないかと市場が懐疑的になるであろう。

最後に、国家管理後に資産内容の査定を行ったり、当該銀行の処理方針を検討する審議の透明性と公正さを維持するべきである。今年3月の公的資金による優先株等の引き受けの際に、それが公正な基準で行われたと確信している市場参加者はほとんどいなかったであろう。同じ審査委員会が公的ブリッジ・バンクの業務に従事することになっている以上、透明性を強調する何らかの枠組みが必要である。

経済金融危機下の日本の政策手段

ベンジャミン M. フリードマン

これらの問題は深刻な問題です。というのは、日本が国際経済・金融社会において重要な役割を担っているからというだけではなく、今日の日本が歩みつつある軌道がこの国の国民に深刻なコストを負担させつつあるからです。すでに過去6年間の不況の下、生産、投資、雇用、所得そして利潤の低迷により日本国民は極めて大きなコストを負担してきています。例えばある代表的な経済指標をみると、現在の産出量と日本経済が潜在的に生産可能な産出量との差は大きく、そしてその差は拡大しつつあります。先でみるように、これらのコストは少なくとも来年、再来年にかけて蓄積していくでしょう。日本が進みつつある経済不況の経路は、日本国民が進むものと期待して当然の経路とかけ離れたものとなっています。この二つの経路が年とともにかけ離れば離れるほど、増大するそのコストは問題の深刻さを認めたがらない人々にも明白なものとなるでしょう。

それと同時に重要なのは、日本が現在直面しているこの問題は解決可能であるということを知覚することです。今日も増大するこのコストは避けられないものではありません。日本が自国の国民に対して、年々これ程の負担を負わせ続け、また言うまでもなく、国際金融社会の参加者にも追加的なリスクを負担させ続けてよい理由はありません。

この不況の経路から新たな成長軌道に乗せるために、日本は今、はっきりと

した3つの政策アプローチを追求することができます。私はこれら3つの政策アプローチは代替的なものではないと思います。問題は、その選択肢のメニューから1つ、あるいはせいぜい2つを選ぶということではありません。日本が速やかに、そして精力的にこの3つの政策アプローチを同時に推し進めることが重要だと確信します。

その第1は金融政策です。1930年代から得られた主要な教訓は、中央銀行が財・サービスの総価格の低下を防ぐ必要があるということでした。さらに近年のマクロ経済学が教えるところでは、中央銀行が総価格の支持に専念していると広く認識されることも重要です。日本銀行は反デフレーション政策を公表し、それに専念すべきであると私は強く思います。財・サービスの総価格の低下は容認されるべきではありません。

この政策を確実に実行する上で明らかにすべき重要なことは、財・サービスの価格の下落を避けることが資産価格を安定化させることと同じではないということです。今日経済が落ち込むと、中央銀行にはいくつかの金融資産価格を安定化する要望が起り、またある国々では実物資産の価格の安定化を望む要望が中央銀行に寄せられます。これは1930年代の教訓が示唆するところではありません。ここで重要なのは財・サービス価格の総水準が下がるという意味でのデフレーションを避けることにあり、資産価格を支えることではないということです。

さらに関連した問題が日本で起こっています。それは日本の名目金利がほぼゼロに近いという状況の下で金融緩和政策を行った場合に、その実効性に限界があるかどうかという問題です。言い換えると、日本は現在「流動性のわな」にあるかどうかということです。それは誰にも分からない、というのが答えでしょう。しかし結局のところそれは大きな問題ではありません。流動性のわなが意味するのは、金利を引き下げ、それにより財・サービスへの実質需要を喚起する能力を中央銀行はこれ以上持たないということです。今の日本に当ては

まるかも知れないし当てはまらないかも知れません。いずれにせよデフレーションを避けるという事とは無関係です。流動性のわなの状況下にあるからといって、中央銀行が自国経済の財・サービス価格の総水準をコントロールできなくなったことを意味するものではありません。日本が流動性のわなの下にあるか否かに関わらず、日本銀行は対内的にも対外的にも直ちに反デフレーション政策に専念すべきです。

現在の停滞した経済状況の下にあって日本が採用すべき他の2つの政策アプローチはいずれも財政政策に関するものです。1つは減税や政府支出の増大といった従来の財政刺激政策であり、もう1つは銀行システムへの最後の貸し手機能を政府が追求することです。

これら両方の財政政策に関し日本で最近まさに注目を集めている重要な問題は、国民所得に対する政府債務の比率がすでにかなり高くなっている経済の下で財政政策の有用性には限界があるかどうかということです。これらの限界は、政府の財政政策が将来の債務返済義務をもたらすという懸念に基づいています。ここで2つの点を考えたいと思います。第1に、ネットで見て、日本の政府債務残高の対GDP比率は比較的低いということです。グロスで見ても日本の政府債務の対GDP比率は西側諸国の水準にほぼ匹敵します。しかし日本政府は金融資産残高、特に社会保障関連の基金を西側諸国政府よりもはるかに多く保有しています。その結果、GDP比で見た日本のネットの政府債務残高は国際的には実際非常に低いのです。

第2に、財政政策が経済の成長軌道を改善する可能性よりも、将来の債務の返済義務をもたらす問題の方を強調し過ぎることの方がたやすいということです。具体的に申し上げます。例えば日本政府が対GDP比で15%純負債高を増加させるような財政政策を行うとしましょう。そしてさらに、市場が政府負債に課す実質利子率は、例えば3%といったより正常な金利状態に時間をか

けて戻るとします。3%の実質金利の下で政府債務の比率が15%上昇すると、国民所得の0.5%以下の額だけ年間の債務返済義務が増加することを意味します。そしてこの政府の利払いが課税される所得であるならば、その債務返済の増加分はより小さなものになります。もちろん、政府が国民所得の0.5%を毎年無限の将来にわたって支払い続けるというのは決して小さな問題ではありません。しかし「政府は政策によって再び経済を成長軌道へ回復させることができるのか」あるいは「その政策は例えば更なる成長をその後2年間直ちに可能とするのか、さもなければ景気の停滞、そして景気後退さえをも招く現在の状況を放置するのか」といった問題に比べると、GDPの0.5%という違いは大変小さなものと思われます。異なった政策パッケージを採用することで発生する今後数年間のGDPの水準は4%、もしくは6%ないし8%程度違ったものになり、その後その水準から経済は成長するでしょう。したがって、現在の政府債務の対GDP比率という問題を懸念することなく、日本は従来の財政刺激策と最後の貸し手政策の双方を精力的に進めることが理にかなっていると私は信じます。

従来の財政刺激策とは減税か政府支出の増加のどちらか一方、もしくは両方から成ります。実際、今日の日本では、財政刺激策は大きな効果を上げてきていませんが、それは主に大々的な財政刺激策そのものが試みられてきていないからです。そして、実際に試みられた限りにおいては、その効果はありました。1995年に日本政府予算は相当程度財政拡大の方向に進み、その結果1996年経済は一時的に回復しました。しかし1996年および1997年に政府は財政刺激政策を転換し財政縮小に向かい、当然景気の動きも反転しました。日本で財政刺激は効果がないという主張には、少なくとも現在手元にある証拠を見る限り、確固たる根拠はありません。

外国人として疑問に思うことは、なぜ日本の財政刺激プログラムの額は政府が公表する額よりも実際にはいつも非常に少ないのだろうかということです。

大半の諸外国では財政問題に関し政府は比較的少ない財政刺激額を公表し、また財政拡大は経済全体にとって有効なだけでなく、ほとんどの場合様々な特定の有権者団体にとって有利となるので、政府は公表した額よりも多くの支出を行い、より多くの減税を行います。外国人にとって日本の財政政策でよく分からない事は、拡張的な財政行動が公表される額と比べてどれだけ小額になるかと言うことです。（公表額と実際の額とを対比する際に一つ重要なのは、政府の貸出と政府支出の違いという点についてです。政府支出から民間部門への直接の貸出へと公的な投資基金を再配分することは財政刺激策とは言えません。信用市場の状況を改善したりその他の経路を通じ経済活動にいくらかの影響をもたらすかも知れませんが、それは従来の財政政策が持つ刺激効果ということではないのです。）

この春、日本政府は合計で16兆円、およそGDPの3%に匹敵する財政刺激策を公表しました。直ちに起こる問題は「その政策が、言われるような規模を本当に意味するのか？」ということであり、もしそうであれば「それで十分なのか？」ということです。政府の取るべき第1ステップは正しく積算された、まさに公表額の16兆円に相当する財政刺激策を実行することであると確信します。もしも十分でなかったらその時は増やせばよいのです。

3番目の政策アプローチとして、政府財政の最後の貸し手機能について述べたいと思います。ここでは、いろいろな意味でこれが良い方法だと思うのですが、日本の現在の問題をアメリカが10年前に抱えていた銀行業、特に貯蓄貸付組合の問題と対比させて考えます。まずこの問題を考える出発点は、銀行システムへ資本を注入するための資金をどこから調達するかを考えることです。そしてその質問に答えるためにはまず、銀行システムには現在適切に利用されていない資本が既に相当量に存在するというを理解する必要があります。

したがって、まず既に銀行システムに存在する資本がこれ以上減少しないように保護することが重要です。日本政府は速やかに株主への配当支払いを停止

するための手段を講じなければなりません。株主へ配当を支払うことは、銀行システムから株主の口座へ直接1対1の関係で資本を取り崩すことを意味します。日本の銀行に支払能力があるのかどうか、そして銀行システムの資本強化のために公的資金を使うことが可能かどうかを議論する一方で、株主が既にある資本を銀行システムから定期的に取り崩すことが容認されているというのは全くのナンセンスです。また、そこに既に存在する資本を効率的に利用するために、かなり積極的な銀行の合併、より率直に言えば強制的な合併は、ある銀行の資本を他の銀行のニーズに合うように再利用するという効果があります。

しかし私の推測するところでは、既存の資本をどんなに効率的に活用しようとしてもそれでは不十分でしょう。日本の銀行全体が被った損失はあまりにも大きすぎます。そこで、次に取るべき手段は政府に求めること、すなわち追加的な資本を公的資金に求めることです。これは個々の金融機関が抱える支払不能の問題を政府の支援により解決しようとするものであり、言い換えると破綻銀行を閉鎖する過程の1ステップとしてその銀行へ政府が資本を注入するということです。さらにそれは閉鎖を逃れ営業続行が許されたいいくつかの金融機関の不良債権を政府が直接引き受けることも意味しています。しかしその資本注入と不良資産引き受けの両方のケースにおいて、銀行を破産させるために公的資金を使うことと存続させるために使うこととは基本的に異なるということを十分に理解しなければなりません。経済学的、特に政治経済学的問題として、様々な国でこの相違が極めて重要であることが明らかにされてきています。それは日本においても同じように重要であろうと思います。

最後に、日本の銀行システムへの追加的な資本の調達手段として、個々の銀行の所有権にあたる株式を外国銀行に売却することが考えられます。なぜ外国金融機関が破綻、もしくはほぼ破綻状態の銀行を購入しようとするのか疑問を持たれるかもしれません。それらの銀行を買うことは日本の市場への参入の対価を支払うということです。もし日本市場への参入が長期的な観点からも十分

魅力的であれば、外国金融機関はその対価を支払おうとするでしょう。アメリカもかつて同様の政策を採用したことがあり、表面上は高過ぎると思われる価格でも対価として支払わせ、国内のある地域の銀行が別の地域での営業に参入するよう政策として促しました。同様のことがここでも当てはまると思います。銀行の所有権を取得することは、外国金融機関にとって日本の信用市場・資産管理市場への入場チケットであり、日本の銀行システムに対して相当規模の資本注入も進んで行うのではないのでしょうか。

締めくくりに、最近のアメリカの経験から学ぶことができると確信する6つの教訓を提示したいと思います。これらの教訓を引き出すにあたってまず断らなければならないのは、アメリカの経験は他の国々が推進すべきモデルを意味するのではないということです。アメリカは、しばしばコストのかかる重大な誤りを犯しました。我々の成功した経験からだけでなく、後になって誤りと判明したことからも教訓を得ることは大切です。

第1の教訓として、銀行システムの破綻を解決するコストとその破綻を引き起こすきっかけとなった不良債権額の大きさを区別することが重要です。なぜなら貸出の担保が無価値ということはまれだからです。担保価値は貸出債務の価値と等しいわけではありません。それがために貸出金は債務不履行となるのです。しかし残存する担保価値とゼロとの間にはしばしば大きな差があるのも事実です。日本の銀行システム問題を解決するのに必要なコストを概算する際には、不良貸出を77兆円（あるいは何であれ正しい額）とみるのは適切でなく、基礎的な担保を最終的に売却した後の潜在的な純損失に相当するより小さい額と見るべきです（そしてそれは非常に小さい額であると私は想像します。）

第2に、これがアメリカで起こした重大な誤りから学ぶべき最も重要な教訓なのですが、アメリカの貯蓄貸付組合の整理統合についての注意深い研究から示されることは、破綻コストを決定する唯一最も重要な要因は破綻を識別して

から担当政府機関である整理回収公社（Resolution Trust Corporation、RTC）がその銀行を整理統合するまでに経過した月日の長さであることが明らかとなりました。支払い不能ではない金融機関が2、3ヶ月の間で整理統合された場合、その金融機関がRTCに、すなわち政府、究極的には納税者に向けた負担はその金融機関の預金の1%といった少ない額でした。しかし整理統合までの月日が経過するにつれ、破綻の処理にはシステマティックにより多くのコストがかかりました。つまり処理の遅れは、処理コストの増大を意味するのです。

第3に、健全な金融機関の競争的な環境を改善するため、支払不能状態の金融機関を破綻させることが重要です。規制当局の猶予政策は生産的ではありません。株主の有限責任というどこにでもある標準的な状況のもとでは、支払い不能状態に陥るとモラルハザード問題を引起こすという誤ったインセンティブを強める結果となります。破綻銀行は健全な銀行の競争力を削減することができ、そして実際に削減して、生き残るべき金融機関の将来の成長能力を脅かすということは何度も何度も我々は見てきました。結局、破綻状態の銀行が自己資本比率や他の健全化基準が満たされていると装うために公的資金を使ってはならないということが重要です。この意味で公的資金の役割は、破綻銀行の営業を停止させることであり、その存続のためであってはなりません。

同様に政府は、継続的な形で貸出業務を行なってはならないことも重要です。ここ日本において、現在関連して問題となっているのは「ブリッジバンク」や「整理回収銀行は何を行なうのか?」という事です。健全な借手が銀行との関係を断たれないようにすることは明らかに有益です。しかし、整理回収銀行やいかなるブリッジバンクの行動も厳しく制限されるべきです。政府には銀行業務を行う資格はないのであり、また政治的理由でその資格が与えられるべきでもありません。

第4番目に、預金者は預金を失う必要はないことです。預金者が損失を被ることは破綻金融機関の処理にとって必要不可欠なことではありません。逆に、

銀行の株主がその株の価値を失ったり銀行経営者が仕事を失ったりすることは重要です。破綻銀行の株主に対して自分達の投資価値はゼロであるという真実を知らしめること程状況をはっきりとさせる有効な手立てはないでしょう。経営に失敗した者が決まった報酬を受け取り続けるのではなく、不正をした場合には直接的なペナルティーに直面すると理解させること程、経営パフォーマンスを上げることの大切さを教える良い方法はないでしょう。

第5に、担保の競売が資産価値への影響に関して、その問題を誇張しすぎる傾向にあることです。アメリカの経験では、政府引き受け担保の競売がもたらした短期間のマイナスの影響は、非常に多くの場合で市場が恐れていた以下のものでした。さらに中長期的にみると、競売用の担保の売れ残りを処理することはしばしば利益をもたらしました。担保の売却は遅かれ早かれ実施されるというのは皆が知っていることです。実際に売りに出すことは市場を台無しにするのではなく、逆に問題の解消につながるのです。

第6番目として、最後に私がアメリカの経験から引き出したい教訓は、ここで取り上げてきた問題がひとたび解決されれば、銀行システムがいかに速やかに資本水準を回復し収益性を再び高めることが可能かということです。1990年当初、1998年までにアメリカの銀行が今日のように収益性を上げ、高い自己資本比率を達成しているであろうと多くのアメリカの人々が想像していたとは思えません。（確かに6年前に銀行株式を購入した人なら誰でも現在までにその賭けに報いるだけの非常に大きな利益を得ているでしょう。）銀行は重要であり成長可能です。ひとたび信用市場においてそれにふさわしい競争的な環境が与えられれば、銀行は非常に早く回復することができるのです。

政治経済学的な観点から1つ質問をしてこの報告を終わりたいと思います。日本が好きで、何年もの間この国の訪問を楽しみとしてきた外国人として、そしてまたこの国での対個人あるいは対機関の関係をとても大切に思う者として

私が疑問に感じるのは、これらの非常にコストのかかる問題に対し日本は一貫して行動を起こさないというその独特のアプローチについてです。通常ある国でこういった問題を処理することが困難である場合、行動を起こさないということは何をすべきかについての社会的コンセンサスを得ることを妨げる何らかの社会的紛争を反映するものです。しかし日本国内にそのような社会的紛争は見られません。また何をすべきかについてのコンセンサスが実質的に欠けているとも思われません。したがって私が最後に投げかけたい疑問は、“なぜ日本はそんなに長く待つのだろうか？”ということです。

しかしながらその答えが何であろうと、今現在、日本が国家の重大な経済金融問題を、外国人が解決を要求する問題としてではなく日本国民自身の直接の利害に関わる問題として、速やかにその解決に取り組んでいくことを強く希望します。そのための方策は、私がここで示した3つの政策アプローチを同時に実行していくことであると信じます。つまり明確な反デフレーションの金融政策、拡張的な財政政策、そして銀行システムの最終的な貸し手としての政府の責務を早急に果たすこと、この3つです。

日本の銀行システムの問題点：コメント

堀内 昭 義

小原さん、それからフリードマン先生、非常に重要なコメントをしていただいたと思いますが、小原さんは、いかにマーケットがいらいらしているかということ非常にビビッドに表現していただいた。私も実は彼女のプレゼンテーションは決してトウベシミティック（悲観的すぎる）というようなものではないと思っていて、そういう意味では彼女の評価というのについては共感するところが多いわけですが、あとでそれを少し補完するような議論をさせていただきたいと思います。

そういう構造的な問題に入る前に、フリードマン先生がお話しになり、そして田中さんも少し触れられたマクロ経済政策について私なりに少しコメントしたいと思います。

フリードマン先生はまず中央銀行（BOJ）がデフレを防止する、金融政策にコミットをすべきであるというふうにおっしゃいました。田中さんは、やはりハイパードマネーの成長率を10%ないし12%程度の水準に保持する政策にやはりコミットすべきだということにおっしゃったように思います。私も、金融政策を、金融緩和的な政策スタンスから変えるということは意味がないと思っています。ただ一方で、金融をさらに緩和する政策をとるということがどの程度現在の日本の経済、マクロ経済を活性化するのに役立つかという点についてはかなり悲観的です。

すでに、日本銀行の金融政策のスタンスは非常に緩和的なスタンスを維持しているのだと私は思っています、それにもかかわらず銀行セクターが非常に不良債権問題で深刻な問題を抱えているがゆえに、民間の銀行は融資が拡張できないでいる。むしろハイパードマネーに対する銀行セクター、あるいは企業セクターのデマンドがますます増えているということがあって、そのことが、ハイパードマネーがかなり追加的に供給されているにもかかわらず、マクロ経済の特に実質的な経済活動に必ずしもポジティブな影響を与えていないというのが現状ではないかと思います。したがって、もちろんその金融緩和政策は維持すべきなのですが、これ以上に金融緩和政策をすることによってどうということが起こるのかということがやや心配であります。

と申しますのは、我々が望んでいる非常に効率的な金融システムの回復というところにしばって問題を考えてみますと、金融緩和政策をしていくということ、あるいはそれを通じてかなり強引に不動産価格を引き上げるということは、銀行、金融機関にとってはほっとする政策ではあるけれども、一方で長期にわたって非効率的な状況にある金融機関の存続を是認することになるという心配があるということです。

それから財政政策については、これは私は専門ではないのであまりはっきりしたことは申し上げられませんが、フリードマン先生はもう少しスケールの大きな財政刺激策を追求するのが筋であるという、大変オーソドックスなご指摘をなされました。私はこの点についても、構造的な問題を抱えている日本の経済で、財政支出政策の有効性に懐疑的です。過去にかなり拡大的な財政支出政策を実施したにもかかわらず、その成果は非常に非効率的な公共事業があちこちに累積しているという状況です。それが我々のさらなる財政負担に跳ね返っているのではないかという人々のパーセプションを考えますと、財政支出の拡大がどの程度マクロ経済にポジティブな影響を与えるかについては楽観を許さないと思います。

田中さんは、その点については、例えば居住環境を改善するような公共事業を実行すべきであるとおっしゃった。これは確かにそのとおりですけれども、そのような政策は別に今回の不況の問題にかかわらずやるべきなのです。こういうことは大いにやるべきなのですが、今回の不況の対策としてどの程度効果があるかについては、私は必ずしも楽観的ではないと申し上げたいと思います。

それからフリードマン先生は、アメリカの経験に則して6つのレッスンを我々にお示しになりました。確かにどれも傾聴に値することだと思います。1つだけ、最初におっしゃった銀行問題を処理することに伴うコストと、それからバッドローンの大きさは違うのだというご指摘ですが、それはそのとおりだと思います。しかしながら、例えば先程小原さんがご指摘になった、不良債権問題における不良債権とそれからその潜在的なコストの評価には、当然民間の銀行がすでに蓄積している貸倒引当完が考慮されていますので、小原さんのプレゼンテーションの中では決してこの点が無視されているわけではないということは申し上げたいと思います。

時間がありませんので、小原さんのプレゼンテーションに対するコメントに移らさせていただきたいのですが、要するに現在の日本の政府のとっている政策が有効に機能するためには、何といてもマーケットとうまく折り合いをつけなければいけない。つまり、マーケットからポジティブな反応を得ないと具合が悪いという状況になっているのだと思います。それは、われわれの馴れ親しんできた状況とは違っていると言わざるをえません。例えば、せっかく16兆円という公的資金を銀行のキャピタルに注入するとしましても、その効果が、例えば株式市場でポジティブに受け入れられる。つまり株価がそれによってうまく反応する、あるいは外国為替市場で円安ではなくて円高の方向に向かうというような、そういう投資家にとって歓迎されるようなメッセージを持っているものでないとなれば、かなりのスケールのポリシーパッケージであっても、それが結果的にはむだになる可能性があるということです。

ここに示しましたのはジャパン・プレミアム、ここではTIBORとLIBORの差で定義とは、非常に平均的に、日本の銀行が外国系の銀行に比べてどれだけ悪く評価されているかということを国際的なインターバンク・マネー・マーケットで見ていると考えていただきたいと思います。したがって、高い山があればあるほどそれは日本の銀行セクターが低く評価されている、悪く評価されているという状況です。

実は、1995年の秋までは、ジャパンプレミアムは0の周りを変動しているというのがおわかりになると思います。この時期に日本の不良債権問題は現在に比べて相当に軽度のものであったのかということ、私はそうは思わないわけです。つまり、この当ても状況は今とあまりかわりがなかったが、ただマーケットは大蔵省、あるいは日本の政府がその不良債権問題を処理する能力を持っているだろうと信じ込んでいたのだと思います。

例えば、Too big to failの原則には問題が無いわけではないとしても、その原則は維持されるものと、そのマーケットは信頼していた。ところが、95年の夏に大和銀行の事件があったり、あるいはいくつかの信用組合とか一部の地方銀行が倒産するということが起こってくるにしたがって、マーケットでは、大蔵省、あるいは政府がこれまで持っていた問題処理能力に対する信頼が失われたと考えます。その結果、1995年の夏のさまざまなトラブルを契機にして、ジャパンプレミアムがはっきりと出てきて、それが若干変動は示しながらも、今日に至るまで消滅する事はなかったのです。しかも、1995年秋が第1波であって、次に昨年の秋に同じような形の第2波があった。この第2波はもちろん北海道拓殖銀行や、あるいは山一証券の破綻、それからインターバンク・マネーマーケットにおける初めての貸し倒れなどの出来事によるものです。

それで、問題はそのあとなのですが、このいちばん最近のピークは6月の末です。ジャパンプレミアムは最近に至るまでかなり高い水準にあって、決して落ちついてはいないということをはっきりしています。1995年の年末、秋ぐら

いの非常に高いプレミアムの水準にまだとどまっている。つまり、それだけい
わば日本の銀行部門に対する信頼の程度が落ちているということですが、しか
も、いわゆる公的資金を銀行部門のキャピタルに注入するという政策がすでに
実行されつつあったにもかかわらずそういう状況にある。

なぜマーケットは、日本の銀行セクターや、あるいは日本の金融政策、金融
再建のための施策にこれほど不信感を持っているのか。そこが問題でありまし
て、私はそれは過去に何回も繰り返し行われて、そのたびに失敗してきた先送
り政策が現在でも続いているという、これは小原さんがおっしゃったことで
すけれども、そのことがマーケットのパーセプションから取り除かれていないの
だと思うわけです。したがって、現在の時点でマーケットと折り合いをつける
と、つまりマーケットからポジティブな反応を引き出して、そのことによって
東南アジアへの悪影響とか、あるいは日本の銀行へのさらなる悪影響を除去す
るためには、この政策当局のパッケージが明確なメッセージを含んでいる必要
がある。それが、しかもマーケットにおける投資家たちに十分説得力を持って
いなければいけないと考えます。

では、そのメッセージは何かというと、第1に、失敗を繰り返してきた先送
り政策からの決別であります。別の言い方をすれば、民間の銀行は非常に厳し
いリスラクチャリングを迫られる。もし仮に、そのリスラクチャリングを
自分自身でできなければ、その銀行は、退出せざるを得ないのだというシナリ
オが明確に示されているのだということがそれがマーケットで理解されるとい
う状況を作ることです。政府の政策スタンスの中では、その点がまだあいまい
ではないかと思えます。同時に、そのように根本的な、つまり非効率的な銀行
が退出しなければいけないという意味でのリスラクチャリングを進めるとす
れば、そのことは明らかに日本の経済に対してダメージを与えることはありう
るわけです。とりわけ一時的にせよ、金融仲介が機能不全に陥る心配もありま
す。

そこで、そういう非効率的な銀行を淘汰、退出させるというプロセスと、併置させるかたちで、それにきちんと対応できるような仕組みとして政府による金融仲介の支援が必要です。これはしかしながら、非効率的な金融機関の融資機能をさらに延命させるというわけではない。むしろ、もし必要があれば、むしろ政府がそういう金融仲介機関の機能を肩代わりして、政府の金融監督の当局の監視のもとに一時的に銀行、なかば国有化された金融機関、銀行が融資活動を続ける。そういうかたちで非効率的な銀行の退出に伴うショックを緩和するという準備をする、その2つが明確に投資家に理解されるという必要があると思います。

実際に政府が書いている政策のプラン、あるいは実施されているプランを見ると、そういう含意は盛り込まれております。ですから、そういうことを実際に携わっている人たちは、我々はそんなことはやっているのだとおっしゃるかもしれません。

しかしながら、例えば3月に行われた公的資金の導入のあり方などをみると、実はそういう政策当局がおっしゃる意図は必ずしも明示的に伝わらないかたちで政策が実施されているのではないか。そういうことが、残念ながら現在でも政策当局がいわゆる先送り政策を続けているという印象をマーケットに与えてしまう。もちろん、マーケットはしばしばまちがえるわけで、ときには馬鹿げたミスも犯します。また時にはそれは非常に頑固であるし、ときには非常に合理的であります。

しかしながら、マーケットが何も知らないとか、マーケットは誤解しているとか、あるいはマーケットはスチュピッドであるというかたちで自分たちの政策スタンスがクリアなメッセージを持っていないことを弁解しても始まらないわけです。もし、政府が、積極的な手、実効性のある手を打たなければ、これも小原さんがおっしゃったようにマーケットがそのかわりをする、そういう準備がすでに市場の側で出来上がっていると思います。

そのときに、どういうことが起こるのか。マーケットはもちろん非常に果敢に非効率的な銀行、金融機関にプレッシャーを与えるに違いありませんが、それは決して生易しいものではない可能性がある。一時的には非常に大きな混乱が起こる可能性がある。かりに政府が十分にそれに対応するような能力を示さないとすると、非常に大きな混乱が起こる可能性がある。そういう金融緊急事態にあるというのが現在の状況ではないかと考えます。時間がありませんので私のコメントはこのくらいにして、あとで議論のチャンスがあればさらに論じたいと思います。どうもありがとうございました。

第三部

再生への提言

日本経済システムの復興のための 総合的アプローチ

—早期解決へのプログラム—

大久保 良雄

1. 対策目的

日本政府は、金融機関の抱え込んでいる不良資産の問題を最優先の緊急課題として取り組んでいます。日本経済が、日本版“ビッグ・バン”と呼ばれる金融部門の改革を含む急激な変化・転換を受けているこの時期に、この問題は解決されなければなりません。政府、そして経済の全ての部門の課題もまた、景気後退や市場の不安定性、そしてクレジット・クランチ（信用収縮）により複雑なものとなっています。不良資産の問題は、現在の日本のマクロ経済的問題の基礎となる中核的要素の一つであります。

プレゼンテーションの時間が限られていますので、それらの問題に対する政府の対応策を中心に話を進めていきたいと思えます。皆さんもご存じの通り、6月23日に第一次、7月2日に第二次の金融再生トータルプランが政府、与党の推進協議会で取りまとめられました。政府は様々な手段を講じてその問題に取り組んできていますが、明らかに、ここ数週間においてその取り組みに対するより一層の努力が推し進められ始めました。従いまして、このプランに焦点を当て、日本国内外および世界の金融市場の注目を浴びているそのプランを適

切な見通しを与えるように政府の基本的対策について、私の見解を提示していきたいと思います。

金融システムを再活性化させるためには、次の四項目に対する真剣な取り組みが必要となります。

- a) 不良債権の積極的処理
- b) 金融機関の迅速なリストラ
- c) 透明性及びディスクロージャーの向上
- d) 銀行監督と健全性原則の強化

政府、与党が決定したそのプランには、これらの項目をより包括的・積極的に追求していくアプローチを強化することが計画されています。それは次の通りです。

- a) 当局が、不良債権処理促進のために強いリーダーシップを発揮することが出来る体制の強化
- b) 預金者保護や金融システムの安定性の確保
- c) 善良かつ健全な借手の保護による経済的混乱の防止

このプランは、“ブリッジ・バンク（つなぎ銀行）制度”と名付けられて国内外に報道されました。確かにブリッジ・バンク提案はこのプランにおいて重要な要素ですが、それは不良債権処理のための総合的対策の一部分にすぎません。そのプランの中で既に実施されているものもあれば、まだその中途段階におかれているものもあります。これらのことが一斉にして実施されるならば、金融機関の市場行動に確実に影響を与えることが出来るでしょう。そしてそれにより、各金融機関の帳簿からの不良債権処理過程は容易になり、問題の早期解決へとつながるでしょう。では、何故そうなるのかについて説明していきたいと思います。

2. 対策における二つの中心的支柱

前述のプランにより概説されたように、その対策には二つの中心的支柱があります。

まず第一番目の支柱としましては、市場要因を通じて不良債権処理がより促進されるような制度的環境を整備することがあります。第二番目の支柱としましては、不良債権処理促進の過程において、破綻した銀行に対する早急かつ適切な処理を行う効果的枠組みを確保することです。もちろんそれは、預金者保護や市場の安定性を損なわないことが前提であります。

このプランに含まれている二つの支柱の主な要素を簡単に説明させていただきます。

第一番目の支柱における要素は次のとおりです。

a) 早期是正措置計画

早期是正措置は今年の4月から実施されています。自己資本充実度を基準にしたこの措置は公認会計士の関与のもとに、各金融機関が自らの資産内容の自己査定を行い、この自己査定に基づいた自己資本比率が下回ることが判明した場合には、監督当局への業務改善計画の提出命令や業務停止を含む措置が取られることとなります。

b) 国際的なディスクロージャー基準の実施

今年の3月に終わった前年度の会計期間以後、不良債権の定義におけるディスクロージャー基準が特に強化されてきています。今年度の会計期間が始まり、全ての金融機関は強化されたその基準に基いた、連結ベースでの情報開示が要求されています。新しい基準においては、6ヵ月以上の延滞債権か

ら3ヵ月以上のものを不良債権の定義とするように拡大されました。また、金利減免先などの貸出条件緩和債権の定義も拡大され、事実上アメリカの証券取引委員会が取り入れている基準と同様のものとなっています。この新たな定義により、当然の事ではありますが、日本の金融機関が抱えている不良債権額は、去年の9月に旧基準で算出された大手19行、約16兆円と比べて増加し、今年の3月では約22兆円に達しました。日本の不良債権問題が信頼を持って解消されるためには、明確かつ厳格なるディスクロージャー基準が実施される事が必要であるということを政府は十分に認識しています。新しく設立された金融監督庁は、既に明確かつ厳格なディスクロージャー基準の適用に着手しています。

義務的なディスクロージャー基準を遵守することに加えて、金融機関自身が投資家や市場に対する自発的、積極的な情報開示を促進することもまた期待されています。この点は、7月2日に取りまとめられたプランにおいても強調されています。

c) 貸出市場取引の促進

民間銀行や共同債権買取機構（Cooperative Credit Purchasing Company）、整理回収銀行（Resolution Collection Bank）、それに、住宅債権管理機構（Housing Loan Administration Corporation）などが抱え込んでいる不良債権の早期処理を助長するための手段を通じて、その不良債権の流通市場を流動的かつ厚みのあるものに整備するための取り組みが現在行われています。その手段には、債権放棄に関する無税償却基準の明確化やセキュリタイゼーションを通じて不良債権処理を促進するための特定目的会社（Special Purpose Company）の9月の早期実施などが含まれております。共同債権買取機構にもその不良債権買取事業を早く再開することが期待されています。

d) 不動産担保貸付け不良債権の迅速な処理

臨時不動産関係権利調整委員会に関する法案が次期臨時国会に提出されることになっています。この委員会により、不動産担保付不良資産に関する複雑な債権・債務関係の迅速なる処理は、仲裁・仲介などを通じて促進されると思います。

加えまして、競売手続きの迅速・円滑化のための民事執行法改正案や債権回収専門会社（サービサー）制度を創設する法案などの立法化がなされることになるでしょう。

これまで見てきたように、第一番目の支柱におけるこの分野では、税制面を含む多くの手段が既に講じられています。複雑な問題はいろいろありますが、関連法案が次に召集予定の臨時国会に提出されることにより、他の提案された措置も早急に実施されるでしょう。市場要因・原理が機能するならば、これらの施策により不良債権の早期処理や金融市場の再活性化がもたらされるでしょう。

第二番目の支柱は、銀行破綻を早期かつ効果的に処理するために既存の体制の強化を図ることです。

破綻銀行の業務の引き受け手となる民間銀行が見つかった場合には、既存の預金保険制度により預金者は直ちに保護され、金融システムの安定性も確保されるでしょう。預金保険機構（Deposit Insurance Corporation）は、合併等により破綻銀行の業務を承継することになる民間受け皿銀行に対して援助を行いません。既に承認された17兆円の資金利用で預金者保護が行われることになり、それは破綻銀行の問題を適宜解決することが出来るでしょう。

民間受け皿銀行が見つからない場合には、そうした問題的状态に対処するための適切な体制が整備されていなければ、早期の対応に支障をきたすことになるでしょう。そのため今回のプランにおいては、特に、破綻銀行の業務の引き受け手となる民間銀行が登場しない場合をも包含できるように対応策を

拡充することにより、そのような破綻銀行問題を早期かつ効果的に処理するための体制を強化することが図られています。そうしたことにより、金融システムにおける信頼は早急に回復されることとなるでしょう。

このようなアプローチは、善意かつ健全でありながら、新たな取引銀行を見出せない借り手対策の体制整備に寄与するでしょう。ブリッジ・バンク制度の創設は、金融システムの安定化や破綻銀行の円滑なる処理による預金者保護のための機能を強化するものとなります。また、預金保険機構には大いなる役割を果たすことが期待されています。

この計画は次の二段階方式から成っています。

- ① 金融管理人による破綻金融機関の業務管理
- ② 公的ブリッジ・バンクの設立

これらの二段階処理手法を進めていくことにより、この計画はアメリカにおけるブリッジ・バンク制度に事実上相当するものとなります。

より具体的に言うと、次のようになります。

- ① まず第一に、破綻金融機関の業務は、金融監督庁（FSA）長官によって任命された金融管理人の管理に任せられます。金融管理人は破綻金融機関の業務の執行と財政管理に責任を負います。破綻金融機関の代表権、業務執行権、財産管理・処分権は金融管理人に専属します。
- ② 第二に、預金保険機構は、金融システム安定化のために措置された公的資金13兆円の枠組みを活用して、「公的銀行」を設立します。破綻金融機関の資産を公的ブリッジ・バンクに継承される善意かつ健全な債務者に対する債権とそれ以外の債権との仕分けを行いません。預金保険機構は前述の公的資金13兆円の枠組みを活用し、必要に応じ公的ブリッジ・バンクに貸付けを行なうとともに、公的ブリッジバンクの業務によって生み出される損失を補填します。公的ブリッジ・バンクは、破綻金融機関から継承した善意かつ健全な債務者に対し、一定期間融資を維持・継続します。

公的ブリッジ・バンクは、あくまでも「つなぎ」・時限的なもので、破綻金融機関から継承した債権・債務を、破綻時から原則2年以内（但し、1年ごとに3回まで延長可）に民間金融機関に営業譲渡等により移管します。これらの制度的枠組みを整備するため、所要の法案を次期国会に提出します。

いずれにいたしましても、経営困難に陥った金融機関の破綻処理を進める際には、破綻金融機関の経営と株主の責任は明らかにされなければなりません。

3. 事業計画

政府は、このようにして、前述してきたことを包有できるような実施計画を立てています。

それを述べると以下の通りです。

- ① これまで概要を説明してきたような、不良債権の積極的な処理を促進する施策の実施
- ② ブリッジ・バンク制度関連のものも含めて、その計画を実施するために必要となる法案の整備・提出
- ③ 銀行監督及び健全性基準の強化

結論を申し上げますと、この計画に関連する問題はとても複雑かつ繊細なものであります。しかしながら、現在、市場や方針策定において急激なる変化が起きています。この複雑かつ急速なる環境変化の下においては、我々の判断は、全体的計画の一部分の要素にではなく、むしろ基本的戦略に判断を置くことが重要であると考えます。

<注>

上記の臨時国会は10月16日に閉会しましたが、上記で言及されている諸法案について

の審議結果を補足しておきます。この臨時国会では、不動産に関連する権利等の調整に関する法律については与野党間の調整がつかず廃案となりましたが、債権回収業に関する法律及び競売手続きに関する法律が可決成立しました。金融機関等の破綻処理制度に関しては、金融整理管財人制度、ブリッジバンク制度、特別公的管理制度などを内容とする金融再生関連法案が成立しました。さらに破綻前の金融機関等に対する資本増強策を内容とする金融機能早期健全化法も併せて成立しました。また、これを実施するための補正予算も成立し、既に発効しております。

先行き不安を如何に解消するか

田 中 直 毅

私は3つの点について今日お話ししようと思います。1つは、銀行の自己資本が大いに傷んでいる、この問題に対してどう対応するかというテーマです。マーケットを通じてこれをなんとかキャピタルの注入をしたいものだというのが第1点です。第2点は、全体としての金融政策に我々が展開する余地がないのかどうか。私はあると思いますので、金融政策について2番目に述べたいと思います。3番目には、財政の問題です。フリードマンさんが言われましたように、日本では値切ってでも歳出額、政府支出を減らしたいということがありますが、なぜそれが起きているかという、その政府投資の効果がきわめて限定されたものでしかない。そういうところにしか向かわないという認定が行政府の中にあるから、できるだけ発表するものよりも現実に出てくるものは小さくしたいということになっているわけです。これを逆転させるためには、財政支出の内容とその手順を変える必要がある、これが3番目のテーマです。

