

私の報告の基本的なメッセージ

(1) 不良債権問題は、日本経済の低迷の原因というよりも、両者とも低生産性部門からの資源開放を妨げている諸要因がもたらした結果とみなせる。不良債権を大急ぎでカーペットの下へ掃き込んで、日本経済の低迷を解消する見通しが開けるわけではない。

(2) 不良債権問題と日本経済の停滞をもたらしている原因は：

非効率的な財政支出構造

非効率的な金融仲介機能

根本的な解決は、これらの困難からいち早く脱出する道筋をつけることにありと考えられる。

不良債権問題の解決に手間取っている原因

(1) 銀行貸出の属性： 銀行貸出に固有の不透明性、弾力性が事態の把握を困難にする面があること。

(2) 銀行経営のガバナンス環境： 1990年代の日本経済の状況を考えると、不良債権を抱え込むことは、銀行にとって少なからぬダウンサイドリスクを伴うことであった。しかし銀行のステークホルダーたちは、金融当局も含めて、そのようなリスク選択を銀行に許し続けてきた。

(3) 銀行、金融当局のモラル・ハザード： 上の(2)と密接に関連する。銀行の経営者は貸出債権につきものの不透明性を利用して、不良債権の根本処理を先送りにしてきた。また金融当局も、責任問題を回避するために銀行の不良債権処理の先送りに荷担してきた。これは、典型的なモラルハザードである。

(4) 景気下支え政策の問題： 低生産性産業が旧態然とした公共事業中心の財政支出政策に支えられてきた事を考えると、そのような財政支出政策の繰り返しは、銀行がそれら低生産性産業に対する不良債権を抱え続けることを正当化した。

はじめに

日本の社会の中で、不良債権問題ほどにわれわれを苛立たせる問題はないであろう。多少なりとも先見の明のある人は、既に 1990 年代初めに、いわゆる「バブル」が崩壊し、資産価格の大幅な下落が始まった時期に、深刻な不良債権問題の発生を予期していた。1995 年の夏に比較的、規模の大きな地域金融機関が経営破綻に陥り、さらに住宅金融専門会社の悲惨な経営状態が知られるにつれて、日本の金融システムの脆弱性が多くの人々の関心を引く政策問題となった。しかし 2001 年の今日にあっても、この金融システムの問題は解決を見どころか、一層深刻の度を深めているようにさえ見える。

このような苛立たしい問題は、われわれにややもすれば冷静さを失わせ、この問題がわれわれの視界から見えなくなるのであれば、どのような政策も躊躇なく取るべきであるといった気分にも陥らせる。しかし不良債権問題が深刻であることは、誰の目にも明らかであるから、その深刻さを言い募って冷静さを欠いた議論をしても非生産的であろう。

私の報告は、不良債権問題をできるだけ幅広い視野から展望し、問題の複雑な側面を叙述し、長期的パースペクティブから、とりうる政策の可能性を分析することを目的としている。次の第 1 節では、全国銀行の不良債権（リスク管理債権）の推移が新規の不良債権の発生が顕著になっている点を指摘する。第 2 節は、日本の不良債権問題が、なぜ長時間をかけて、しかも根本的な解決を見ていないかを、銀行貸出の本質的なメリットと銀行経営を取り巻くガバナンス環境とを結びつけて考察する。さらに第 3 節は、不良債権の増加、すなわち銀行の自己資本の減耗が、銀行部門の収益性の長期的な低落に結びつく危険があること、そして自己資本の増強に対する銀行のインセンティブを弱めることを説明し、銀行の自己資本増強が重要な政策課題である点を強調する。

不良債権問題の解決方法として、不良債権を「直接償却」して最終的に処理すべきであるという議論が支配的である。しかし、言うまでもなく、銀行のバランス・シートから不良債権を消滅させる直接償却は、資本が減耗した銀行の建て直しに直結するわけではない。第 4 節は、この点を取り上げ、銀行の自己資本増強の観点からは、直接償却が最終的な決着を意味するものではないことを指摘する。

第 5 節では、銀行の資本を増強する政策について考察する。自己資本が減耗した銀行は、積極的に資本を増強しようとするインセンティブをもたない。したがって、政府は銀行に対して資本増強の圧力をかけ続けるべきである。しかし公的資金を銀行資本へ注入する政策を、もろ手をあげては賛成できないと考える。そのような政策は、長期的に見れば、銀行経営の効率性を規定するガバナンス構造を脆弱にする危険があるからである。金融庁は銀行に厳格な自己査定を求め続け、その自己査定と検査をベースとして早期是正措置を的確に運用すべきである。このように、金融当局が既存の制度枠組みの運用にコミットすることが、迂遠に見えても、もっとも円滑に不良債権問題からわれわれが離脱できる方策である。最後の第 6 章は、本稿の議論の政策的インプリケーションを要約している。