最初に、銀行の自己資本が大いに毀損されていることは皆様ご存じのとおりなわけですが、マーケットではこれを評価して、銀行の時価評価（マーケット・キャピタライゼーション）を見てみますと、すでに日本の大手銀行の自己資本が傷んでいることを、マーケットは価値をつけているわけです。6月下旬の株主総会が相次いだ時期、大手19行のマーケット・キャピタライゼーションを計算してみますと28兆円に足りません。ということは、トヨタ自動車のマーケ

ット・キャピタライゼーションのおおよそ2倍程度であります。現在、ジェネラルエレクトリックは世界でいちばんマーケット・キャピタライゼーションが大きいわけですが、それに対比すると、大手19行全部合わせてもその3分の2程度、3分の2以下、3分の2にもならないというマーケット・キャピタライゼーションなわけです。

こういう状態のもとで放置しますと、すでに我々が経験していますように、一昨年の10月から銀行の貸出残高は対前年比で基調マイナスというところにきています。クロケットさんも言われましたけれども、確かに日本の事業会社も少しお金を借りすぎている。もっと言えば、日本の事業会社の資産の部分にも水ぶくれ部分があって問題があることは事実ですが、しかし現在のような局面において銀行の融資残高が対前年比で減るような状態が続いていたのでは、とても内需は立ち上がってまいりません。そのためには、銀行にキャピタルを注入する必要があります。しかし、これを政府のお金、納税者のお金を投入することになりますと、これはもう容易なことではありませんし、いったいどういう基準で投入するのかというテーマにもなるわけです。

マーケットを通じてキャピタライゼーション（キャピタルが注入）されるということは、これだけ株価が下がった銀行株において第三者割当増資をすることだろうと思います。実資上減資が生じていると、マーケット・キャピタライゼーションが非常に小さいということは、現在の銀行の株主は自分の持ち分の評価が猛烈に低下したということを意味しています。その状態を前提として第三者割当増資ということになりますと、この銀行部門に資本はそんなに大きな額を持ち込まなくても銀行の支配権をとるということになります。要するに、銀行の持ち主が替わるという状態になってきているわけです。

では、新しい資本はどこから来るのか。3つ考えられます。1つは非金融の事業会社がここに持ち込むという部門でありますし、2番目は機関投資家をも含めた個人のお金がここに来る、3番目は外国の銀行や証券会社がここにキャ

ピタルを持ち込むというケースです。どのケースをとってみましても、新しくキャピタルを持ち込んだ人たちと新たに銀行経営をする人たちとの間には、コーポレート・ガバナンスと言われる関係が成立します。資本注入をお願いする以上、新しい銀行の運営方針について、新しく資本を持ち込んだ人との間で委任と受託の関係が成立します。

我々はコーポレート・ガバナンスは日本には入りにくいのではないかと、株主の意向に従って経営者が経営を行い、その期間中の経営実績を株主に報告することを通じて責任を明らかにするという仕組みは、日本的な経営ではなかなか入りにくいと思っていたわけですが、現在の局面ではこれがきわめて容易にといいますか、実質上の銀行の減資が行われることによって行われようとしています。

19行のマーケット・キャピタライゼーションが28兆円弱だということはどういうことかということ、一昨年の暮れの時点で、個人の金融資産のうち688兆円がご存じのように現預金、現金と預金であります。688兆円の中の27~28兆円というのはほんの少しであると考えますが、それを持ち込むことを通じて19行の半分のシェアを取ると、計算上はそういう計算であります。したがって、新たな資本を持ち込む以上経営に対して注文をつけるのは当然でありますし、経営陣に対してきわめて厳しい評価をするというのはあたりまえのことですが、これが今市場で、市場メカニズムを通じて行われるかどうかということがきわめて重要ではないでしょうか。

ブリッジバンクについてもいろいろあります。では、いったいそれはだれが担うのだということがあります。我が国では働いている人が六千数百万人いますけれども、そのうちのおよそ1000万人は公務員給与表を前提にして給与が支払われているわけです。中央政府の公務員、それから地方政府の公務員、それから特殊法人等は、生産性を背景とした賃金の支払いではなくていわゆる役所の支払いルールに従って払われていて、そういう人が合計1000万人いるわけで

す。ここにまた新たな管財人を投入したり、新たな政府部門を投入するということは、長期的に見て日本の生産性にとってプラスとは言えません。マーケットを通じてコーポレート・ガバナンスという仕組みを通ずる中で、責任のとり方と報酬の決定というものに我々はなじむべきではないでしょうか。この部分にキャピタルがマーケットを通じて注入されるならば、必要なところに融資が行われる、そうした資本金融市場というものを実現することができるのではないかと思います。

2番目、金融政策であります。1990年代に入ってから日本の中央銀行、日銀の政策は大変右往左往しました。バブルを80年代にやってしまいましたから、ハイパワードマネーの供給を91年、92年、93年と大幅にしぼりこみました。日銀の負債は対前年比でマイナスになるという、なんといいますか、結果としての引き締めをやったわけですが、ハイパワードマネーを、例えば10%、あるいは12%、対前年比で西暦2000年まで出し続けるという宣言をしたらどうかと思います。それは中央銀行の負債でありますから、私はこれはコントロールできていると思っています。後程、堀内さんに違っていたらチェックしていただきますが、私は中央銀行の負債は中央銀行の手によってコントロールできているので、ハイパワードマネーを対前年比で10%、あるいは12%、西暦2000年まで出し続けるという宣言を行うということが重要ではないかと思います。

それはなぜかという、現在、実物投資をしてもいいと思っている人はいるわけです。お客様をつかんでいる、自分のところの商品やサービス、新たなものを投入したら、必ずお客さんは評価してくれるという自信を持っている経営者も、新たな工場を造ったり、あるいは土地を取得しビルディングを建てる、あるいは商店を造ることを避けています。それは、設備の費用もどんどん低下していますし、建設費用も下がっていますし、とりわけ地価が下がっているわけですから、何も今始めなくてももっと安くなってから始めればよいということで、ウエイト&シーに意欲的な経営者までなっている。それが賢明だと思う

からです。

これに対して、「もうそんなことは考えない方がいい、前へ出られる人は一歩前に出たらどうですか」というメッセージを中央銀行が出せるというのが、今言いましたマネタリー・ベースという自分でコントロールできる変数で2年とか3年コミットするということです。これを多変量の重回帰モデルを使って、今いろいろ実験といいますか、シミュレーションをやっています。マネタリー・ベースを、今申し上げたように西暦2000年まで10%、あるいは12%出し続けるということをシミュレーションしてみますと、物価と金利はほとんど影響ありません。要するに高くなるとか、発散するという可能性は0に近いと思います。これに対して、機械受注とか、建築着工床面積に対しては、大きな影響がすぐ出ます。

要するに、私の理解では、ウエイト&シーを決め込んでいた人たちが、そうした政策展開が行われるならば、今は底値である可能性が高い。それだったら必要な設備を造ろう、必要な投資に、実物投資に踏みだそうと出ることがこれを表しているのだと思います。今日実は早く帰らなければいけないのは、この研究結果を早く発表しようと思ってそのチェックをしていますので、大変申し訳ないのですが順番を替えさせていただきました。私は中央銀行ができる余地はある、金融政策においてできる余地はあるし、それを今こそ使わねばならないと思っています。

3番目に財政支出の内容ですが、確かに今までのように支出を増やししながら、日本列島に仕事をばらまくような公共事業投資というのは、これは何も長期的に見て日本のサプライサイドの役に立ちません。しかし、もし我々がこれを最も必要なところに当てるとのことならば、話は変わってまいります。

例えば、大都市圏の居住環境や大都市圏における効率をよくするための投資であります。東京都における骨格環状道路という外郭環状とか、それから放射状に走る骨格幹線道路ですが、これの現在の時速は1時間あたり18キロメートル

ルに低下しています。要するに、交通渋滞で動かないわけですが、もし、現在の予定されてますものを20年かけて実現するとしますと、西暦2015年までに必要事業額は3兆2000億円と東京都ははじいています。要するに、3兆2000億円の投資を西暦2015年までばちばち行って、西暦2015年に時速30キロメートルになるだろうという推計をしていますけれども、現在の18キロメートルのように社会公共資本の不足によって効率が異常に低下しているところに、3兆2000億円程度のお金を今すぐ出せないから2015年までかけて造ると、これが公共事業の実態であります。

なぜ、こういうところにお金が回らないのかというテーマでありまして、自民党が大都市圏で今回の参議員選でことごとくと言っていいほど負けたというのは、必要などころにお金を配分する仕組みをついに自由民主党は作れなかったということの証左です。公共事業は、そういう意味で必要などころに作るという大原則を確立すれば出てくる、お金はどうするのかということがありますが、いろいろな工夫があります。

私は永久国債を発行してもいいと思いますし、それから自治体が主体になってやる場合には、アメリカ等にも手法がありますが、税収増加分引き当て債というものを発行する。例えば東京都、あるいは大阪府、あるいは兵庫県が、必要な骨格幹線道路を一挙に造りたいというときに、負債を、債券を出します。そのことを通じて社会の利便性が上昇し、事業者が利益をもたらす。利益を生み出すようになりますと、一般事業者からの税収が入ります。税収、増加した部分でもって発行した債券の償却に当てる等の手法がありますし、そのときに、そうした債券を買う人に対して免税をすとか、いろいろ手法はあります。

必要などころに、日本のサプライサイドを改善し、日本経済の効率をよくするところにお金を使うという原則を立てるならば、フリードマンさんが言われたように、発表するものより、現実ねぎって出てくるものが小さいなんてことはないわけで、望ましいものが一挙に出る。前倒して整備する。そのことを通

じて日本のサプライサイドを改善し、生産性の向上を図ることが必要な
のではないかと考えています。

日本経済の再生をめざして*

フレデリック S. ミシキン

日本経済は、5年以上も停滞を続けており、現在では一層深刻な不況に陥っているように思われる。それでは、この低成長の時代から脱却するために、日本経済はどうすればよいのであろうか。政策決定者は、日本経済の再生を目指すためにどのような対策を講ずる必要があるのだろうか。

小稿では、このような問題に対する解決策を考えるために、まず、日本経済を阻害している根元的圧力について考察を行いたい。分析結果は、日本の金融市場において重要性を増している情報についての問題が、日本経済の脆弱性の主な原因となっていることを示している。この見解は、日本経済の回復促進のためにとられるべき措置について重要なインプリケーションを持っている。そして最終節では、日本経済を回復軌道に乗せるための政策について考えてみたい。

I 情報の非対称性と日本の金融市場

金融市場ならびに金融機関は、生産的投資機会をもつ個人や企業へ資金を回

* 本論文は、神戸大学・IMF シンポジウム「日本の金融政策の再構築とグローバル経済」(1998. 7. 14, 神戸)のために用意されたものである。Adam Posen の有益なコメントに謝意を表したい。この論文に示された見解は、筆者自身の見解であって、コロンビア大学、NBER のそれではない。

すという非常に重要な機能を果たしている。もし金融システムが十分にその役割を果たさなければ、経済は効率よく機能せず、経済成長も著しく抑制されるであろう。最近の日本はまさにそのような状況におかれており、同時にそれは、10年ほど前は世界の羨望的になっていた経済がなぜこのように厳しく落ち込んでしまっているのかを説明している。

情報の非対称性と金融システム

金融システムは生産的な投資機会をもつ個人や企業へ資金を回すという点において、非常に重要な役割を果たしている。もし金融システムが十分にその役割を果たさなければ、経済は効率よく作用せず、経済成長も著しく抑制されるであろう。金融システムの効率的な機能を妨げる重大な要因は情報の非対称性であり、それは金融取引にかかわる主体の間で情報量やその正確性に差異がある状態のことである。例えば、資金の借手は、これから実行しようとする投資計画についての将来の収益見込みやリスクに関して、資金の貸手よりもより多くの正確な情報をもっている。情報の非対称性は、金融市場に2つの基本的問題、すなわち逆選択とモラル・ハザードという問題をもたらしている。

逆選択とは、債務不履行リスクの可能性の高い（質の悪い）借手が最も熱心に資金調達を望むときに、貸借が実行される前に生ずる非対称性の問題のことである。したがって、望ましくない（逆の）結果を最も生み出しがちな借り手を選ばれることになってしまう。例えば、リスクの高い投資機会を取りたいと思う借手ほど、自分自身の資金の返済が難しいことを知っているのに、（貸手から）借入を行うことに最も熱心でありがちであるからである。逆選択は、貸出が不良債権になってしまう可能性が高いため、貸手は、たとえ借手が優良な（質の良い）主体であるとしても、貸出を全く行わなくなってしまうかもしれない。この結果は、Akerlof（1970）が最初に指摘した「レモン問題」の分析の1つの特徴である。逆選択の問題を最小にするためには、貸手は質の良い借

手と悪い借手との信用リスクを選り分けることが必要である。

モラル・ハザードは取り引きが実行された後に生ずる。と言うのは、貸手は、借手が貸手側の観点から望ましくない行動、すなわち、資金返済の可能性が小さくなるような行動をとろうとする誘因を持つという危険にさらされているからである。借手は、成功すれば借手自身にとっては高い収益をもたらすが、失敗すれば貸手が多大な損失を被るような投資計画を実行しようとする誘因を持つので、モラル・ハザードが生じてしまう。借手側には、また、自身の私的利害のために資金を誤用し、事業を怠け、自己の権力や地位を高めるために利益を生まない計画へ投資する誘因を持っている。モラル・ハザードから発生する借手と貸手との間の利害の不一致（エージェンシー問題）は、貸手がむしろ貸出を行わなくなるため、貸出・投資水準は次善的な水準となってしまう⁽¹⁾。モラル・ハザード問題を抑止するためには、貸手は、借手が資金返済の債務不履行をおこす可能性の小さい行動をとるような規制（制限約款）を借手に課さなければならない。したがって、貸手は借手の行動を監視し、もし借手がそれらを犯すようであれば、その制限約款を強制しなければならない。

金融システムの効率的な機能を妨げる要因を理解する際に非常に重要な別の概念として、いわゆる、「フリー・ライダー」問題というものがある。「フリー・ライダー」問題は、情報収集活動に何ら資源を使っていない人々までもが、他の人々の収集した情報を無料で利用することができることから生ずる。「フリー・ライダー」問題は、とりわけ、証券市場において重要である。市場で過小評価されている証券についての情報を得た投資家がいる、それらを購入したとするならば、この情報について何ら費用を支払っていない他の投資家も十分な情報を持つ投資家にしたがってその証券を購入することができるであろう。

(1) 情報の非対称性の問題だけがモラル・ハザード問題の原因ではないことに留意せよ。モラル・ハザードは、貸手が借手の行動について十分な情報を持っていたとしても、その高い強制コストが貸手にとってかなりのコストとなる場合にも発生しうる。

この情報にただ乗りする多くの投資家たちがその証券を購入するならば、過小評価されていた証券は需要の増加により、低い価格から情報に基づいた総純現在価値を反映する価格まで値上がりするだろう。これらすべてのただ乗り行動の結果として、情報を持っていた投資家たちは、その付加的情報から生じる証券価格の上昇分全体を得ることがもはやできなくなるであろう。情報生産から利益を得る民間企業の能力の弱体化は、証券市場において、情報がわずかしか生産されないため売りに出されている証券のほとんどが過大評価されているという逆選択の問題のために、証券市場の効率的な機能は妨げられがちになるということを意味するであろう。

さらに重要なことは、「フリー・ライダー」問題は、証券市場がモラル・ハザードを犯す誘因を減少させるように作用する可能性を少なくしてしまうということである。モニタリング（監視）や規制（制限約款）の強制は、モラル・ハザードを抑止するために必要なものである。貸手は、借手が制限約款に従った行動をとっているかを監視したり、あるいは、借手がそれらを犯すならばその契約を強制することにより、借手が貸手を犠牲にしてしまうリスクを取ることを抑制することができる。しかしながら、モニタリングや制限約款の強制は非常にコストがかかるので、「フリー・ライダー」問題は証券市場においてこれらの行動を阻んでしまう。ある投資家たちが、他の証券保有者たちがモニタリングや制限約款の強制を行っていることを知っているならば、彼らはその証券保有者たちのモニタリング・強制行動にただ乗りすることができる。これらのモニタリングや強制を行っている証券保有者たちが、自分たちも同じただ乗り行動ができることに気付いてしまうと、彼らもまたモニタリング・強制行動をとらなくなってしまうだろう。その結果として、モニタリング・強制行動に十分な資源が投入されなくなる。この結果は、モラル・ハザードが市場性のある証券にとって非常に困難な問題であることを示している。

逆選択やモラル・ハザード、そしてそれらに関連する「フリーライダー」問

題から生じる問題は、金融市場の効率的な機能の重大な妨げとなる。実際、金融システムの多くの制度的特徴は、これらの情報の非対称性の問題を最小限に抑えるように発展してきたのである。

金融システムの重要な特徴の1つは、民間貸出を行う銀行や他の金融仲介機関が果たしている大きな役割である。これらの金融仲介機関は、金融市場における逆選択やモラル・ハザード問題を抑制するのに非常に適しているために重要な役割を担っている。これらの金融機関は、「フリーライダー」問題に制約されずに自らの情報生産によって利益を得ている。それは、これらの金融機関が行う民間貸出は市場取引されていないからである。金融仲介機関が行う貸出は相対取引であるので、他の投資家たちはそれらを購入することができない。その結果、投資家たちは金融仲介機関にただ乗りし、貸出の価格を上げることが難しくなるために、情報生産活動から金融仲介機関が利益を得るのを妨げることができなくなってしまう。同様に、それらの金融仲介機関が民間貸出を行っている場合、そのモニタリング活動にただ乗りすることは困難である。そのため、民間貸出を行う金融仲介機関はモニタリングから利益を享受できるし、借手の側から生じるモラル・ハザードを回避する能力も十分に備えている²⁾。

銀行は情報の非対称性の問題の解決について、他の金融仲介機関よりも特に優れた長所を持っている。例えば、情報収集活動における銀行の長所というのは、顧客との長期取引関係を続けたり、貸出限度額を設定する能力によって高められている。加えて、銀行は借手の当座預金残高を調査することができる

(2) 金融機関は、民間貸出によってさえ「フリー・ライダー」問題を完全に排除することが出来ないことに留意せよ。ある金融機関が特定の企業に対して貸出を行っているということ自体が、その企業がより信頼のおける借手であり、この金融機関によって監視されているであろうという情報を他の金融機関に教えてしまうこととなる。このように、金融機関による情報収集の利益のいくらかは、他の金融機関にも生じることになるだろう。ここでの基本的な要点は、民間貸出を行うことにより金融機関は「フリー・ライダー」問題を減少させるのに有利となるが、それを完全に排除することは出来ないということである。

ので、借手の行動をモニタリングする際にとても有利な立場に立つことができる。Diamond (1984) によると、銀行はモニタリングを個人と比べてより低いコストで行うことが可能であるため、モラル・ハザードを抑制しうる長所もまた備えているとされる。また、Stiglitz and Weiss (1983) の指摘によると、銀行は借手の行動を改善するために将来における貸出を削減するという脅しをかけることが可能なので、借手によるリスク・テイキングな行動を抑制する上で優位な立場にあることが示されている。情報収集やモラル・ハザード抑制における銀行の本質的優位性により、なぜ銀行が世界中で、特に日本において、金融市場で重大な役割を果たしているかが説明される。

金融の不安定性と現在の日本の状況

金融システムへのショックが情報の流れを阻害し、そのため金融システムが生産的投資機会を持つ借手に資金を供給するという仕事をもはや出来なくなった時に、金融の不安定性が生じる⁽³⁾。日本でも最近に見られるように、個人や企業は、それらの資金が利用できないと、支出を削減し、その結果、経済活動は収縮してしまう。一般企業と銀行の両者のバランス・シートの状態は、金融市場での情報の非対称性の問題の厳しさに対する最も重要な要因である。バランス・シートの悪化は金融市場における逆選択やモラル・ハザード問題のより一層の悪化を招き、経済を阻害する金融の不安定化を促してしまう。

金融市場が情報の非対称性の問題を解決しうる1つの重要な方法は、貸出担保の活用である。貸付担保は債務不履行時の貸手の貸倒れ損失を減少させるため、逆選択やモラル・ハザードの発生を防止する役割を果たす。借手が返済不能に陥った場合、貸手は担保に対する正当な権利を行使し、貸倒れ損失を補うためにその担保を売却することができる。このように、担保の質が十分に良い

(3) 金融不安定性の原因やその波及に関する更なる議論については、Mishkin (1997) を参照せよ。

ものであるならば、借手と貸手との間に情報の非対称性が存在するということがそれほど重要ではなくなる。なぜなら、もし貸出が返済不能となった場合、貸手が被る損害は担保売却によって少なくなるからである。

自己資本は貸出担保と同様の役割を果たす。高い自己資本をもつ企業であれば、たとえ劣悪な投資の結果、債務不履行が生じたとしても、貸手は企業の自己資本に対して正当な権利を行使して、それを売却し、その収入を貸倒れから生じた損失の一部を埋め合わせるために使うことが可能だからである。そのうえ取りあえず、企業が保有する自己資本が高ければ高いほど、それが借入の返済に使うことが出来るクッションとなるので、債務不履行は生じにくくなる。高い自己資本は、直接的に借り手のモラル・ハザードを犯す誘因をも減少させる。それは、もし貸出返済が債務不履行になったときには、借手は有していた高い自己資本を大いに損失してしまうからである。信用を求める企業が高い自己資本を保有する場合、逆選択やモラル・ハザードの発生は大して重要ではなく、貸手も喜んで貸出を行うであろう。

土地や株式市場における資産価値の下落は、上述の逆選択やモラル・ハザード問題への自己資本効果を通じて、金融の不安定性を促す重大な要因となる。Greenwald and Stiglitz (1988), Bernanke and Gertler (1989), Calomiris and Hubbard (1990) が強調したように、株式の暴落のような株式市場の著しい衰退は、企業の自己資本の市場価値の大幅な下落となってしまうので、金融市場における逆選択、モラル・ハザード問題の増加へつながる（この資産価値の下落は、これらの資産からの将来の低い所得流列の期待、あるいは、将来の所得流列の割引現在価値を低くする市場利子率の上昇から生じることに留意せよ）。株式市場の不振から生じる自己資本の下落により、我々が今まで見てきたように、企業の自己資本が担保と同様な役割をもつことから貸手が貸出を行わなくなる。また、担保価値が下落すると、貸手に対しての保証が低下するために、貸出からの損失はより大きいものになってしまう。さらに、株式市場の不振か

ら生ずる企業の自己資本の下落は、借手企業がリスクの高い投資行動をとるモラル・ハザードの誘因を増加させる。この場合、企業は投資計画が上手くいかなかったとしても失うものはほとんどないためである。地価の下落は、土地が担保として役立ち、また、バランス・シート上で重要な資産であるために、企業の自己資本を低下させ、担保の価値を低下させるので、株価の下落と同じような効果を持っている。借手はモラル・ハザードを犯す誘因を増やし、貸手は逆選択の発生に対してほとんど防御されないので、土地や株式市場の下落は貸出行動の低下や経済活動の減退へとつながってしまう。バブル経済が弾けた後の日本の株式・土地市場の崩壊は、日本経済がなぜ戦後最悪の景気後退に見舞われたかを説明している。

日本経済のような、かなり長い借入満期を持つ負債契約が多い経済においては、インフレーションの予想外の低下やデフレーションは企業の自己資本を減少させてしまう。長い借入満期を持つ負債契約においては、予期されるインフレーションを考慮して、かなり長い期間、名目タームで固定された利子率が決められる。インフレーションが予期されたものより低いものとなってしまうと、1990年代の日本で見られたように、実質タームの企業の負債価値は上昇し、そのために財務負担は増加するが、それに対応する企業資産の実質価値の上昇は全く生じない。結果として、実質タームで測った自己資本が減少することになる。予期しない急激なディスインフレーションや、とりわけ、デフレーションは、実質純資産のかなりの低下と、逆選択の増大、そして貸手の直面するモラル・ハザード問題を生じさせてしまう。（先に自己資本の効果を査定するにあたって議論したものと同一タイプである）逆選択やモラル・ハザードの問題の増加は、投資行動、経済活動を減退させるようにもまた作用するであろう。最近の日本に起きているデフレーションは1930年代にアメリカで発生した大恐慌のときほど厳しい状況ではないが、経済活動の減退を引き延ばす結果を引き起こしている。これまで見てきたように、銀行は、経済に対する生産的投資行動

を助長する情報生産活動を行うのに適していることから、金融市場で重要な役割を果たしている。このように、バランス・シートの悪化により引き起こされる金融仲介活動や貸出行動を行う銀行の能力の衰退は、直接的に投資や総経済活動を減退させるであろう。

銀行のバランス・シートへの負のショックは、様々な形態をとる。日本の銀行は多量の株式を保有しているので、株式市場での不振は日本の銀行のバランス・シートに直接に負の影響を及ぼしている。株式市場や土地市場の暴落、あるいは、インフレーションの予期せざる低下が、非金融企業の借入金支払いの蓋然性を低下させるバランス・シートの悪化をいかにしてもたらすかをすでにみてきた。これらの諸要因は、貸出ロス of 著しい増加を突然もたらし、銀行の支払不能の可能性を高めることになった。

監督・規制構造が銀行側の過剰なリスク・テイキング行動を控えさせるほど十分に作用していないことから、銀行のバランス・シートの劣化は起こり得る。1980年代の日本金融市場の開放に伴い、日本の銀行はより競争的な環境におかれていることに突然気付いた。適切な利益水準を維持しようとして、高い利益マージンを持つ危険な貸出を行うことは自然な反応であった⁽⁴⁾。このような行動をとる誘因を高めたのは、危険な貸出の回収がうまくいかずに銀行が支払不能に陥ったときに、預金者や大手債権者を保護する政府のセーフティ・ネットの存在であった。政府が救済に来てくれることを知っていれば、預金者や他の債権者は銀行を監視し、過度のリスク・テイキングな行動をとらせないようにする誘因をほとんど持たなくなってしまう。その結果として、日本の銀行は、リスク・エクスポージャー（リスクが資産の中に拡大していくこと）を上昇させる誘因を増やすことになる周知のモラル・ハザードを発生させた。このことは、まさに銀行が、とりわけ、不動産部門に対する貸出においてとった行動で

(4) 同じような現象は、アメリカや他の国々においても生じている。Edwards and Mishkin (1995) を参照せよ。

あった。これらのモラル・ハザード発生を防止するためには、日本の銀行監督者は厳密に銀行を監視し、過度なリスク・テイキング行動をとらせないようにしなければならなかった。

規制・監督の過程が十分に働かない重大な理由は、投票者—納税者と規制者—政治家との間の関係をモラル・ハザードの特有なタイプである「依頼人・代理人問題」として考えてみることによってよく説明される。「依頼人・代理人問題」は、代理人が彼らの雇用者（依頼人）とは異なる誘因を持ち、したがって、代理人は雇用者の利益よりはむしろ自分自身の利益のための行動をとるようになるときに生ずる問題である。規制者—政治家は、投票者—納税者（依頼人）の最終的な代理人である。なぜならセーフティ・ネットが実施される場合、全ての損失コストを負担するのは、最終的には納税者であるからである。「依頼人・代理人問題」は、代理人（政治家あるいは規制者）が、その依頼人（納税者）の経済コストを最小化しようとする誘因と同じ誘因を持たないかもしれないことから生ずる。

納税者の利益を守るためには規制・監督者は多くの職務を遂行しなければならない。過度なリスク・テイキング行動を抑制するために、彼らは高いリスクを持つ資産の保有に対して制限を設け、十分に高い必要資本量を課し、支払不能に陥った機関は業務を停止させなければならない。しかしながら、「依頼人・代理人問題」のために、規制者は正反対のことは行ったり、規制の強制や支払不能機関の業務を停止する権利を見合わすという規制猶予政策を行う誘因を持っている。規制者にとってのこれらの現象を説明する重要な誘因の一つは、代理人のとり政策の粗末な成果に対する責任逃れの欲望である。必要資本量の緩和や規制猶予政策の追求によって、規制者は支払不能機関の問題を隠し、状況が改善するのを期待することがある。Kane (1989) は、そのような規制者側の行為を“官僚的賭博”と特徴づけている。規制者にとっての重要な別の誘因は、彼らが政治家からの圧力に応ずることにより自らの現在および将来の地位

を守りたいと考えることである。日本の銀行を適切に規制・監督することに対する大蔵省の最近の失敗は、「依頼人・代理人問題」が働いた目立った例である。そしてそれは、銀行部門に多大な貸倒れ損失という結果を招いてしまった⁽⁵⁾。

銀行のバランス・シートの状態は、銀行貸出に重大な影響を与える。銀行がそのバランス・シートの悪化に苦しみ、そのために自らの資本をかなり程度に縮小させるならば、そこに二つの選択肢が出てくる。一つは、銀行が自己の資産ベースを減少させ、それによって自己資本比率を回復するために貸出量を削減することである。もう一つの選択肢は、銀行が新資本を増加させることである。しかし、銀行が自らのバランス・シートの悪化を経験しているとき、新資本を適正コストで増加させることは非常に困難である。このように、弱体化したバランス・シートを持つ銀行の典型的な反応は、貸出量を縮小させる行動をとることであるが、それは経済活動を減退させる。例えば、アメリカの研究によると、1990年代初頭の時期にそのメカニズムが働いたことが示されている。その時期には、資本の逼迫がアメリカ経済の成長を当時妨げてしまうという「向い風」を導いてしまった。それと同じような現象を現在の日本でも見ることができる⁽⁶⁾。

Ⅱ 日本経済の再生を目指して

上述の分析の示すところでは、日本経済における主要な問題は、弱体化した金融システムが効率的に作用することができず、景気停滞をつくり出している

(5) この「依頼人・代理人問題」も、アメリカにおける S&L の瓦解をもたらしたものとして、非常に重要であった。例として、Kane (1989) や Mishkin (1998a) を参照せよ。

(6) 例として、Bernanke and Lown (1991)、Berger and Udell (1994)、Hancock, Laing and Wilcox (1995) や Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review in the spring of 1993、Federal Reserve Bank of New York (1993) に掲載されたシンポジウム論文集を参照せよ。

ことである。このような見解によれば、金融システムが生産的投資機会を持つ主体に対して資金の供給を行なう役割を再開することができるようになったとき、はじめて日本経済は全面的再生を持続させることができる。我々の分析の示すところによれば、金融システムが生産的投資機会を持つ主体への資金の供給行動を再開することが可能になるには、金融および非金融企業のバランス・シートが情報の非対称性の問題を減少させるほどに回復するのが必要である。加えて、金融システムに対する信頼もまた、回復されなければならない。そしてそのことは、金融部門のための政府のセーフティ・ネットにより促された過度なリスク・テイキングな行動を制限しなければならないことをも意味している。この見解は、それゆえに、日本経済再生を目指すための政策を導き出す二つの基本的原理を主張している。それらを順番に吟味していくと、まず第一の原理は、金融・非金融企業のバランス・シートが回復することである。第二のそれは、政府のセーフティ・ネットの存在により助長されるモラル・ハザードや過度なリスク・テイキング行動を制限するための措置がとられなければならないことである。

バランス・シートの回復；マクロ経済政策

我々はすでに、予期しないインフレーションの低下や、特に、デフレーションがなぜバランス・シートに、そして経済活動に特別な害を与えうるかについて議論してきた。デフレーションを生み出す総需要の減少を回避するためマクロ経済政策を実施することは、日本経済の健全性を回復するために必要不可欠である。総需要を刺激することはバランス・シートの回復をも助長する。なぜならば、企業にとってそれは財の販売を容易にし、ついでには企業のバランス・シートを改善するだけでなく、借入金の返済の可能性も大きくする。それゆえに、銀行のバランス・シートの改善にもつながる。これを行うための一つの方法は、経済刺激のための拡張的財政政策を行なうことである。1998年4月24日、

日本政府は、GDPの3%弱である16兆円規模の総合的経済拡大対策を公表した。拡張的財政政策は総需要を刺激するのに効果的ではあるけれども、それは将来の政府債務を増加させるという望ましくない副作用も持っている。現在の日本の状況から見ると、これは非常に重要な問題を含んでいる。日本の人口は高齢化の途をたどっており、それは将来の年金負担が莫大となりうること、そしてそれは国家財政に対する将来の厳しい圧迫となることを意味している。

バランス・シートを改善する別の方法は、金融システムに流動性（準備）を投入することによって拡張的金融政策を遂行することである。最近の日本がそうであるように、利子率がほぼゼロに近い状況においては、金融政策は全く効果を発揮しないという共通の誤った考え方がある。金融政策の波及経路メカニズムに対する奥深い理解（例えば、Mishkin (1996a) を参照）や利子率がゼロに近い状況であった大恐慌時代の綿密な研究（Friedman and Schwartz (1963)）などにより、この見解が全く誤ったものであることが指摘されている。経済における流動性を増加させるための拡張的金融政策は、公開市場買い操作によって達成され、その操作に用いられる証券は別に国内の政府発行短期証券である必要はない。外国為替の非不胎化購入もまた効果を発揮する。たとえ利子率がゼロであったとしても、拡張的金融政策は土地や株式といった資産の価格を上昇させ、総需要の増加にもつながる。また他方においては、それは通貨価値を減価させるために純輸出が刺激され、総需要のより一層の増大を促すこととなる。加えて、これらの結果から生ずる資産価値の上昇により、金融・非金融企業のバランス・シートは直接的に改善される。拡張的金融政策は一般物価水準を上昇させることにより経済を刺激すると共に、それはまた、企業の実質債務を減少させることからバランス・シートに直接的な有益な効果をもたらす。これらのことより拡張的金融政策は、経済を刺激したり、金融・非金融機関の両方のバランス・シートを健全な状態に回復させるという点において、拡張的財政政策よりも優れた選択肢であるということが言えよう。

しかしながら、この経路をとるに際して二つの問題が生じてくる。まず一つ目の問題としては、現在の東アジアの脆弱な状況を考慮すると、拡張的金融政策により引き起こされる円の減価は危険性を伴うものとなる。円の減価は東アジアの通貨を減価させるように圧力を加え、Mishkin (1988b) の述べた理由のために、これらの国々の金融危機がより厳しい状況へと追いやられてしまうことになる。日本の銀行部門はそれらの国々に対する貸出残高を保有しているので、金融危機の一層の悪化は日本の銀行やその経済両方に重大な被害を与えてしまうだろう。このことから、東アジアの困難な事態を鑑みると、円の減価は火にガソリンを注ぐことになるであろう。

第二の問題は、現在の日本の状況に対する我々の分析では、拡張的金融・財政政策は経済再生のためには十分なものとは言えないということである。1995年の経験は、この例にあてはまる。この年は、日本の金融・財政政策が共に拡張的なものに転じたときであった。最初は利子率が低水準であったにもかかわらず、株価の50%上昇、土地価格下落の減速、一般物価水準の低下の停止や円の減価などが生じた。その結果、1996年に3%を超える実質GDP成長が達成され、経済の回復が生じた。だがしかし、バランス・シート、特に銀行のその根本的問題は、このマクロ経済政策では解決されず、1997年にはその回復も立ち消えになってしまったことは驚くに値しない。この失敗に終わった経済回復の背景にある別な要因は、財政バランス回復のために実施された1997年の消費税率の引き上げである。現在のところOECD (経済協力開発機構 (1988))等の推定によれば、1998年は実質GDPは低下し、1999年には緩やかな成長になるとされている。

1995~97年の間の日本の経験は、マクロ経済政策それ自身ではバランス・シートを回復させるのに十分ものではないことを示唆している。前節での重要な論題は、日本経済の根本的問題はその金融部門のミクロ経済にあるということである。従って、バランス・シートの再建や金融部門の健全性を回復するため

には—これは全面的回復を逃げるための必要条件である—日本の政策当局は金融部門を再構築するためにミクロ経済政策に焦点をおかなければならない。次節でこのことを見ていくことにする。

バランス・シートの回復；金融システム再構築のためのミクロ経済政策

これまで、銀行のような金融機関の弱体化したバランス・シートが彼らに貸出行動を制限させる原因となり、それが金融市場における情報の非対称性の悪化を招き、経済に対して著しい障害となることを見てきた。金融システムと経済の両者の健全性を回復するための主な要素は、銀行部門の資本の増強である。民間資本は金融困難にある機関に引き寄せられないので、現下の経済環境では新資本の調達、多くの日本の銀行にとってほとんど不可能であるだろう。したがって、銀行システムを再建させるのに十分な資本の源泉となることができる唯一の主体は、日本政府である。何年もの間、日本の当局は希望的観測に基づいて、銀行システムへの公的資金の大量の投入は必要ではないだろうと思っていた。銀行規制機関や監督機関は規制猶予政策に携わっており、それらの機関は、支払不能に陥った銀行を業務停止へと追い込む権利を行使することを回避し、猶予政策に合うように、銀行資本の価値を人為的につり上げてきた。規制猶予政策の主要な問題は、それが政府のセーフティ・ネットによるモラル・ハザード問題を大幅に増加させることである。金融機関が支払不能な状態となっても業務を続けることが許される場合、これらの機関は高いリスク・テイキングな行動や“銀行を賭ける行動”をとってもほとんど失うものはない。もし幸運にもリスクな投資計画の成果が挙げられたならば、支払不能という状態から抜け出すことができる。一方、これは起こりがちなことであるが、もしリスクな投資計画の成果が挙げられなかったときには、この支払不能機関は膨大な損失を出し、納税者がその荷物を負わされることになるだろう。これは連続的に増え続けていると推定される貸出ロスを抱えている日本の現状そのものであ

る。

銀行問題の深刻さを真剣に受け止めていない状況は、日本の現象だけに限ったことではない。米国も、1980年代の S&L（貯蓄貸付組合）の崩壊に直面したときに同様な傾向を持っていた。S&Lの規制機関、FHLBB（連邦住宅貸付理事会）、その預金保険子会社や FSLIC（連邦貯蓄貸付保険公社）は、広範囲にわたる規制猶予政策を陥っていた。弱体化している S&L の廃業や整理などの責任を回避するため、彼らは、事実上の必要資本量を大幅に減少させる不規則的な会計手続きを採用した。1986年の終わり頃には、S&L の多大な損失や破綻増加を救済するための FSLIC の資金が、もはや底をつく事態に陥っていた。レーガン政権は、FSLIC のために150億ドルの財源を要求した。支払不能となってしまった S&L の売却または清算を行うためにはそれだけの額が必要となるが、このような状況がたびたび生じることを考慮すると、この額では全く不十分であった。1987年銀行法の中の競争均等規定（the Competitive Equality in Banking Act of 1987）という議会で可決された法律も、政府の要求を十分に満たすものではなかった。同法は FSLIC にわずか108億ドルの資金を配分したが、更に悪いことには、FHLBB に規制猶予政策の続行や支払不能となった S&L に業務を続けさせるといった条項を、特にテキサスのような経済的不況となった地域のために、含むものであった。それは、支払不能となっているのに過度なリスク業務を取り続けている S&L に対してモラル・ハザード誘因を増加させるということであったので、事態は更に悪化し S&L の損失が1988年には100億ドルを超え、1989年には更に200億ドル近づいたのは、驚くに値しない。

新しく選出されたブッシュ政権の下で、遂に、金融機関改革救済執行法（the Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement Act）が1989年8月に可決・制定された。その法律の中でも最も重要な条項は、支払不能となった S&L の処理のために1000億ドルもの公的資金を割当て、S&L の閉鎖・整理のための新しい政府機関である RTC（整理信託公社）を設立するというものであつ

た。加えて、RTCは、倒産機関が所有していた4500億ドル以上の不動産を売却する責任を負っていた。S&L全体の25%以上を占める支払不能となった750のS&Lの資産を取得した後、RTCはその95%以上を売却し、その回収率は85%を越えた。このような成果を挙げた後、1995年12月31日にRTCはその役目を終了した。

アメリカのS&L危機の歴史を少したどってきた理由は、それによって、我々がこれまで見てきた銀行部門における問題を日本がいかに解決すべきであるかについて有益な教訓を得ることができるからである。同時にそれは、日本経済が全面的回復を遂げるための必要条件でもある。最初の誤った着手の後に、それは日本においても同じようなことであったが、アメリカは遂にS&Lの問題に対して真剣な取り組みを始めた。

最近では、日本の政策決定者や政治家たちは、銀行システムにおける莫大な貸出損失を処理するためには相当な公的資金が必要であることを認識するようになってきている。現在、損失の見積もり額は70兆円（5000億ドル）を越えており、政府は銀行システムに投入する公的資金を引き上げて30兆円にするように提案した。しかし、これは重要な一歩であるが、アメリカの例にもあったように、日本の金融システムは危機から脱していない。日本の官僚や政治家たちは、支払不能となったり、かなり弱体化した銀行を助けるために公的資金を導入する傾向を持っている。これは今まで見てきたとおり、惨事へとつながる規制猶予政策のもう一つの形態である。

1989年以降のアメリカで発生したように、日本の当局が銀行産業の危機に対処するために公的資金を賢明に使うことは、この重大な時期においてきわめて重要である。公的資金は、弱体化した、あるいは支払不能になった銀行を助けるために導入されるべきではない。そのような行為は、善良な納税者の税金を悪い銀行のために無駄使いするようなことになってしまう。長期においては、弱体化した銀行に公的資金を投入することは、銀行システムのバランス・シー

トの回復をもたらすものではない。それは、これらの弱体な銀行がその状態を持続させ、納税者を犠牲にして高いリスク・テイキングな行動をとるというモラル・ハザード誘因を強く持つためである。このことは、1980年代のアメリカの経験により学んだ教訓である。銀行システムの資本増強の方法は、すべての支払不能、あるいは弱体化した銀行の業務を停止させ、それらの資産全体に対して投入されていた公的資金でもって、その資産を健全な銀行に売却することである。もしこのことが不可能であるなら、RTCのような機関がこれらの業務を停止した銀行の資産を出来る限り早く売却する責任を負わなければならないだろう。そしてそうすることにより、民間部門はすぐにそれらの資産を生産的に使用することが出来るようになる。

以下のような措置は、日本がこれまで金融部門の問題に対処してきた方法ではないけれども、この時点では、大変重要なことである。日本の政治過程は、ついに、多大な資金が銀行部門の問題処理に対して必要であることを認識し始めた。この資金が弱体化した銀行を支援するために浪費されるならば、銀行部門の資本増強のために公的資金が利用されることは将来起こらないだろう。これはまさに惨事を招くことになるかもしれない。公的資金の導入がなければ、最悪の銀行パニックの可能性は決して問題外のことでないからである。そのような銀行パニックが生じたとすれば、日本が現在おかれている状況はそれに比べると取るに足りないものであるように思われる。

モラル・ハザードの制限

前述したように、金融システムのための政府のセーフティ・ネットは深刻なモラル・ハザード問題を生み出す。なぜならば、それは預金者や債権者が金融機関を監視し、過度なリスク・テイキング行動を取らせないようにする誘因を弱くするためである。このモラル・ハザード問題は、銀行システムの健全性を回復するために公的資金が投入された後にはより深刻なものとなる。それは、

政府による預金者保護の約束が一層明確になるためである。したがって、丁度バランス・シートの回復が復興促進のための重要な原理であるように、政府のセーフティ・ネットから発生するモラル・ハザードを制限しなければならないという第二の原理も等しく重要である。では、どのようにしてこれを行っていくべきなのか。

ここでもう一度、アメリカでの銀行問題解決の例を見るのが有益である。1989年 FIRREA 法の一連の規定には、S&L 規制機関の強制力の強化、S&L の必要資本量の上昇、リスク・テイキングな行動の制限が定められている。また別の規定には、不十分にしかその機能を果たさなかった FHLBB や FSLIC の解体に伴う、新しい規制的機構を再構築することも定められていた。これらの対策は、監督者のアカウントビリティの増加やモラル・ハザードの制限を意図したものであった。しかし、この法案は政府のセーフティ・ネットの存在により生じたモラル・ハザード問題を十分に制限するほどには十分なものではなかった。したがって、1989年の法案には、アメリカ財務省が連邦預金保険制度の改革ための総合研究計画を打ち出すという条項が含まれていた。1991年にその研究成果を受けて、議会は連邦預金保険公社改善法 (the Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act) を制定した。FDICIA は、モラル・ハザード問題の減少やアメリカの銀行システムの健全性回復に貢献するように思われる銀行制度の大改革を引き起こした。FDICIA の細部やそれがなぜ十分に作用し得たのかを議論することは、この論文の範囲を超えている (詳細な議論については、Mishkin (1996b) を参照せよ)。しかし、日本の状況に特に関連しているいくつかの重要な規定について言及してみたい。FDICIA の最も重要な特徴の一つは早期是正措置規定であり、それは経営困難に陥っている銀行に対してより早く、より活発に介入することを FDICIA に求めている。銀行は、その自己資本に基づいて五つのグループに分類される。「十分な自己資本を持つ」銀行に分類される第一グループは、最低必要自己資本量を十分に超過していて、委託預金に

対する保険業務や有価証券引受（アンダーライティング）業務を行う特権を持っている。第二グループに属する銀行は、「適正」と分類されるものであり、最低必要自己資本量を満たしては是正措置が適用されないけれども、第一グループに許されているような特権は有していない。「過少資本」と分類される第三グループは、リスク・ベースで計算された必要資本量や必要レヴァレッジ比率を満たしていないグループである。第四・第五グループは「大幅な過少資本」および「危機的な過少資本」とそれぞれ分類され、平均利子よりも高い預金利払いをすることが禁じられているグループである。規制機関は、なお、資本量が不十分である銀行に対処するに際し、かなりの自由裁量権を持っており、以下のような様々な事柄について意思決定することが出来る。例えば、資産成長の制限や新取締役会の選出の要請、海外の取引関係のある預金取り扱い機関からの預金受入の禁止、あるいは、持株会社である親銀行からの資本導入の禁止、そして、過度なリスク・テイキング行動の禁止と、リスク・テイキング行動をとるノンバンク子会社の放棄命令、などである⁽⁷⁾。他方、FDICIA は、規制機関に対して過少資本銀行に45日以内に適切な資本再建計画を提出させ、その計画を実行させることを要求している。更に、適当な機関や FDIC が早期是正措置の目的達成のための適正な行動をとらないならば、規制機関は過少資本銀行（有形株式資本が資産の2%以下）を90日以内に管財人に託すことにより業務の停止などの手続きをとらなければならない。それでも、もしその銀行が引き続き危機的な過少資本のままであれば、そして銀行が特定の法的要件を満たさなければ、もはや管財人の手に委ねなければならない。

FDICIA の、見落されがちであるが、きわめて重要な点は、FDICIA が、FDIC にコストを負わせる全ての銀行破綻について強制的調査を要求するという点である。この報告書は、適正な規制機関の検査長によって準備されるが、それ

(7) FDICIA における早期是正措置条項の概要に関しては、Sprong (1994) を参照せよ。

はその規制機関の行う活動を説明し、将来、このような損失が起らないように勧告を行わなければならない。そしてこの最終報告は、アメリカの会計検査院長（一般会計局の責任者）や議会の全議員が縦覧出来るものでなければならない。また、一般会計局はこれらの報告の年次再調査を行い、監督過程を改善するよう努めなければならない。FDICIA のこれらの規定は、規制機関が銀行破綻が高コストにならないよう行動することを促すことになるので極めて重要である。規制機関のとり行動を公的調査にさらすことは、彼らにとっての規制猶予政策の魅惑を少なくし、それは前述の「依頼人・代理人」問題を減少させることにもなる。それはまた、規制機関による銀行の規制監督の緩和を政治家が当てにするという誘因を減らすものである。

FDICIA は、納税者の負担するコストを最小化し、大きな無保険のリスクを持つ債権者に対してコストを課すことによって銀行破綻問題解決の重大な新しい法的ガイドラインを示している。FDICIA は、一般に FDIC に対して、預金保険機構にかかるコストを最小限にとどめるような方法を用いて銀行破綻問題を解決することを要請している。会計検査院長官に対する報告においては、FDICIA は銀行破綻問題の解決のために別の異なる方法を使った場合にかかると思われる仮想的費用評価を示さなければならない。これは、FDIC により実施される解決方法の大きな変化をもたらした。Kaufman (1995) が指摘したように、1991年に FDIC は、破綻処理に費用のかかっている銀行のうち17%の銀行の預金保険非加入の預金者（破綻銀行の総資産のわずか3%に相当）だけに損失を課した。1993年までに、その適用を受ける破綻銀行のうち預金保険非加入の預金者が損失を被った銀行の割合は88%（総資産の95%）に上昇した。1990年には、破綻した全ての主要銀行の預金保険非加入の預金者は十分に保護されていたのだが、1993年には、そのような状況に陥った最大規模の銀行の預金保険非加入の預金者は、一破綻した銀行が特に主要なものでなかったとしても一損失を被

るに至った。

現在、大口預金者は多大な損失を受けているので、解決方法の変化は、100,000ドルを超える預金を持つ人が銀行を監視する態度を大きく変化させた。このことは、なぜ最近のアメリカの銀行が自己資本を増加させているのかを説明するのに一部役立っている。他方 FDIC は、恐らくこれらの新しい手段の導入以前に銀行が招いた損失のために、1992、1993年における破綻銀行の資産に対する損失の割合を低くとどめることが出来なかった。

早期是正措置のような FDICIA に含まれる多くの規定の採用を計画している日本の計画はあるけれども、それでもやはり、これらの計画が延期される可能性は残されている。FDICIA は銀行の監督を厳しくしたので、それが実施されるや否や、多くの銀行家は監督機関が不公平に基準を引き締め、そのため銀行が利益をあげるのを困難にしていると不平をもらしたのは驚くに値しない。日本での厳格な早期是正措置規定の実施は、それと同様の結果につながりかねないだろう。その結果とは、これらの規定を緩めたり、あるいは、その採用を無期限に延期したりするような強力な政治的圧力が出てくることである。この圧力に対しては、強く抵抗をしなければならない。この規定は日本の金融システムの信頼性回復にとって重要である銀行に対する規制・監督を強化するだけでなく、その採用を延期したり、規定を緩和させようとする動きをも生み出す。それは、将来の過度のリスク・テイキングな行動を引き起こし、その結果、日本の金融システムの脆弱性は更に持続することになるであろう。

日本はまた、銀行が破綻した際にその損失を預金保険に加入していない大口の預金者に課すという、FDICIA の特徴的の制度を採用することも必要である。これは日本の監督当局が過去において行ってきた手法ではないけれども、きわめて重要なものである。日本においては、まさに、破綻機関の大口預金保険非加入者が保護されたばかりでなく、それらの破綻機関の株式保有者や経営者も保護されてきた。過度なリスク・テイキング行動の結果に対する経営者や株式

保有者、大口預金保険非加入者の保護は、モラル・ハザード問題を大いに増加させる。特に重要なことは銀行のバランス・シートの再生や現在の日本の銀行部門問題の解決の過程において、公的資金を銀行に投入した場合には、その経営者や株式保有者は罰せられなければならないということである。それに加えて、銀行が破綻したときに大口の保険非加入者もまたその損失を被るようにし、従って、これらの債権者が銀行を監視したり、銀行が高いリスクを伴う行動を取らせないようにするために、最小コストによる問題解決の規定が将来の銀行規制の一部に含まれるようにする必要がある。

銀行監督の伝統的アプローチは、ある時点におけるバランス・シートの質や銀行が必要自己資本量を遵守しているかに焦点を当ててきた。伝統的アプローチの焦点は銀行の過度のリスク・テイキングな行動を減少させるために重要ではあるけれども、もはや適切ではない。まず第一に、資本量の測定が極めて困難であるという点である。更に、今日では、技術革新によって銀行やその行員が大きな投機を素早く行うことが出来るような新しい市場や手段が作り出された。この新しい金融環境において、ある特定の時点では十分に健全な状態にある銀行でさえ、取引損失によりきわめて急速に支払不能な状態に落ち込むことがある。1995年のベアリングス社の倒産によってはっきりと証明されるように、当初は自己資本量が充実した状態にあったけれども、わずか数カ月の間に一人の無謀なトレーダーのために同社は破綻を余儀なくされた。このように、ある時点における銀行の状態にのみ焦点を当てる検査は、近い将来に銀行が過度にリスク・テイキングな行動を取るかどうかを明らかにする場合には効果的ではないであろう。

アメリカでは現在、銀行監督官はリスク管理に関する銀行の管理過程の健全性についての評価をより重要なものとして強調するようになった。この考え方の転換は、取引およびデリバティブ活動に関する監督官への1993年の連邦準備制度のガイダンスにおけるリスク管理に対する新しい焦点を反映している。

1995年末に、連邦準備制度理事会と通貨監督官は、彼らが監督している銀行のリスク管理過程について評価を行うであろうことを明らかにした。今や、銀行監督官はCAMELシステムの一部として、危険を5分類に分けて、それを全体的リスクにつなげるようにしている。リスク管理の評価を行なうにあたって、健全なリスク管理の四つの要素が評価されている。第一に、取締役・役員会の提供する監督の質。第二に、相当なリスクを生じさせる全ての活動に対する政策や制限の適正さ。第三に、リスク管理・監督システムの質。第四として、被雇用者側の不正や無許可の行動を防止するための内部統制の適切さがある。

管理過程に焦点を当てるこの転換は、金利リスクを処理するためにアメリカの銀行規制当局の採用した最近のガイドラインにも反映されている。FDICIAが要求したように、当局は銀行が負っている金利リスクを考慮した上での必要資本量を計算する標準モデルの使用を要求するかどうかを熟慮していた。銀行検査官は銀行の資本量の適正さを決定する際には金利リスクを考慮し続けるが、規制機関は、全ての方式に適合する一つの資本量を見つけるよりも、銀行がいかにして金利リスクを管理しているかについてのガイドラインの採用を決定した。このようなガイドラインは銀行の取締役会が金利リスクの限度を決定し、このリスクを管理する銀行の役員を任命し、そして銀行のリスクの大きさを監視するように要求する。そのガイドラインはまた、銀行の上席取締役に対して、正式のリスク管理のための政策や手続きを発展させ、取締役会が決定したリスク限度を、やぶられることのないように管理し、そして金利リスクや取締役会の指導を遵守しているかを監視するための内部統制を行うよう要求する。明らかに日本の銀行におけるリスク管理手法が世界の国々で行われる最良の方法に匹敵するようになるためには、日本の銀行監督当局は他の国々が行なっているものと同様な手法を採用する必要がある。

モラル・ハザードの制限のために、銀行規制当局によって取られるべきもう一つの方法は、必要な情報開示の強化である。銀行の持つリスクやポートフォ

リオの質についての一層の情報公開は、株式保有者、債権者、預金者が銀行を評価、監視することを一層可能にし、またそれにより、銀行の過度なリスク・テイキングな行動を抑止することが出来るようになる。バランス・シートの状態がアメリカのような国々と異なって不明瞭とされている日本において、情報開示を増加させるための施策は特に重要である。情報公開と公開情報の質を向上させることも、日本にとって大変重大な課題である。なぜならそれは、銀行が自らの資産の真の価値を明らかにすることを容易にするような、資産売却に関する会計規則や税制措置の変化を必要とするからである。それでもなお、金融部門に対する信頼を回復し、将来のモラル・ハザードを制限することは重要な一歩である。

Ⅲ 結び

小稿では、日本の金融部門でのマイクロ経済学的問題である情報の非対称性の増加が、日本経済における脆弱性の主要な原因となっていることを論じてきた。この見解が示すところによれば、金融部門を改革するためのマイクロ経済政策の組合せがそれらの問題を処理できるように適切に行われてはじめて日本経済の再生はその十分な足場を築くことが出来る。この政策は、次のようなことを含む。支払不能な、そして弱体化した銀行の業務を停止させるための公的資金の投入；弱体化し支払不能となった銀行の株主、経営者、大口の保険非加入の債権者に対する処罰；早期是正措置；リスク管理手続きの注意深いモニタリング；適正な必要情報開示である。

日本における最近の焦点は、そしてアメリカ財務省のそれも同様であるのだが、日本経済の再生を目指すためのマクロ経済政策、特に拡張的財政政策に当てられている。上述のように、金融政策は、経済再生の促進のためには財政政策よりももっと効果的な手段であるけれども、金融政策自体に問題がないわけ

ではない。更に、経済復興促進のためのマクロ経済政策に焦点を当てることは、日本の当局が金融部門のミクロ経済的改革に真剣に取り組む必要性を考慮しなくてもよいという見解を強めさせるであろう。一方、経済再生促進のために包括的財政措置に焦点を当ててしまうと、日本の政策決定者や政治家たちはより厳しい選択、すなわち銀行のバランス・シートを改善し、政府のセーフティネットによって生み出されるモラル・ハザードを減じるために必要とされるミクロ経済的改革を開始するというより厳しい選択を回避しようとするであろう。このように、諸々の問題に対する解決策として財政政策のみに単純に焦点を当てることは、逆効果となるだろう。この結果は、1995年に実施された拡張的マクロ経済政策の結果と同じようなものであろう。すなわち回復は長くは続かない。実際に、より良いアプローチは、金融システムの必要とされるミクロ経済的改革を実施する一方、経済刺激のための拡張的マクロ経済政策をできる限り遂行することである。

再度、アメリカにおける出来事が前例を与えてくれる。1990年代初頭、銀行部門における様々な問題は、経済に対して多大な障害（FRB（連邦準備制度理事会）の議長である Alan Greenspan により“向い風”と言及されたもの）を発生させた。この向い風に対処するために、連邦準備制度理事会は、1992年半ばから1994年2月までの18ヵ月間、金利を異常に低い（ゼロに近いほどの）水準に保ち続け、インフレ調整を行った。銀行システムに対する信頼を回復するための銀行規制・監督システムの本格的再構築は、銀行システムが健全な状態に改善するまで続けられた拡張的金融政策とともに、今日まで続いている持続的経済成長を導くための助けとなったのである⁽⁸⁾。

(8) 長期持続的回復の背後にある他の非常に重大な要因としては、1994年2月に始まった経済の潜在的インフレ圧力を抑制するためにFRBが機先を制する対策を講じたことであった。これもまた、重要な教訓となっている。物価安定という目標は忘れては

参考文献

- Akerlof, G. (1970). "The Market for Lemons : Quality Uncertainty and the Market Mechanism," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.84, pp.488-500.
- Berger, Allen N., and Gregory Udell (1994). "Do Risk-Based Capital Requirements Allocate Bank Credit and Cause a 'Credit Crunch' in the United States?" *Journal of Money, Credit and Banking*, 26,585-628.
- Bernanke, B.S. and C.Lown (1991). "The Credit Crunch," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp.205-39.
- Bernanke, B.S., and Gertler M. (1995). "Inside the Black Box : The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1995, 9, pp.27-48.
- Calomiris, C.W., Hubbard, R.G. (1990). "Firm Heterogeneity, Inter Finance, and 'Credit Rationing'," *Economic Journal*, 100, pp.90-104.
- Diamond, D. (1984). "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, Vol.51, pp.393-414.
- Edwards, F. and Mishkin, F.S. (1995). "The Decline of Traditional Banking : Implications for Financial Stability and Regulatory Policy," Federal Reserve Bank of New York *Economic Policy Review*, July, 1, # 3, pp.27-45.
- Federal Reserve Bank of New York, (1993). "The Role of the Credit Slowdown in the Recent Recession," Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review*, Spring, 18, # 1.
- Friedman, Milton, and Anna Schwartz (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton : Princeton University Press).
- Greenwald, B., Stiglitz, J.E. (1988). "Information, Finance Constraints, and Business Fluctuations", in Kahn, M., and Tsiang, S.C. (eds), Oxford University Press, Oxford.
- Hancock, D., Laing, A.J. and J.A. Wilcox (1995). "Bank Capital Shocks : Dynamic Effects on Securities, Loans and Capital," *Journal of Banking and Finance* 19, 3-4 : 661-77.
- Kane, Edward J. (1989). *The S&L Insurance Mess : How Did it Happen ?* (Urban Institute : Washington, D.C.).
- Kaufman, George.G. (1995). "FDICIA and Bank Capital," *Journal of Banking and Finance* 19 : 721-722.
- Mishkin, F.S. (1996a). "The Channels of Monetary Transmission : Lessons for Monetary Policy," *Banque De France Bulletin Digest No.27* (March 1996) : 33-44.
- Mishkin, F.S. (1996b). "Evaluating FDICIA," in George Kaufman, ed., *Research in Financial Services : Private and Public Policy*, Vol. 9 (1997). *FDICIA : Bank Reform Five Years Later and Five Years Ahead* (JAI Press : Greenwich, Conn, 1997) : 17-33.
- Mishkin, F.S. (1997). "The Causes and Propagation of Financial Instability : Lessons for Policymakers," *Maintaining Financial Stability in a Global Economy* (Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, MO.) : 55-96.

ならない。金融部門が困難な状況に直面している中で景気回復を促進しようとする拡張的政策はひとたび金融部門が健全性を取り戻し、経済が持続的インフレに進む潜在的な可能性を持つようになれば、終了されなければならない。

- Mishkin, F.S. (1998a). *The Economy of Money, Banking, and Financial Markets*, 5th Edition (Addison-Wesley: Reading, Mass.).
- Mishkin, F.S. (1998b). "Exchange Rate Pegging in Emerging-Market Countries?" *International Finance*, forthcoming.
- OECD. (1998). *Economic Outlook* 63, June.
- Peek, J. and E.S. Rosengren (1995). "Bank Regulation and the Credit Crunch," *Journal of Banking and Finance* 19, 2 - 4, pp.679 : 92.
- Sprong, Kenneth (1994). *Banking Regulation* (Federal Reserve Bank of Kansas City : Kansas City, Mo.).
- Stiglitz, J.E., and Weiss, A. (1983). "Incentive Effects of Termination : Applications to Credit and Labor markets," *American Economic Review*, Vol.73, pp.912

健全な銀行システムの再建にむけて

日野博之 藤原賢哉 地主敏樹
宮尾龍蔵 石垣健一

1. はじめに

本稿では日本で健全な銀行システムを迅速に再建する為の一連の措置を提案している。ここで提案した措置は、Mishkin (1998) が現在の銀行システム問題の解決のための指針として示した広範な原則を明確に具体化したものであり、政府が最近採用した政策に取って代わるものではなく、それを補完するものである。

本稿では、まず、銀行システムの危機の深刻さとその本質について簡潔に議論し (第2節)、政府が取ってきた対応策の問題点を指摘する (第3節)。次に、より有効に銀行システムを改革する対策を提示し (第4節)、財政・金融政策を問題の解決にどこまで有効に活用できるか簡単に議論する (第5節)。最後に、ここでの提案が政府当局により早急に検討される事を要望し、本稿を締めくくる (第6節)。

2. 銀行システム問題の大きさ

銀行システムが直面している問題の大きさを正確に測るのは難しい。なぜな

ら、銀行システムが保有している不良債権に関する情報が不十分であるからである。その総額も問題債権の不良度もはっきりとは分からない。不良債権のデータは銀行システム全体および個別銀行ごとに全国銀行連合会ベースで公表されているが、このデータでは不良債権額がかなり過小評価されていると一般に信じられている。より有益なデータは銀行自身の自己査定ベースによるものであるが、このデータは銀行システム全体についてだけ公表されており、個別銀行ごとには公開されていない。更に、問題債権の定義が分かりやすく明確に規定されていないため、仮にこのデータが個別銀行ごとに開示されても、情報は十分なものではない（この点については藤原（1998）を参照）。

このように情報は限られているが、ほとんどの銀行は現在の不良債権から生じうる損失をカバーするに十分な資本を持っていないと、かなりの確信を持って推定できる。藤原（1998）では、それほど極端ではない仮定の下で、不良債権ロスを直接償却した場合、大手主要19行の約半分が、地方銀行では約20数行が債務超過に陥っている可能性があることを示している。また、同様に大手行で8%のBIS規制（自己資本比率規制）をクリアしている銀行がないこと、さらに、銀行システム全体で純資産がマイナスになっている可能性があることを示している。銀行システムの抱える問題は数行の破産という銀行個別の問題ではなく、システム全体の自己資本不足であることは明らかである。

もう一つの問題は、貯蓄を動員しそれを生産性の高い用途に振り向けるという銀行本来の機能が着実に減退している事実であろう。日野・岩坪（1998）が示したように、銀行預金は1992年以来、現金残高との比率で見ても、郵便貯金残高と比べても、著しく低下している。預金獲得能力の低下を反映し、銀行の貸し出しもかなり減少した。さらに、貸し出しの質もかなり低かったと推測される。バブル期間、銀行は自分がファイナンスするプロジェクトの収益率を十分審査せず、不動産その他の担保の価値に頼って信用を提供してきた。1990年にバブルが破裂し、不動産価格が暴落し、頼りにしてきた担保という手段がな

くなり、銀行は基本的なリスク管理手段を喪失したのである。現在銀行の抱えている不良債権のかなりの部分は1992年以降に貸されたものであるといわれている。

さらに、銀行業は強力な競争心に欠けていたように思われる。前述のような不良債権の累積と銀行業の基盤の侵食にもかかわらず、銀行は1990年代の前半、費用削減等目に見える改革努力をしていない。BISの第66回年報によれば、銀行業の雇用者数は1990年から1995年のあいだに5%増加し、租所得に占める人件費の割合は1986-88年の平均と1992-94年の平均の比較でみると、20%近く増加している。さらに少なくとも1995年までは、銀行は自分自身の意思で自己の生存能力を強めるために、不良債権償却のための準備金の増加などの強固な措置を取らなかった。

以上の議論から、現在の銀行問題は単にバブルの破裂の結果やその結果としての不良債権の累積ではない事が明らかであろう。問題の根は深い。現在の状態のままでは、信用を適切に審査し、リスクを管理する能力が不十分であり、金融仲介という銀行の基本的な機能も十分果たし得ない。これは、たとえ不良債権が公的資金の助けを借りて処理されたとしても、銀行自身が市場競争の原理に従って行動するようにならないと、銀行問題は解決されない事を示唆している。

3. 政府の対応策

このように、銀行危機は1990年当初に発生し、この10年間着実に深刻化してきたが、政府は最近までこの危機に本格的には取り組んでこなかった。政府の今までの対処策が効果的でなく、迅速さに欠けた事は、一般的に認められている。政府は危機の深刻さを十分理解していなかったと思われる。また、新保(1998)、日野・岩坪(1998)が示している経済活動に与えてきた大きなマイナ

スの効果も把握していなかったのであろう。

バブルの破裂と銀行危機は他の国でも（例えば、米国、スウェーデン、スペイン）発生しているが、これらの国では政府の反応は断固としたものであり、経済成長は3、4年以内に再開している（これらの国での対処策は地主（1998）に簡潔にまとめられている）。

日本政府の政策には3つの点で問題があった。第1に、銀行監督行政が緩慢で、リスク管理等の規定の遵守を猶予してきた（英文で *regulatory forbearance* という）。銀行監督の基本的アプローチは、すべての銀行を市場規制やその他の手段で保護する事であり、弱い銀行も強い銀行も「護送船団」のごとく一体となって行動させる事であった。従って、弱い金融機関は信用秩序を維持する為に設定された規定を厳格に満たせなくても業務を続ける事を許された。銀行が深刻な流動性不足ないし債務支払問題に直面する様なことがあれば、その銀行を経営基盤の比較的強い銀行と合併させ救済し、その経営者に対して責任を取らせる事もなく、また株主に請求権を放棄させるような事もしなかった。この護送船団方式は銀行経営のインセンティブを歪め、慎重なリスク管理の必要性を損ない、深刻なモラルハザードを生み出した。

第2に、バランスシートの分析等、必要最小限の情報の開示を要求しなかった。ごく最近までは、不良債権についての利用可能な唯一の情報は全国銀行協会連合会のデータであったが、このデータは前述のように全体的に見て不十分なものであった。政府は1998年3月にすべての主要銀行は健全であると発表したが、これが間違いであることが判明し、市場の疑心が高まった。必要な情報、および政府に対する完璧な信頼、の欠如が銀行の健全性についての不安を掻きたて、銀行への信頼を弱める結果となった。

第3に、政府の政策は最近まで、銀行の破綻はシステム全体の弱さではなく、特定の個別機関の弱さに起因するという誤った前提に立っていた。政府は常に、比較的強い銀行との合併を勧める事で銀行破綻に対応しようとした。しかし、

強いはずの銀行自身が弱かったならば（実際にそうであった場合もあったが）、合併は単に破綻を他の機関に移しかえるのだけでなら解決にはつながらない。正しいアプローチは、問題をある銀行から合併を通して別の銀行にへ移すのではなく、銀行の困難をシステミックな問題として処理し、初期の段階で銀行システムから不良債権を取り除く事であった。

1997年末から、政府は一連の大胆な措置を採用し始めた。金融システム安定化緊急措置法が1998年2月に制定され、この法律を基盤に、1998年3月1兆8000億円が資本増強を目的としてすべての主要銀行に注入された。さらに1998年7月に、破綻銀行を秩序だてて整理する為にブリッジバンク制度の導入が検討された。この制度のもとで、破綻銀行は不良債権部門と残りの優良債権部門にわけられ、前者は新しい公的銀行に移され、後者は一時的に国有化されるか公的管理下に置かれるようになった。加えて、「トータルプラン」が銀行システム問題の解決に必要な制度的、法的問題を処理するために作成された。

しかし、1998年3月の資本注入以来、東証での銀行株式平均価格が日経平均より大きく下落している事実が物語るように、市場の懐疑的見方は強いままであった。公的資金の投入方法（ほとんど同じ条件で、ほとんどの主要銀行が同額の投入を受けるという仕方）は「護送船団」方式の継承を反映していると考えられた。ブリッジバンク制度に関しては、国有化ないし公的管理の下に置かれる期間が比較的長く（2年）、政府が銀行を破綻させるのを躊躇していることを反映していると考えられた。おそらくもっと重要な事は、新しく設立された金融監督庁が、主要銀行の経営状況を緊急に検査するがその結果は公表しないと示唆した事であろう。このことは公衆が、多くの不確実性が継続する中で銀行との取り引きを続けなければならないことを意味している。

4. 銀行システム再建に向けての対策

以上の議論から明らかなように、市場の信頼性を早急に高め、健全な銀行システムを再建するためには、最近採られた措置に加えて、信頼のおける情報の完全な開示、適正な自己資本保有を要求する規定の厳格な適用、ならびに、自己資本不足の銀行の市場からの退出、モラルハザードの最小限化、適切な競争の存在する、市場経済にもとづいた銀行システムの創出、などの対策が必要であろう。この危機の克服後、銀行が適正な利潤を得、再び不良債権を累積しないよう、銀行システムの改革を進めていく事が大切であろう。

完全な情報開示

市場の信頼の回復をもたらすには、バランスシートの完全な開示を積極的に進めなければならない。まず、全銀協基準による不良債権のデータが公表されているように、厳密な SEC 基準によるデータも個別銀行ごとに自己査定ベースで公表されるべきである。この作業を早急に進め、1998年9月末までにデータの公表が完了される事が望ましい。この報告に誤りがある事が後に判明した場合、一定の処罰が当該銀行に加えられるべきである。次に、自己査定ベースの報告を補完するために、金融監督庁が比較的大きな銀行（たとえば19の主要銀行と各県の最大地方銀行）について独自の審査を行うべきではないだろうか。この審査を実施するにあたり、金融監督庁のスタッフを強化し、審査の結果の信頼性を高めるためにも、民間監査機関を利用する事が考えられよう。最後に、この審査に基づいて、不良債権の適切な償却措置を各行に取らせ、正しい自己資本額を確立する。そして、これをベースに、自己資本率の適正度を早期是正措置上の区分に応じ各行ごとに推定し、この情報を公開する。この作業が1998年末までに完了するよう最善の努力を尽くす事が望まれる。

早期是正措置の適用

破綻銀行を秩序正しく市場から退出させ、健全なバランスシートの再構築が可能な銀行にのみ公的資金を注入し再建を支援する事が重要であり、このために、早期是正措置を迅速かつ厳格に適用すべきである。上述の自己資本の審査の結果、早期是正措置上の第三区分、すなわち自己資本がマイナスの銀行はブリッジバンクに1年のみ託し、その後即座に閉鎖する。第二に、早期是正措置上の第二区分、すなわち自己資本はプラスであるが必要額の半分に達していない銀行には、広範にわたるリストラ等の再建策、経営者の交替、株式資本の減資を実施させる。それから、債権を優良、不良に分類し、不良債権を整理回収銀行に移転し、最後に、公的資金を自己資本の増強を助けるために注入する。

モラルハザードの回避

市場経済が機能するためには、成功には報酬を、失敗には罰を与える適正なインセンティブ構造が存在しなければならない。このためには regulatory forbearance を廃止し、モラルハザードを最小限に止めなければならない。上述の早期是正措置の厳格な適用が必要なファーストステップであろう。市場の規律は、当然、銀行の債権者にも同じように適用されるべきである。したがって、少なくとも大口預金者は公的資金で保証されるべきではなく、破綻銀行の損失は保険で保証されていない大口債権者にも負担させるべきである。さらに、効率的でプロフェッショナルな銀行監督が必須であり、このために、以下の措置を検討すべきである。銀行監督の重複と利害の衝突の可能性を最小化するという見地にとって日本銀行と大蔵省から監督機能を取り除くこと、外部の専門家を活用し、金融監督庁のスタッフを強化すること、明確な評価基準に基づく銀行監督官のパフォーマンス審査を導入すること、信用秩序維持規定 (prudential regulations) を遵守しない銀行の株主や経営者に対する罰則を強化すること。

新しい金融システム構造

銀行改革の究極の目的は、国際市場での競争に耐えうる少数で強力な金融機関からなる銀行システムを創造することであろう。「ビッグ・バン」の実施に伴って外国金融機関とのより激しい競争が生じるであろう。Friedman (1998) が説いているように、破綻銀行の退出は、能力のある銀行が公正に競争出来る環境を作る為にも重要なのである。また、債券市場やその他の直接金融が日本の金融市場でより重要な役割を演じることになれば、日本の銀行システムに必要な銀行の数はより少なくなる。藤原 (1998) が強調したように、銀行システムの再生と再構成のためのあらゆる努力は、日本の金融システムの最適構造の構想を描くものでなければならない。

5. マクロ経済政策

通常、健全な銀行システムの回復の為に、財政・金融政策の両者が積極的に活用される。マクロ政策を用い、全体的に経済状態を改善し、銀行の保有資産の価値を上昇させる。これにより、銀行のバランス・シートの回復を少しでも容易にする。現在日本が直面している特別な状況の下では、このようなマクロ政策の効果は通常よりも限られているように思われる。国民は、急速な高齢化の結果、社会保障経費の巨額化は避けられないことを十分に理解している。そのため、将来の財政負担の増加（すなわち国債の増加）に備え、出来るだけ現在の貯蓄を増やす。言い換えれば、リカードのエクイバレンスが当てはまる。したがって、財政政策は経済活動を刺激するうえであまり有効ではないであろう。さらにいえば、銀行システム救済のために巨額の公的資金の注入、すなわち国債発行が不可避である事を考慮すれば、経済活動を刺激するためにすでに巨額な国債残高をさらに膨大させることは、かなり危険の伴う事であろう。現

在の国債残高でさえ、利子率が正常な水準に戻れば、財政再建への回帰は著しく困難なのではないだろうか。

さらに、宮尾（1998）は金融政策もまた経済刺激策として以前より有効ではないことを実証し、大幅な金融緩和には過大なインフレをもたらすリスクが伴う点を考慮すれば、現在さらに金融政策を緩和すべきではないと結論した。また、大幅な金融緩和は円の急激な減価をもたらし、不安定なアジア通貨をさらに不安定化するリスクがあることも留意せねばならない。

しかし、金融政策の実施に関して、現在もっと考慮されるべきことは、経済活動の刺激というよりも、デフレの回避であろう。デフレの破壊的衝撃は強調してもしすぎることはなく、デフレのリスクを過少評価してはならない。これは大不況からわれわれが学んだきわめて重要な教訓である。それゆえ、金融政策を1-2%のインフレをターゲットに運用する事が望まれる。また、財政政策の効果に疑問はあるが、短期的にある程度の減税や財政支出もやむをえないのではないかと思われる。

6. むすび

日本経済は今先例のない危機に直面している。銀行システムの機能不全がこの危機の核心である。それゆえ、銀行システムの健全性が回復されない限り、この危機は克服できない。本稿は銀行システムの再生と再構築のための具体的措置を示した。これらの措置は政策当局の緊急かつ注意深い検討に値すると考える。

参考文献

- [1] Miskin, F. (1998) "Promoting Japanese Recovery" (『日本経済の再生をめざして』、石

垣健一・日の博之編『日本の金融システムの再構築とグローバル経済』、神戸大学経済経営研究所)

- [2] Benjamin, M. Friedman (1998)“Policy Steps for Japan in its Current Economic and Financial Crisis”(「経済金融危機下の日本の政策手段」、石垣健一・日野博之編『日本の金融システムの再構築とグローバル経済』、神戸大学経済経営研究所)
- [3] 藤原賢哉 (1998)「銀行システムの脆弱性 ー再建への問題点」(石垣健一・日野博之編『日本の金融システムの再構築』第Ⅱ章、神戸大学、に所収)
- [4] 新保生二 (1998)「バブル崩壊以降の日本経済のパフォーマンス」『日本の金融システムの再構築とグローバル経済』、神戸大学経済経営研究所
- [5] 地主敏樹 (1998)「破綻銀行処理策の各国比較」(石垣健一・日野博之編『日本の金融システムの再構築』第Ⅲ章、神戸大学経済経営研究所、に所収)
- [6] 日野博之・岩坪夏門 (1998)「銀行システムの危機とマクロ経済」(石垣健一・日野博之編『日本の金融システムの再構築』第Ⅰ章、神戸大学経済経営研究所、に所収)

第四部

議 長 総 括

議 長 統 括

小 島 明

これまでの議論を少し私なりにまとめてみたいと思います。このグループは意見を一つにまとめて共通の政策定義をするというのではなくて、積極的に本
当の問題を掘り出して、その問題点を皆さんに提示するということですから、
皆さんは非常に率直に意見を言っていました。それで、いくつかの重要
と思われる我々のグループからのメッセージを指摘してみたいと思います。

第1は、日本の経済の状況がきわめて深刻であるという現状認識です。多く
の人が今年もひよっとしたらマイナスの経済成長ではないかと見始めています。
杉崎氏が指摘されましたように、最近の日本の経済の停滞は、すでに苦しんで
いる他のアジア諸国の経済をいっそう悪化させてしまう。そういう中で、円の
安定というものが重要だという指摘も今ありました。

第2点は、日本経済の過去、これを阻止するためには何としても、今、金融
システムの健全性回復をしなくてはいけない。新保氏が指摘されましたように、
バブル崩壊後の日本の経済が長期にわたって停滞を続けた基本的な要因のほと
んど大半は、金融システムの危機によるものではないかということです。とり
わけ私自身、昨年11月の金融市場のパニック以降、急速に金融面からのデフレ
インパクトがリアル・エコノミーに影響を与えはじめた。鋭角的に景気は下降
に向かった。したがって、日本の経済局面があの時点以降転換した、即そこで
政策転換をすべきだったと個人的には思いました。しかし、多少の政策がとら

れ、市場が一時的に小康状態を回復しました。実は、私は昨年の末から今年の始めにかけて、もう1つか2つ、本当の大銀行が経営破綻した場合には、日本の経済は長期間回復できないパニックになるのではないかと心配しました。ところが今思ってみますと、もう少し1～2の銀行がつぶれたほうがよかったのではないかというような感じさえします。なぜならば、マーケットの小康で少し政策当局にコンプレイセンシー（自己満足）が生まれました。それで今年に入って倒産したのは大手の金融機関ではなくて、新進党、野党が倒産したのです。そうすると今度は与党の自由民主党、政府がコンプレイセンシーを持つ。したがって、政権の緊張が弱まってしまって、対策が結果的には不十分であった、そういう要素があるのではないかと感じておりました。