第1節 不良債権の規模と推移

不良債権問題は、しばしば複雑な様相を呈することがあるが、その複雑さの理由の一端は、不良債権の定義の曖昧さ、複雑さにある。現在、銀行が開示を義務付けられているものにリスク管理債権と再生法ベース開示債権の2種類がある。それら二つの不良債権の関係自体が分かりにくい上に、それ以外に金融庁が個々の銀行に関して自己査定によって報告を求めている「自己査定債権」がある。「自己査定債権」は個々の銀行については開示されていないが、金融庁は業態別の集計額を公表している。しかし、この数値が前二者と大きく食い違っているために（定義の違いから、その食い違いは当然なのだが）、ジャーナリズムや一般の人々に混乱した印象を植え付けている。

リスク管理債権は、比較的古くから開示されてきたが、最初の数年は非常に狭く限定された不良債権の定義になっていたために、いろいろと批判を浴びることになった。その後、少しずつ不良債権の定義が広げられ、1998年3月期からは、アメリカのSECが採用している基準にほぼ匹敵するものに改善されたが、次第に定義を広げると言う当局の戦略は、この種の問題に対処する戦略としては、誉められたものではなかった。人々は、開示される不良債権の数字が、次第に大きくなることに戸惑い、銀行や政府が不良債権の正確な数値を隠蔽しているのではという疑惑を拭い切れずにいる。不良債権問題に対する政府の取り組みに対して、内外に依然として不信感が存在しているが、これは過去10年にわたる政府の情報管理政策（あるいは情報開示政策）の失敗に帰着されるべき部分が多い。

ここでは、われわれにとって一番利用しやすいリスク管理債権（破綻先債権、延滞債権、3ヶ月以上延滞債権、貸出条件緩和債権の合計）の統計を眺めて、その規模と最近の推移を展望しておこう。下にある表は、1998年3月期以降のリスク管理債権（全国銀行ベース）の絶対額と個別貸倒引当金の推移を示している。

『全国銀行財務諸表分析』によると、1998年4月から2000年9月までの2年半に、全国銀行が個別貸倒引当金に繰り入れた金額は、合計で15兆8,400億円に上る。¹ 一方、下の表は、過去2年半の間に貸倒引当金の残高が8兆円近く減少したことを示している。このことは、銀行が貸倒引当金を多額の規模で取り崩して不良債権を償却したことを示唆している。しかしそのように多額の債権償却にもかかわらず、不良債権額はこの2年半に2兆円強も増加している。つまり、既に多くの専門家が指摘しているように、過去3年間に限っても、かなりの規模で新規の不良債権が発生したのである。

銀行が保有する債権の中には、経済状況、すなわち債務者の経営状態、担保となっている土地などの資産価格の変動によって、簡単に不良債権になってしまうものが少なくない。そのために、景気の下降局面では、短期間で不良債権額がかなり大幅に増加しても不思議

¹ この貸倒引当金繰入額は、「当期あらたに個別貸倒引当金に繰り入れた金額から、債権の償却以外の目的による取崩相当額を控除したもの」と定義されている。

ではない。「バブルの崩壊」ばかりではなく、1990年代の日本経済の低迷が不良債権の規模を増加させてきた面も見過ごすことができないのである。² 日本経済が再び低迷する兆しを見せていることを考えると、不良債権問題の推移は、全く予断を許さない状況である。

表：リスク管理債権の推移（全国銀行：億円）

年・月	リスク管理債権	個別貸倒引当金	貸出金
1998・3	297,580 5.4%	159,290 2.9%	5,531,250
1999・3	296,270 5.8%	112,320 2.2%	5,066,020
2000・3	303,660 6.1%	83,640 1.7%	4,961,730
2000・9	318,190 6.4%	79,460 1.6%	4,939,680

（出所）全国銀行協会『全国銀行財務諸表分析』

第2節 不良債権問題はなぜ長引いているのか？

銀行貸出は、単純に資金を借り手（企業）に供給する手段にとどまるわけではない。貸出取引は、借り手企業をいくつかのレベルでモニターする機会を銀行に与える。しがって貸出は、銀行がモニターの機能を有効に発揮する限り、企業の内部情報を金融仲介機関へ伝達し、ゴーイング・コンサーンとしての企業の価値を相対的に正確に評価する仕組みである。とりわけ銀行は、借り手企業が経営危機に陥ったときに、その危機の本質を見極め、当該企業が存続する価値があるか、それとも清算されるべきかを判断する能力をもち、しばしば生殺与奪の力を発揮すると考えられている。貸出契約の下で、銀行と借り手企業は、経営の再建を巡って再交渉する余地を持っており、その再交渉が金融仲介メカニズムに伸縮性を与え、企業組織の「無駄な」清算を回避したり、破産コストを軽減することに貢献する。³