第3点ですが、皆さん議論されました政府のトータルプラン、あるいはブリッジバンク制度は歓迎する、これは一致していますが、ともかく早急に実施することが必要である。それから早く、ほかの政策と同時にやる。優先順位をつけて、これをまずやって、それが片付いたら次をやるというのではなくて、その金融システムの健全化、それからマクロ政策の調整、それから金融機関自身のリストラクチャリング、そういうものを同時にやるということの重要性が指摘されました。それから、ただ、小原さんが指摘されたように、この救済制度のやり方によっては、再び弱い金融機関、そして将来生き残れないような金融機関まで延命させるというモラルハザードが出てくるのではないかという危険性についても指摘がありました。したがって、実際のブリッジバンクやトータルプランの実行については、早くやると同時に、厳密・厳格にやることが重要であるということだと思います。

第4点は、再三指摘されましたその市場のコンフィデンスということの重要性です。今、日本の経済社会はコンフィデンス・クライシスに陥っていると思います。コンフィデンスは日本の市場だけではなくてグローバルな市場のコンフィデンスも念頭に政策もとらなければいけない。市場において、再三指摘が

あったように非常に強い懐疑心があります。銀行のバランスシート状況や債務超過銀行の特定などに関する情報も、十分情報が開示されていないためにわからない。わからないことがまた不安を生んでいるというマーケットのコンフィデンスの問題が出ております。それから、信頼できる情報を大至急、積極的に開示するということの重要性が再三指摘されましたが、金融監督庁の人員が必ずしもまだ十分でないということ、あるいは堀内教授も指摘されました外部の監査機関、そういうものを入れたらどうか。場合によっては、外国のそういう機関も入れて、その監査の結果、情報について客観性を与え、それによってマーケット・コンフィデンスを回復（確保）するという指摘です。

第5点は、整然とした方法で債務超過銀行を処理することと、生存可能なバランスシートを再建できるという見込みのある、相対的にいい銀行に対して資本注入を積極的にしたらいいのではないかという指摘です。ブリッジバンク制度をどうやって使うか、我々の議論では、主として中小の金融機関を対象に考えたらいいのではないかという見方が強いわけですが、そのやり方の工夫がまた重要だと思えます。

それから第6点は、我々は長期的に見てグローバル・マーケットにおいても競争し、グローバルに競争力を持てる金融機関、これをまた同時につくっていかねばいけないわけですが、そのつくり方が一つのポイントです。フリードマン教授は、次のような点を強調されました。債務超過行を除くことは、他の健全な銀行の共存環境を改善（評価）するためにも必要であるということです。その過程で聞き慣れた名前の銀行がいくつか整理されて、場合によっては別の銀行に吸収されるというプロセスがオーダーリーに進まなくてはならないということでもあると思えます。

第7点は、金融システム・銀行システムの問題を解決するために今の政策が、先程言いましたように金融財政政策の適切な運営と同時に、多くの、これは堀内さんが再三強調されました、構造改善の努力・政策によって補足しなくては

いけないということです。

特にそれに関連して、不動産市場の効率性を改善するような施策が必要であると。大久保さんからは、トータルプランは多くの有用な政策措置を含んでいる。特に、不動産の証券化、課税上の取り扱い、の売却を促進する手段等が指摘できます。必要な法律の改正、これをできるだけ速やかに実現したほうがいいという指摘がありました。

それから第8の問題は、今最後に議論しました金融政策のあり方です。デフレの阻止、少なくともこれはちゃんと金融政策で担保しなくてはいけない。デフレーション、これの阻止を目標とすべきであるということです。一部に出ている意図的、人為的、排他的な調整インフレについては、具体的な論議もありましたし、否定的な判断が我々の共通の結論だと思います。デフレーションが非常に破壊的な影響を持つということについては、再三強調されました。特にフリードマン教授が強調しましたように、これが1930年代のきわめて重要な教訓の一つであるということです。現時点での金融政策の目標は、経済活動を刺激する、あるいはアセットの価値、または価格をまた引き上げるということではなくて、むしろ財サービスの価格水準がデフレ的に下降するのを食い止める、そういうところに目標を定めるべきであるということが強調されました。

現時点での拡張的な金融政策は、経済活動の上昇をもたらしにくいということも指摘されました。これは堀内教授、さらには先程紹介されましたミシキン教授も指摘しましたように、過度に拡張的な金融政策は円の急激な減価、円安を招き、結果的には今そうでなくても厳しい状況にあるアジアの経済をさらに困難にするという指摘がありました。特にマネーサプライの点について、ある米系の金融機関の内部の資料を見たことがありますが、4月に為替管理が撤廃されました。それを背景に、また、国内における資金の運用利回りが非常に低い、内外の金利差が大きい中で、日本のファンドマネージャーは結局資金を海外に持ち出して運用せざるをえなくなっている。ひょっとしたらその金額は、

1年間で20兆円を超えるかもしれないという数字がありました。巨大な金額です。今年はおそらく爆発的に日本の貿易収支黒字、それと経常収支黒字が増えます。現実に貿易の数字も、前年比で5～6割アップという格好で黒字が膨らみだしました。経常収支の黒字のGDPに対する比率は、おそらく今年は3%ぐらいになると思います。3%というのはマジックナンバーで、1985年のプラザ合意があって円がどんどん上がった、そのときの状況を連想させます。しかし、多くの見通しは経常収支黒字はその当時と匹敵するぐらいに大きくなるけれども、どちらかという円相場はさらに下がると、まったく逆の展開になっています。これはキャピタル・アカウント（資事収支）の赤字が大幅に増えるという見通しを根拠にしているわけです。ですから金融政策、特に量的な政策というのはオープンエコノミーで為替管理がなくなった経済においては、非常に注意を要するという事なのかもしれません。

第9はマクロ政策ですが、16兆円の財政パッケージ、これは速やかに着実に実行すべきであるということです。それから非常に大規模な金額の公的資金も、銀行システム問題の解決のために使われるべきであり、使わざるをえないということです。

第10点は財政についてですが、財政の困難な状況が金融システム問題の解決という課題を複雑なものにしていることは、多くの人が指摘しているとおりです。断固として金融システム問題に対処しなければ、財政の問題そのものも解決がいつそう難しくなるということです。これはクロケットさんが冒頭の発言で指摘されました。ヨーロッパ諸国やアメリカの経験では、金融危機が迅速に解決されたあと経済が堅実な成長を取り戻し、かつ、財政のほうにも好影響を与えているということです。これはクロケット氏が指摘された欧米からの教訓です。

以上のところがこの一連の議論でのポイントかもしれませんが、もう1つの視点を追加して、私なりの個人的な問題意識を指摘したいと思います。先程堀

内さんがスクリーンでジャパンレートの数字（グラフ）を出されました。ジャパンレートがいつ起こったか。それも「95年」の大和銀行の巨額損失事件で95年という数字が出てきましたが、あの事件は何であったのかということなのですが、やはり今議論している問題ときわめて重要な関連があると思います。なぜ、特定の犯罪を犯した個人が追放されるだけでなく、金融機関全部がアメリカというマーケットから追放されたのか。それは日本の銀行の情報開示のあり方、それから経営のあり方（コーポレート・ガバナンス）、あるいはそれを監督していた日本の金融監督当局の監督のあり方、あるいは情報についての考え方がグローバルなマーケットとのコンパティビリティを失ったということなのかもしれません。現実には大和銀行の問題は、だんだん巨額損失についても隠ぺい工作が組織的に行われ、途中で大蔵省に報告されたけれども、なかなかその連絡はカウンターパートとしてのアメリカ財務省や中央銀行（FRB）に届かなかった。日本の情報、金融に関する情報というのは、やはりグローバルなマーケットで不信任を受けたということかもしれません。特にあの過程で、情報が不正確で隠ぺいされながら、大和銀行は社債を発行しています。おそらくこれは投資家に対する大変なチーティングであります。それ以降、日本の金融機関はいろいろなところで何かあると、ジャパンレートは高くなる、ジャパンプレミアムが高くなる。ジャパンプレミアムが高くなるということは、海外において資金を調達して海外で運用しようとしても、日本の金融機関は十分な利益をあげられないということです。資金そのものを調達できない金融機関さえてくる。

ジャパンレートが高くなる過程で、日本のアジアに対する融資も収縮しました。信用収縮は何も国内だけではありません。国内ではインターバンク市場が昨年11月にシュリンク（機能不全）をきたしてから、信用収縮が厳しく出ました。国際的には、ジャパンレートが海外の国際的なインターバンク市場で発生しています。金融機関同士のマーケットにおいて、日本の金融機関のあり方が

他の国の金融機関とは違った格好で問われているということを、ジャパンレートと国内のインターバンクマーケットの機能不全が象徴していると思います。それを解決するための手段というのは、今議論を総括してご報告したとおりの措置を速やかに、果敢に実行しなければいけないということだと思います。

関連して速やかということですが、金融の政策で公定歩合が0.5%に引き下げられたのが95年の9月です。まもなく丸3年になります。公定歩合が0.5というのは市場で例がなく、世界でも最も低い金利です。個人が1年定期を預けても、アフタータックスで0.2%ぐらいの利子しか入りません。日本銀行は公定歩合を決めたときに、「これは臨時・異例の超低金利政策である」と言っていました。臨時であるから短期でそれが変わる、つまり短期で金融システムの不安定さは克服できると期待してやった低金利政策だと思います。要するに、預金者の利子所得を金融システムに所得移転し、それによって不良資産の処理を支援するという明らかな政策です。

ところが、これが長期にわたって続けられると矛盾があります。銀行という比較的短期の資金を扱う金融機関のバランスシートをよくするための低金利政策、その所得移転政策が長期の資金を扱うシステムや機関の犠牲によって起こる。それは例えば年金制度です。企業の年金制度も公的な年金制度も、今は低利回りで破たん寸前で、もうこの低金利では破たんは間違いありません。さらには、11月のパニックの前後に日産生命という生命保険会社もつぶれました。日本の個人は、生命保険は晩年リタイアしてからの長期の生活資金のために貯蓄するものです。そのリターンが長期にわたって低下するということで、昨年の金融パニック、生命保険の破たん、それから年金制度についての非常に悲観的ないろいろな見出しが出ます。それで個人の将来に対する不安が増幅されて、低金利政策による長期にわたるマイナス面がだんだん出てきました。したがって、プラスを生かすためには、一刻も早く金融の不良資産問題を調整しなくてはならないというのが今の日本の重大な課題かもしれないと、私自身は思っ

います。

不十分な総括ではありますが、私なりにご報告いたしました。パネリストの皆さん、長い時間積極的に濃密な議論をありがとうございました。また会場の皆さんも、非常に長い時間、積極的に加わっていただきましてありがとうございました。とりわけ海外から来られたパネリストの方には、その労をねぎらいながら感謝をあらためて申し上げたいと思います。

(*大久保*) すみません。総括されたところで、大変遅くなっているときに申し訳ないのですけれど、一言だけ付け加えさせていただきます。

7月2日にトータルプランの推進協議会が開かれたわけですけれども、その席で6月21日に発足いたしました金融監督庁の長官が、金融システムの再生ということについてどういうふうに金融監督庁として取り組むのかということを発表されておられました。その発言はある意味で、金融監督庁の今後の運営ということを非常にはっきり述べたものですので、大蔵省とは別の組織にはなっておりますけれども、ぜひ一言紹介させていただきたいと思います。

それは金融監督庁としては、現在の我が国の不良債権問題の根幹には、金融機関の財務状況とそのディスクロージャーに対する信頼の問題があると考えていることをはっきり言っておられました。金融監督庁としては、「明確なルールに基づいて透明な行政を行うという理念にのっとり、この問題に関する一連の行動を開始している」ということを言われております。すなわち、すでに法律に基づきまして全金融機関に対して自己査定の結果の報告命令を発出しております。77兆円という数字がありましたけれども、これは試行として各金融機関が自己査定した注意債（第2分類の債権）を提出したものです。金融監督庁の発足とともに、これを法律に基づいた報告命令というのをを出しております。この回答を受けて事態の正確な把握を行うということのために日本銀行と連携しつつ、まず主要な19行に集中的な検査を行うとはっきり述べておられま

す。もうすでにこれは始まっているところです。これを踏まえて、必要があれば早期は正措置に基づく厳正な対応を行うと言っておられまして、「かつての護送船団行政とは決別して、明確なルールに基づいて事後チェック型の行政を徹底していく」ということ、「我が国の金融機関の財務状況に対する信頼を回復させる。それから、市場規律を徹底させて金融再生に導く」ということを非常にはっきり述べられておられました。

もちろん金融監督庁の性格上、今まで金融行政に携わったものが扱っているということもありますけれども、信任という問題もありましたので、仕事のやり方もまったくかつてのやり方とは違った、外部監査ももちろん活用いたしました早期は正措置というかたちに転換しているということをはっきりさせておられることを申し上げておきたいと思います。もちろんそれで信頼が得られるかどうかというのは、今後のインプリメンテーションの問題でありますけれども、これはぜひ申し上げておきたいと思います。

それからもう1点、マクロ経済政策につきましては、時間がありませんでしたので私のほうから申し上げませんでした。先程財政政策につきましてもいろいろな議論がありましたので、ほかの議論等含めまして持ち帰りまして、そしやくして、関係部局にも十分伝えたいと思っております。

1つだけ申し上げておきたいのは、財政収支の問題がありました。これは財政赤字をどうやってとるかというメルクマールが、いろいろな考え方がありますが、いわゆる一般政府というベースでフローで見ますと、日本は1998年（今年のカレンダーイヤーのベース）でOECDの統計で、GDPのマイナス3.5%の赤字を抱えているということになります。しかし、これは社会保障基金が入っておりますので、これの3.5%でもG7の中で一番高い数字に残念ながらなっておりますけれども、G7のこの中で社会保障基金を除いた数字がすでに5.7%という大きな数字になっております。これは直前お話がありましたように、対策等の影響を受けているわけです。

この結果はフローベースで見ましたけれども、ストックベースではどうなっているかと言いますと、グロスベースでは GDP 比で OECD の推計では 96.5% という数字になっております。これはイタリアが 118.5 ですのでイタリアの方が多少大きいのですが、ほかの主要国ではだいたい 60% 台、カナダが若干高いけれども、だいたいそのぐらいになっておりますから、グロスベースで見ると高い。他方、フリードマン先生がご指摘のとおりネットのベースで見ますと日本はだいたい 26.9% という推計になっておりまして、これは G7 の中で低いものになっております。これは一般政府という定義上の問題がありまして、財政投融资という公的企業の部分が入ってないとかいろいろ問題があります。

いずれにしてもこの議論は、今回深く追求する場ではありませんけれども、今年には年金制度についてのいろいろな議論が行われる年になっています。こうした面につきましても、やっぱりインフォームドなディスカッションをいろいろやっていくと、国民的に全国的にやっていくという必要があると思いますし、そのために大蔵省としても情報提供ということについては努めたいと思います。この場でまた十分提供できなかった情報につきましては、私どもに言っていただければ、ある程度のものはお届けしたいと思いますし、またインターネット等を通じてできるだけ公開に努めていきたいと思っておりますので、よろしくお願いします。

(小島) 情報について最後にひとつ注文があります。情報はディスクローズされなければいけないけれども、それが正確な情報であると、虚偽の情報を提供した場合には厳罰に処する、そういう姿勢が日本に足りないわけです。インターバンク金融マーケットの機能不全が昨年 11 月からきたしているわけですが、これは、きっかけは三洋証券がデフォルトを起こしたと。このマーケットは初めてデフォルトを起こしたと。これまでデフォルトは起きない、銀行はつぶさないと言ったから、必ず金は返ってくると思っていました。ところが、返って

こなかったのです。よく見ると、自分自身（貸した方）も、正確な情報を出していないからああいった悪い情報は隠していると思う、要するに金融機関が相手の金融機関を信用しないシステムとして今展開しています。非常に深刻な事態であり、正確なかつ十分な情報のディスクロージャーというのがすべての出発点ではないかと思いますが、それはぜひとも監督庁にもお伝えください。

参 考 资 料

日本の金融システムの再構築

—現状の理解と問題点の整理—

石垣 健一 / 日野 博之 編

1998

神戸大学経済経営研究所

目次

第I章. 銀行システムの危機とマクロ経済	5
第1節. はじめに	5
第2節. 銀行システム危機の深刻化	6
第3節. 金融資産の銀行離れ	8
第4節. 銀行の貸し出し能力の低下	10
第5節. 経済成長の引き下げ効果	12
第6節. 銀行の機能不全と金融政策	13
第7節. むすび	14
第II章. 銀行システムの脆弱性——再建への問題点	17
第1節. はじめに	17
第2節. 我が国不良債権の現状	18
2-1. 全国銀行の純資産の計算	21
2-2. 直接償却時自己資本比率の計算	23
2-3. 不良債権問題の解決に公的介入は不要か	24
第3節. 不良債権の発生と回収の困難さ	24
3-1. 不良債権の発生要因	26
3-2. なぜ回収が困難なのか	27
第4節. 破綻処理に伴う問題	28
4-1. 金融システムの安定性維持の問題	28
4-2. 優良な借り手の保護の問題	29
4-3. 不良債権処理の基本的考え方	31
第5節. 当局の対応策と若干の提言	32
第6節. 我が国金融システムの再生に向けて	36

第Ⅲ章. 破綻銀行処理策の各国比較	39
第1節. はじめに	39
第2節. スウェーデンの銀行危機処理策	39
2-1. 銀行危機の概要と背景	39
2-2. 銀行処理策の特長	40
2-3. スウェーデン方式の検討	42
第3節. アメリカの銀行再建策	43
3-1. 概要と背景	43
3-2. 処理方法	44
3-3. 検 討	46
第4節. スペインの銀行再建策	48
4-1. 概要と背景	48
4-2. クロニクル	48
4-3. 銀行再建方法	49
4-3. 検 討	50
第5節. むすび	50
第Ⅳ章. バブル、金融危機、金融政策	53
第1節. はじめに	53
第2節. 単純な理論モデルと金融政策の効果	54
2-1. 金利と株価の変動：経験的事実	54
2-2. 単純な資産市場モデル	56
2-3. モデルの解釈：各時期における金利と株価の変動	58
2-4. 構造的変化と金融危機	59
第3節. 実証モデルによる検証	59
3-1. モデル	60
3-2. 推定結果	60
第4節. おわりに	63
附 論. 金融政策の波及経路：金利と株価を通じる経路	64
補 論. 最近の金融機関の破綻小史	67
年 表	70

I. 銀行システムの危機とマクロ経済

岩坪 夏門/日野 博之

第1節. はじめに

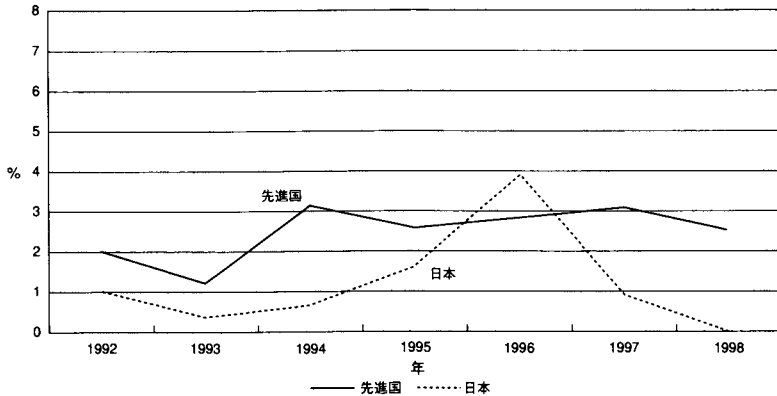
日本の銀行システムの問題は1992年に本格化した。銀行システムが12.3兆円にもものぼる不良債権を抱えていると公表されたのがこの年である。バブル期に不動産を担保に安易に信用を供与し、バブル崩壊後に不動産価格が大幅に下落した為、多額の融資が不良債権化した。住宅専門会社の不良債権問題（住専問題）が顕在化し、また、預金保険機構初の支援を受けて伊予銀行が東邦銀行を救済合併したのもこの時期である。大手銀行や信用金庫に不正融資事件も発覚した。預金者が身近な問題として不良債権問題を認識し、銀行内部の管理構造に不信任を抱くようになったとしても不思議ではない。

銀行システムの問題の発生とともに日本の経済は急速に衰え、その後長年にわたり低迷を続けている。実質GDP成長率は1992年に1.1%に低下し、1996年に一時的に回復したものの、1997年にはマイナス0.7%に下落した。（図1）今年もマイナス0～2%成長が予測されており、来年も大幅な回復は見込まれていない。まさに日本にとって1990年代はロスト・デケイド（失われた10年）であったように思われる。

他の多くの先進国でも1980年後半にバブルが崩壊し銀行危機が発生したが、1990年代前半から経済は回復に向かい、その後着実に成長を続けている。例えばアメリカでは1980年代後半に多くの金融機関が破綻し、1991年にはマイナス成長に落ち込んだが、その後年率25～35%の成長を続けている。ノルウェーそしてスウェーデンも1991～1992年に深刻な金融危機に陥ったが、迅速な危機処置を経て、2～3年後には堅実な成長を取り戻した。

このように日本と他の先進国との経済のパフォーマンスに際立った違いがみられるが、日本で銀行システムの問題が解決出来なかった事が一つの要因であろう。本章では、（1）不良債権の問題は個々の銀行の問題ではなく、システムック、すなわち銀行システム全体の問題である、（2）金融資産の銀行離れは1992年から着実に進行していた、（3）銀行システムの危機が金融システムの機能を低下させてきた、（4）この機能低下が経済成長を引き下げてきた、また（5）銀行機能の低下をうけ金融緩和政策の景気浮揚効果が著しく減少した、これらの点を明らかにする。

図1. 銀行危機下の実質成長率



出所：IMF, World Economic Outlook, May 1998

第2節. 銀行システム危機の深刻化

銀行システムの問題は1992年に顕在化し、その後本格的な危機へと深刻化していった。1997年秋には銀行の破綻が都市銀行（北海道拓殖銀行）にまで広がり、預金の逃避が加速した。一方、三洋証券がコール市場でデフォルトした事も影響し、幾つかの大手銀行が金融市場で資金調達困難に陥った。さらに、アジア経済危機を受け邦銀の資産内容が悪化した。そして1998年には、国内経済が一層悪化し、銀行の資産内容がさらに劣化した。

銀行システムの危機が深刻であることには間違いがないが、どこまで深刻であるかは定かでない。言うまでもなく情報開示が不十分だからである。第一に、銀行システム全体の不良債権の総額がはっきりしない。自己査定に基づき、問題債権は77兆円と発表されたが査定基準がアメリカのSEC基準より未だ緩く、また自己査定は通常少な目に出る事から、問題債権は実際は幾分多いのではないかともいわれている。第二に、この不良債権は問題の度合いにより三つに分類されており、大半（65兆円）は最も問題の少ない分類に入っている。しかし、この中身は公表されていない為、この65兆円の多くはもっと問題度の高い債権ではないかと危惧されている。第三に、この基準では不良債権額は個別銀行ごとには公表されていない。別の基準（全国銀行協会連合会統一開示基準）で個別銀行ごとに公表されているが、この基準での不良債権総額が26兆円でありにも少ない。

限られた情報からではあるが、大多数の銀行で自己資本が大幅に不足していると推定できる。全銀協基準の不良債権総額に相当する債権を各銀行で償却する必要があると仮定しよう。実際、要償却額はこれより大きいかもしれないが、小さい可能性は少ない。償却すると自己資本が同額減り、

また資産も同額減る。これをベースにして自己資本比率を推定すると、主要19行の中、7行で自己資本はBIS基準8%の半分以下である。(図2) 同様に、地銀・第二地銀の約半分で自己資本が国内基準4%の半分以下となる。

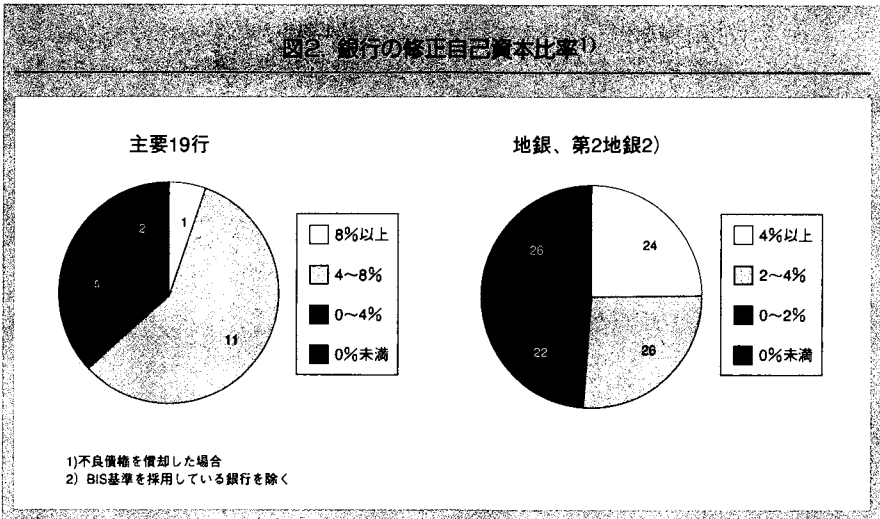
図2 銀行の修正自己資本比率¹⁾

表1 銀行システムのネットワークス (兆円)

	シナリオ1：全銀協基準の不良債権額を全額処理	シナリオ2：自己査定ベースの不良債権額を50%処理
不良債権	92	92
(内訳) 自己査定 過小評価分	77 15	77 15
要処理額	26	46
処理資金	21	21
(内訳) 貸倒引当 有価証券含み益 ¹⁾ 再評価益	16 3 2	16 3 2
資本取りくずし	5	25
残り自己資金	20	—

1) 株価、日経平均16,000円を仮定

銀行システム全体でも同様に大幅な資本不足である。全体の不良債権を自己査定総額の2割増しの92兆円、その50%相当の債権（46兆）を償却する必要があると仮定しよう。（表1）貸倒引当金、有価証券含み益そして不動産再評価益等償却に使える資金を全額使っても未だ25兆不足する。これは資本金総額に相当する。すなわち、この仮定の下では資本金は実質ゼロとなる。要償却債権はこの仮定よりも少ない可能性はあるが、大幅な資本金不足である事は間違いない。

銀行システムの危機がここまで深刻化したのは銀行が進捗する危機に適切に対応しなかったためである。通常、他の産業と同様に、銀行も人員・人件費の削減、さらに合併・整理統合等で経営基盤の強化をはかり、危機に対処すると期待される。ところが銀行の雇用者数は1990年から1995年の間に約5%増加し、銀行数もほとんど減っていない（図3）。又、人件費も対GROSS収入比で1980年代後半から1990年代前半にかけて20%近くも上昇した。ほぼ同時期に銀行システム危機の発生したアメリカ、ノルウェー、スウェーデンの銀行が迅速に対応したのと好対照である。さらに、1995年までは貸倒引出金や準備金を十分積み不良債権を自ら積極的に整理するといった対策はとらなかった。現在銀行の保有する不良債権の3分の2はバブル以降に生じたものとも言われている。

銀行がこのように適切な対応を取らなかった原因の一つに政府の危機対処方針がある。危機当初から政府は合併を通して銀行を救済し、銀行を潰さず保護していく従来の政策（護送船団方式）を続けてきた。^{*1} また、日銀も低金利で銀行の利潤を確保し、不良銀行でも資金が確保出来るよう金融市場で潤沢な資金を供給してきた。さらに、銀行の資本の減少を回避する為、多額の公的資金を株式市場に投入してきた。これらの政策が「銀行は潰されない。政府に護られている。」という安心感を銀行に与えていた。^{*2} 政府が“助けてくれる”状況下では、銀行自身は強く自己改善努力を行う動機を持たない。経営改善の努力を怠るのみでなく、不良借入先への融資も継続され、不良債権の増大へとつながった。まさにモラル・ハザードが生じたのである。

第3節. 金融資産の銀行離れ

銀行システムの危機の深刻化と共に、金融資産の保有形態が大きく変化してきた。信用不安を反映し、流動性の高い資産、またより安全な資産へシフトした。これらの変化が1992年から顕著に見られる。

第一に、貨幣保有が大きく増加している。貨幣保有は対銀行預金比で1992年を境に反転し上昇し続けている。（図4）このような預金者の行動は金融危機に見られる典型的なもので、銀行への不安

^{*1} 近日、阪神銀行に救済合併される事になったみどり銀行（旧兵庫銀行）はその典型といえる。1992年秋、不動産融資により兵庫銀行は経営が悪化し、大蔵省は住友銀行に吸収合併を要請したが、住友銀行はこれを断った。当時、大蔵省の判断は「兵庫銀行の不良債権の損失額見積もりは2300億円であり、10年で処理できる。」というものであったが、住友銀行によれば「損失額は7000億から8000億円」であり、当時時点で兵庫銀行の再建は不可能という見方で銀行の間では一致した。にもかかわらず、大蔵省は以降も様々な方法で兵庫銀行の存続を試み、不良債権を抱えたままみどり銀行と名称を変えた。その後、みどり銀行の経営は再び行き詰まり、1999年4月1日、再び債務超過の状態のまま阪神銀行に救済合併されることになった。

^{*2} これらの政策の市場の評価は芳しくない。たとえば本年3月に多額の公的資金の注入が行われたが、資本注入以前（1998年3月5日）と以後（5月21日）の株価指数を比較すると資本注入が行われた銀行の株価が東証銀行株価指数（全銀行）より大きく下がっている。

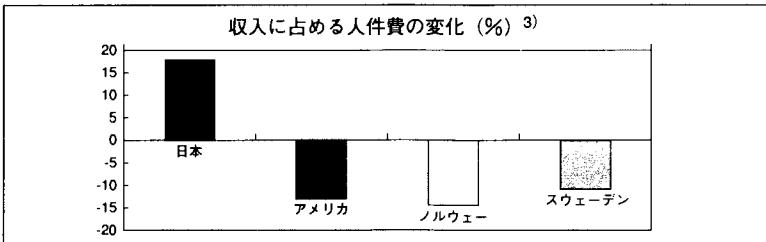
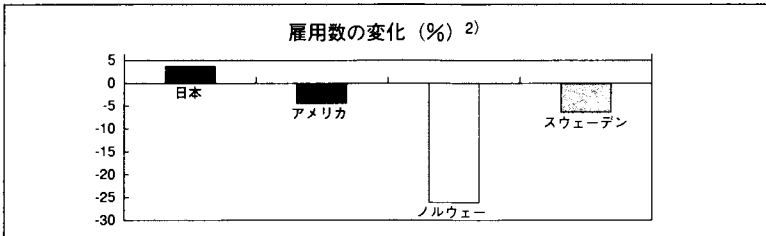
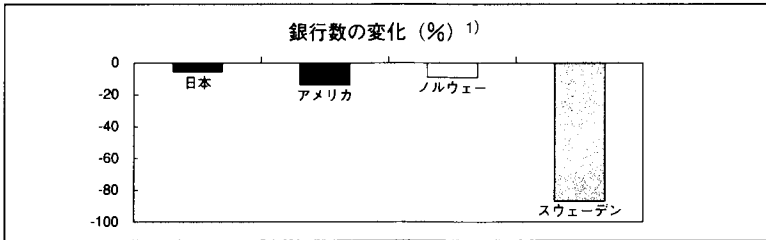
^{*3} 資金循環勘定金融資産負債残高表より作成。

や不信、預金者の“銀行離れ”を顕著に示している。

第二に、流動性の高い要求払預金が大幅に増加している。要求払預金額を対預金＋CD比で見ると、1992年以降では増加傾向にあることが確認できる。（図4）

さらに、定期性預金がより安全な郵便貯金へシフトしている。（図4）1992年度から1997年の間に、法人・個人の全金融資産は対GDP比で着実に上昇し、金額も約340兆円増加した。^{*3}しかし、銀行の定期性預金は全く増加していない。その内訳は、法人に関しては、金融資産総額に増加は見られず、銀行の定期性預金残高が約20兆減少している。個人としては、総額で大幅に増加しており、銀行の定期性預金が約20兆円増え、さらに郵貯預金に約60兆円の増加が見られる。つまり銀行は法人の定

図3. 銀行部門におけるリストラ



注： 1) 1990年から1995年における変化
 2) 1990年から1994年における変化
 3) 1986-88年の平均から1992-94年の平均における変化

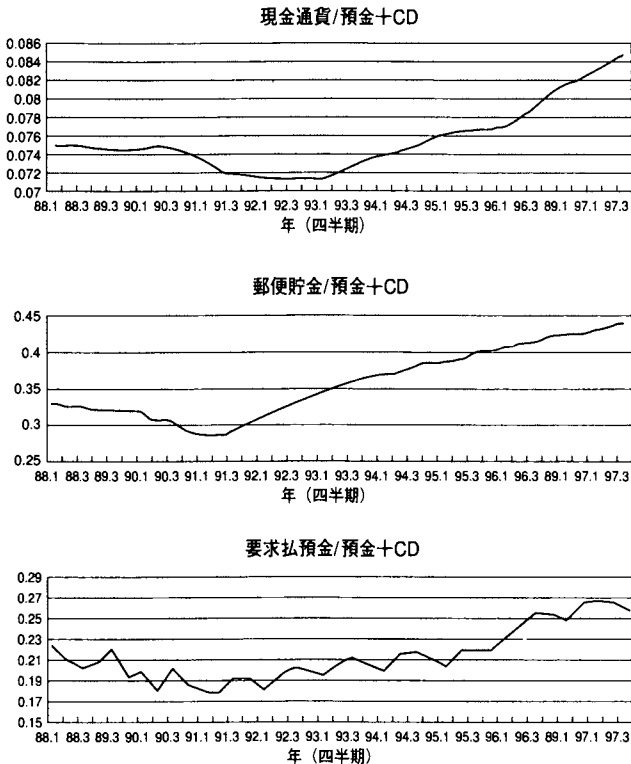
出所：BIS 66th Annual Report

期性預金の減少分を個人の定期性預金増加額で相殺したが、定期性預金純増分とならずであった個人の残りの預金がほぼ全額郵貯へ流れている。

第4節. 銀行の貸し出し能力の低下

通常、銀行にとって定期性預金は安定した貸出原資であり、もっとも望ましい資金源である。附論に述べた簡単な回帰分析によると、実際、1991年までは貸出と定期性預金+CDの間に一定の正の安定した関係が見られた。つまり、銀行は基本的には定期性預金を原資に貸出しを行い、定期性預金+CDの増加は一定の貸出金増加を生み出していた。

図4. 金融資産の保有形態

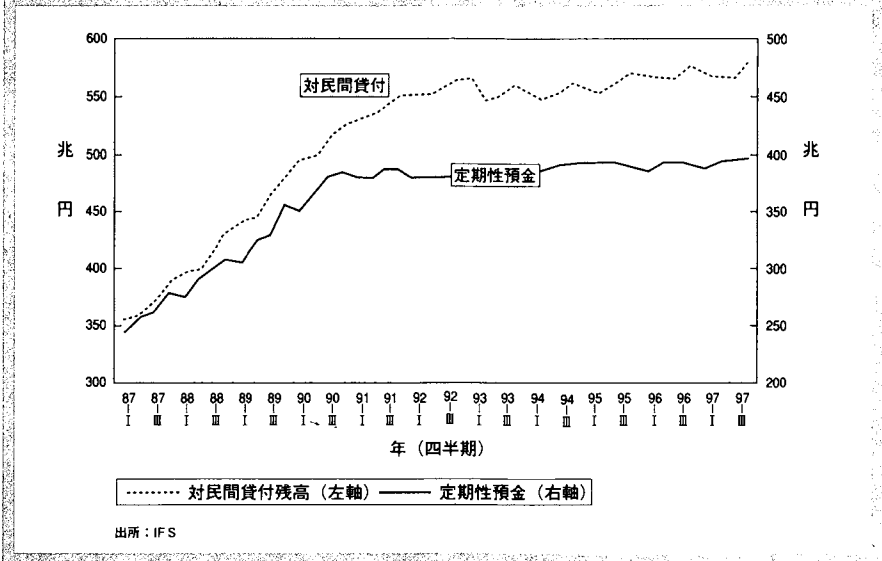


しかし1992年以降、定期性預金の増加が止まり、短期の資金を使い僅かながら貸出しを増やしつつけてきたと見られる。(図5) 格付会社のデータによると、1992年以降総資産に占める貸出しの割合が64%から70%へと増えている。また国債などの流動性の高い資産が短期負債との比で大幅に減っている。回帰分析でも貸出しと定期性預金+CDの間に安定した関係が1992年以降はみられない。流動性の高い資産を減らし、短期資金を貸出しの原資に振り向けてきた様子がうかがえる。^{*4}

このように危機の深刻化する中で資産の流動性を減らし、短期資金への依存度を高める事は決して好ましくない。通常、金融危機に直面すると、安全な経営を志向する銀行は預金の取り付けや短期金融市場で資金調達が困難になる事態にそなえて、流動性の高い国債等の資産を増加し、流動性の低い貸出を減らそうとする。又、不動産価格の下落等により担保価格が低下すると、借り手の健全度に関する銀行側の情報不足(情報の非対称性)が強まる。その結果、借り手が優良であるか否かにかかわらず、借入需要があっても貸出を減らそうとする。日本の銀行はこのような対応を銀行危機が発生した後も、ごく最近まではとらなかった。護送船団方式で護られているという安心感があったからであろう。

1997年後半になって銀行が積極的に貸出しを削減し始めたと言われている。いわゆる「貸し渋り」

図5. 銀行部門の対民間貸付残高及び定期性預金



^{*4} 吉川洋(1996) (『金融政策と日本経済』日本経済新聞社)は、80年代後半に短期金融市場が拡大し、銀行の資金調達方法が多様化したことを指摘しており、バランスシート上の預金と貸出金が不安定化するだけの土壌はすでにあったと考えられる。従って、銀行の信用の決定に関しては言うまでもなく一般均衡分析を含めたより詳細な検証が求められる。

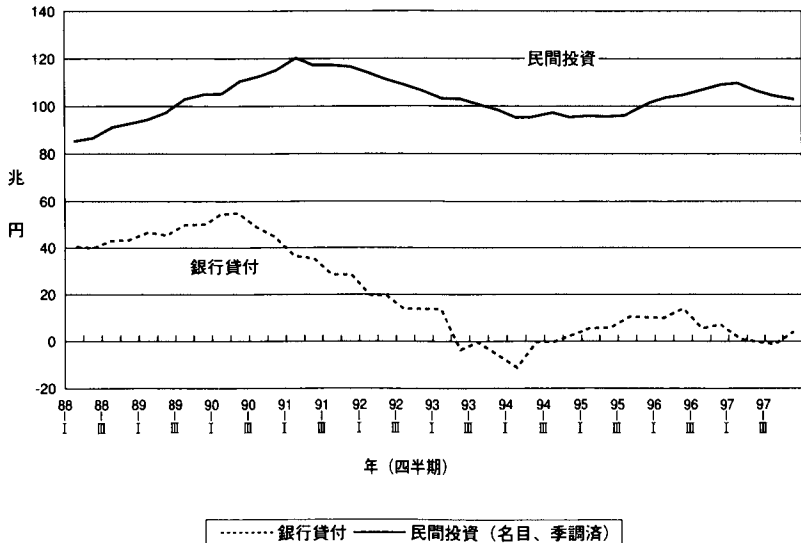
が始まった。北海道拓殖銀行が破綻し、各銀行は「銀行は潰さない」という従来の護送船団方式が万全でないと考え、自己保全を図りだしたのかもしれない。資産の流動性を高め、不良債権を減らそうとすれば、当然銀行の貸出し能力は大きく減少する。

第5節. 経済成長の引き下げ効果

銀行の貸出し能力の低下は当然、経済成長を下落させる。銀行の対民間信用の1997年の増加分は僅か3兆円で、1991年の約10分の1である。近年、企業の投資資金源は多様化しているが未だ銀行信用は大きな役割を果たしている。銀行信用の増分が増えると少し遅れて民間投資が増え、銀行信用が減るとまた少し遅れて投資が減る、という関係が図6から読み取れる。

さらに、銀行信用がフィナンスしている投資そのものの生産性が低下していると思われる。株価が下がり経済が悪化すると企業の純資産が減り、仮にローンを返済出来なくとも失うものが少なくなる。つまり、業績の悪い企業ほど高い金利でも借りようとする。また、担保価値の下落で優良借手と不良借手の識別が困難になる（情報の非対称性）。さらに、政府に護られているという安

図6. 民間投資と銀行貸付¹⁾



1) 前年同期からの増分

心感から優良な借り手のみを選ぶインセンティブが限られる（モラルハザード）。このような状態では質の悪い貸し出しが増えても不思議でない（これを逆選択という。）。不良債権の増大はこの現象の一部であろう。

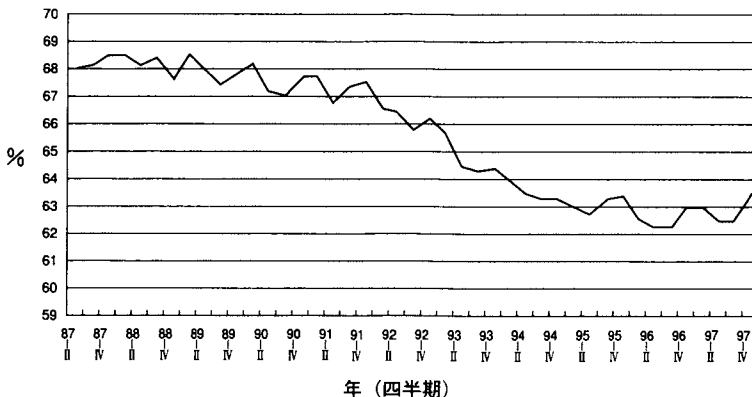
経済成長を下げたもう一つの要因に、預金の銀行からその他の金融機関へのシフトが挙げられる。このシフトの結果、1992年から対民間信用の銀行のシェアが大きく下がった。（図7）回帰分析によると 銀行部門の対民間部門信用量の1%増はGDPを0.24%押し上げる。一方、郵貯を含んだその他の金融機関の対民間部門信用量の1%増はGDPを0.19%増やす。その他の金融機関の方が銀行部門よりもGDP押し上げ効果が小さい。従って、厳密に定量化は出来ないが銀行部門のシェアの低下が経済成長を引き下げたのは間違いないであろう。

第6節. 銀行の機能不全と金融政策

このような銀行システムの機能低下は金融緩和と政策の景気浮揚効果を減少させる。事実、1995年に降大幅な金融緩和が行われて、貨幣流通量が大きく増加し、金利も低下した。しかし、資金は銀行の定期預金には流れず、信用増加にはつながらなかった。つまり信用供給面からの景気浮上効果は見られなかった。

また、金融緩和による株価押し上げからの景気効果も無かったかに思われる。ベースマネーの増加が大幅な円安を導き資本流失をもたらす。この結果、金利が下がっても株価が下落する。民間投資が減り、円安の輸出増効果を相殺し、景気効果が出ない。事実、最近、円安が株安をもたらすと

図7. 対民間貸付における銀行のシェア



出所：IFS

いう関係がみられる。

金融政策はデフレ回避、また適度な価格上昇力の維持にその目標を設定するほうが望ましいと思われる。デフレが生じると借り手の保有する負債の実質価値が上がり、その純資産を下げる。前述のようにこれは情報の非対称性と逆選択の問題を深化させ、銀行の機能を低下させる。このプロセスを放置すると価格下落、生産減少のスパイラルが起こる可能性がある。一方、適度なインフレは銀行の負債の実質価値を下げ、不動産・株価などの資産価値（名目）を上げる。よってバランスシートが改善し、銀行の機能回復に寄与する。イギリス・カナダ等ではインフレ率を一定の幅に維持することを金融政策の第一の目標としている（これをインフレーション・ターゲティングと言う。）。

しかし過度な金融緩和は避けなければならない。これは予期せぬ過大なインフレを誘発する危険があり、また大幅な円安が生じると国内の先行き不安をさらに強める。さらにアジア通貨危機の再発を招きかねない。

第7節. む す び

これまでの議論から次の問題点が提起される。

(1) 不良債権問題は個々の銀行の問題でなく、システムックつまりシステム全体の問題である。深刻度は情報不足の為正確には分からず、この不透明さが不安感を高め、問題をより深くしていると思われる。

(2) 金融資産の銀行離れが1992年から顕著に進だ。しかし銀行は経営基盤を強め資産の流動性を高めるよう適切に対応しなかった。これは政府の過剰な銀行保護から生ずるモラルハザードにも起因する。

(3) 金融資産を動員し、生産性の高いところへと振り向けるという本来の銀行の仲介機能の回復をはかるには、モラルハザードを解消し、銀行の企業責任を確立させ、今後、適切な収益を確保できるような銀行システムのミクロ改革が必要であろう。さらにより一層の不良債権回収、また必要最小限の公的資金を投入し、銀行のバランスシートを改善する事が不可欠である。

(4) このような銀行システムの機能不全の下で金融政策をさらに緩和しても経済成長を押し上げる効果はあまり期待できない。金融政策はデフレ回避に有効かもしれないが、大幅な金融緩和は急激な円安を導く恐れがある。

(5) 財政政策は既に過大な公共債務をさらに増大させるという問題を含んでいる。今後数年、銀行救済のため多大な財政負担が不可避と考えられ、また、社会の老齢化にともなう社会保障費増からもさらなる財政負担が避けられない。赤字拡大による景気刺激効果はある程度あるだろう。しかし、これは国家債務の膨張を伴い先行き不安を増幅させるであろう。したがって、この負の効果と現在の刺激効果をバランスさせる必要があろう。

(6) 健全な金融システムの再構築、そしてその機能の回復がファーストプライオリティーであり、

それなくして持続的な経済成長は達成されないであろう。

< 附 論 >

危機に直面した銀行の資産運営がどのように変化しているのかを、簡単な計量テストで検討した。バランスシート上、資産側にある信用量と負債・資本側の信用原資には一定の関係があると考えられる。従ってその関係が認められるならば、それは“信用量 = b信用原資” ($b > 0$) と表現できる。期間は1980年第1四半期から1997年の第2四半期までを扱った(70サンプル、データは対数値)。

x_t と y_t の時系列データ(実質値)について相関があるとするならば、2つのデータ系列に安定した線形関係があると考えられる。そこで $y_t = c + at + bx_t + \varepsilon_t$ (*) (c は定数項、 at はタイムトレンド項)を推計し、1992年第1四半期以降の金融危機の時期には、ダミー変数を使って定数項、係数 b の処理を行なった。各変数は単位根を持っていたが、推計残差 $\hat{\varepsilon}_t$ について $\Delta\hat{\varepsilon}_t = \pi\hat{\varepsilon}_{t-1} + e_t$ を推計し、 $H_0: \pi = 0$ の帰無仮説について検定すると共積分関係が存在しえ、(*)式の安定した関係が確認できた。銀行信用の原資として、 $M2 + CD$ (ケース1)、安定的長期資金と考えられる準通貨 + CD (ケース2)について考察した。

計量テストの結果、金融危機の始まった1992年以降ではバランスシートに変化が見られた。1991年以前では係数 b は正の値(ケース1: 1.02、ケース2: 0.86)を示していたが、1992年以降になると負(ケース1: -0.631、ケース2: -0.656)になってしまった。すなわち銀行信用の原資と考えられる $M2 + CD$ 、準通貨 + CD が1992以降になると、正の相関を持たなくなっている。信用原資として $M2 + CD$ 、準通貨 + CD の他にも、別の資金が使われるようになってきている解釈できるのである。

参考文献

1. Lindgren, C., G. Garcia, and M. I. Saal (1996) Bank Soundness and Macroeconomic Policy, International Monetary Fund
2. Mishkin, F. S. (1998a) The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Addison-Wesley
3. 吉川 洋 (1996) 「金融政策と日本経済」日本経済新聞

II. 銀行システムの脆弱性——再建への問題点

藤原 賢哉

第1節. はじめに

現在、日本の金融システムは、戦後最大の危機に直面していると言われていています。特に、昨今の金融機関の株価下落や円安は、行政当局を含む日本の金融システムに対する市場参加者の不信感の反映であると言われており、不良債権問題の解決は、今や、我が国だけの問題ではなく、世界経済における重要な課題の一つとなっています。

ところで、我が国金融機関が抱える不良債権問題は、いったい、どの程度深刻なものなのでしょうか。本当に公的資金の投入は必要なのでしょうか。また、なぜそもそも、不良債権が発生し、バブル経済崩壊後、相当の年数が経過しているにもかかわらず、不良債権の回収はなかなか進まないのでしょうか。さらに、不良債権問題が解決すれば、いわゆる金融機関の貸し渋りは解消するのでしょうか。現在、政府は不良債権問題の解決に向けて様々な政策案を提示しています。しかし、これらの政策が、本当に有効かつ適切なものであるのかについて検討するためには、上で指摘したような点について、ある程度議論を整理しておく必要があると思います。

そこで本章では、我が国金融システムが抱える不良債権問題の現状とその本質について明らかにするとともに、問題解決に向けてクリアすべき課題を理論的に整理することにします。具体的には、まず、不良債権ロスに関する一定の想定のもとで、全国銀行（都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、第2地方銀行）に関して、債務超過の銀行がどの程度あるのか、現在抱える不良債権を直接償却（不良債権を銀行の資産勘定から直接引き落とすこと）した場合に自己資本比率はどの程度となるのか、等について計算するとともに、金融機関がなぜこれほどまでの不良債権を抱えることになってしまったのかその要因・背景について考えます。また、不良債権の回収がなかなか進まない理由について経済学的な観点から考察するとともに、政府等が不良債権問題の処理を行うに当たって留意しなければならない点について検討します。さらに、最近の政府の政策案について評価を行うとともに、早急な問題解決のためのポイントを指摘します。そして、最後に、我が国金融システムの再生に向けて、なにが必要なのかという点について述べることにしたいと思います。

本章の主要なメッセージは以下の通りです。

1) 不良債権問題は、決して一部の金融機関の問題ではなく、我が国の金融機関全般に存在する問題です。特に自己資本比率に関しては、直接償却した場合の水準が規制水準（8%ないしは4%）を

クリアしている銀行は少数派にすぎず、この意味で、市場メカニズムの透徹により（一部の）不良銀行だけを市場から退出させればよいといった議論には限界があると思われます。すなわち、金融システム安定化のためには、（公的資金を含む）何らかの措置が必要だと思えます。

2) 多額の不良債権が発生し、その回収が困難となった要因としては、我が国金融機関のリスク管理能力の欠如と、悪質な借り手による回収妨害、競売制度をはじめとする司法制度の不備等を挙げることができます。後者の2つは借り手の清算価値を低めることを通じて銀行の回収インセンティブを弱める効果があり、また、前者の問題は、ある意味では不良債権問題よりも深刻な問題と言えます。

3) 不良債権問題の処理に当たっては、悪質な借り手や不良銀行の清算と同時に、優良（将来性のある）な借り手の保護や健全な銀行の競争力強化にも留意する必要があります。しかし、公的資金等をできるだけ節約しながら双方を実現させるためのメカニズム（政策対応）を考えることが大切です。

4) 現在、政府が検討している政策案は、問題解決のための環境整備といった側面が強く、迅速・確実な不良債権問題の解消につながる若干疑問が残ります。政府による問題解決のための明確なタイムスケジュールの提示が不可欠であり、そのためには、イ）早期是正措置の機能強化と、ロ）公的受け皿銀行の時限化・損失発生時の責任の明確化、という点が重要であると考えます。

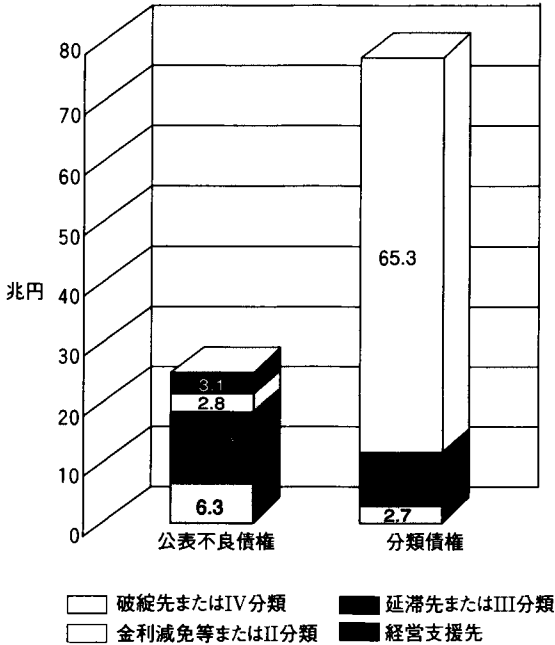
5) 不良債権問題の解決は、日本経済の活性化のための必要条件にすぎず、決して十分条件ではありません。日本経済の真の活性化を実現するためには、個々の銀行の競争力強化（リスク管理能力の向上）に加えて、金融業全体のあり方、言い換えれば、我が国金融システムの効率性をいかに高めるのかについて検討する必要があります。

第2節. 我が国不良債権の現状

図1は、1997年9月時点での全国銀行（都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、第2地方銀行）の不良債権総額についてグラフ化したものです。金融機関の不良債権の定義には大きくわけて2種類があり、一つは全国銀行協会連合会（全銀協）統一開示基準によるもので、もう一つは銀行の自己査定ないしは大蔵省の資産査定に基づくものです。前者の不良債権は、さらに「破綻先債権（法的整理等が行われたもの）」「延滞先債権（利払いが6ヶ月以上延滞）」「金利減免等債権（貸出金利が公定歩合以下のもの等）」「経営支援先債権（税務当局の認定を受けて経営支援している先）」に区分されており、個別銀行ごとにデータが公表されています。^{*1} 一方、後者の不良債権は「IV分類（無価値と判断される債権）」「III分類（回収価値に重大な懸念がある債権）」「II分類（回収について通常以上の危険がある債権）」に区分されており、個別行ベースでは公表されていません（集計ベースのみ）。両者の基本的な違いは、後者の自己査定基準が、貸出一件ごとの資金使途や担保の状況（有価証券担保か不動産担保か等）を考慮して回収の困難性を評価したものであるの

^{*1} 1998年3月時点からは開示対象が拡大され、従来の「破綻先債権」と「延滞先債権」に加え「3ヶ月以上延滞債権」と「貸出条件緩和債権（従来の金利減免債権に加え貸し出し条件を緩和したものの全体）」の4本立てとなった。この基準は米国の開示基準に近いものであるが、我が国のそれが単体ベースでの公表であるのに対して、米国は連結ベースでの公表となっている。

図1. 公表不良債権と分類債権 (平成9年9月)

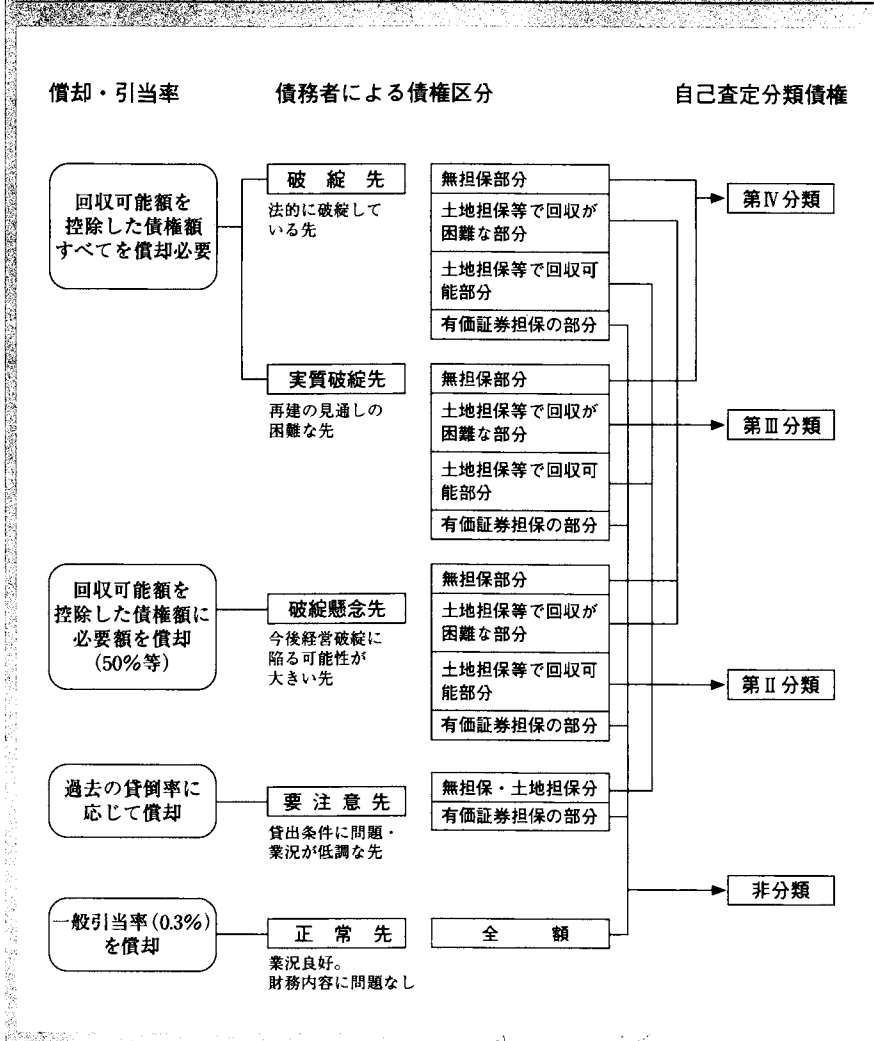


注) 全国銀行分。公表不良債権は従来基準による。

や担保の状況（有価証券担保か不動産担保か等）を考慮して回収の困難性を評価したものであるのに対して、前者は担保の有無や優良性等については考慮せず、概ね債務者の性質ごとに不良債権の金額を公表しているところにあります。したがって、後者の基準では、同じ借り手に対する債権であっても、担保等の違いによって異なる債権分類に区分される可能性があり、実質的なロスや償却額を計算する上でより重要な情報を提供していると思なすことができます（表1参照）。

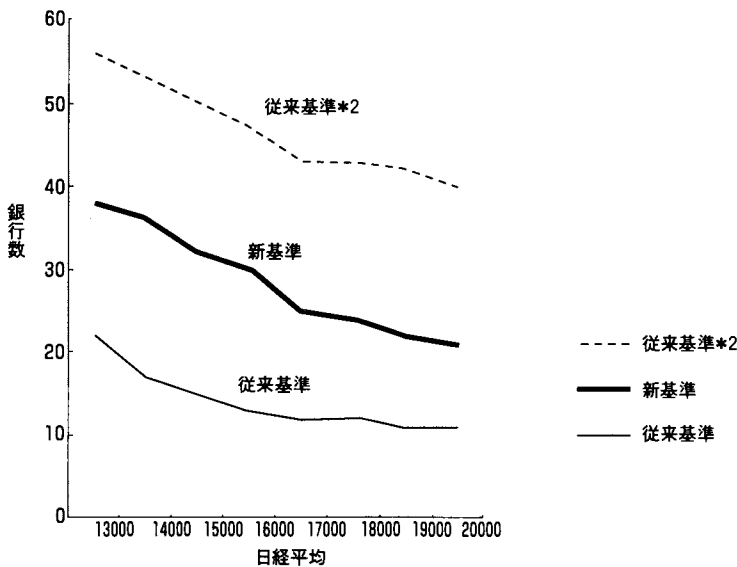
ところで、図1を見ますと、自己査定による不良債権は約77兆円に達しており、全銀協基準のそれを大きく上回っていることがわかります。いったいどちらの基準が不良債権の実態をよく反映しているのでしょうか。また本当の不良債権はどの程度存在しているのでしょうか。これらの点については様々な見解が存在しており確定的なものはありません。一つの有力な見方は、各分類債権の償却率（ロスの割合）を、それぞれ100%（IV分類）70%（III分類）20%（II分類）として計算するというもので、これによると、不良債権のロスは全国銀行全体で約22兆円に達することになります。全銀協基準は担保等による回収部分を無視しており、また、当然、破綻先債権よりも経営支援先債権の

表1. 不良債権の区分（債務者、自己査定）と引当基準



方が回収の可能性が高いと想定されますので、全銀協基準によるディスクロージャーは十分ではない可能性が高いと思われます。しかし、既述の通り、個別銀行については全銀協基準によるものしか公表されていないので、以下では、このデータをもとに各行別の純資産並びに（不良債権を直接償却した場合の）自己資本比率の推計を行うことにしましょう。

図2 債務超過銀行数の推計



注) 債務超過：資本勘定+有価証券含み益+引当金-不良債権が負。

2-1. 全国銀行の純資産の計算

図2は、昨年の中間決算のデータをもとに、全国銀行（145行）に関して、債務超過の銀行が、日経平均の水準に応じてどの程度存在するのかを試算したものです。一番下のラインは、上述の全銀協基準の不良債権がすべてロスになると想定して計算したもので、真ん中のラインは今年3月から適用された全銀協の新しい開示基準に基づく不良債権（注1参照）がすべてロスになると想定して計算したものです。^{*2} また、一番上のラインは従来の開示基準の2倍がロスになるとして計算したもので、最悪のケースでもこれを上回ることにはないのではないかと思います。図2からもわかるように、日経平均の下落に応じて、（有価証券の含み益が低下し^{*3}）債務超過に陥る銀行数が増大することになります。どの基準を採用するかによって債務超過銀行数は大きく異なりますが、日経平均が14,000円付近になると、かなりの数の銀行（少なくとも2~3割）が債務超過に陥る可能性が大きいと思われます。図3は、業態別に同様の計算を行ったもので、不良債権ロスについては新基準公表額がすべてロスになると想定して推計しています。これによると、業態別には、長信銀で債務超過銀行

^{*2} 地方銀行等については新しい基準によるデータが入手できなかったため、ここでは従来基準の1.4倍であると想定して計算している。

^{*3} 各行の有価証券含み益の変動については、過去の日経平均と含み益との単純回帰により推定している。

図3. 債務超過銀行数の内訳

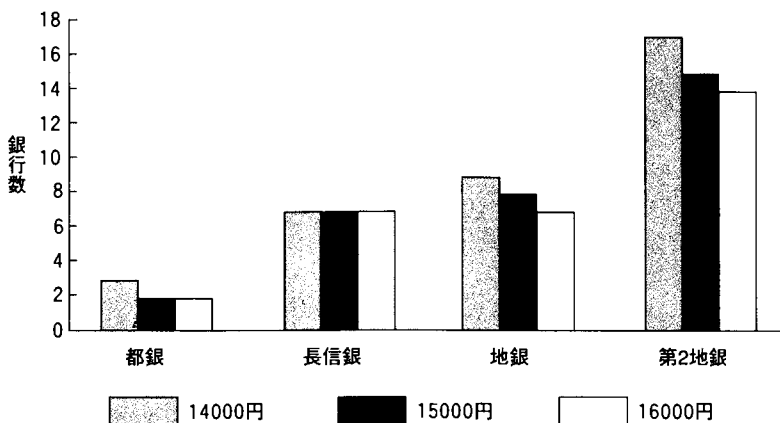
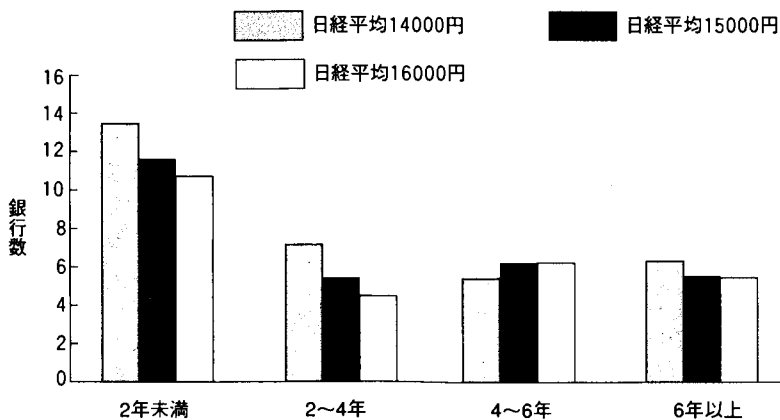
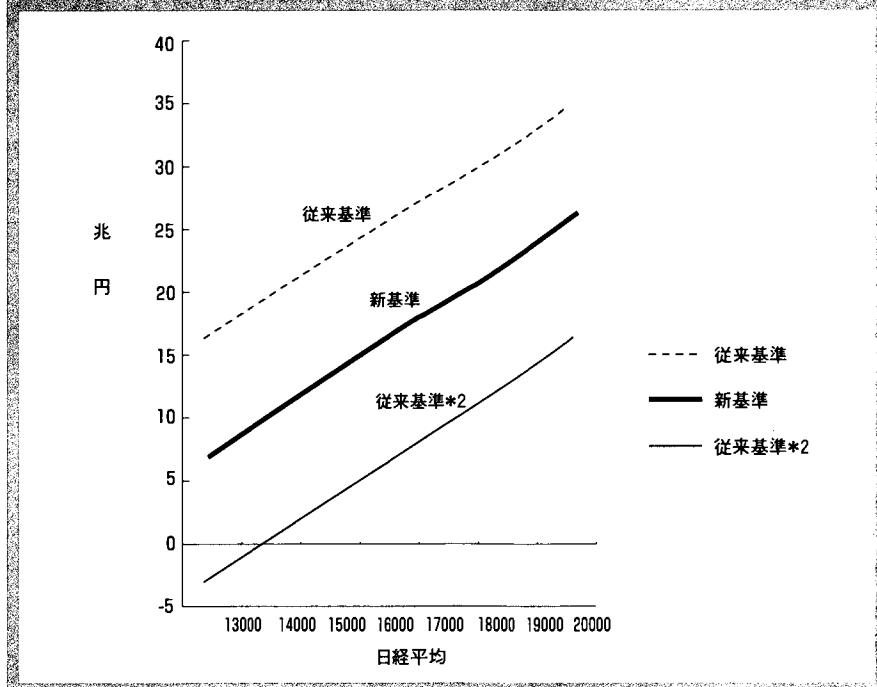


図4. 債務超過解消に要する年数



注) 債務超過額(新基準による推計)を業務純益で割った値。

図5 全国銀行全体の純資産



の割合が極めて高く、都銀、第2地銀がそれに続く形となっています。このことは、日本を代表する大手銀行ほど問題が深刻であることを意味していると思われます。また、図4は、図3で債務超過となった銀行について、昨年度の業務純益の実績で平均何年で債務超過が解消できるかを計算したものです。これからもわかるように、債務超過解消までに4年以上かかる銀行が半分程度もあり、自力での再建が極めて困難であることが理解できます。さらに、図5は、全国銀行全体の純資産について図2と同様の試算を行ったもので、日経平均がかなり下落したとしても銀行組織全体では純資産が負になる可能性は小さいと思われます。しかし、最悪のケースでは、金融システム全体が債務超過の状態となる可能性があり、この場合には、一時的な流動性不足を前提として行われる日銀信用が焦げ付く恐れが発生します。

2-2. 直接償却時自己資本比率の計算

現行の不良債権処理は、貸倒引当金の積み増しといった形での間接償却による方法が重きをなしており、これによるとすべての銀行は、自己資本比率の規制水準（国際的な業務を行う銀行は8%、

国内業務を行う銀行は4%となっています)をクリアしている格好になっています。しかし、後述するように、間接償却による処理では、担保価値の下落に伴い不良債権が拡大する傾向があり、最終的なロスの金額が確定しないと言う問題点が指摘されています。そこで、以下では不良債権を直接償却(資産勘定から引き落とす)した場合の自己資本比率について計算してみることにしましょう。

図6及び図7は、不良債権に関して図3と同様の想定をおいたもとの、不良債権直接償却時の自己資本比率水準を計算したものです。図6は国際的な業務を行う銀行(BIS基準対象行)について、日経平均15,000円、1ドル=140円のケースを想定して計算したもので、8%以上の基準を達成している銀行は少数派であり都銀・長信銀の中は皆無であることがわかります。一方、図7は国内基準適用行について計算を行ったもので、こちらのケースでも4%の基準をクリアしている銀行は半分以下であることがわかります。

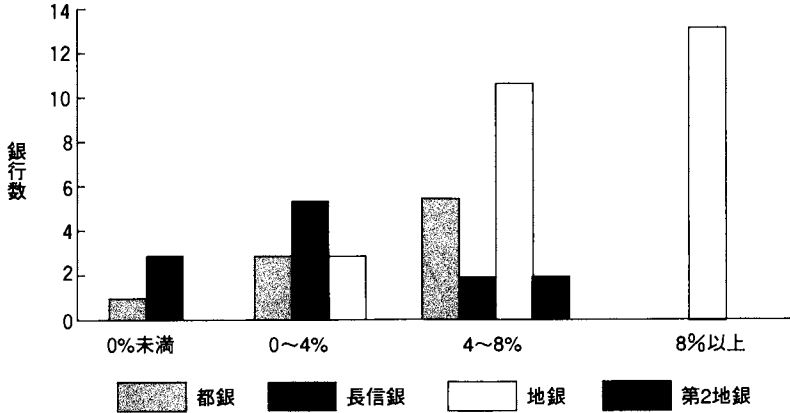
2-3. 不良債権問題の解決に公的介入は不要か

以上の結果から言えることは、銀行の不良債権問題は、決して一部の銀行だけの問題ではなく、日本を代表する大手銀行をはじめとする銀行組織全体に存在する問題であるということです。このことは、銀行経営のディスクロージャーを徹底化し、市場メカニズムを通じて不良銀行を市場から退出させるというアイデアが、十分に機能しない可能性が大きいという様に解釈することができます。すなわち、情報公開を徹底化しても、預金者や借り手が健全な銀行を見つけることができず、結果的には金融システムが混乱に陥ってしまう可能性があるということです。もちろん実際には、郵貯や政府系金融機関が存在しており、これらの金融機関への資金シフトが生じることにはなりますが、このこと自体は財政投融资の肥大化という別の問題をはらんであり、決して望ましい状況とは言えません。それでは、銀行経営のディスクロージャーをむしろ進めない方がよいのでしょうか。もちろん、これも決して正しい方向とは言えません。ディスクロージャーの不徹底は市場参加者の不良債権に対する疑心暗鬼を増幅し、結果的に比較的健全な金融機関までも破綻に追い込む可能性があります。したがって、やはり、ディスクロージャーの徹底化を行うとともに公的当局による介入が必要であると思われます。また、預金者の保護を行うのであれば、債務超過銀行を清算した上相当の公的資金を投入することも不可避だと考えられます。

第3節. 不良債権の発生と回収の困難さ

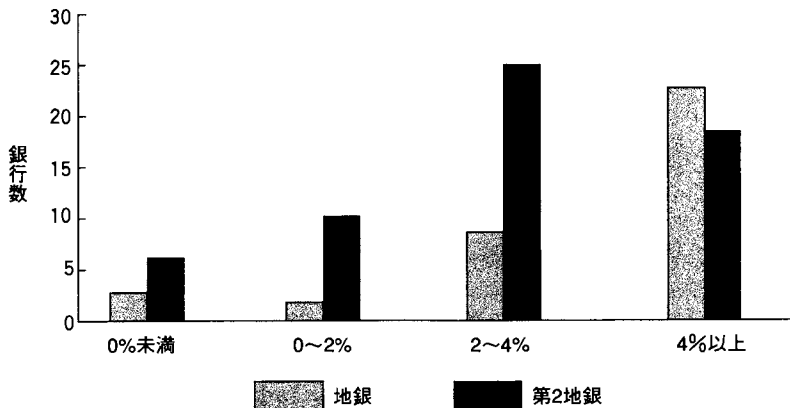
前節では、不良債権問題が我が国金融システム全般に関わる問題であることを述べましたが、それではなぜ、これほどまでの不良債権が発生してしまったのか。また、バブル崩壊後、相当の年数経過しているにもかかわらず、一向に不良債権処理のめどが立たないのでなぜなのでしょう。以下では、不良債権発生背景と回収の障害という点について経済学的な観点から整理してみたいと思います。

図6 自己資本比率推計 (BIS基準行株15000円,1\$=140円推定)



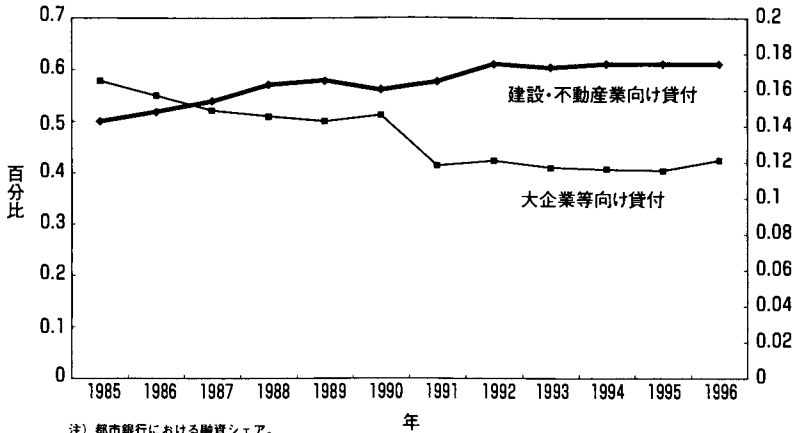
注) 不良債権(新基準)を全て直接償却したと想定した場合の数値
償却原資として含み益を優先。リスクアセットのうち3割がドル建てと想定。

図7 自己資本比率推計 (国内基準行)



注) 資産の8割がリスクアセットとして計算。ドル建資産はなしとして想定。

図8 大企業の銀行離れと建設・不動産向け融資シェアの変化



注) 都市銀行における融資シェア。

3-1. 不良債権の発生要因

今日における金融機関の不良債権が、バブル経済期の銀行の放漫融資に原因があると言うことは誰の目にも明らかなことでしょう。もちろん近年の景気の悪化に伴い企業の業績が低迷し、それが新たな不良債権を生むという側面も決して否定できません。^{*4} しかし、景気低迷の要因の一つとして金融機関の不良債権問題があるとすれば、やはり、バブル期の不良債権の発生について触れないわけにはいかないと思います。

ところで、銀行といえば、一般にはどのようなイメージが強いですか。少なくともつい最近までは、「堅い」「堅実」「石橋をたたいても渡らない」といった慎重なイメージが強かったように思われます。しかし、もしこの見方が正しいとすると、実際の不良債権の発生と矛盾することになります。「石橋をたたいても渡らない」ほど慎重であった銀行が、なぜ、リスクの高い不動産融資等に傾斜してしまったのでしょうか。その要因としては、いくつか考えられますが、一つには、資金調達手段の多様化に伴う大企業の銀行離れが挙げられます。

図8は都市銀行における大企業等向け融資比率と建設・不動産業種向け融資比率の変化を時系列的にグラフ化したものです。この図からわかるように、バブル経済期においては、大企業への融資が減少する一方で、建設・不動産業向け融資が増大傾向にあることがわかります。この事実は次のように解釈することができます。すなわち、銀行にとっては従来上顧客であった大企業が資金調達手

^{*4} 日本金融学会のパネルディスカッションでの報告によると、現時点での不良債権のうち約1/3が1996年3月期以降の融資から発生しているとのことである。

段を借入れから株式・社債等へシフトさせたことに伴い、銀行は収益力の低下をカバーするために、比較的利ざやの大きい建設・不動産業向け貸出を増やしたというものです。言い換えれば、銀行は従来の貸出収入を確保するために比較的貸出金利の高い借り手に融資を増やしたが、結果的にはこれが貸倒のリスクを高めてしまったということです。この現象は、経済学的には、一般に「逆選択」と呼ばれるもので、貸出からの収入を確保するために貸出金利を引き上げると、リスクの高い貸出先だけが借り入れに応じるというものです。もちろん、銀行が適切な審査のもと十分なリスクプレミアムを取っていたならば、逆選択現象に伴う不良債権はこれほどまでに深刻にはならなかったでしょう。問題は、銀行が借入先のリスクを十分評価せずに貸出を拡大させたという点にあり、銀行のリスク管理能力の欠如が不良債権発生の最大の原因であると言ってよいと思います。つまり、従来、銀行が「橋をたたいても渡らなかつた」のは、リスクに対して慎重かつ敏感だったからではなく、「橋をわたらなくても十分食べていけた」から渡らなかつたのであり、この意味で、我が国の金融システムの真の再生のためには、金融機関のリスク管理能力を高めることが必要であることが理解できます。

3-2. なぜ回収が困難なのか

次に、いったん発生した不良債権が、なかなか回収できずに、逆に追い貸し等の形で不良債権が増大している可能性について考察してみたいと思います。

バブル経済が崩壊してから8年以上経過しているにもかかわらず、不良債権の回収はあまり進んでいないと言われています。その背景には、もちろん景気の低迷や地価の下落に伴う不動産担保価値の低下が考えられますが、ここでは、これらマクロ経済的な要因ではなく、ミクロ経済学的な観点から債権の回収が進まない理由について考えてみることにしましょう。

銀行が不良債権からの回収を行う方法としては、まず、不動産担保等を処分する方法が考えられます。また、処分の方法としては、任意売却のほか、裁判所の競売制度を利用することが考えられます。しかし、担保の処分に当たっては、借り手その他の主体（暴力団等）による妨害等の行為がしばしば指摘されており、任意売却の際の売却価格の過小申告の問題（実際の売却価格よりも少ない目に申告して返済額を減らそうとする行為）や、いわゆる「占有屋」や虚偽の賃借権設定による競売妨害等（競売にかけても買い手がつかなくする）の問題が挙げられています。また、競売制度そのものに対しても批判があり、手続き終了までに長期間を要する（1～2年）、競売物件の権利関係に関する情報公開が十分ではない等の問題が指摘されています。以上の事柄を経済学的に解釈すると、企業を清算した場合の価値(liquidation value)が極めて低くなる言うことであり、債権者の立場からすると、担保を処分してまで回収するよりも事業を継続させて業績の回復を待つというインセンティブを強めることになってしまいます。^{*5}

また、もう一つの債権回収の方法としては、借り手が持つ債権・資産等を差し押さえるという方

^{*5} そのほか、暴力団等の関与をおそれて、銀行が回収に二の足を踏むと言ったことも回収が進まない大きな要因であると考えられる。

法が考えられます。しかし、この方法についても、借り手のダミー会社への債権譲渡等により、回収が進まないケースが多いと言われています。具体的には、借り手が保有するビルの賃料等を貸し手が差し押さえようとする場合に、借り手がダミー会社等へ賃料債権を譲渡することで、差し押さえが困難になると言うような状況です。但しこのケースについては、最近、最高裁の判決があり、担保債権者の方の権利が譲受者よりも優先するとの判決が下されました。

このほか、複数の銀行が特定の借り手に対して債権を有する場合には、抵当順位等の違いを反映して、ある銀行は担保を処分したいものの、別の銀行は担保の処分に消極的（担保処分してもほとんど回収が見込めないような銀行の場合には、回収よりも事業の継続して再建される方を好むような場合）というケース考えられます。この場合には、債権者間の利害の対立により、本来、早く清算すべき企業であっても、清算されずに（追い貸し等の形で）ずるずる不良債権が拡大する可能性があります。一般に、このような現象は、経済学上、「協調の失敗(coordination failure)」と呼ばれています。

第4節. 破綻処理に伴う問題

3節までの分析を前提とすると、銀行の自力による不良債権の処理は極めて困難であると言わざるを得ません。それでは、仮に行政当局が介入するとして、どのような方策を採るのが望ましいのでしょうか。以下では、公的当局による不良債権問題の処理に際して留意しなければならない問題点について考察することにします。

4-1. 金融システムの安定性維持の問題

不良債権の処理に際して当局がもっとも心配しているのが、破綻金融機関を整理する際に、金融システムが不安定化しないかと言うことです。具体的には、経営再建が困難な金融機関を閉鎖すると、それがきっかけとなり比較的健全な金融機関に対してまでも預金取り付けが生じたり、金融機関間での資金決済が困難になり決済システム自体が機能不全に陥るというケースです。ディスクロージャーや決済システム制度の不備（RTGS導入の遅れ）が存在しているもとでは、金融システムが崩壊してしまう可能性がゼロであるとは言い切れません。