しかし、債権の健全性の評価が特定の銀行の手に委ねられ、ゴーイング・コンサーンとしての企業の評価に必要な情報が取引銀行に占有されていることによって、再交渉は恣意性や曖昧さ、不透明性（opaqueness）を伴う。不良債権は、銀行経営の失敗の証拠であるか

² 渡辺孝（2001）の推計では、過去3年間（97年度～99年度）に、年平均4兆円前後のリスク管理債権が新規に発生している。また6月29日付けの日本経済新聞によると、2001年3月末のリスク管理債権は全国銀行ベース（単体）で31兆930億円に上った。

³ 銀行がこのようなモニタリング機能を有効に発揮すれば、企業にとって銀行借入に伴う破産コストは減少し、企業の価値を減少させることなくレバレッジを高めることができる。なお、金融仲介における銀行固有の機能については、Fama（1985）、James（1987）、Aoki（1994）、Sheard（1994）、Petersen and Rajanなどを参照。

ら、経営困難にある企業を厳格に評価し、その企業に対する債権の健全性を厳しく査定することは、責任の追及という厄介な課題を招来する。したがって、銀行が不良債権を甘く査定する傾向をもっても不思議ではない。客観的に見て再建の見込みの少ない企業に、表面を取り繕って支援し続けることは、銀行が大きなダウンサイド・リスクを抱えることになる。⁴ そのようなリスクを他の主体に転嫁できる可能性があれば、銀行の経営者は、見込みのない企業向けの債権の査定を甘くして、問題の処理を先送りするインセンティブを持つであろう。

日本における銀行経営のガバナンス

銀行が、不良債権についてどの程度甘く査定するかは、銀行経営を取り巻く「ガバナンスの環境」に依存する。銀行の株主や大口の（預金保険でカバーされない）債権者達は、本来、銀行の杜撰な不良債権の査定、処理にかかわる杜撰なリスク管理に重大な関心を持つべき主体であったかもしれない。しかし政府が、銀行の経営破綻を回避するために銀行行政を駆使する状況の下では、投資家たちの銀行経営を厳しく監視するインセンティブは弱められた（Hanazaki and Horiuchi (2001)）。また、上に述べたような債権の健全性の評価に関する不透明性は、部外者が銀行の債権評価の適否を判断することを困難にしている。この点で、効率的なガバナンス環境を構築するのは容易ではない。

不良債権問題が徐々に表面化し始めた 1990 年代初頭に至っても、事実上、非常に幅広いセーフティ・ネットによって預金者を含む市場の投資家たちの監視インセンティブを抑制し、銀行の経営を金融当局が監視するという体制を維持し続けたのは、振り返ってみればシステム構築の失敗であった。金融当局が、市場の投資家に代わって銀行経営を監視し、厳しい規律を与えるインセンティブを欠いていたことは、Kane (1995)など多くの専門家の指摘をまつまでもなく明らかであった。これまで金融システム全般を管理し、指導してきた金融当局もまた、銀行の経営者たちとほとんどパラレルなインセンティブ、不良債権を甘く評価し、問題の解決を先送りするインセンティブを持っている。銀行の経営の健全性を外部から評価することが容易ではないとしても、直接に銀行経営の健全性に利害関係をもつ経済主体が監視インセンティブを与えられるガバナンス構造のほうが、様々な政治的な要因などによって監視インセンティブが曖昧になり勝ちな政府が監視に責任を持つ構造よりも、不良債権問題に効率的に対応できたであろう（Calomiris (1999)）。

不良債権問題を短時間で処理するためには、公共当局か、市場の投資家による大胆な、場合によっては、「破壊的な」介入が必要であったはずである。「破壊的」という意味は、先に述べた銀行貸出の破産コスト軽減機能が毀損されるかも知れないという意味である。しかし日本の政府は、市場がドラスティックに銀行を淘汰すること、あるいはそのような

⁴ 日本経済新聞の報道（2001年6月26日）によれば、2000年度上半期に法的整理に追い込まれた企業のうち、銀行が倒産の1年前に「破綻懸念先」と査定し、貸倒引当金を積んでいたものは、30%を下回った。

脅威を与えることを妨げようとしてきたし、政府自身も思い切った介入を避けて、銀行自身の甘い自己査定に委ねてきた。要するに、日本の不良債権問題が長期にわたって最終的な解決を見ることなく先送りされ続けた理由のひとつは、銀行経営を取り巻くガバナンス構造に求められるのである。

重要な財政支出改革のコミットメント

不良債権の大半が建設業、不動産業、非銀行金融業などを中心とするサービス業向けの債権であることにも注目すべきであろう。大胆に単純化して論じると、政府の伝統的な公共支出政策は、これらの産業を下支えすることを通じて景気を浮揚させるという仕組みで動いてきた。もちろん、そのような公共支出政策が日本経済の成長力に長期的に及ぼす負の効果を指摘する声が次第に強まっている。政府が伝統的な公共支出政策から脱却するという政策にコミットできたとすれば、銀行もそれらの産業に属する企業（の一部）を最終的処理のプロセスに乗せようと決意したはずである。しかし、政府が公共支出政策の根本的な変革にコミットできなければ、銀行にとって、多くの問題企業の債権を最終処理しないで先送りすることが、経済的にも政治的にも「合理的」なのである。つまり人々が（政府の公約にもかかわらず）、伝統的な公共支出政策が今後も繰り返し発動されるに違いないと予測すれば、銀行による不良債権の最終的処理は先送りされる。

このように考えると、景気を支えるために従来型の公共事業を中心とする財政支出政策を繰り返し発動してきたという政治的状況が、不良債権の処理を先送りさせてきたもうひとつの重要な原因である。

第3節 不良債権と銀行行動

不良債権は、まごうことなく銀行が過去に犯した失敗の証拠である。しかし理屈の上では、銀行は過去の失敗にかかわらず現時点から将来に向けて、最適と考えられる経営戦略を採用すべきである。たとえば、他の国々を本拠とする銀行、金融機関と対抗して内外の金融・資本市場におけるプレゼンスを維持し続けるためには、日本の銀行は経営構造を大幅に変え、収益性を十分に引き上げる努力が必要であることが指摘されている（池尾（1995））。また、新規の融資機会があれば、それを適切に審査して、積極的に融資すべきである。実際問題として、銀行が過去の失敗にかかわらず、そのような最適な経営行動をとれるのであれば、不良債権問題はそれほど深刻ではない。しかし過去の失敗は、現時点から将来へ向けての銀行の行動に深刻な影響を及ぼさざるを得ないのである。

自己資本の減耗と銀行の経営努力

多額の不良債権を抱えているために経営破綻に陥る可能性がある銀行を考えてみよう。経営破綻の可能性があるので、銀行の債務を保有する投資家の一部と、預金の一部を保

証している預金保険機構は銀行の破綻リスクを負っている。したがって銀行が努力して収益を高め、破綻の可能性を払拭する状況を作り出すとすれば、その努力のもたらす便益は、まず第一に、銀行の債務を保有する投資家および預金保険機構に帰着する。

このことを銀行の株主や内部者の視点から見れば、彼らにとって銀行の収益性を高めるために積極的に努力するインセンティブが希薄であることを意味している。多くの専門家は、日本の銀行業が不良債権問題から根本的に立ち直るために収益性を高める必要があることを強調しているが、不良債権の累積で自己資本を毀損された銀行に、そのような期待をかけることは限界があると思われる。

銀行業がリストラを行い、新しい業務を展開し、これまで低いと批判されてきた収益性を高めるためには、自己資本を早急に回復することが望まれる。しかし、自己資本が低下してしまった銀行にとっては、自己資本の増強も容易ではない。このことを簡単な1期モデルで説明しよう。このモデルでは、あらゆる投資家たちの選好がリスク中立的であり、均衡の市場金利はゼロである。ここで考察の対象となる銀行の資産は、将来確率 p_H で A_H 、確率 p_L で A_L になる。ただし $p_H + p_L = 1$ 、かつ $A_H > A_L$ である。銀行が抱えている債務は将来 D の返済額を約束しているが、銀行の自己資本が少ないために、資産価値が A_L となった場合には債務超過となる。つまり、

$$A_H > D > A_L$$

である。したがって、この銀行の債務の市場評価額 B は

$$B = p_H D + p_L A_L$$

となる。またこの銀行の株式総価値 S は

$$S = (A_H - D) p_H = q_0 N \quad (1)$$

ただし、 q_0 は現時点の単位株価、 N はこの銀行の発行済み株式総数である。

次に、この銀行が株式を追加発行して債務残高を減少するという政策をとったとしよう。この政策の結果、銀行の債務は完全に破綻リスクから免れることになったとする。債務の減少分を X とすると、仮定によって

$$A_L - D = X$$

この政策によって、銀行の単位株価が q_1 になったとし、追加発行される株式の枚数が Z であるとすると、仮定によって

$$q_1 Z = X$$

かつ

$$(N + Z) q_1 = p_H A_H + p_L A_L - (D - X)$$

したがって、

$$q_1 N = p_H A_H + p_L A_L - D \quad (2)$$

(1) と (2) より、

$$q_0 N = q_1 N + (D - A_L) p_L$$

この結果は、既存の銀行株主が超過債務の期待値に等しい額を失うということ、あるいは

銀行の自己資本増強の結果、銀行株主から銀行債権者へ富が移転されることを示している。明らかに

$$q_0 > q_1$$

つまり、自己資本を増強する銀行の政策は、銀行の株価を低下させる。自己資本の増強は、銀行の債権者達の利益を増進するが、既存の株主達はそれによって利益を失う。もし、銀行経営者が株価低落を回避したいと考えるならば、このような政策を積極的に採用するインセンティブはないであろう。