この意味で、金融システムを安定化するために、預金保険制度や日銀信用によって、ある程度、預金者や銀行を保護することも避けられないと思います。しかし、公的当局によるこれらの措置は、銀行経営者及び株主のみならず、預金者自体のモラル・ハザード（経営の健全な銀行とそうでない銀行を区別して行動するという動機が失われてしまう）を助長してしまう可能性があり、決して望ましい方法ではありません。^{*6}

また、大規模な銀行は救済するが小規模な銀行は清算するなど（「too-big-to-fail」原理と呼ばれ

^{*6} そのほか、既述のように、預金の郵貯シフト等をもたらし、結果的に財政投融资の肥大化を招くという問題があります。

ている)、行政の対応が銀行によって異なると、*7 当局の破綻処理に対して不信感が生まれる可能性があります。特に、純粋に経済的な観点からではなく、政治的な要因から破綻処理の決定が行われると、公的資金の投入が膨らんでしまうリスクがあります。

以上の問題は、見方を変えれば、清算すべき銀行とそうでない銀行の区別をどうやって行うかという問題でもあり、基本的には、ディスクロージャーや当局による検査の徹底と、銀行による自発的な差別化(顕示化)をもたらすメカニズムの設計、が重要になってきます。

4-2. 優良な借り手の保護の問題

次に、当局が考慮しなければいけないのは、破綻金融機関の処理に際して、優良な借り手をいかに保護するかという問題です。金融機関自体としては再建の可能性がない銀行であっても、貸出先の中には優良(善良)な借り手も存在するはずであり、破綻金融機関の閉鎖に伴い、これらの借り手が、他の銀行からスムーズに借り換えができるように配慮する必要があります。一般に優良な借り手であれば、銀行がつぶれてもすぐに別の銀行から融資してもらえるのではないかと思われるかもしれませんが、確かに、そういった形で借り換えがスムーズに行われる借り手も少なくないと思われます。しかし、明らかに優良ではないが、かといって劣悪とも言えないといった借り手が存在するのも事実であり、経済全体では、第2節で見たように、両者の中間であるような債権(Ⅱ分類)が圧倒的に多いのが実状です。したがって、これらのグレーゾーンの借り手については、他の民間金融機関が進んで融資を行う可能性は極めて低いと思われます。なぜならば、下手に融資を行って不良債権を増大させてしまうことになりかねないからです。このような問題は、経済学的には、貸し手と借り手あるいは当局と借り手の間の「情報の非対称性」がもたらす問題の一つであり、いわゆる銀行の「貸し渋り」現象も、借り手に対する銀行側の情報不足(どの借り手が本当に優良で、どの借り手が本当に劣悪なのかが区別できない)がその背景にあると考えられます。*8

表2及び表3は、既に破綻した金融機関のうち整理回収銀行に債権の回収が委託されたケースについて若干の考察を行ったものです。表2は、破綻金融機関名と整理回収銀行の回収状況を示したのですが、このうち、いくつかのケースでは、他の民間金融機関にいったい債権が引き継がれず、全額整理回収銀行に回収が委託されたケースがあることがわかります(受け皿銀行がなしというケース)。通常は、債権の一部(正常債権)及び預金については、他の民間銀行が預金保険機構から贈与を受けて引き取るケースが多いのですが、これらのケースでは正常債権・灰色債権も含めて整理回収銀行が回収に当たったと想像されます。表3はこの点を考慮して、両者のケースにおける回収率を比較したのですが、回収率にはあまり大差がありません。このことは、回収を委託された債権はほとんどが不良債権であり、真に正常な債権がなかったとすることを意味しているのかもしれませんが。

*7 例えば、経営が破綻した木津信用組合の場合は清算されたが、ほぼ同時期に破綻した兵庫銀行の場合は、地域経済への影響という名目のもとにみどり銀行に改組された。

*8 したがって、いわゆる銀行の貸し渋りも、銀行側を避難するだけでは問題の解決にはつながらないことになります。解決すべきは銀行の審査能力・リスク管理能力の向上の問題であって、バブル経済期の放漫融資を考えると、貸し渋りはむしろ融資姿勢の健全化の過程とも見なすことができるでしょう。

表2. 整理回収銀行による回収 (98年3月現在)

破綻金融機関	譲受日	譲受方法	正常債権 受皿銀行	譲受残高 (億円)	回収率 (累積)
東京協和・安全信組	1995.3.20	全部譲渡	なし	771億円	17.7%
コスモ信組	1996.3.25	全部譲渡	なし	999億円	25.9%
木津信組	1997.2.24	全部譲渡	なし	1242億円	18.3%
大阪信組	1997.1.20	資産買取	東海銀行	771億円	14.1%
三福信組	1997.4.21	全部譲渡	なし	38億円	49.5%
山陽・けんみん大和信組	1996.11.5	資産買取	淡陽信組	59億円	45.1%
阪神労働	1997.11.4	資産買取	兵庫県信組	3億円	27.4%
北九州信組	1997.11.17	資産買取	福岡銀行	23億円	12.3%
神奈川県信組	1997.11.25	資産買取	横浜銀行	187億円	6.0%
東海信組	1998.2.9	資産買取	大垣共立銀行	16億円	2.1%
土岐信組	1998.1.26	資産買取	十六銀行	9億円	12.7%
阪和信組	1998.1.26	資産買取	なし	1850億円	3.5%

資料) 整理回収銀行

表3. 受け皿銀行 (正常債権) の有無と回収率

	受け皿銀行なしケース (正常+不良債権回収)	受け皿銀行あり (不良債権のみ回収)
1997.4までのサンプル	回収率 21.1% (5行)	回収率 16.3% (3行)
1998.1までのサンプル	回収率 14.4% (6行)	回収率 14.2% (8行)

注) 整理回収銀行委託分 (回収業務が分離されているケース) についての評価。

しかし、逆に、当初は、正常ないし灰色債権であったものが、他の銀行から融資を受けられずに、結果的に不良債権化（信用貸し部分の劣化）したと解釈することも可能です。この意味で、優良な借り手の保護は、公的資金の節約という観点からも重要であり、したがって、ここでも、優良な借り手とそうでない借り手をいかに区別するかという問題が大変重要になってきます。

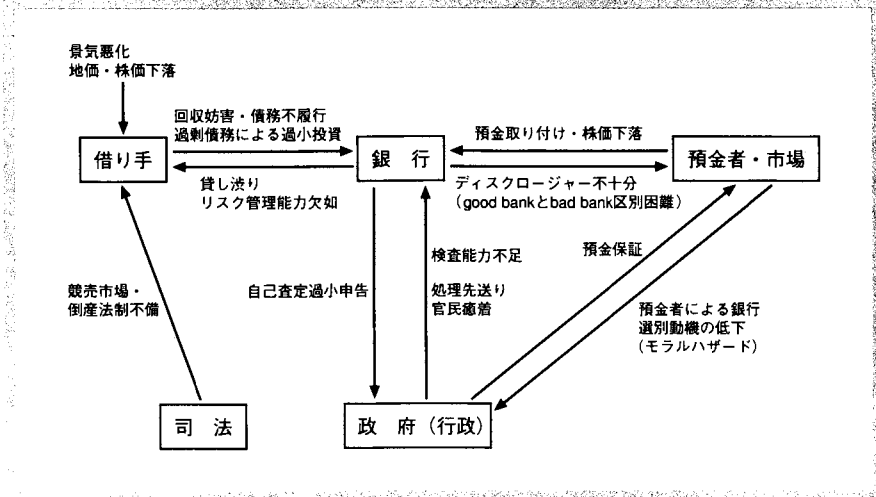
また、仮に貸し手と借り手の間で「情報の非対称性」が存在せず、借り手が将来有望なプロジェクトを持っていることを貸し手側が認識している場合でも、有望なプロジェクトが実施されるかどうかは一概には言えません。例えば、借り手が過剰な債務を抱えていて、計画中のプロジェクトからプラスのキャッシュフローが得られても、得られた収入がすべて債務の返済に回ってしまう様なケースでは、借り手は借り入れを希望せず、結果的に有望なプロジェクトが実行されないことになってしまいます。このような現象は、経済学的には、一般に「過剰債務 (debt overhang)」問題といわれており、経済全体からすれば「過小投資 (under investment)」が発生することになります。この問題の解決には、一つには、借り手の債務を減免するという方法が考えられますが、実際には、(上述のような形で) 債権者間で利害が対立し調整が困難 (coordination failure) であるうえ、安易な債務の減免は借り手のモラル・ハザードを助長するという欠点が存在します。したがって、債務の減免は決して望ましい解決方法ではなく、プロジェクトごとに融資条件を設定する、すなわち債務者の既存のバランス・シートから新規投資分を分離するという方法が大切になってきます。一般にこのような形での融資方法は、「プロジェクト・ファイナンス」と呼ばれており、欧米では決して珍しくない融資手法です。我が国金融機関の競争力を高めるためにも、このようなプロジェクトファイナンスにより過剰債務の問題を解決する方が望ましいと思われれます。

4-3. 不良債権処理の基本的考え方

図9は、不良債権の回収が困難になっている要因も含めて、以上の点についてまとめたものです。公的当局にとってのポイントは、比較的優良な銀行・借り手と劣悪な銀行・借り手をうまく区別化し、前者に対しては事業の継続・競争力の強化が行われるようにし、後者に対しては市場からの退出・清算が行われるようにすることです。また、この際、注意しなければならないのは、公的資金をできるだけ有効に利用するということです。つまり、いかに公的資金を節約しながら上述の結果を実現するかが、当局にとっての目標であり、不良債権処理に当たっての基本的な方針であると言えます。

ところで、上述の基本方針はそれなりにもっともらしいとしても、行政当局が不良債権処理を行うこと自体について、一定の注意が必要であると思われれます。というのは、本来ならば、劣悪な銀行や企業の整理は、法的整理（破産、特別清算、会社整理、会社更生、和議）に則って解決すべき問題であり、行政がそれに直接介入することは、手続き上の透明性や公平性、あるいは司法の役割という観点から問題が残ります。しかし、現実の我が国の司法制度を眺めてみると、多数の金融機関や債務者を処理する能力は不足していると言わざるを得ません。また、法的整理の場合、通常は、申請と同時に保全命令が出るのですが、これを、銀行について行くと、預金者及び優良な借り手が困ってしまいます。しかし、一方で保全処置をとらないと、優良な顧客が銀行から離れてしまい、再建可能な銀行もそれが不可能になってしまいます。この点が、銀行への法的整理を困難にしてい

図9. 不良債権・処理の障害



る要因であり、行政による介入の根拠のひとつだと思われま（このほか預金者の多数性という問題があるが、この点については更生手続きの特例法により問題が緩和されています）。*9 したがって、破綻処理に際しては、行政がリーダーシップをとるとしても、できるだけ法的整理のよい面（透明性と公平性）を意識しながら、その意志決定が外部から事後的にトレースできるような形で対応すべきであると考えます。極端に言えば、債務者や銀行等から行政裁判に持ち込まれても勝てるようにしておくべきです。

第5節. 当局の対応策と若干の提言

我が国の政策当局（政府・大蔵省・日銀・預金保険機構・金融監督庁）は、不良債権問題の解決に当たって、これまで様々な政策を実施してきており、また、現在も、「金融再生トータルプラン」および「公的受け皿銀行（日本版ブリッジバンク）」を中心に政策面での対応を行っています。これらの政策については、どのように評価すべきでしょうか。

過去に実施された政策のうち最も重要であると考えられるのは、いわゆる「早期是正措置」の導入です。これは、自己資本比率が一定未満（BIS基準対象行は8%、国内基準行は4%）であれば、金融監督庁が再建計画の策定や業務停止命令を発するというもので、不良銀行に対する強烈的な「ムチ」

*9 三洋証券の場合は会社更生法に基づいて金融機関が整理された初めてのケースである。結果的には再建が困難となったが、手続きのプロセスの透明化という点に関しては一定の評価ができると考えられる。

の役割を担っているものです。また、行政当局による恣意的な対応を防ぐという意味で、行政の問題の先送りや官民の癒着を防ぐ意味でも大変重要な政策であると評価することができます。また、国内基準の設置は、見栄で国際業務を行っていた銀行のリストラ・業務縮小を促すという面があり、よい銀行とそうでない銀行の差別化・顕示化を促すという点でも評価できます。しかし、第2節の分析でも見たように、直接償却時の自己資本比率でみると、ほとんどの銀行が基準に達しておらず、潜在的に資本不足の銀行に対してどの程度有効かという疑問が残ります。したがって、一つの案（いわゆる梶山案）として、分類債権、特にⅡ分類に属する債権の償却率を強制的に引き上げるという方法が考えられます。しかしながらこの意見には、問題があると思います。というのは、自己資本比率はあくまでも金融機関の自己査定に基づくものであり、銀行が債権分類を偽って申告すると言う可能性があるからです。つまり、Ⅱ分類への引当率を強制的に引き上げると、本来Ⅱ分類に属する債権であるにもかかわらず、より上位（すなわち非分類）の債権に振り分けてしまう可能性があり、かえって不良債権を隠す歪んだインセンティブを与えることになってしまいます。もちろん、自己査定については、当局や監査法人が検査を行います。完全に見抜くことができるかどうかかわからない場合にはこの問題が大きくなります。また、強制的な引当率は、比較的健全な銀行にとってはコストになり、銀行の貸し渋りをかえって強める結果になるかもしれません。したがって、銀行の自主性を重視しながら不良債権の償却を促進させるようなメカニズムが必要であると考えられます。この点に関しては、BIS規制のプリコミットメント・アプローチが参考になると思います。これは、各銀行が自主的に目標自己資本比率を設定かつ公表し、それが実現できなかった場合には厳しいペナルティが課されると言うものです。これを早期是正措置に応用するならば、各銀行は、自主的に決定した分類債権額とその償却率を公表し、一定期間後の償却率の実績や分類債権額の変化に応じて、当局が追加的なペナルティを課するという形が考えられると思います。この方法により、強制引当に伴うインセンティブの歪みを回避すると同時に不良債権償却の圧力を高めることができると考えます。また、この方式を採用すれば、銀行に対する市場の信頼も高められるのではないかと思います。

また、現在検討されている政策としては、「金融再生トータルプラン」がありますが、これについては、不良債権処理の決定版と言うよりは、解決促進のための基盤整備といった性格が強く、それなりに評価はできるものの、即効性という観点からは疑問が残るように思われます（表5参照）。むしろ、重要なのは「公的受け皿銀行」の設置の方であり、早期是正措置を「ムチ」とすれば、受け皿銀行の設立は「アメ」に相当する部分のものです。受け皿銀行の設立に関しては、いくつかの案がマスコミ等で報道されており、イ）整理回収銀行への融資機能の追加、ロ）政府系金融機関の利用、ハ）米国型のブリッジバンクなどが検討されています。

個々の案のメリット・デメリットおよび破綻処理の流れについては、表5および図10にまとめてありますが、評価のポイントとしては、1) 不良債権の回収機関と融資機関を分離するか統合するか、2) 受け皿銀行の人材（一般従業員、審査担当者・幹部）をどう確保するか、3) 受け皿銀行に損失が発生した場合の責任の所在、といった点が重要であると思います。

まず、1) の回収機関と融資機関の分離・統合については、分離すると、劣悪な企業の延命化（融資機関の裁量的な利用）を防ぐというメリットがある一方で、本来再建可能な企業に対して、一方で融資を行いながら片方で回収が行われると言った非効率な現象（ある種のcoordination failure）が

表4. みどり銀行（旧兵庫銀行）破綻処理のコスト比較

<p>〈みどり銀行破綻処理に関するコスト〉</p> <p>当初贈与分：4730億円</p> <p>今回の合併に伴う贈与分：5000億円～6000億円</p> <p>将来のコスト？</p>	<p>1～1.1兆円+α</p>
<p>〈不良債権のみ分離回収した場合のコスト（推定）〉</p> <p>当初1次ロス負担分：6300億円</p> <p>不良債権買い取り分：7100億円</p> <p>うち回収分：$-7100 \times 0.16 = -1136$億円</p>	<p>1.2兆円</p>

注) ・日銀信用等のコストは考慮せず。

・不良債権のみ分離回収した場合の回収率は上記表を参考にした。また、正常債権を引き継いだ銀行への公的資金投入はないものと想定。

資料) 日本経済新聞、「金融」（全銀協）等より。

発生する可能性があります。特に、特定の債務者について分類債権が2種類にまたがっているような場合（例えばⅡ分類とⅢ分類）、Ⅲ分類の回収強化（担保の売却）が、借り手の事業継続を困難にし、Ⅱ分類の劣化を招く恐れがあります。その意味で、回収するかどうかはあくまでも債務者ごとに判断すべき事柄であると思います。表4は、みどり銀行（旧兵庫銀行）の破綻処理について、仮にみどり銀行設立時に不良債権を分離して回収したとすれば、最終的にどれくらいのコストとなるかをラフに計算したのですが、対応措置の是非はともかく、破綻処理の方法の違いによってどの程度のコストの違いが発生するのかについて、事後的に検証できるようにしておくことが重要であると思います（いわゆる「コスト・テスト」の事後的透明化）。

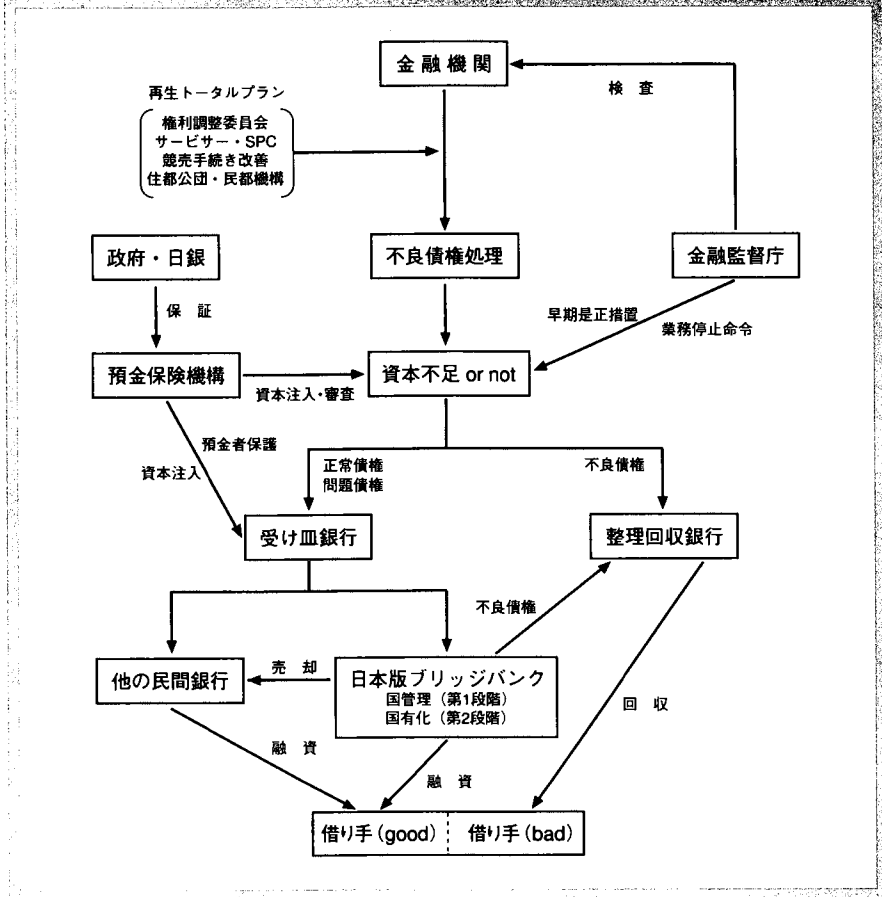
次に、受け皿銀行の人材の問題ですが、一般の従業員については、破綻金融機関の従業員の中から採用することである程度解決は可能だと思います。問題は、グレーゾーンの借り手に対する審査や融資・回収の決定を誰が行うかという問題であり、巨大な資産を持つ金融機関が多数整理される場合には、この問題は大変深刻であると思われます。我が国では、金融監督庁が新たに設置されましたが、その検査能力には人数・質の面で限界があるといわれており、また、一連の金融スキャンダルで行政当局に対する信頼性が低下しているのが現状です。一つの考え方としては、海外の監査法人を総動員して検査に当たるといった方法が考えられますが、本当にそれが可能なのか、またそれで真に優良な借り手を区別できるのかといった問題があるように思われます。

最後に、受け皿金融機関に損失が発生した場合の問題ですが、グレーゾーンの借り手を区別する過程で、受け皿銀行に結果的に損失が発生することは避けられないかもしれません。しかし、より重要なポイントは、損失発生時の負担ルールを明確化しておくと言うことであり、この点を明確化

表5. 対応策の長所・短所

対 応 策	長 所 (メリット)	短 所 (デメリット)
不動産関係権利調整委員会	<ul style="list-style-type: none"> 債権者および債務者に対するアメ(無税償却、債務免除)による coordination failureの解決 	<ul style="list-style-type: none"> 処理能力と正確性・公平性のトレードオフ(膨大な案件を処理するための調整ルールの単純化は権利関係の公平確保と矛盾) あくまでも当事者の合意が前提であり強制力の問題 現行司法制度との整合性 債務者のモラルハザード
サービサーの解禁	<ul style="list-style-type: none"> 回収機能・インセンティブの強化 証券化の基盤整備 	<ul style="list-style-type: none"> 不良債権問題解決後にどの程度仕事があるか
競売手続きの改善	<ul style="list-style-type: none"> 競売手続きの簡略化・迅速化 情報公開の改善 不法占拠者の排除 競売対象担保の融資制度 	<ul style="list-style-type: none"> 競売により担保権は消滅するが債務自体は残る 土地の集約化・有効利用には限度
共同債権買い取り機構の改革・拡充	<ul style="list-style-type: none"> 不良債権の分離促進、二次ロス抑制 	<ul style="list-style-type: none"> 買い取り価格の客観性確保 買い取り資金の調達
SPCの導入	<ul style="list-style-type: none"> 証券化による債務流動化促進 	<ul style="list-style-type: none"> キャッシュフローを生まない虫食い土地の証券化はどこまで可能か 債権流動化に伴う残存債権へのリスク集中
住都公団・民都機構による再開発	<ul style="list-style-type: none"> 土地の集約化・有効利用化による担保土地の価値増大 都市基盤整備、住環境改善 	<ul style="list-style-type: none"> 住都公団は大規模開発のみ、民都機構は買い戻し条件付き購入
受け皿銀行の設立		
イ) 整理回収銀行への融資機能追加	<ul style="list-style-type: none"> 回収と融資のcoordination問題回避 	<ul style="list-style-type: none"> 破綻企業延命化恐れ(回収と融資の裁量性の問題) 審査人員・従業員、資金調達の確保の問題
ロ) 政府系金融機関の利用	<ul style="list-style-type: none"> 新たに設立不要 審査人員確保? 	<ul style="list-style-type: none"> 財投のスリム化に逆行 資金調達手段の確保 預金払戻機関設立必要? 決算口座の情報利用不可
ハ) 日本版ブリッジバンクの創設	<ul style="list-style-type: none"> 再建可能な金融機関の再生 従業員確保容易 国有化(100%株主)によるリストラ・合併の推進 優良顧客(預金者)離反回避 	<ul style="list-style-type: none"> 金融管財人の人選 2次ロス負担の問題(責任の明確化必要) 2段階案の第1段階は不要? 期限の問題

図10. 不良債権 破綻金融機関処理の流れ



することで、受け皿銀行に対するコーポレート・ガバナンスが有効に機能する可能性が高まると考えられます。

第6節. 我が国金融システムの再生に向けて

以上、不良債権問題を中心に我が国銀行システムの抱える問題点およびその対応策について考察を行ってきたが、最後に、我が国金融システムの再生に向けてなにか重要であるのかという点について触れることにしたいと思います。

確かに不良債権問題は、我が国経済が抱える最大の問題の一つであり、早急に解決が求められている問題です。しかし、仮に破綻金融機関の処理がスムーズに進み、なおかつ、不良債権の回収が進み、公的資金の投入が最小限に押さえられたとしても、これで我が国の金融システムが抱える問題がすべて解決したわけではありません。言い換えれば、不良債権問題が解決しても銀行の貸し流りは解消しない可能性が高いと思います。いったんリスクに目覚めた銀行は、従来にも増して貸出に慎重になるでしょうし、そのこと自体は否定すべき事柄ではありません。重要なポイントは、我が国金融機関の審査能力・リスク管理能力の向上と言うことであり、この点が改善されなければ真の問題の解決にはつながらないと思います。

従来の我が国の銀行行政は、いわゆる「護送船団方式」と呼ばれるものでしたが、このような政策が、邦銀のリスク管理能力の向上を妨げ、金融技術で欧米の銀行に遅れをとる原因となってしまいました。日本版金融ビッグバンは、我が国金融システムの再生に向けての第一歩といえますが、重要なことは、我が国の金融システムの効率化を実現するためには、どのような仕組みが望ましいのか、すなわち、21世紀の我が国金融システムの青写真・グランドデザインを明らかにすることであり、不良債権問題への対応の仕方も、どのような金融システムを目指すのかによってかなり違ってくるように思われます。たとえば、従来の銀行中心の金融システムで行くならば、銀行の再建および競争力回復に力点を置く必要があるのに対し、証券市場等直接金融の役割を重視していくのであれば、あまり銀行は必要ではなく、非効率な銀行は少しでも多く整理すべきこととなります。また、仮に銀行中心のシステムで行くとしても、狭義銀行論（ナロウ・バンク論：決済システムに関わる銀行を分離するというもの）や金融持ち株会社についてどう考えるかによって結論は異なってくるように思われます。我々は、このような点も十分考慮した上で日本の金融システムの再建を目指すべきなのです。

参考文献

- 1) 池尾和人『現代の金融入門』ちくま書房1996年
- 2) 翁百合『情報開示と日本の金融システム』東洋経済新報社1998年
- 3) 堀内昭義『金融システムの未来－不良債権問題とビッグバン』岩波新書1998年

Ⅲ. 破綻銀行処理策の各国比較

地主 敏 樹

第1節. はじめに

現在の日本の持続的経済停滞において問題となっている、銀行の不良債権問題について、他の先進諸国の中から、スウェーデン、アメリカ、スペインの事例を取り上げて、処理策について考察したい。

本稿では、次節以後、スウェーデン、アメリカ、スペインと吟味していく。それぞれの節は、銀行危機の概要をまとめ、処理策を説明し、それを検討するという構成になっている。結びにおいて、各国の経験に基づいた考察の結果としての政策提言を行いたい。基本的には、①大手中核銀行もいたんでいる現状では、アメリカのFDIC型の破産させて後の処理よりも、スウェーデン型のバンクホスピタルの方が好ましいこと、②銀行数と資産規模のために、スウェーデンのような丁寧な吟味が難しければ、大手中核行および地域中核行をスウェーデン方式で処理し、他の中小機関をアメリカ方式で処理することも、やむを得ない次善の策であるかもしれない。勿論、自助努力による資本増強を実施する機関があれば、大歓迎である。

第2節. スウェーデンの銀行危機処理策

2-1 銀行危機の概要と背景

1989年初頭、スウェーデンの実体経済はピークにあった。この年には、外為規制も緩和されて、国内の貯蓄が対外投資に自由に向けられるようになった。しかし湾岸戦争と欧州の高金利を契機として景気後退が始まり、1990年の7月から11月にかけて、株式価格は40%も低下した。同じ年に、ローン利払いの税控除が制限されて、不動産・株式・芸術作品等の資産売却が始まった。

「バブル」崩壊に応じて、金融機関の経営危機が始まった。1990年の金融会社破綻から始まった金融不安は、翌年には主要銀行中2行の経営危機へと発展した。

1992年には、スウェーデン・クローナ危機が発生し、通貨防衛のために短期金利は一時的に500%にまで引き上げられた。これが、全面的な銀行危機の契機となった。政府は、緊急に金融機関の負債に対しての無制限の保証を発表して、銀行を初めとする金融機関の流動性危機に対処するとともに

に、包括的な銀行処理パッケージを発表して、システム危機の收拾に着手したのである。なお、預金保険制度は存在していなかったが、政府による救済への信認が強く、預金取り付けは発生しなかったとのことである。

不良債権に伴う損失額は、金融危機のピーク時の1992年末において750億クローナであり、90年から94年の5年間における総損失額は、2000億クローナ（GDPの約15%）に達した。経済に対する不良債権の規模から見ても、金融システムの中核が経営不振に陥った点からみても、金融部門のシステム危機であり、日本の現状に多大な参考となるケースである。

銀行部門全体としては、1994年から収益は損失を上回って黒字化している。危機がほぼ沈静した1995年の貸付損失額は、150億クローナにまで低下した。自己資本比率も上昇して、1995年には銀行部門全体として13%を超えた。1996年には、政府による銀行救済措置の終了が宣言された。クローナ減価の影響もあって実体経済の景気が回復したことと、その後の低金利が、銀行部門の回復に大きく貢献したと考えられている。

2-2 銀行処理策の特長

スウェーデン方式の特長としては、

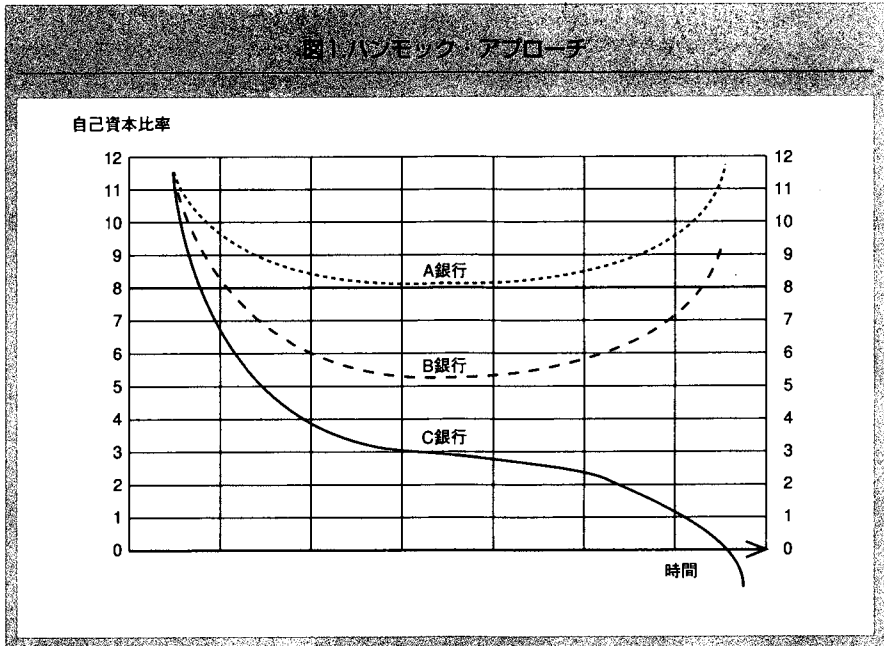
- ・ ハンモック・アプローチ：銀行の生存可能性(viability)を判断するためのプログラム。内外のコンサルティング会社の専門家を動員。
- ・ 情報開示：不良債権額と処理費用見積もり額の公開。異議申立てのための機関も設置。
- ・ 資本注入型の公的資金投入：経時的に投票権が拡大する優先株を用いた出資と、政府保証が中心。
- ・ 複数の公私資産管理会社：不良債権処理を実施。などが、挙げられよう。順番に見ていこう。

(ハンモック・アプローチ)

中央銀行の最後の貸し手機能に関しては、いわゆるバジヨット原則で、illiquid な機関への中央銀行貸出が認められる一方で、insolventな機関への中央銀行貸出は回避すべきだとされている。しかしながら、最近の山一証券のケースにもみられたように、illiquid と insolventとの識別は、なかなか難しい。多額の不良債権を抱えて経営危機に陥った金融機関の場合、基本的に自己資本不足（あるいは債務超過）になっているわけだが、清算してしまうか、存続させるべきかが、第一の選択となる。恣意的な判断は受け入れられない。その判断方法としてスウェーデンで用いられたのが、ハンモック・アプローチと呼ばれる手法である。内外のコンサルティング会社に外注して、公的救済を申請した銀行の、資産内容（CSFB）、リスク管理（アンダーセン）と、組織の効率性（マッキンゼー）を、評価させた。資産内容の評価においては、個別ローン契約に関しても統一様式で各行に報告させた後、無作為抽出をしてチェックした。これらの評価に基づいて、現在の負債超過額を確定し、マクロ経済の予測も用いて将来のキャッシュフローを推定し、自己資本比率の経路も算出した。

第1図に示すように、自己資本比率の時間経路の形状に応じて、（公的支援を申請した）銀行を3つのカテゴリーに分けている。Aタイプは、自己資本比率低下の危険性はあるものの8%のラインはきらないし、一時的な債務保証などの必要性はありえるものの、自力再建が可能であると判断される。Bタイプは短期的には自己資本不足に陥り得るが、中長期的には再建可能であると判断される。

短期的には政府の援助が必要となるが、最終的には民間の手に戻すことができる。Cタイプは、二度と黒字にはならないから、存続させるべきではないと判断される機関である。A、B両タイプの自己資本比率経路の形状から、ハンモック・アプローチという呼称が生まれた。



(情報開示と信託)

スウェーデンの方式では、不良債権額と処理費用を明確にして情報開示する方針が採られた。コンフィデンス回復と、公平な処理のためにも必要とされたのである。日本やノルウェーなどの経常黒字国とは異なり、外資流入に依存する経常赤字国スウェーデンは、コンフィデンス回復が急務であったと述べられている。ハンモック・アプローチの実施に当たって外国のコンサルティング会社までもを動員したことは、短時間に実施するために必要であったとともに、第三者による客観的な判断を実施しようとしたのである。それでも各個の判断に対して異論がありえるのは当然であり、そのためには、銀行支援問題上告委員会 (the Appeal Board of Bank Support Issues) という機関が設けられた。銀行の保有する不動産を統一的に評価するために、専門家を集めた評価委員会 (Valuation Board) も、設けられた。

この対外信託回復の必要性は、スウェーデンの処理策の初めに、同国銀行の(株主資本以外の)負債を無制限に国が保証したことにも現れている。当時のスウェーデン各行は、海外市場においてプレミアムを支払って、借入れを行わざるを得なくなっていた。

(組織形態：別組織の必要性)

銀行処理に対応するための別組織が、公私双方で設立された。政府においては、大蔵省の下に銀行支援庁 (Bank Support Authority) が設立された。銀行援助庁は大きな組織ではない。継続的な情報交換を行うことで、中央銀行であるRiksbank や金融監督庁(Bank Supervisory Authority)の専門家の支援を受けられることとなったし、先述の通り、内外のコンサルティング会社と契約して、アメリカやノルウェーの銀行処理を経験した専門家を利用した。Riksbank は、短期の貸出を行って、民間金融機関の流動性不足を助けた。金融監督庁は、犯罪行為に関する調査を担当した。

民間銀行サイドにおいては、不良債権処理の専門機関が個別行毎に設立された。自己資本を追加した上で優良債権を取り扱うgood bank が通常の銀行形態を引き継ぎ、何らかの形で資本を注入して不良債権処理を行うbadbank が資産管理会社として新たに設立されたのである。Nordbanken やGota bank のように、ほぼ国有化された銀行においてだけでなく、自力再建に成功した銀行、S-E-Banken やHandelsbanken においても、異なる専門性が必要となるので、不良資産処理部門を分離したのである。銀行と資産管理会社との間の不良債権の譲渡においても、不良債権の価額評価が重要であった。

(既存株主資本の取り扱いと公的資金投入方法)

公的資金投入の中心形態は出資であった。国からの出資額に応じて、株主資本は減額された。国は援助額に応じて優先株を受けとる。この特殊な優先株の投票権は時間の経過とともに増大していくものとされた。各銀行に公的援助を早期返済するインセンティブを、与えるためである。抵抗する株主に対しては、強制的な払い戻しを可能とする立法がなされた。公的援助には、経営改善のコンディショナリティが課された。被援助行の取締役会議に政府代表が出席して、通常の経営には介入せずに、コンディショナリティの遵守のみを監視した。

公的援助が出資の形態をとったのは、銀行の資本不足を直接に解消するとともに、銀行経営回復に伴う成功報酬を国が受け取れるようにしたためである。ただし、国による銀行の所有は短期的措置に限り、経営回復に伴い早急に民営化する方針であった。なお、出資だけでなく、緊急対応のための保証も多用されたし、利子補給も使われた。

2-3 スウェーデン方式の検討

スウェーデン方式は、公的資金を資本不足銀行の優先株取得の形で出資することで、自己資本不足を直接的に解消できる。中長期的に活かせる銀行を、短期的な資本不足から救済することが狙いである。ただし、既存の銀行を単純に救済したわけではない。不良債権額と資本不足額も情報開示されたし、被救済行の経営陣は交替し、株主資本は公的資金注入額＝資本不足額に応じて、減額されたのである。公的資金を使うに当たって、Accountability が尊重されたわけである。日本の98年春に実施された公的資金による劣後債購入とは、この点において決定的に異なっている。日本では、経営陣の責任も問われなかったし、不良債権額・資本不足額の情報開示も曖昧なままであった。

さらに、主要行中2行は100%国有化されたが、そのうちのGota Bankは不良債権が総資産の45%にも達しており、viableではないと判定された。その親会社は破産したし、株主資本は完全にゼロ査

定された。最終的には、不良債権を資産管理会社に譲渡した後、good bank の部分がもう一つの被国有化銀行 Nordbanken（不良資産比率21%）に吸収された。Gota 銀行は整理されたわけであり、「問題銀行に資本注入を行って救済した」という表現は必ずしも適切ではない。しかも、公的支援を申請した主要行中2行（S.E.Banken と Swedbank）は、銀行支援庁の審査を受けて協議した結果、公的支援申請を撤回し、自力で資本を調達した。安易な銀行救済ではなかったのである。この点でも、98年春の日本における大手諸行への公的資金注入とは全く異なっている。日本では、大手諸行が一斉に支援申請を行い、経営改善計画を提出した上での協議の結果、基本的には横並びで支援が実施された。適用金利に差異が設けられたものの、問題と責任の所在を隠匿したとの印象が強い。

以上のように、情報を公開し、責任を明確にして、銀行経営陣および既存株主の犠牲を要求したために、資本注入による銀行再建とは言っても、銀行経営陣と株主におけるモラルハザードの危険性はかなり抑止されたのではないかと考えられる。もちろん、銀行取付が生じなかったことは、預金者のモラルハザード的行動の結果であったし、上限付きの預金保険制度が後日導入されとは言っても、今回の銀行救済措置が教訓になり、預金者のモラルハザード的行動は継続するであろう。

では、日本もスウェーデン方式で、銀行業界のリストラをすることが望ましいのであろうか。アメリカと比べると、中核銀行が不良債権問題で経営不振に陥っていることと、不良債権の大きさから見ると、S&L危機時のアメリカよりも日本の現状に近いと考えられる。中核銀行の内でも中長期的に viable な機関を活かすというのは、魅力的な政策であろう。

ハンモック・アプローチは適用可能なのであろうか。第一の問題点は銀行数であろうと考えられる。スウェーデンにおいて、コンサルティング会社を動員した審査の対象となったのは、ほんの6行程度であったのである。日本では、大手だけでも20行、地銀・第2地銀を合わせると100行を越える銀行が存在しており、自己資本不足の危険性の高い銀行は多数にのぼると考えられる。第2の問題点は、審査対象となる資産の膨大さである。スウェーデンは、国の経済規模も小さく、審査対象となった資産も金額的には限られたものでしかなかった。日本で、銀行の viability の審査を、スウェーデンのように丁寧に行えるのであろうか。