銀行資本増強の強制

不良債権問題の早期解決という名目の下に、効果があると想像される手段は、手当たり次第に採用すべしという少々「自暴自棄」的な雰囲気漂っている。私には、不良債権の最終的処理を銀行に強いる政策もそのような政策のひとつであるように思われる。しかしすぐ後で考察するように、不良債権の最終的処理によって、銀行の健全化が達成されるわけではない。

銀行の経営を立て直すためには、資本増強を避けて通るわけにはいかないのである。私は、不良債権処理の強制の政策よりも、銀行の資本増強を早急に実現する政策に高い優先度が与えられるべきであると考え。そのような政策として、現行制度の枠組みにおいても、政府は銀行に資本増強を強制することはできる。公的資金を銀行の資本に注入すべきか否かは、非常に微妙な問題である。しかし銀行へ公的資金を注入する政策がとられる場合には、同時に既存の株主に追加の負担を求めるべきである。この点は、第 5 節で再び議論する。

第 4 節 不良債権の「最終的処理」を急ぐべきか？

金融庁が銀行に示している金融検査マニュアルによれば、返済の可能性に疑問があり、十分な担保、あるいは保証でカバーされていない債権に関しては、適切な個別貸倒引当金を積むことになっている。貸倒引当金への繰り入れは当期の利益を減少させるので、そのような繰り入れがない場合に比較して自己資本が減少する。一方、債権額は一部が不良化していても、そのまま貸借対照表の資産の部に残される。これは実務家によって「間接償却」と呼ばれるものである。

「間接償却」による対処方法は、当該の債権が借手の事業成績の好転、担保資産の価格の上昇などによって利益獲得の機会が残されるというメリットをもっている。この点を第 2 節で強調した。とくに債権の担保価値が安定しているとすれば、経営困難に陥った企業に対する債権を間接償却で「しのぐ」ことは、銀行にとってダウンサイド・リスクが限定された選択肢（オプション）である。このような状況で、銀行が不良債権を抱えつづけることには一定の合理性がある。既に説明したように、銀行のこの選択は、銀行貸出がもつメ

リットと密接に関連している。

しかし間接償却には、借り手企業の経営不振が深刻化する一方で、担保資産の価格下落の可能性がある場合には、貸倒引当金の追加繰り入れが必要となったり、不良債権の査定分類を格下げする必要に迫られるというリスクがある。1990年代の資産価格の低落傾向、日本経済の長期停滞の傾向を考えれば、間接償却は銀行にとって、ダウンスайд・リスクに限界があるオプションではなく、高いリスクを負担するという選択であった。そのリスク選択は、結局、裏目に出たわけであるが、政府は一部の銀行に公的資金を注入しても、銀行経営者がそのようなリスク選択を抑止できなかったのである。これも銀行経営のガバナンス問題である。⁵

そこで政府は、銀行に対して積極的に不良債権の「最終的処理」を進めるよう強く求める政策を打ち出している。最終的処理は、不良債権として認定された債権を積極的に償却して担保資産を処分し、損失を確定すると同時に、不良債権をバランス・シートから消去することである。この処理によって、銀行は間接償却の場合に残されるダウンスайд・リスクから脱却できる。しかし他方では、ゴーイング・コンサーンとして価値を持っている可能性がある企業を最終処理に追い込み、企業経営のレベルで「破産コスト」を顕在化させる危険があることにも注意する必要がある。⁶

最終的処理と、間接償却によって不良債権に対処する方法にどのような違いがあるか。後者にダウンスайд・リスクがあることは既に述べた。間接償却の場合には、銀行の資産項目に NPV がマイナスの貸付債権などが残存するために、収益フローの面で銀行の経営を圧迫すると指摘する議論もある。しかし、マイナスの純収益フローをもたらず貸付債権を償却によって最終処理すれば、(少なくとも理論的には)資産評価額をそのマイナスのフローの割引現在価値分だけ控除する必要がある。資産残高のレベルでマイナスが顕在化し、銀行の経営に打撃を与える点では、間接償却の場合と大きくは変わらないであろう。

間接償却の場合には、個別貸倒引当金への繰入が課税所得から控除できないのが一般的で、その分だけ課税負担が大きいという指摘もあるが、当該債権が実際に償却される場合

⁵ ただし、銀行は不良債権の直接償却に必ずしも全面的に消極的であったわけではない。1993年3月期から2000年9月期まで間に、全国銀行が直接償却によって出した処分損は約54兆円であり、不良債権処分損の80%を占めたと報告されている(『金融財政事情』、2001年3月12日)。

⁶ この原稿の執筆中に「私的整理に関するガイドライン研究会」の中間的取りまとめ案が公表された。私的整理に半ば公的な指針が作られるのもいかにも日本的であるが、民間金融機関の危機対応の調停役として金融当局が主導的役割を演じることは、アメリカやイギリスでも見られなかったわけではない。しかし示されたガイドラインによれば、実質的には債権放棄などによる私的整理は非常に困難になったという見方が有力である。研究会の中間的取りまとめは、不良債権の最終処理を法的整理にしたがって進めるべきであるという道筋を示したことになる。銀行首脳がこの案を認めているということは、不良債権に対する融通無碍の処理方法が、金融仲介の効率性を高めてきたという学者の分析が幻想に近いものであったことを示唆しているようで、少々幻滅である。

には、損金算入を認められるはずであるから、税効果会計を勘案すれば、この相違は非常に大きいとは思われない。

確かに、NPV がマイナスであると判断される債権については、銀行は最終的処理を進めるべきである。そのような銀行の行動を助けるためには、担保不動産などの処理を困難にしてきた法制度上の不備を払拭する対策が望まれることは言うまでもない。また一部に報道されている（日本経済新聞、6月21日）、整理回収機構をベースにして、信託方式で不良債権（あるいは一部の問題債権）を証券化する仕組みの構築なども一定の効果を期待できるであろう。

しかし多額の不良債権を抱えてしまった銀行は、その債権の償却において最終的処理を急ぐか否かにかかわらず、自己資本の減耗を経験している。既に第3節で説明したように、この自己資本の減耗は、銀行の生産性、収益性を毀損する可能性が高いことを考えると、不良債権の最終処理を急ぐ対策よりも、銀行部門の自己資本増強の対策に高い優先順位を与えるべきである。⁷

第5節 銀行資本の増強策

これまでの分析が示唆するように、不良債権問題が深刻になってしまった局面においては、銀行の資本増強を、銀行自身の自主的な努力にまつ政策には限界がある。銀行に固有の金融仲介機能をいち早く回復させるべきであるとするならば、政府が介入して、銀行部門の資本増強を支援する必要がある。しかしこの問題を検討する前に、銀行の自己資本の概念について若干議論しておくべきであろう。なぜならば、現行の国際的基準である BIS ルールによる自己資本の定義の適切性に疑問を投げかける専門家が多いからである（Kaufman et al. (2000)）。

銀行資本の再定式化

銀行の自己資本は、第一に銀行の資産サイドのリスクを吸収する緩衝材の機能を持つが、経済学の観点から見た場合に重要なのは、むしろ自己資本が持つインセンティブ効果である。自己資本は銀行の経営リスクを直接に負担する主体の持ち分であり、それゆえにそのステーク・ホルダーが銀行の経営行動を監視する強いインセンティブをもっていなければならない。同時に、自己資本の定義ができるだけ単純・明瞭で、原則として市場価格を基

⁷ 銀行の貸出金利を上昇させるために、軽度のインフレーションを惹起し名目金利を上昇させるという提言（深尾光洋（2001））もあるが、名目金利の引き上げは、かえって銀行の業務純益を減少させる恐れがあるのではないかと。現に、1990年代の低金利政策が銀行の業務純益を支えてきたと言われている。不良債権問題を解決するために、軽度とは言えインフレーションを引き起こす政策を採用するのは、政策割当の観点から見て好ましいとは言えない。そもそも、軽度のインフレーションに収まるようにマクロ経済を微調整できるかどうか、私には疑わしい。

盤としていることが望ましい。

そのような基準から考えると、現行の BIS ルールによる自己資本の定義とリスク・アセット・レシオの有用性は疑わしい。実際、多くの研究者が BIS の自己資本比率が銀行の破綻の可能性を予測する変数として、ほとんど役に立っていないと主張している。筆者の分析の経験でも、1980 年代後半に観察された個々の銀行の単純なレバレッジド・レシオの大小が、1990 年代前半に観察された不良債権比率の大小や経営破綻に陥る確率を、比較的うまく説明するのに対して、BIS 基準の自己資本比率の説明力はきわめて乏しい (Horiuchi and Shimizu (1998))。