第3節. アメリカの銀行再建策

3-1 概要と背景

80年代初めに、大手銀行を中心に、LDC(開発途上国)向けローンの不良債権化による危機があった。大手行がLDCへの貸付を多く保有しており、1981年の平均で自己資本の2.6倍に達していたため、メキシコの破綻宣言に多くのLDCが追随した後の時点では、アメリカの主要行のほとんどが債務超過になっていたと考えられる。国際的な対策が模索されていたこともあるが、主要行がLDC向け債権に対する引当金を積み始めたのは、漸く1987年5月のシティコープ以降であった。当時の金融市場において、銀行の社債格付けは82年までは全く低下していなかったし、株価に至っては86年までLDC債権問題に反応していなかった。大手行破綻が引き起こし得たであろうパニックは回避されたし、

LDC債権問題によって破綻した大手銀行はないので、この時の猶予政策は成功であったと評価されている。日本の現状とは大きく異なっている。

同じ頃から、S&L(貯蓄貸付組合)危機が生じていた。貯蓄性預金主体の負債サイドと長期住宅ローン主体の資産サイドとの満期ミスマッチを、高金利下の金利自由化が襲ったのである。経営不振に陥ったS&Lに対して、監督機関であったFHLBB(連邦住宅貸付理事会)と預金保険機関であったFSLIC(連邦貯蓄貸付保険公社)は、閉鎖・清算を避ける猶予政策で時間を稼ぎながら、新しいハイリスク・ハイリターン型の資産運用を認めて、S&Lのフローの収益を高めて、危機を乗り切ろうとした。80年代半ばには、この戦略が功を奏したかに見えた。S&Lは、商業用不動産やジャンク債に投資することで、収益と経営の拡大を実現したのである。しかし、87年の株暴落以後、ジャンク債市場が崩壊し、不動産価格も急落した。資産価格低下の結果として、経営危機に陥るS&Lが増えることとなった。特に、石油価格の低下に見まわれたテキサス州のS&Lが大きな打撃を受けた。

商業銀行も資産価格変動の打撃を受けて、80年代の総計ではほぼ1100行破綻した。預金保険機構であるFDIC(連邦預金保険公社)の改革、大手中核行の思いきったリストラ、低金利政策と景気回復によって、銀行破綻の大波は乗り切られた。S&Lについては、80年から89年前半までにはほぼ590行が破綻し、FSLICも破綻し、監督機関であったFHLBBは消滅した。大量に破綻したS&Lの処理のためにRTC(整理信託公社)が新設されて、1989年後半から1995年末までに約750行のS&Lを整理することとなった。1985年当時のS&Lの半数弱が破綻したのである。

90年代初頭の危機的状況は終わり、90年代半ばにはアメリカの金融界は史上最高益をあげるようになって、今日に至っている。

3-2 処理方法

S&Lと商業銀行双方の伝統的な処理策の基本的相違は、商業銀行では(一部の例外を除いて)破綻させてから処理するのが通例であったのに対して、S&Lでは何とか破綻させないままに合併させるのが通例であった点にあった。預金保険基金残高の相違や、監督機構のシステムの違い(各地区FHLBは担当地区のS&Lが所有者であったため業界からの独立性が弱かったこと)などが、処理策の違いの根元にあったと考えられている。

(S&L)

基本的に、FHLBBの破綻処理戦略は、できる限り猶予政策(forbearance)を適用し、ほとんど支払不能になっても破産せずに("live bank" transaction)、何らかの形で合併させるものであった。結果的には、破綻行の経営陣や株主に対する責任追求の弱い政策方針であったといえよう。保険金支払のケースは相対的に少ない。

80年代初頭のS&L危機第1の波においては、指導的合併(supervisory merger)が多用された。FSLICの基金が過小であったことが大きな原因で、清算を回避したのだと考えられている。当面の基金使用額を少なくしながらも、買収相手を見つけるために、種々の保証などの金融的支援も提供した。

80年代後半のS&L危機第2の波においては、様々な方法が試みられた。最初に大量の破綻が生じ

たテキサスにおいては、資金援助を与えて多くの小規模行を合併 (assisted merger) させて、経営効率をあげ得る規模にした上で、売却する手法 がとられた。さらに、自己資本不足分の保証や税制上の優遇措置など、直接の資金投入を伴わない形での金融的支援が、買い手にオファーされた。

1989年にFIRREA (金融機関再建改革執行法) が立法されて、FHLBシステムとFSLICは解体されて、問題S&L処理はFDICと新設されたRTCに託されることとなった。これ以降の処理方法は、FDICが伝統的に採用してきた、問題行の破綻を前提とする諸手法、中でもP&A (資産負債承継) に移行することとなった。その後大量のS&Lを整理する中で、RTCは新しい整理手法を生み出し、1995年末に使命を果たして、終了した。新しい手法については、商業銀行に関するFDICの処理方法の後で詳述する。

(商業銀行)

FDICは、基本的には、銀行免許交付機関 (国法銀行の場合は通貨監督官事務所 (OCC)、国法S&Lの場合は貯蓄機関監督局 (OTS)) から、問題銀行の管財人に任命されて、処理にとりかかる。FSLICとは異なり、処理に当たっては問題行を破算させることが原則となってきたが、例外的に存続させる (狭義での救済) こともある。資本不足に陥っている場合に存続させるのは、原則的にはシステミック・リスクを生じさせる可能性がある場合のみとされている。過去には、不可欠性原理 (地域社会・経済にとって不可欠な金融機関であると判断された場合に救済して存続) が適用され、ついでは有名な "too big to fail" 原理が適用された。1991年のFDICIA (連邦預金公社改善法) によって、"too big to fail" 原理が原則禁止された代わりに、システミック・リスクの可能性がある場合のみが例外とされたのである。なお、処理方法の選択に当たっては、最少費用での処理が要求されている。

破綻行を存続させない場合に、経営をtake-overして短時日に取り得る選択肢としては、①P&A [資産・負債承継、purchase & assumption]、② [被保険] 預金振替 (insured deposit transfer)、③清算 (pay-off) の3種類の方式がある。

①のP&Aが最も多く使われてきた方式である。他の銀行が破綻行の資産を買収し負債を承継するのであるが、バランスシート両サイドの引受け度合いに応じて3種類に分けられる。クリーンバンク方式は、預金は全て承継するが資産は優良部分のみを買収する場合である。入札で買収行が決定した後、資本不足分と買収価格との差額を買収行に対して、FDICが支払う。ホールバンク方式は、預金を全て承継するだけでなく資産も全て買収する場合である。やはり、入札で買収行が決定した後、資本不足分と買収価格との差額を買収行に対して、FDICが支払う。不良資産の処理が残らないので、FDICが一時期最も好んだ方式であった。この二つの方式の場合、預金は保険対象外の部分も保護されている。第3の方式として、預金も保険対象部分のみに限って承継させるpro rata方式が、89年法によって導入された。

買収後に資産が不良債権化するリスクに対しては、loss-sharing arrangement (損失負担協定) を結ぶことが可能であり、典型的にはFDICが損失の80%を負担し、買収行の負担は20%に止められる。過去においては、一定期間内なら悪化した資産を返すことができるput-back optionが使われたが、近年ではこの損失負担協定を使うようになった。20%の負担があるから、買収資産から損失を出さないように努力するインセンティブが買収行にある点で、優れている。

P&Aの相手先が見つからないような場合に、残る二つの手法が使われる。この二つの方式におい

ては、保険対象外の預金は保護されない。②の預金振替は、他の金融機関に保険でカバーされた部分の預金などを引き受けさせるものである。預金は保険金の支払によって振替されるのだが、引受け金融機関が顧客獲得のためにプレミアムを支払うので、FDICのコストは③の清算よりは下がるし、預金者の手間も省ける点が優れている。なお、引受け機関が、買い取る資産は低い割合に止まっている。③の清算は、破綻行を清算して保険金を支払うのであるが、「コストが高いし、当該行の利用者へのマイナスの影響も最大であるため」、最も望ましくない方式であると、FDICは公式に表明している。

何らかの理由で、銀行を救済する場合には、資金援助(open bank assistance) や、資金援助の上での合併(assisted merger)が使われる。株主や経営陣に責任をとらせた上でブリッジバンクを設立し、新経営陣の下で経営再建しながら売却先を探す方式もとられている。資本注入・経営陣交替を経て経営が再建された機関を売却するという、スペインやスウェーデンに似た方式と言えよう。

(RTCの新手法)

1989年8月の設立時点で262行の破綻S&Lを抱え込んだRTCは、1995年末までの6年半の期間に、747行のS&Lを処理した。初期においては、FDIC理事会の下に置かれたこともあって、FDICの処理手法に倣っていた。ホールバンク方式のP&Aが、第1の選択であった。しかしながら、一つのS&L全体を引き取る買い手を見つけることの困難さから、支店売却方式(branch sale)のP&Aが多用されるようになった。破綻したS&Lの支店網の一部や個別支店の買収を認めるようになったのである。

買収行は、買い取った支店の預金を引き受けるので、買収された支店の預金の保険金支払は不要となる。買収先が見つからなかった支店については、預金振替や保険金支払も実施されているので、混合形態となる。RTCは、多様な形で買収をオプションとして呈示するように努めて、入札参加者を増やし、買収金額の増大を実現した。P&Aの多くにはput-back オプションが付けられており、一定期間内であれば、買収した資産をRTCに返すことができる。また、買収されなかった資産に関しては反対のcall オプションが設定されており、買収行は1年半以内であれば、追加的に買い取ることができる。

最終的な処理行数747行中の処理方法の内訳は、(支店売却方式も含めた)P&Aが497行(ほぼ2/3)、(被保険)預金振替が158行(約2割)、清算が92行(1割強)である。P&A中のランチセール比率は、2~3割である。RTC設立直後の89年には、預金振替が多用されており、P&Aの数も少ないが、支店売却方式は未だ採用されていなかった。

RTCは、支店売却方式のP&A以外にも、様々なイノベーションを導入した。保有不動産の証券化、不動産オークションの全国ネットなどである。優れたイノベーションは95年のRTC解散の後、FDICに受け継がれることになっている。

3-3 検 討

FDICのLDC危機対策やFSLICのS&L危機対策は、日本の今次の金融危機における対応と酷似している。日本の行政当局が真似たのではないかと思えるほどである。FDICの中小銀行破綻処理とRTCのS&L破綻処理は、ともに、猶予政策を用いない点と問題行を破綻させて処理する点で、明確に異なっている。ここで問題として浮上してくるのは、①なぜ同じ猶予政策なのに、FDICのLDC危機対

策だけが成功し、FSLICのS&L危機対策と日本の今回の施策は失敗したのであろうか、②FDICがLDC危機と中小銀行危機とを異なる処理方法で扱ったのはなぜか、③同じ時期に同じ中小金融機関相手にFSLICとFDICが異なる対応をしたのはなぜか、④なぜ一方の処理は成功裡に終わり、他方はシステムの変更にまで至ったのであろうか、といった点であろう。

それぞれに十分な吟味を必要とする問題であるし、これらに答えることは本稿の守備範囲を超えてしまう。資料やデータを用いないカジュアルな推測では、①の猶予政策の成否を分けた要因の一つは、発生時期の違いであろう。金融システムの安定期の直後に生じた危機の場合は、金融市場も生じている問題とその影響を把握しきれていなかったが、主要諸国での幾多の金融危機を経た後では、問題の進展経路が読めるようになったのである。また、IMFや世銀を通して、世界各国からの資金を借金サイドのLDCに投入したことも、貸し手側の負担を軽減したはずである。

②のFDICの対応変化は、"too big to fail"原理で説明されよう。Continental Illinois銀行ばかりが例としてあげられるが、LDC債権の危機こそがアメリカ金融市場のシステミック危機だったのである。FDICIAによる"too big to failure"原理の原則禁止の下でも、システミック・リスク回避として、何らかの特別措置が講じられたであろう。ただし、上記の①に関する推論が正しければ、かつてのような単なる猶予政策は今や維持不能であるかもしれない。

③の問題は、アメリカにおいてかなり分析された模様である。最大の理由として共通して挙げられている点は、基金残高の違いである。FDICはP&Aを遂行していくに十分な残高を持っていたが、FSLICは残高不足のために常に当座の出費を抑制するインセンティブを持っていた。ただし、LDC危機を猶予していなければ、FDICも危うかったであろう。また、S&Lの監督を担当したのが各地区FHLBであり、地区内のS&Lに所有された機関であったので、業界からの独立性が低く、S&Lを厳しく監督するよりも猶予の方に傾きがちであった。さらに、監督機能が地方分権的に地区FHLBに与えられていたのに、S&L検査はワシントンDCのFHLBBによって行われていた（検査官もFHLBB雇用の公務員）ため、地方の現場においては両機能間の意思疎通問題や相互不信も生じていたとも報告されている。また、S&Lの資産の大半が住宅ローンで信用リスクが小さかったことに検査体制が適応してしまい、信用リスクの検査が軽視されていたことも、問題視されている。

④も、よく論じられている。猶予されている間に経営方針がハイリスク・ハイリターンに変わり易かったというモラルハザードの問題や、基金からの当面の出費を抑制するために多用された保証等が最終的な費用をかえって高めてしまったことなどを、FSLIC破綻の原因とするのが通説であろう（反対意見もある）。

では、FDIC方式の問題行の破算を前提とする処理方法は、日本に適用できるのであろうか。第一に、見落してはならない点として、FDIC方式が大手の中核銀行に適用された例がないことを、繰り返しておきたい。LDC危機は完全に猶予策で対応したし、Continental Illinois銀行は"too big to fail"原理を適用したのである。さらに、FDICIAにおいても、システミック・リスクは例外となっている。今までのアメリカ方式の全体を日本に適用するならば、二層式の仕組みになるであろう。大手中核銀行の破綻は回避し、中小銀行はP&Aで処理するのである。

第二に注意すべき点としては、アメリカの金融危機の解消も、最終的には实体经济の回復に大き

く助けられたという点である。92年以後、アメリカ経済は好況を続けており、金融機関の収益も大きく引き上げられた。90年代に金利が下がったことも、どこまでが意図的な政策決定なのかは疑問であるが、金融機関の収益増に貢献したと考えられている。金融システムの回復が実体経済に貢献したのか逆なのかは、おそらく検証の難しい問題であろう。

第4節. スペインの銀行再建策

4-1 概要と背景

スペインは1970年代後半という早期から、銀行危機を経験した。第1次石油危機の影響で実体経済が不況に突入したことで、弱い監督体制の下に急速な自由化が行われて信用拡張が起ったことが原因であると考えられている。銀行危機のピークは1982～83年であった。自己取引を中心とした貸出先の集中が顕著であり、問題行は中小銀行、特に自由化後の70年代に設立された一群の新しい銀行であった。大手行を中心とした民間銀行と、中央銀行であるBank of Spainの共同出資によって、問題銀行の再建機関が設立された。試行錯誤を経た後に、この銀行再建機関が資本注入をした後に入札を行う方式を確立して、問題行の多くを国内大手行や外資に売却した。例外的に小規模行で清算されたものもある。また、Rumasa という実業＝金融の一大コングロマリットは、国有化された後分割されて、実業部門は外資系のコンサルティング会社に、金融部門は銀行再建機関に委託されて、売却された。再建プロセスにおける奉加帳的とも言えるコスト・シェアリングや、中小銀行再建が一段落した後に大手行の経営不安が生じたことなどの点では、反省すべき点も多い。

4-2 クロニクル

1977年に中小行の経営不安が表面化し、債務超過問題が流動性危機として現れた。預金保証金 (Deposit Guarantee Fund) が1977年11月に設立されて、50万ペセタを上限とする預金保険を提供した。Bank of Spain と 参加民間銀行とが折半して出資し、中央銀行内の勘定として運営された。しかし、経営破綻した銀行や清算される銀行に対してのみ資金用途が制限されていたので、銀行再建には役立たなかった。

1978年3月には、銀行公社(Banking Corporation)が追加的に設立された。やはり、出資は中央銀行と民間銀行との折半であった。経営破綻した銀行をtake-over したり、一時的に経営することもできる公社であった。公社の主目的は、問題銀行の経営を再建することであったが、資本注入が許可されていなかったため、売却するのが困難であった。他方で、Bank of Spain は、銀行検査において資産内容の審査を詳しくし、各行の収支予測を立てて、予測経路からの乖離を早期警戒シグナルとして使い始めた。

1980年に入って、預金保証基金の機構改革が実施された。独立の機関となるとともに、「預金者と基金を保護する目的で、銀行のsolvency と operation とを強化するために必要なあらゆる手段を使う」ことが、許されたのである。基金はinsolvent な機関への資金注入も許されたし、引き取り側の機関に対して様々な保証も実行できるし、不良債権を含む資産の買取も可能となった。漸くに、

問題銀行の再建を実施することが可能となったのである。問題銀行は、買収後1年以内に売却することが要求された。基金の理事会は、4名の民間銀行代表（大蔵省任命）と4名の中央銀行代表からなり、中央銀行副総裁が理事長として票決が分れたときにのみ投票することになった。基金は迅速に任務を果たし、買収した29行とRumasa関係の20行のほとんどを、買収後1年以内に売却した。

4-3 銀行再建方法

中央銀行は、問題銀行を発見すると、緊急流動性援助を実施する。中央銀行が当該銀行をviableであると判断すれば、経営改善計画と既存株主の追加出資と中央銀行貸出で、問題が解決された例もある。銀行がinsolventであると判断された場合には、既存株主への追加出資要請とともに、預金保証基金の審査官にも検査を始めさせる。追加出資要請が受け入れられない場合には、中央銀行の緊急融資が継続されないで、株主総会を開催して基金への所有権譲渡を決議するしかない。株主資本が完全に消失していた場合には、1株あたり1ペセタという名目的な価格によって、所有権は基金に掌握される。

この所有権掌握過程において、不良債権償却のために株主資本が投入されて、銀行の自己資本は縮小し、次いで基金による公的資金が資本金に投入されて、自己資本は再び増大する。短期間に縮めて拡げるので、この資本再建手法を、アコーディオン・オペレーションと呼んでいる。不良債権償却、既存株主へのペナルティ、銀行の自己資本拡充という目的をみたすオペレーションである。当然のことであるが、旧経営陣は、基金の任命する専門家と交替させられる。経営目的は、銀行経営を立て直して、基金からの援助がすべて終了してもviableであるようにし、買い手が付くようにすることである。基金の資金投入額は、不良債権償却額と正常状態における預金額とを考慮して、決定される。従って、危機前よりも多額の資本を持つようになることも、希ではなかった。

買い手は、以下のような方法で決定された。会計事務所による外部監査がなされた後、中央銀行と基金が、売却のための目論見書を作成し、内外の（選ばれた）諸銀行に配布して入札をさせ、基金の理事会が売却相手を決定した。基金理事会の決定は大蔵省へ通知される。大蔵省は何かの国益のために当該銀行を国が買収する権利を保持していた（15日間以内に決定）。目論見書には、当該銀行を基金が買収した経緯、solvency 回復のためにとられた手段、売却の目的、不良債権の基金引取り上限及び条件、などが明示された。不良債権に関する措置の部分が交渉における最大の焦点であり、基金と中央銀行からのローンの額・期限・利補、規制からの例外扱い、「隠された負債」に対する保証などが、交渉されたのである。

Rumasa コングロマリットは、影響される雇用者数が5万人と巨大であることと、基金や中央銀行の資金を非金融業の企業に使うことを避けるために、例外として大蔵省によって国有化された。国有化後に大蔵省は、ファースト・ポストを雇って、コングロマリット内最大の製造業企業2社の売却を委託し、多数の中小規模企業の売却に関するアドヴァイザリー業務を果たさせた。コングロマリットには20行の銀行があったが、その処理は基金に任された。外資を含む個別の買い手に3行を売却した後、残る17行は、大手7行の連合に売却され分割された。国内銀行は買手となっただけでなく、低利国債を引き受けて市場金利の政府預金を設定することで、その利鞘を政府にRumasa関連銀行処

理費用として提供もした。

4-4 検 討

行政・中央銀行と国内銀行業界との密接な関係、銀行と企業との密接な関係、問題銀行処理費用を民間銀行にも負担させたこと、預金保険が中央銀行内の勘定として存在したこと、預金保険機構に銀行再建・処理のための手段がなかったことなど、日本との類似点がきわめて多い。預金市場が閉鎖的であって、厚利利鞘によって銀行が助けられたことも同様である。大蔵省が信託をなくした点も同様である。ただし、周辺的な中小銀行が、問題化したのであって、中核銀行には救済費用の分担をする余裕があったことは、日本と全く異なる。また、中央銀行であるBank of Spain への信託が維持された点も日本とは異なる。

問題行をtake-over した後の資本注入のやり方や、入札のやり方などには学ぶべき点も多い。スウェーデンほどではないにせよ、やはり外資のコンサルティング会社を利用した点も注目される。

第5節. む す び

日本はどの方式を採用して、銀行の不良債権問題を処理すべきであろうか。本稿で見た例は、先進国の経験した銀行危機の3例のみであったが、一般に再建方法は大きく二つに分けられる。問題行を存続させるか否かである。スウェーデン・スペインの公的資本を自己資本に注入するバンク・ホスピタル方式と、破産を前提として売却価格と資本不足との差額を公的資金で補填するアメリカFDIC方式である。ただし、アメリカFDIC方式はアメリカにおいては大手中核銀行には適用された例がない。マネー・センターの中核行は例外扱いされてきたのである。従って、大手中核行破綻の持ち得る波及効果が小さいと賭けるのであれば、スウェーデン・スペイン方式が大手中核行に対して採るべき施策であろう。

ただし、スウェーデンが実施したように、コンフィデンス回復のために、完全な情報開示と経営責任・株主責任を明確にしたアカウントビリティを尊重したパッケージでなければならない。日本で今春実施されたような、情報開示も責任も曖昧なままに、公的資金をほぼ横並び方式で資本に注入する方式では、コンフィデンスは回復できない。

スウェーデン方式適用の問題点は、問題銀行数の多さと銀行資産の膨大さである。実行可能なのだろうか。もしも、この数量的な制約が強ければ、セカンドベストの政策として、情報開示・経営責任・株主責任の3点からなるアカウントビリティを実現することを条件として、2層式の処理方式を実施することも考えられよう。大手行および地域中核行を明確に定義してスウェーデン方式を適用し、その他の中小規模機関には破綻を前提とするFDIC方式を適用するのである。

スウェーデンは、公的資金投入により不良債権を処理すると同時に、低金利政策で経営を助けた。低金利は当時のマクロ経済の困難な状態に向けられたものでもあったが、通貨価値下落とともにマクロ経済の回復を導き、間接的に銀行業界の業績回復にも貢献した。アメリカのS&L危機においても、89年のFIRREA法によるシステム改革の後、90年代初頭にはやはり低金利政策がとられた。こ

れが銀行業績に貢献し、その後の景気回復とともに、80年代の銀行危機を過去のものとしたのである。ここで、二つの問題が興味深い。

一つは、政策の順番の問題である。低金利政策と不良債権処理と、どちらを先にするべきかである。A. Sheng の分類では、フロー対策とストック対策との順番の問題である。日本では、低金利を先に持ってきて、フロー対策によって不良債権問題を処理しようとした。銀行業界は、フローの高収益を不良資産処理や自己資本に投入し続けてきたが、資産市場の続落により不良資産が増え続けたので焼け石に水となった。コンフィデンスは低下しつづけたのである。低金利による高収益を5年間続ければ不良債権処理は終わるという92年頃の大蔵省の目算は、資産価格が当時の水準で安定化することを前提としていたので、完全に破綻してしまった。これ以上は低金利にするのが難しい。

日本の経験からの教訓として、ストック対策によって金融システムに対するコンフィデンスを回復してから、フロー対策を施して金融機関の体力回復を助けるとともに、多くの国で生じた「クレジット・クラッシュ」を軽減するというのが、より安全な順番であると考えられよう。スタグフレーション対策において、インフレと失業の処理順が問題となったことが連想される。インフレを抑制してインフレ期待を止めてから、失業対策を打つことが、多くの国で実施された。

二つめの問題は、不良債権処理と実体経済との関係である。スウェーデンにおいても、アメリカにおいても、不良債権処理が軌道に乗った後、実体経済の好況が、銀行システムの回復を後押しした。どちらも予想を超えた回復となった。不良債権処理が軌道に乗るか否かが、実体経済に大きく影響したのであるか。あるいは、実体経済の好況の要因は別にあり、実体経済が銀行の回復を生じさせたのであろうか。あるいは、第3の要因が、両者の共通原因なのであろうか。

日本の場合の不況継続と資産市場の低迷継続には、外的ショックも働いた。特に、95年の1ドル80円を切った円高は最悪のショックの一つであった。同じ年の阪神大震災も、地震によって富のストックが破壊されて減少してしまったという点では、資産価格低下と同じ影響がある。一時的な復旧需要は高まるが、多くの居住者にとっては富ストックの減少がマイナスの影響をもたらしている。勿論、80年代の過剰投資もなど、他の要因も容易に探し得よう。大恐慌の原因に関する論争と似ている。貨幣量にあたるのが、今回は不良債権なのである。

不良債権処理が、日本の実体経済を回復させる鍵となるのか否かは、定かではない。しかし、諸外国の事例は処理実施後の急速な回復を示しているし、今回の経済停滞と今までの不況との間で明確に異なる点の一つが、大規模な不良債権の存在であることも事実である。困難が伴うにせよ、処理法は存在しているのだから、実施するべきであろう。

参考文献

- Andrew Sheng, *Bank Restructuring: Lessons from the 1980s*, the World Bank, 1996.
Federal Deposit Insurance Corporation, *History of the Eighties; Lessons for the Futures*. 1997.
Resolution Trust Corporation, *Annual Report*, various issues.
Stefan Ingves and Goran Lind, "The Management of the Bank Crisis - In Retrospect", *Quarterly Review*, 1/1996, Riksbank.

IV. バブル、金融危機、金融政策

宮尾 龍蔵

第1節. はじめに

日本経済は、1990年代に入り、急激な資産価格の下落（いわゆる「バブルの崩壊」）とその後の低迷、およびそれと共に表面化した銀行の不良債権問題（「金融危機」）に苦しみ、いまだ景気回復への出口を見いだせずにいる。その中で、金融政策の果たすべき役割として、現在、さらなる金融緩和政策が1つの選択肢として検討されている。しかし一方で、それが本当に有効な解決策となりうるのか、その効果を疑問視する声も強い。

現在の政策論議に必要なのは、バブル期を含めてこれまでの経験を冷静に振り返り、金融政策が実際にどの程度効果があったのかを理解するという実証的な視点である。本章では、過去約20年間を振り返り、わが国の金融政策が一体どの時期に、どの波及経路を通じて、どの程度の効果があったのか、1つの検証を試みる。具体的には、第2節で、まず単純な理論モデルを使い、バブル崩壊後、とりわけ金融危機が進行する状況下で生じたであろう経済構造の基本的な変化と金融政策の効果波及経路の違いを明らかにする。第3節では、最近の手法に基づく実証モデルを使って金融政策の実際の効果を推定し、定量的な検証を行う。第4節では、以上の分析を踏まえて、現時点での金融緩和政策の効果について若干の考察を加える。

以下の分析で特に注目するのは、金融政策の効果波及経路の中でも、株価を通じる経路である(波及経路に関するより詳しい説明は、章末の附論を参照)。金融政策の効果は、一般には、金利の変化を通じる経路がよく知られており、例えば、金融緩和政策が行われると、金利が下がり実物投資が増える、あるいは外国との金利差が広まることで資本が海外へ流出し円安となり、その結果輸出が増える、といった効果がよく重視される。一方、附論で詳しく述べるような株価を通じる経路も、特に日本の場合重要であると考えられる。実際、株価や地価といった資産価格の変動が实体经济に対して大きな影響を及ぼすことは論を待たない。^{*1} 金融政策が株価に大きく影響を及ぼすのであれば、従来の金利を通じる効果に加えて、金融政策はより大きな効果を持つことが期待できる。もし株価への影響が小さければ、金融政策は金利を通じる効果に限定される。

^{*1} 最近の研究として、たとえば、小川一夫・北坂真一著「資産市場と景気変動」(1998年、日本経済新聞社)は、わが国の資産市場と实体经济との関連について様々な視点から分析を試みている。

本章の主要な分析結果およびメッセージを要約すれば、次の通りになる。

(i)単純なモデル分析から、金融政策の金利、株価それぞれへの影響は、想定する経済構造（人々の資産選択行動、危険資産である株価の分散等）に依存することが示される。バブルが崩壊し、さらに平成不況期にもう一段株価が下落したことで、人々のリスクを回避する傾向が強まった。また株価の上昇トレンドは大きく下方にシフトし、株価の分散も大きくなった。このような構造的な変化により、金融政策は金利に対して大きな影響を与える一方で、株価に与える効果は限られたものとなった。

(ii)モデル分析の金融危機に対するインプリケーションとしては、平成不況期の構造的な変化に対して銀行の経営陣は適切な対応をとらず、必要な情報生産・貸出し審査を行わなかった。それが借り手企業のモラルの低下を招き、不良債権問題を本質的に深刻化させたと考えられる。

(iii)実証分析から、過去20年間で金融政策の景気に対する効果が最も顕著だったのは、1980年代後半の金融緩和期、およびバブル崩壊をもたらした1990年の金融引締の時期であった。いずれも株価を通じる効果波及経路が大きく働いたものと考えられる。1995年の金融緩和政策（「超低金利政策」）は、ある程度の効果が認められるケースであるが、しかし金利を通じる経路に限定されるためバブル期ほどのインパクトはない。

(iv)現在さらなる金融緩和政策を行ったとしても、(i)(iii)の結果が示唆するように株価への影響は限られている。したがって、全体として大きな景気刺激効果は期待できない。効果があるとすれば金利を通じる経路であるが、それも「金利低下→円安→輸出増大」というプラス効果は、いまや「金利低下→円安→アジア経済/世界経済の不安定化」あるいは「金利低下→円安→資本流出→株価下落」、さらに「金利低下→銀行のモラルの低下（不良債権処理の先延ばし）→根本解決の遅れによる一層の日本売り（円安・株安）」といったマイナス効果に相殺される可能性が高い。

第2節. 単純な理論モデルと金融政策の効果

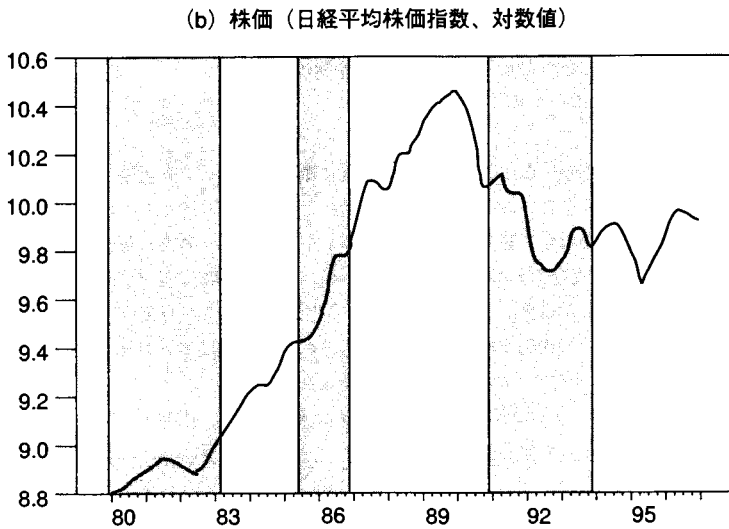
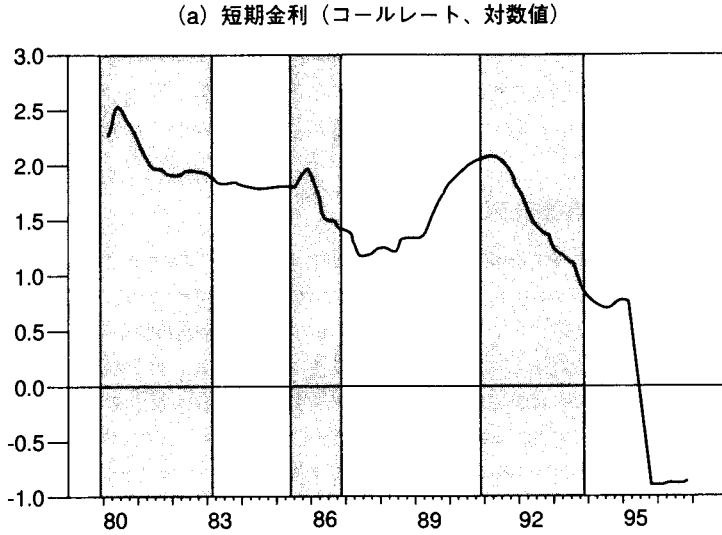
2-1 金利と株価の変動：経験的事実

まずはじめに、金融政策の効果を理解する鍵となる金利と株価という2つの変数の実際の動きを見てみよう。図1には、代表的な短期金利であるコールレート（有担保オーバーナイト）と株価（日経225種平均）の実際の値をプロットしている。対数を取っているので、変化の大きさが変化率として理解できる。^{*2} たえば、95年9月に公定歩合は0.5%に引き下げられ、それと共に、コールレートも1%を下回った。その時、金利の対数値は図で示されているようにマイナスとなる。変化率で見た場合、95年の金利低下がいかに大幅なものであったかが理解できる。

この図1を見ると、金利と株価の変動について、次のような基本的な特徴が浮かび上がってくる。まず、1980年代には、基調として金利は緩やかに低下し、一方株価は大きく上昇している。また

^{*2} たえば、金利が5%から4%に下がった場合と、2%から1%に下がった場合とを比べると、共に変化の大きさは同じ1%ポイントであるが、それを変化率でみると前者は20%の低下であるのに対し、後者は50%の低下となる。対数を取ることで、近似的に、このような変化率で変動の大きさを理解することができる。

図1. 金利と株価の変動



1990年のバブルの崩壊初期には、逆に、金利の上昇と株価の大幅な下落が見られる。つまり、1990年までは金利と株価は逆方向に動き、その際株価は金利よりも大幅に変化するという特徴が見られる。

次に、1991年から92年頃のバブルの崩壊後期(あるいは平成不況の前半期)には、金利と株価は共に下落している。つまり、この時期、金利と株価の基本的な変動パターンは変化し、両者は同じ方向へ動くという特徴が観察される。

最後に、1993年以降、つまり平成不況の後半期以降には、80年代に見られた金利低下、株価上昇という反対方向の動きが部分的に復活する。しかし、この期の特徴は、金利の方が大幅に低下し、株価の上昇は小幅なものにとどまっている(あるいはほとんど変化しない)という点である。

2-2 単純な資産市場モデル

図1で観察されたような経験的な事実は、どのような理論モデルで説明できるだろうか。ここでは、金利と株価の決定を共通のフレームワークで分析するため、貨幣、債券、株式の3資産から成る単純な資産市場のモデルを考える。^{*3} 3つの資産を想定するので、相対価格は2つ、すなわち、金利(債券価格の逆数)と株価が存在する。各資産に対する需要は、それぞれ、自らの価格の変化にはマイナスに反応し(価格が上がれば需要は下がる)、他の資産価格には逆の反応をすると仮定する。すると各資産市場の均衡は、需要から供給を差し引いた超過需要関数=ゼロの式で表現される。

いま3つの資産市場のなかで2つの市場の均衡が成立すれば、与えられた総資産が一定の下で、残る1つの資産市場の均衡も達成されることから、ここでは債券市場を落として、貨幣と株式の2つの市場の均衡式から金利と株価の同時決定を論じることとする。

図2には、貨幣市場、株式市場それぞれの均衡関係(需給一致式)を表す曲線—MM曲線、KK曲線—を例示的に表現している。ここでMM曲線は「貨幣市場が均衡するような株価と金利の組み合わせ」を表し、KK曲線は「株式市場が均衡するような株価と金利の組み合わせ」を表している。したがって、両曲線が交わる点で2つの市場が共に均衡することになり、その時、均衡の金利水準、株価水準が決定される。

MM曲線の傾きが右上がりになることは、次のように確認できる。いま貨幣市場の均衡が成立しており、MM曲線上のある点にいるものとする。その時、株価が上昇すると、それは代替的な他の資産価格の上昇であるため貨幣に対する需要が増える。したがって、貨幣市場は需要が供給を上回る需要超過の状態となる。貨幣市場の均衡を回復するためには、債券価格が低下(つまり金利が上昇)し、貨幣需要を減少させることが必要となる。結局、ある均衡から出発して株価が上昇した場合、金利が上昇することで貨幣市場の均衡が回復することになり、MM曲線は右上がりとなる。同様の議論から、KK曲線の傾きが右下がりになることも確認できる。

この図2のモデルの下で、金融政策の効果は、たとえば金融緩和と政策の場合、MM曲線の右下方シフトとして表現される。その直感的な説明としては、先の議論と同様に考えることができる。最初

^{*3} 以下の議論は、基本的に Alan H. Meltzer, "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective," (Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, 1995, pp. 49-72)で例示された分析フレームワークに基づいている。違いは、Meltzerは株式市場を落として議論しているが、ここでは債券市場を落としている点である

図2 金利と株価の同時決定

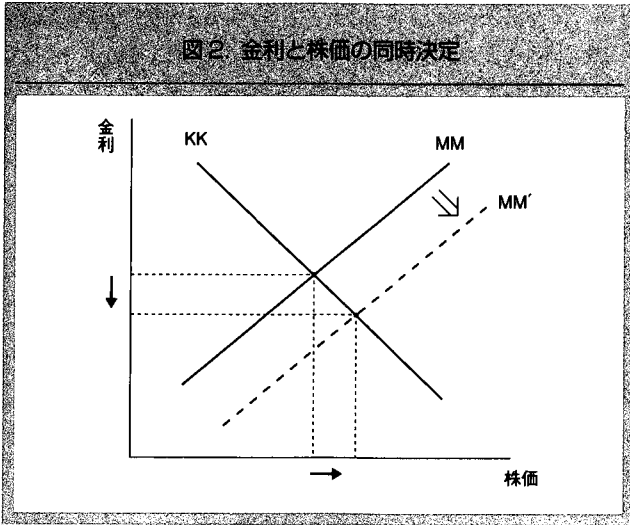
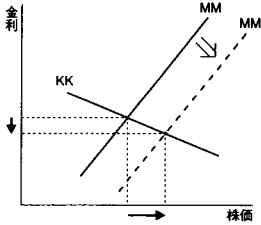
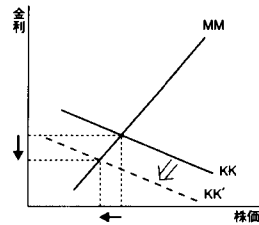


図3 金利と株価の変動と金融政策の効果

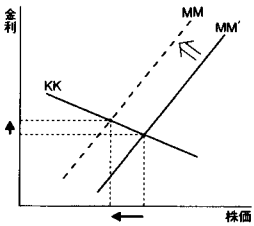
(a) 1980年代の金融緩和



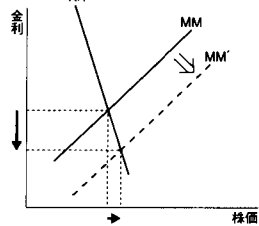
(c) 1991年から1992年の株式需要の低下



(b) 1990年の金融引締



(d) 1993年以降の金融緩和



の均衡点から出発して貨幣供給が外生的に増えると、貨幣市場は供給が需要を上回る超過供給の状態となる。再び均衡を回復するには、当初の金利水準一定の下では、株価が上昇してより多くの貨幣が需要されるなければならない。つまりMM曲線は、金利を一定として考えると、グラフでは平行に右にシフトする（あるいは株価を一定として考えると下にシフトする）。このように、金融緩和と政策の結果、MM曲線は右下方にシフトし、それに応じて金利は低下、株価は上昇する。

2-3 モデルの解釈：各時期における金利と株価の変動

この理論モデルを使うと、図1で観察された各時期の金利と株価の変動の特徴をうまく説明することができる。まず、1990年までの基本的な特徴は、図3の(a)と(b)に表わされている。ここではKK曲線の傾きは比較的緩やかなものを想定しており、金融緩和と政策(すなわちMM曲線の右シフト)によって、金利は低下、株価は大幅に上昇する(図3(a))。また逆に、金融引締政策はMM曲線を左にシフトさせ、金利の上昇と株価の大幅な下落をもたらす(図3(b))。これらは、1980年代のバブル期と1990年のバブルの崩壊初期の状況をうまく表現しているものと言えよう。