また銀行経営の健全性に自己の利益がかかっており、それゆえに銀行経営に強い関心をもつ経済主体を作り出し、彼らの監視機能、規律付け機能に期待する仕組みをつくべきである。その点から見れば、銀行に一定の劣後債の発行を義務付け、劣後債を自己資本に算入する方式の導入は、長期的視野に立った制度改革の一つとして説得力がある (Calomiris (1999)、Kaufman et al. (2000))。実際に銀行の劣後債が自己資本としてインセンティブ効果を発揮するためには、劣後条件にかかわる法制度の手直しが必要であろう。

公的資金の再注入策をとるべきか？

既に述べた理由から、不良債権の累積で自己資本がかなり減耗している銀行は、資本増強に必ずしも積極的ではない。しかし、不良債権の厳しい自己査定が強制され、さらに既存の早期是正措置が厳格に運用されるならば、多くの銀行は何らかの資本増強策をとらざるを得ない状況に追い込まれるに違いない。

このような資本増強の圧力は、擬似的な「市場規律」と呼べるであろう。この擬似的な市場規律は、増資策を採用できない一部の銀行に大幅な貸出縮小を迫る可能性もある。さらには、一部の銀行は破綻を余儀なくされるであろう。このように資本の減耗が銀行の貸出縮少や、銀行自体の消滅に結びつくことは、市場規律に依拠して銀行経営をコントロールするシステムの下では当然の帰結である。⁸ 長期的な視野から、銀行部門を効率化するためには、このような規律づけメカニズムは好ましい。

しかし多くの人々は、銀行貸出の縮少や銀行の経営破綻が短期的にもたらすデフレ的影響を受け入れがたいと考えている。彼らは、短期的なデフレ効果を回避するために、再び (正確には三度) 公的資金を注入して個別銀行の資本増強を支援すべきと主張する。この政策は、明らかに、市場規律に立脚して銀行機能を効率化しようとする長期的な政策と矛盾する危険がある (Calomiris (1999))。公的資金を銀行の資本へ注入する制度を再び構築すべきか否かは、少なくとも以下の諸要因の大きさを比較考量して判断されるべきことである。

⁸ 2000 年に改正された預金保険法などが示す新しい制度の下で、破綻銀行を処理する枠組みができあがっている。基本的には、破綻銀行はこの枠組にしたがって処理されるべきである。

(1) 資本増強の必要に迫られる銀行が、どの程度、貸出供給を抑制し、それがどの程度マクロ経済に打撃を与えるか

(2) 資本の減耗した銀行が公的資金の注入という支援を受けられる仕組みの下で、銀行経営の規律づけ機能がどの程度低下するか

(3) 上の(2)に言及されているマイナスの影響を、制度設計によってどの程度解消できるか

このうち、(3)の可能性を高く評価する考え方もありうる。しかし、政府の銀行経営に対する監視能力の限界、納税者の代理人としての政府に対する信頼感の欠如などを考えると、銀行に対する政府のステークがさらに引き上げられることに賛成することは私には躊躇われる。

仮に、公的資金が不良債権処理に追加的に用いられるべきであるとするれば、政府は銀行の既存の株主に対して資本増強の一部を負担するよう求めるべきであろう。また、銀行がこれまで続けてきた極めて安定した株主配当などは抑制されてしかるべきであろう。⁹

第 6 節 むすび 不良債権と日本経済

不良債権問題を銀行と反対の借り手企業の側から見れば、そこには停滞している産業の問題がある。1980年代後半に銀行は極端な拡張主義に走り、投資プロジェクトとしては採算の見通しが立たないことが関係者の間で認識されていたにもかかわらず、土地を担保として貸し込んだ先が無数にあった。銀行のこの無謀な拡張主義が、日本における不良債権問題の発端である。このような融資先は低収益性から脱却する見こみのない企業であり、そうした企業に資源が投入され、固定され続けてきたことが、日本経済の低迷の根本的な原因である。¹⁰

景気を下支えするという名目の下で発動された景気刺激策は、残念ながら、こうした産業が規模を縮小し、資源を相対的に生産性の高い分野へ解放することを妨げ、その結果として日本経済に必要な構造変化を妨げる機能を発揮したと思われる。景気刺激のための低金利政策と公共支出政策は、銀行にも深刻な問題を抱える借り手企業にも、根本的な政策見直しを先送りする余地を与えてきた。日本がそのような政策から脱却できないできたこ

⁹ 政府は、預金保険を通じて、資本の減耗した銀行の破綻リスクを負っており、その点では預金保険でカバーされていない債権者と同じ立場にある。したがって、政府がその銀行の株式のかなりの割合を保有して、結果的に債権者へ富をトランスファーすることになっても、その多くが預金保険機構の負担軽減という形で回収できるという考え方はありうるであろう。

¹⁰ ゴールドマン・サックス証券の調べでは、2000年9月末の時点で、四大金融グループ(みずほFG、三井住友、三菱東京FG、およびUFJ)が建設業、卸売・小売業、不動産業、金融・保険業、サービス業の5業種に抱えているリスク管理債権は合計10兆6,700億円で、この四大金融グループのリスク管理債権総額のおよそ86%に上る。いかに特定の産業に不良債

とが、銀行の不良債権の最終的な処理を遅れさせる原因となったとさえ言える。日本経済の生産性を高めるという目標から見れば、これは望ましくない政策であった。

このように議論を進めると、銀行に不良債権を最終処理することを強制する政策の導入が望ましいという結論に至るかに思われるかもしれない。しかし、不良債権の処理を銀行の自主的な判断に委ねることを、私は敢えて勧告したい。銀行には依然として固有の金融仲介機能が備わっており、かれらの機能を利用して、経営上の問題を抱える企業の処理を進めさせることが最も効率的であろうと判断するからである。最終的処理を強制する政策は、銀行融資が持っている柔軟性を根絶やしにする危険があるように思われる。銀行融資の機能は、次第にその重要性を失っていくものと予想されるものの、日本では当面、重要な金融仲介機能であり続けるであろう。

日本の政府は、従来型の公共事業に高い比重を置く財政支出政策から脱却し、産業構造の再編成を助けるような政策にコミットするべきである。政府が伝統的な財政支出政策からの離脱にコミットし、かつ現行の制度的枠組みの下で、個々の銀行経営を厳しく監視する役割に徹すれば、銀行が選択する「適度な速度」で不良債権の処理は進められると期待できる。

銀行機能の建て直しの観点から見れば、銀行の資本増強が重要であるが、政府、金融当局が上に述べたようなスタンスをとれば、銀行に資本増強の圧力がかかるであろう。いくつかの銀行は、十分に資本増強ができるほどに資本市場の投資家に自分たちの収益性をアピールできないかも知れない。それらの銀行は、早期是正措置のプロセスを経て、主として「日本版 P&A」によって処理されることになるであろう。その際には、幾ばくかの公的資金の出動はやむをえないが、既に現行制度の下でその枠組みは用意されている。

政府が銀行の資本に公的資金を直接注入する政策は、1998年、99年の経験から判断すると、銀行部門の建て直しという点で、目覚ましい効果を発揮するという保証はない。銀行が効率的な金融仲介機能を発揮するように、政府がステーク・ホルダーとして監視するのはそれほど容易なことではない。一般の国民は、政府の行動に対する監視を怠ることができないのである。

権が集中しているかがこの数字からうかがえる。

参考文献

- 池尾和人. 1995. 『金融産業への警告』東洋経済新報社。
- 深尾光洋、他. 2001. 「金融再生への青写真をどう描くか」『エコノミックス』5 . 東洋経済新報社。
- 渡辺 孝. 2001. 『不良債権はなぜ消えない』日経BP社。
- Aoki, Masahiko. 1994. “Monitoring characteristics of the main bank system: An analytical and developmental view.” In Aoki and Patrick (1994), 109-141.
- Aoki, Masahiko and Hugh Patrick. 1994. *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.
- Calomiris, Charles W. 1999. “Building an incentive-compatible safety net.” *Journal of Banking and Finance* 23, 1499-1519.
- Fama, Eugene F. 1985. “What’s different about banks?” *Journal Monetary Economics* 15, 29-39.
- Hanazaki, Masaharu and Akioshi Horiuchi. 2001. “Is Japan’s Financial System Efficient?” *Oxford Review of Economic Policy* 16, 61-73.
- Horiuchi, Akiyoshi, and Katsutoshi Shimizu. 1998. “The deterioration of bank balance sheets in Japan: Risk-taking and recapitalization,” *Pacific-Basin Finance Journal* 6, 1-26.
- James, Christopher. 1987. “Some evidence on the uniqueness of bank loans.” *Journal of Financial Economics* 2, 217-36.
- Kane, Edward J. 1995. “Three paradigms for the role of capitalization requirements in insured financial institutions.” *Journal of Banking and Finance* 19, 431-59.
- Kaufman, George B. et al. 2000. *Reforming Bank Capital Regulation A Proposal by the U.S. Shadow Financial Regulatory Committee*. The AEI Press.
- Petersen, Mitchell, A., and Rajan, Raghuram G. 1994. “The benefits of lending relationships: Evidence from small business data.” *Journal of Finance* 49, 3-37.
- Sheard, Paul. 1994. “Main banks and the governance of financial distress.” In Aoki and Patrick (1994), 188-230.