次に、1991年から92年頃までのバブル崩壊後期の特徴は、図3(c)に描かれているように、KK曲線の左下方シフトによって説明できる。KK曲線のシフトの要因としては、株式需要の外生的な変化が考えられる。当時、金融引締政策によってバブルがはじけ、これまで人々が想定していた右肩上がりの経済の成長期待・株価の上昇期待が消滅し、株式需要そのものが減少した。それはKK曲線の左シフトとなり、その結果、金利、株価ともに下落する。^{*4}

最後に、1993年以降の特徴が図3(d)に示されている。ここではKK曲線の傾きがより急になっていることに注意されたい。その結果、金融緩和と政策の株価に与える効果がより小さなものになっている。つまりMM曲線の右シフトによって、金利はより大きく下落するが、株価の上昇は限られている。1993年、そして特に1995年の金融緩和と政策の効果は、この図3(d)を用いてうまく説明できるであろう。

以上の解釈で、特に図3(a)(b)と図3(d)の比較から明らかなように、金融政策の効果の違いをもたらす鍵となる要因は、KK曲線の傾きの大きさである。KK曲線の傾きの大きさは、言葉で言うと、「株式需要が金利の変化に反応する度合い」に相当する。つまり、金利の変化に株式需要がより敏感に反応する時、KK曲線の傾きはより緩やかになり、逆の場合には、傾きはより急になる。では、この金利に反応する度合いが具体的にどのような要因によって決まるかということ、それは資産選択の理論から、人々が価格変動のリスクを回避する度合い（「危険回避度」）や、株価の変動の大きさ（「株価の分散」）に依存することが知られている。危険回避度が低く人々が価格変動リスクをより好む場合、また株価の分散がより小さい場合には、株式需要の金利反応度が大きくなり、したがってKK曲線の傾きは緩やかとなる。

実際、1980年代のバブル期の状況を思い起こすと、人々はより危険を好むような行動をとっていた。

^{*4} このKK曲線のシフトを考慮すると、先の1980年代の特徴はより現実的に解釈することができる。1980年代後半のバブル生成期には、株価の上昇期待がコンスタントに上がっていたものと考えられ、それは株式需要の増加、すなわちKK曲線の右上方シフトとなる。これを図3(a)の金融緩和のストーリーに加えて考えると、金利の低下はより小幅なものとなり、株価はさらに大幅に上昇する。

また当時の株価は、その右肩上がりのトレンドの回りの変動幅、つまりトレンドを除いた株価の分散は大変小さい。したがって当時のKK曲線の傾きは比較的緩やかであったと考えられる。一方、1990年にバブルがはじけ、そして図3(c)でみたように、その後もう一段株価が下落したことで、株価のトレンドは大きく下方にシフトしたことが認識され、それにもなって株価の分散も大幅に上昇した。^{*5} また、それにもなって、人々の資産選択行動もよりリスクを回避する方向にシフトした。このようにして、平成不況の1993年当時、KK曲線の傾きがより急になったものと解釈できる。

2-4 構造的な変化と金融危機

興味深いことに、KK曲線の傾きがシフトしたその時期に、現在の金融危機につながる不良債権問題の本質的な部分がスタートしたと見ることができる。当時、銀行の経営陣は、またいずれ株価の上昇トレンドは復活するものと安易に考え、特に貸出審査を厳しくするわけでもなく、これまで通りの行動を続けていたのではないかと。株価のトレンドがシフトし分散が大きくなった今、借り手企業のバランスシートが悪化する可能性が以前より高くなり、その結果、情報の不完全性からくる「逆選択」「モラルハザード」の問題がより深刻になる（この点については附論の(e)を参照）。当然、銀行は審査を厳しくし、不良な借り手に対する貸付けを制限してしかるべきである。しかし、銀行のマネジメントは、このような構造的な変化や貸し倒れリスクの増大を適切に把握せず、旧態依然の行動を続けて不良な貸付を増やし続けた。その結果、今日の金融危機に至ったと考えられる。現在の多額の不良債権の根本的な要因は、バブルの崩壊（株価・地価の下落）そのものよりも、その後に生じた経済構造の変化を見誤り、必要な情報生産を怠った銀行経営のあり方に求められるべきである。

以上、本節の分析をまとめると、日本経済はバブルの崩壊とその後一段の株価の下落を経験し、人々の資産選択行動や経済状況の与件が基本的に変化した。人々はよりリスクを回避するようになり、また株価のトレンドは大きく下向きに修正され、分散が大きくなった。このような経済構造の変化は、本稿の理論モデルでは、図3(d)のようにKK曲線の傾きがより急になることに現れる。その結果、金融政策の株価に与える影響は極めて限られたものとなった。また、その金融危機に与えるインプリケーションも重要である。銀行の経営陣がその構造的な変化に適切に対処せず、必要な情報生産・貸出し審査を行わなかったことが不良債権問題を本質的に深刻化させた。

第3節. 実証モデルによる検証

前節の考察を踏まえ、本節は、わが国の金融政策の効果が実際どの程度あったのか、ある実証モデルを用いて推定することを試みる。前節で示唆されたことは、(i)80年代の特に後半の金融緩和政策は、株価を通じた経路が大きく働いた可能性があるということ、(ii)平成不況期以降の最近の金融緩和政策は、株価の経路が機能せず、従来の金利を通じる経路にその効果が限られていること、と

^{*5} 実際、図1(b)をもとにして株価のトレンドの推定値と標本分散を計算すると、1980年から1989年末までの期間は、それぞれ0.0426と0.0184。それが1980年から1992年末までの期間で計算すると、それぞれ0.0280、0.0752となる。トレンドは下方にシフトし、また標本分散は約4倍大きくなっている。

いう2点に要約できる。以下では金利と株価という2つの経路を合計して考え、各時期の金融政策が全体としてどれほどの景気刺激効果を持っていたのか、定量的に検証する。

3-1 モデル

ここで用いる実証モデルは、近年のマクロ経済の実証分析でしばしば応用される「時系列分析」と呼ばれる分析手法に基づいている。^{*6} マクロ経済の変動を描写する基本的な変数として、実質GDP、貨幣供給量(M2+CD)マイナス名目GNP、実質実効為替レート、および実質株価という4つの変数を想定し、これらの変数の変動が、互いに独立な4種類の構造ショックによって引き起こされると仮定する。この4つの構造ショックは、ある制約条件を課すことで、それぞれ「実物ショック」、「貨幣ショック」、「為替レートショック」、「株価ショック」と名付けることができる。

1975年から1996年までの4半期データを使って、この4変数からなる実証モデルを推定することで、それぞれの構造ショックが景気に対してどれほどの効果をもたらすか、換言すれば、実質GDPをどれだけ増やすか推定することができる。我々の関心である金融政策の効果は、貨幣ショックの実質GDPに与える効果に相当する。以下、主要な推定結果を紹介する。

3-2 推定結果

図4には、各構造ショックに対し実質GDPがどのような反応を示すか、その推定結果が示されている。各グラフの実線が各ショックに対する生産の反応の推定値、点線が推定の誤差を表している（したがってこの点線のバンドの幅が小さいほど良い）。グラフの縦軸は実質GDP（単位はパーセント）、横軸は期間（単位は4半期）である。

各構造ショックの結果を順に見てみると、まず、実物ショックの効果は4つの構造ショックの中でも最も大きいことが分かる(図4(a))。実物ショックは、生産を直ちに約0.6%増やし、その効果は累積的に増加して、約2年後(8期間後)に0.75%に達する。貨幣ショック、すなわち金融緩和政策の効果も、実物ショックに次いで大きい(図4(b))。当初の効果は小さいものの、貨幣ショックは最終的に0.3%程度実質GDPを増加させる。為替レートショック(円高ショック)は、生産に対してマイナスの効果を持ち、約0.2%国内生産を減少させる(図4(c))。株価ショック、すなわち株式需要ショックは、生産を0.3%弱引き上げる効果を持つ(図4(d))。これらの推定結果はいずれも標準的な経済理論と整合的であり、本実証モデルは、全体として、わが国の景気の変動要因を分析する道具として有用であることが確認できる。

金融政策の効果について、もう少し詳しく見てみよう。バブル崩壊後の金融緩和政策の中でも、とりわけ1995年は、公定歩合が4月に1.75%から1%に、そして9月には0.5%まで引き下げられ、歴史的な超低金利政策が実施された特筆すべき年である。この大幅な金融緩和政策の効果は、それ以前

^{*6} 実証モデルの詳しい説明についてはここでは割愛する。モデルは「構造型ベクトル自己回帰モデル」として知られるもので、筆者の過去の研究(Ryuzo Miyao, "Long-Run Effects of Real, Monetary and Exchange Rate Disturbances: The Case of Japan," manuscript, Kobe University, 1997)を発展させ、株価を含めた4変数モデルに拡張したものである。

図4.各構造ショックに対する生産の反応

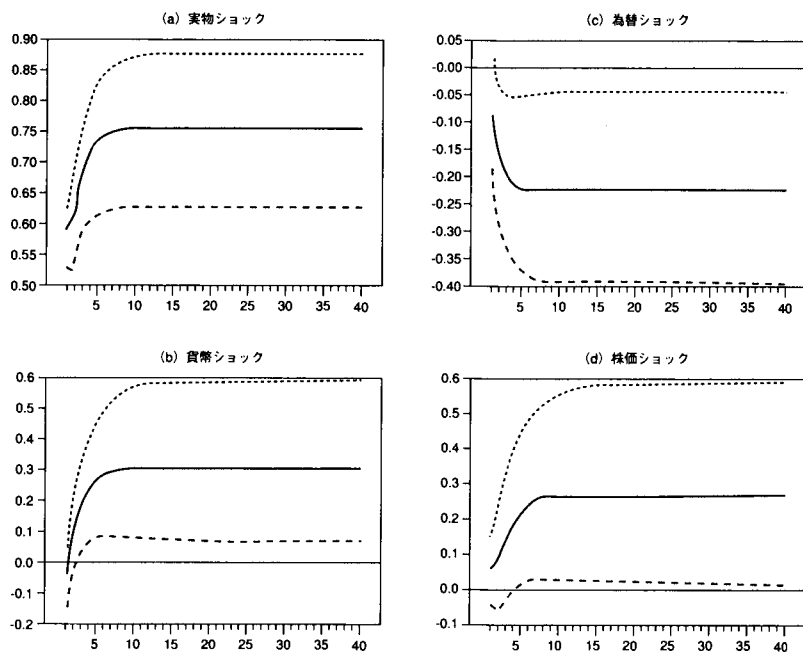
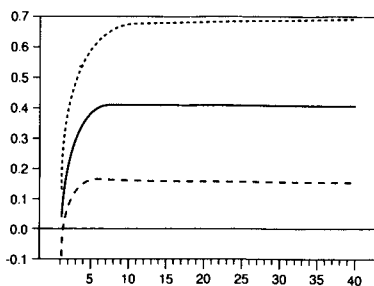


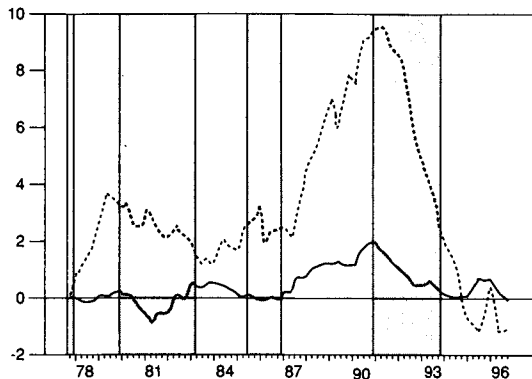
図5.貨幣ショックに対する生産の反応
(推定期間：1975-1994)



と比べて果たしてより大きなものだったのだろうか？ この問題を調べるために、推定期間を少し短くして、1994年末までのデータを用いて先と同じモデルを推定した。その結果が図5に示されている。これは、先の図4(b)に対応するグラフで、貨幣ショックに対する生産の反応を表している。その結果を見ると、実質生産は約0.4%増加しており、図4(b)と比べて貨幣ショックはより大きな効果を持つことが分かる。逆に言うと、1995-96年の期間を分析に加えることで、金融政策の効果はそれ以前に比べてより小さなものになった。つまり、1995年の金融緩和政策は、金利があれだけ大幅に引き下げられたにも関わらず、それ以前と比べてより小さな効果しかもたらさなかったことを示している。

さらに視点を変えて、歴史的に見て、金融政策がどの時期にどれだけの効果があったのか調べてみよう。実質GDPの系列は、それぞれの構造ショックによって説明される部分に分解することができる。図6には、貨幣ショックによって説明された実質GDPの系列が表されている。グラフの縦軸は実質GDPの対数値を表し、点線が分解前の実質GDPそのもの、そして実線がその中で貨幣ショックによって説明された部分である（共にトレンドは取り除かれている）。これを見ると、80年代後半の金融緩和政策が、過去約20年の中で、最も顕著な景気刺激効果を持っていたことが分かる。たとえば、平成不況に入る直前の景気のピーク時点でみると、実質GDPの約2割が金融緩和政策の影響によって説明される。86年から87年にかけて公定歩合は段階的に引き下げられ、その一方で株価は大きく上昇した。金融政策の株価を通じる効果波及経路が大きく機能したことがこの結果からも見て取れる。またバブルの崩壊により1991年に平成不況が始まったが、その引き金を引いたのもそれに先立つ金融引締政策であったことが示されている。その時も株価を通じる経路のマイナスの効果が大きく働いた。そして1995年の金融緩和期を見ると、景気に対するプラスの効果が現れているものの、バブル期のような目覚ましいインパクトは見られない。株価が金融政策に反応しなかった結果、相対的に小規模な景気浮揚効果にとどまったと解釈できる。

図6.貨幣ショックによって説明される生産の変動
(点線は分解前の実質GDP)



第4節. おわりに

最後に、本章の分析結果を踏まえ、現在議論されている「さらなる金融緩和政策」の効果について若干の意見を述べたい。

第2節で考察したように、バブル崩壊とその後のもう一段の株価の下落を経験し、人々はよりリスクを回避する傾向が強まった。また株価のトレンドは下方にシフトし分散も大きくなった。このような経済構造の下では、金融政策は金利を大きく下げることが、株価への影響は限定的である。また、第3節の実証分析で示したとおり、事実、1995年の金融緩和政策効果は、以前に比べてより小さいものであった。見方を変えれば、それでも(金利経路を通じて)ある程度の景気刺激効果があったと言えることもできるだろう。問題は、現在さらに金融を緩和して、少なくとも1995年と同程度の効果が得られるかどうかである。

この点について、筆者は大変懐疑的である。1995年の金融緩和期に最も機能したのは「金利低下→円安→輸出増大」という経路であろう。当時は1ドル80円を超えるような行き過ぎた円高であり、それを是正する低金利政策の効果は少なからず存在した。しかし6月末現在、1ドル140円という円安水準である。しかもこれは、日米協調介入で135円まで円高に戻した後、また介入前の水準に戻ったことを意味する。基調としての円安は何ら変わっていない。しかもこの円安基調はアジア経済ひいては世界経済の大きな不安定要因となっている。また、もう一段の金融緩和を検討することは、円安ドル高期待をさらに膨らませて資本はより海外に流出し、株価の一層の下落につながる恐れがある(モデル分析で言えば、KK曲線の左シフト)。さらに言えば、金融を一層緩和することで銀行部門のモラルの低下を招き、不良債権処理の先延ばしにつながる可能性も否定できない。それは問題の根本的な解決をかえって遅らしてしまうことになりかねず、さらなる「日本売り」つまり円安・株安につながるであろう。

一部には、大幅な金融緩和によってインフレを起し、実質金利を低下させ、また借り手の債務の実質的な価値を減らすことで企業、家計の支出を刺激するというシナリオが議論されている。このシナリオの決定的な問題点は、どの程度の金融緩和で何パーセントのインフレになるのか、また一体いつインフレになるのか、効果の大きさ、発現のタイミングの両面で極めて予測が困難なことである。もしインフレが行き過ぎてしまった場合に一体どうするのか。そうなってしまったから逆に沈静化させようとしても、すぐには無理である。70年代初めの狂乱物価の経験からそのコストの大きさは明らかであろう。インフレ政策の可能性を検討するのであれば、まず効果の大きさとその発現のタイミングの予測値を示し、その妥当性、信頼性を議論するということから始めなければならない。

以上の考察から言えることは、金融緩和がもたらすマイナス効果がそれぞれ非常に懸念され、プラスの効果を相殺してしまう可能性が極めて高いということである。現時点でのいま以上の金融緩和政策は、取るべき選択肢として考慮すべきではないと考える。

附論. 金融政策の波及経路：金利と株価を通じる経路

金融政策の効果、有効性といったものを論じるための準備として、金融政策がどの経路を通じて景気に影響を及ぼすのかという「金融政策の波及経路」について整理しておきたい。^{*7} 金融政策が及ぼす効果には、大きく2つに分けて、金利の変化を通じる経路と、株価の変化を通じる経路が考えられる。

1. 金利を通じる経路

(a) 標準的な経路：標準的な経済学の教科書でも解説される通り、例えば金融緩和政策を考えると、金利が低下することで、銀行借入れの金利コストが低くなり、企業はより多くの設備投資などの実物投資プロジェクトを行うことが可能となる。つまり、

「金融緩和→金利低下→実物投資増加→総需要・生産増加」

(b) 為替レートを通じる経路：国際的な資本の移動が大変活発な現在においては、為替レートを通じた経路も重要である。つまり、金融緩和によって日本の金利が低下すると、海外との金利差がより大きくなることから、海外への投資が多くなる。したがって、外国為替市場でより円が売られ外貨(例えばドル)が買われ、円安ドル高となる。円安により、輸出企業の輸出財の価格が低下してより多く輸出が行われる。すなわち、

「金融緩和→金利低下→為替レート上昇(円安)→輸出増加→総需要・生産増加」

2. 株価を通じる経路

本稿全体を通じて焦点を当てるのは、とりわけこの株価を通じる経路である。これには、少なくとも次の3つの経路が考えられる。

(c) 投資に関するトービンの q 理論：トービンは、 q という変数を「 q =企業価値/設備資本の価格」と定義し、 q が上昇すれば実物投資が増えるという理論を展開した。株価が上昇して q が上昇すれば、新規の設備資本は相対的により割安になり、したがって企業は、株式発行により得た資金で割安の資本設備をより多く購入することができることとなる。つまり、もし金融緩和によって株価が上昇すれば、トービンの q の上昇を通じて実物投資が増大する。

「金融緩和→株価上昇→ q 上昇→投資増加→総需要・生産増加」

(d) 資産効果による消費の増大。金融緩和により株価が上昇すると、家計の金融資産の価値が上がり、家計の生涯所得が増加することから消費需要が増大する。

「金融緩和→株価上昇→家計の資産価値上昇→消費増加→総需要・生産増加」

^{*7} この附論は、Frederic S. Mishkin, "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism," (Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, 1995, pp.3-10)の解説を、更に整理してまとめたものである。

(e) 銀行貸し出しを通じる経路。資金の貸し手である銀行は、借り手（典型的には中小企業）のプロジェクトの内容、あるいは投資行動といった情報が完全に正確には把握できない。このように情報が不完全(あるいは非対称)である場合、銀行の意図とは逆に、かえって貸し倒れリスクの高い企業に融資してしまったり（「逆選択」）、融資後、企業はよりリスクの高い投資に乗り換える（「モラル・ハザード（モラルの低下）」）という問題を引き起こす可能性がある。金融緩和政策によって株価が上昇すれば、貸し出し担保の価値は上昇するので、たとえ逆選択によって貸し倒れとなったとしても損失は比較的軽く済む。また、株価が上昇すれば、その企業の価値も上昇するので、一か八かといったモラルハザードの問題も生じにくい。危険度の高い投資を行って失敗した場合、せっかく価値の上がった自分の企業を手放すことになり、その企業にとって失うものは大きいからである。このように、株価の上昇によって企業のバランスシートが改善する結果、情報の不完全性から生じる問題が緩和され、銀行貸し出しが増え、銀行融資に依存している借り手企業の投資が増大する。

「金融緩和→株価上昇→企業の価値上昇→逆選択、モラル・ハザード低下→銀行貸し出し増大→投資増加→総需要・生産増加」

参考文献

- 小川一夫・北坂真一「資産市場と景気変動」1998年、日本経済新聞社
- Meltzer, Alan H. "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, 1995, pp. 49-72
- Mishkin, Frederic S., "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, 1995, pp.3-10
- Miyao, Ryuzo, "Long-Run Effects of Real, Monetary and Exchange Rate Disturbances: The Case of Japan," manuscript, Kobe University, 1997

補論. 最近の金融機関の破綻小史

石垣 健一

1990年代にはいると、まず株価が、そして少し遅れて地価が急速に低下し始めた。株価は1992年8月18日にバブル崩壊後最安値1万4309円となり、また地価も公定歩合の引き上げや不動産向け融資の総量規制によって低下しはじめ、91年通年で全国の地価はマイナス4.6%下落し、大都市圏の下落幅は2桁を超えた。この結果、銀行の不良債権が著しく増加し始めた。大蔵省のヒヤリング調査によれば、都銀、長信銀、信託銀行の6ヶ月以上の延滞債権の残高は、92年9月末現在で12.3兆円あり、その内担保・保証でカバーされていない残高が4兆円あることが明らかになった。

このような状況の中で、金融機関の破綻が次第に増えて行く。1991年から94年にかけて、東邦相互銀行の伊予銀行による救済合併に始まり、東洋信用金庫、釜石信用金庫などの中小零細金融機関の破綻が年1-2件のペースで発生するようになった。その中で94年12月の東京協和信用組合と安全信用組合の破綻は人々の注目を集めた。東京協和信組の高橋理事長はバブル時代の寵児の1人であり、内外で不動産関連事業を幅広く展開した経営者であり、しかも両信組の大口借り手であったこともあり、この破綻処理がどのように行われるのかが、注目された。大蔵省と日本銀行は「信用秩序維持」の名目で、主要な預金者であった1,000万円以上の大口預金者もふくめてすべての預金者を保護し、不良債権も含む2信組の事業を東京共同銀行を設立して引き継ぐことにした。このような処理の仕方が適切であったかどうかははなはだ疑わしい。

しかし、この時期までの金融機関の破綻は数も少なく規模も小さかったので、その社会的影響は限定的であった。ところが、95年になると破綻金融機関の数は、6件にのぼった。特に同年8月30日に、第2地銀の最大規模銀行であった兵庫銀行と最大信組であった木津信用組合が同時に破綻した。これらの金融機関は以前から問題金融機関とされていたが、木津信用組合は8月29日48億円の「取り付け」にあい、翌30日に大阪府の業務停止命令がだされ、信組首位の木津信用組合はあえなく破綻してしまった。兵庫銀行の場合は、関連ノンバンクの大量の不動産関連の不良債権と阪神・淡路大震災による打撃から経営不振が表面化し、預金量約2兆円のうち1,000億円が2月、3月の2ヶ月のうちに流出し、3月中に譲渡性預金も1,130億円減った。このような状況の中で8月30日兵庫銀行は破綻した。3月末段階では、公式には610億円の不良債権と発表していたが、しかし破綻後に不良債権額は約7,900億円であることが、明らかになった（8月末段階）。このような不良債権額の大幅な違いはこれまで公表さ

れてきた不良債権額は故意か偶然か、過小評価されたものであり、信用できないのではという疑惑を招くものであった。破綻当日の記者会見で当時の武村大蔵大臣は懸案事項となっていた2金融機関の処理に目処が立ったとして、金融不安ムードに終止符を打てたとの認識を示したが、しかし大蔵大臣の希望にもかかわらず、金融機関にたいする不安感はいじはじはと浸透していった。

加えて、バブル崩壊以後、深刻な問題となっていた住宅金融専門会社（住専）の不良債権問題の解決が不可避の課題となった。公示地価の下落による不動産市況の悪化で、住専7社の自主再建は困難となり、母体行による住専処理、場合によれば、公的資金の導入による処理がなされる必要があった。住専処理をめぐる大蔵省、農林省、母体行、農協系金融機関間の不透明な取り引きや税金という公的資金の使用の是非について、激しい論議が行われた。結局住専問題の処理は、1996年6月の国会での住専処理法案の成立によって、第1次損失6兆4,100億円は母体行3兆5,000億円、一般行1兆7,000億円、農林系金融機関5,000億円、そして財政資金6,800億円によって決着したが、この問題はバブルの金融システムに与える影響がいかに大きいかを教えてくれただけではなく、住専の母体である銀行システム全体が抱える不良債権問題の重大性を浮き彫りにするものであった。

1996年11月には、債務超過に陥った阪和銀行に対して戦後初めて、大蔵省は業務停止命令を出した。兵庫銀行、太平洋銀行に次ぐ、3番めの銀行の破綻であった。1997年にはいと、信用組合、信用金庫、第2地方銀行以外の金融機関にも破綻の波が押し寄せるようになった。1997年4月25日大蔵省は日産生命保険に業務停止を命じた。戦後初の生命保険会社の破綻である。同社の97年3月期決算では525億円の最終損失になると発表されたが、実際には1853億円の債務超過になっていた。バブル期の高利の保険商品の発行とその後の低金利時代の到来による逆鞘構造の定着やデリバティブの失敗がその原因とされた。10月14日には京都共栄銀行が破綻し兄弟銀行とも言うべき幸福銀行に営業譲渡された。11月3日、業界7位の準大手証券会社三洋証券は会社更生法の適用を東京地方裁判所に申請し、事実上倒産した。同社は系列ノンバンクの不動産融資の不良債権化とバブル崩壊後の株式市場の不振による本体の業績悪化によって、劣後ローンの返済期日の延長ができなかったため、会社更生法の申請がなされた。他の証券会社との合併の道を探したが、成功しなかった。11月17日、北海道拓殖銀行は自主再建を断念し、主として北海道の第2地銀の北洋銀行に営業を譲渡する旨発表した。金融機関の破綻は日本の金融システムの中心にある都市銀行にまで及んだのである。多額の不良債権を抱えていた北海道拓殖銀行は、当初、北海道銀行との合併で困難を乗り越えようとしたが、それが白紙撤回になった後、株価が急落し、三洋証券の破綻もあって、信用リスクに敏感になっていた短期金融市場での資金調達に困難になり、またこのような状況によって預金流出が起り、最終的に資金繰りができずに、破綻してしまった。これまでの銀行破綻は金融当局主導で行われてきたが、拓銀の破綻は市場によって追い込まれ破綻であった。政府がこれまで言ってきた「大手20行はつぶさない」という言葉は反古となった。いまや日本の金融システムは傷み、不安定化してしまったことが、だれの目にも明らかになった。

拓銀破綻の1週間後、またしても金融システムを大きくきしませる事態が発生した。山一証券の自主廃業という形での倒産である。山一証券は慢性的な業績不振、総会屋への利益供与事件による信用失墜を背景に株価急落で信用不安が高まった結果、金融市場からの資金調達が困難になったのに加えて、2,648億円もの簿外債務が判明したために自主廃業に追い込まれた。松下日本銀行総裁は

日銀法25条に基づいて日銀特融として山一証券に対して顧客財産の返還、対外取り引きの決済などに必要な資金を供給すること、不測の事態には市場に対して潤沢に資金を供給する旨を表明した。また三塚大蔵大臣は金融システムの安定を目指して、公的資金の導入も含めたあらゆる選択肢を検討し、預金者、投資者、保険契約者の保護に万全を期すことを表明した。このような政府、日銀の対応によって、山一の破綻が金融のシステムリスクにつながることは一応回避されたが、1997年11月に生じた三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の一連の破綻は、不良債権問題という悪性の病巣が日本の金融システムの中核部にまで及んでおり、緊急かつ強力な対処を行わなければ取り返しのつかない事態になりかねないことが明らかになった。

大蔵省は、1998年1月、銀行の自主査定に基づく不良債権額を公表した。都市銀行等大手銀行、地方銀行、第2地方銀行全体の不良債権総額は76兆7,000億円で、うち大手銀行54兆3,000億円、地銀14兆5,000億円、第2地銀7兆9,000億円であった。これは1997年9月の公表不良債権額21兆7,000億円の3.5倍、与信総額の12%にあたる（ただし両者の不良債権の定義はことなる）。このような大量の不良債権を処理し、預金者を保護し、健全な金融システムの再建のために1998年2月16日いわゆる金融2法が成立した。「金融機能安定化措置法」と「預金保険法改正」である。前者は金融危機時に金融機関の自己資本強化のため、優先株等を公的資金で引き受けることをみとめている。預金保険機構内の金融危機管理勘定に3兆円の国債の交付と10兆円を上限とする政府保証枠を与え、整理回収銀行に委託して自己資本強化のために金融機関が発行する優先株などの購入を行う。後者は経営破綻した銀行の預金を保護するために預金保険機構内に特別業務勘定を置き、国債7兆円、政府保証枠10兆円、合計17兆円で預金者の預金を全額を保護するためのものである。不良債権問題処理のために、公的資金を導入する枠組みが設けられたのである。

1998年3月大手銀行18行と地銀3行が自己資本強化のために公的資金の導入を申請して認められたが、個別行間の経営内容の違いについて処理がなされておらず、あいかわらずの護送船団方式ではないかという批判がなされた。

4月1日から改正外為法が施行され、日本版ビッグバンが始まった。また金融機関を自己資本比率の大きさにしたがって、経営改善のための措置を取るよう促す「早期是正措置」が導入された。この措置によって銀行はたえず自己の自己資本比率に注意してリスク管理を行う必要がある。株価の低下、不良資産の累積によって、自己資本比率が低下している金融機関は、それを引き上げる必要があり、リスクの高い資産を減少させたり、優先株や劣後ローンの発行による自己資本増強が必要になる。前者は「貸し渋り」となって、景気後退を招く恐れがある。

ビッグバンの開始は、金融システムの動揺とあいまって、国内金融機関同士、あるいは異種金融機関間の、また国際的な金融機関間の提携・合併を促し、世界および日本の金融界の再編成を進展させている。シティコープとトラベラーズ・グループとの合併の合意、日本興行銀行と野村証券との提携、トラベラーズ・グループと日興証券との包括的提携などが生じている。

最近の金融機関破綻年表

- 1991年 7・8 損失補填問題で大蔵省が野村、日興、大和、山一を処分
 7・24 来島ドッグ問題で経営不振に陥った東邦相互銀行を伊予銀行が救済合併
- 1992年 4・28 三和銀行、尾崎縫事件によって経営難になった東洋信用金庫を吸収合併
 8・18 東証平均株価終値バブル崩壊後の最安値1万4309円
- 1993年 1・1 共同債権買取機構設立
 4・1 金融制度改革法施行。銀行・信託・証券子会社による相互参入可能に
 5・21 釜石信用金庫破綻
 8・6 細川内閣発足
- 1994年 1・1 北米自由貿易協定（NAFTA）発足
 4・4 細川首相辞意表明
 4・6 羽田内閣成立
 6・29 村山内閣成立
 7・28 三菱銀行、日本信託銀行を全面支援
 12・9 東京協和・安全信用組合破綻
- 1995年 1・17 阪神・淡路大震災
 2・13 東京協和、安全2信組の事業東京共同銀行へ譲渡決定
 3・20 地下鉄サリン事件
 3・28 三菱銀行・東京銀行の合併決定
 4・19 円、戦後最高値1ドル=79円75銭に
 7・31 東京都が債務超過のコスモ信組に業務停止命令
 8・30 木津信組、兵庫銀行破綻
 9・8 公定歩合戦後最低の0.5%へ
 12・7 東海銀行、大阪信組を吸収合併
 12・19 政府、住専処理に6,850億円の財政支出を決定
- 1996年 1・11 橋本内閣成立
 3・29 太平洋銀行銀行破綻
 6・18 住専処理法案・金融四法参議院成立
 7・26 住宅金融債権管理機構発足
 9・2 改正預金保険法によって整理回収銀行発足
 11・21 阪和銀行に業務停止命令
- 1997年 4・1 消費税5%に引き上げ
 4・25 日産生命保険に業務停止命令。生保業界初の経営破綻
 7・1 香港返還
 7 アジア通貨危機はじまる。
 10・14 京都共栄銀行破綻

- 11・3 三洋証券会社更正法を申請
- 11・17 北海道拓殖銀行破綻
- 11・24 山一証券自主廃業申請
- 11・26 徳陽シティ銀行が経営破綻
- 1998年 1・12 大蔵省、不良債権額公表 (76兆円)
- 2・16 金融2法(改正預金保険法、金融機能安定化緊急措置法)成立
- 2・18 東邦生命、GEキャピタルと合併で新生命保険会社設立。
- 3・5 大手銀行18行、地方銀行3行預金保険機構に公的資金申請
- 4・1 外為法改正。日本版ビッグバン始まる。早期是正措置導入、新日銀法施行
- 4・24 政府、16兆6000億円の総合経済対策決定
- 5・15 興銀・野村、業務提携発表
- 5・15 阪神銀行とみどり銀行合併発表
- 6・1 日興証券とトラベラーズ・グループと提携発表
- 6・22 金融監督庁発足

主な参考文献

- ・日本経済新聞社編、『日本が震えた日：ドキュメント、97秋 金融危機』
日本経済新聞社、1998.2
- ・週聞東洋経済、「平成恐慌年表」、週聞東洋経済、6月27日号、1998
- ・エコノミスト、毎日新聞社、各号
- ・日本経済新聞、各号 その他

The Kobe Univ./IMF Symposium '98

コーディネーター 小島 明 (日本経済新聞社 取締役 論説主幹)

Moderator
Mr. Akira Kojima, Director / Editorial Page Editor,
The Nihon Keizai Shimbun

プログラム

PROGRAM

13:00~13:20 ▶ **■開会の辞** 井川一宏 (神戸大学経済経営研究所長)

▶ **Opening Remarks**
Prof. Kazuhiro Igawa, Director, RIEB, Kobe University

▶ **■ご挨拶** 貝原俊民 (兵庫県知事)

▶ **Welcome**
Hon. Toshitami Kaihara, Governor, Hyogo Prefecture

SESSION 1

グローバル経済の動向

Global Economic Outlook

13:20~13:40 ▶ **■日本経済の行方と世界経済**
杉崎重光 (IMF副専務理事)

▶ **Outlook for Japan and its Global Implications**
Mr. Shigemitsu Sugisaki, Deputy Managing Director, IMF

13:40~14:00 ▶ **■金融危機から堅実な成長へ:欧米からの教訓**
アンドリュー・クロケット (BIS総支配人)

▶ **From Banking Crises to Solid Economic Growth: Lessons from Europe and the United States**
Mr. Andrew Crockett, General Manager, BIS

14:00~14:15 ▶ **■コメント** 新保生二 (経済企画庁調査局長)

▶ **Comment**
Mr. Seiji Shimpo, Director General,
Economic Planning Agency

SESSION 2

日本の銀行システムの問題点

Banking System Problems in Japan

14:15~14:35 ▶ **■株式・不動産市場と銀行システムの脆弱性**
小原由紀子 (モルガン・スタンレー証券 シニアアナリスト)

▶ **Vulnerability of Banking Systems and Asset Markets**
Ms. Yukiko Ohara, Senior Analyst,
Morgan Stanley Securities

14:35~14:55 ▶ **■財政金融政策の限界**
ベンジャミン・フリードマン (ハーバード大学教授)

▶ **Constraints of Fiscal and Monetary Policies**
Prof. Benjamin Friedman, Harvard University

14:55~15:10 ▶ **■コメント** 堀内昭義 (東京大学教授)

▶ **Comment**
Prof. Akiyoshi Horiuchi, University of Tokyo

★休憩

Break

SESSION 3

再生への提言

Proposals for Renewal

15:25~15:45 ▶ **■早期解決への大胆な政策プログラム**
中村正三郎 (大蔵省政務次官)

▶ **Bold Program for Rapid Resolution**
Mr. Shozaburo Nakamura, State Secretary for Finance

15:45~16:05 ▶ **■先行き不安を如何に解消するか**
田中直毅 (21世紀政策研究所理事長)

▶ **Restoring Public Confidence**
Mr. Naoki Tanaka, President,
The 21st Century Public Policy Institute

16:05~16:25 ▶ **■日本経済の復興を目指して**
フレデリック・ミシキン (コロンビア大学教授)

▶ **Promoting Japanese Recovery**
Prof. Frederic S. Mishkin, Columbia University

▶ **■ワーキンググループの見解**
日野博之 (神戸大学教授)

▶ **Recommendations of the Working Group**
Prof. Hiroyuki Hino, Kobe University

16:25~17:25 ▶ **■パネルディスカッション**

▶ **Panel Discussion**

17:25~17:35 ▶ **■議長総括** 小島明 (日本経済新聞社 取締役 論説主幹)

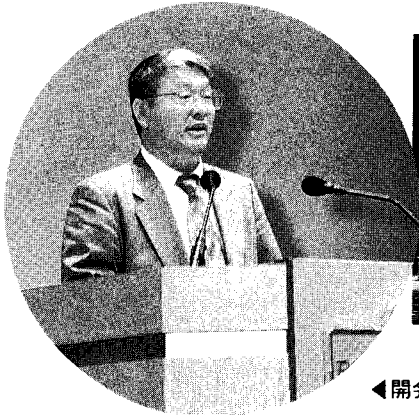
▶ **Chairman's Summing Up**
Mr. Akira Kojima, Director / Editorial Page Editor,
The Nihon Keizai Shimbun

17:35~17:45 ▶ **■閉会の辞** 斉藤国雄 (IMFアジア太平洋地域事務所長)

▶ **Closing Remarks**
Mr. Kunio Saito, Director,
IMF Regional Office for Asia and the Pacific

神戸大学/IMFシンポジウム企画実行委員会

〒657-8501 神戸市灘区六甲台町2-1 TEL.078(803)0385 E-mail:kanjo @ rieb.kobe-u.ac.jp
神戸大学経済経営研究所

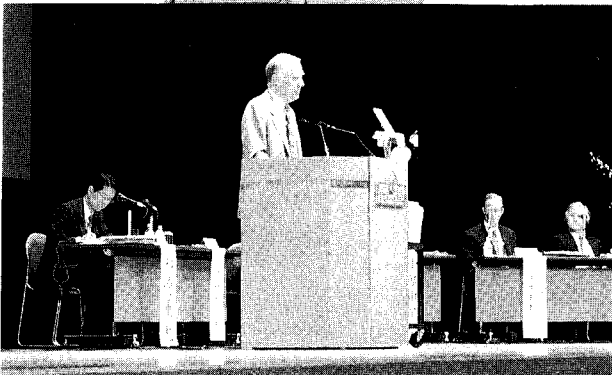


▲ パネルディスカッション風景

◀ 開会の挨拶をする井川一宏 経済経営研究所長



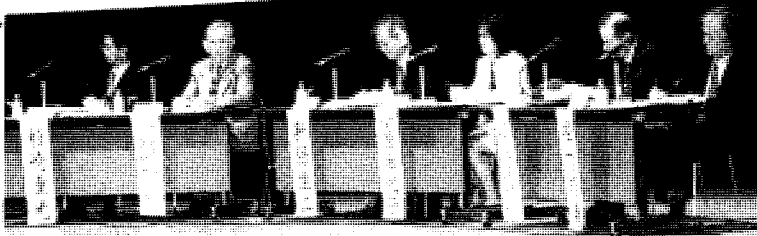
▲ 講演中の
B.Friedman 教授



▲ 講演中のA.Crocket BIS 総支配人



パネリスト▶



▲ 当日の会場風景

▲ 閉会の挨拶をする斉藤国雄
IMFアジア太平洋地域事務所長

日本の金融システムの再構築とグローバル経済

研究叢書

(非売品)

平成11年3月1日 印刷

平成11年3月10日 発行

編 者 石 垣 健 一
日 野 博 之

神戸市灘区六甲台町2-1
発 行 所 神戸大学経済経営研究所

神戸市兵庫区西柳原3-29
印 刷 岸 本 出 版 印 刷