＜財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」October―2006＞

日本の銀行危機とその対応策の評価[*1]

堀内　昭義[*2]

要　　約

日本の金融システムは1990年代末に，かなり深刻な危機的状況に直面した。この銀行危機に対して政府は様々な対応策を講じた。本稿は，実体経済においてデフレが進行する過程における銀行危機への対応策として，それらの政策がどのような意味をもったのか，また，これまで日本の金融システムを特色づけてきた銀行の融資機能が，その対応策の展開や効果にどのような影響を及ぼしたかに焦点をあわせている。銀行の不良債権問題が深刻な様相を呈した1990年代の末以降，政府は，それまでの政策をかなり大幅に変え，銀行の経営内容を透明化させるという政策に切り替えた。この政策が銀行危機の進行とあいまって，融資取引関係重視のシステムから市場取引重視のシステムへ金融システムを変化させつつある。その結果，金融システム全体の透明性の重要性に対する人々の関心が高まったことは明らかである。しかし，融資取引関係がもつメリットを，どのような形で日本の金融システムの中に回復するのかという問題が未解決である。また，厳しい資産査定を組み込んだ BIS 自己資本規制と，それを柱とする健全経営規制は，実体経済との関係において，循環促進的な性質を強くもっている。2000年代初頭には，銀行危機と実体経済の低迷との間に悪循環と思しき現象が見られたが，これは新しいレジームの下で解決されなければならない問題である。

Ⅰ．はじめに

1990年代から2000年代初頭にかけて日本経済を襲った金融システムの危機，より正確に言えば銀行危機は，金融システムのあり方にはもちろん，日本の経済にも大きな影響を及ぼした。その影響の大きさは，その危機が生じる前の日本の金融システム，とりわけ企業金融が，銀行融資中心に動いてきたことと深く関連している。金融システムの枢要な位置を占めていた銀行部門，さらにはその銀行部門を監督する立場にあった大蔵省が，深刻化する不良債権問題のプロセスにおいて，その問題点を無残に露呈することになったわけであるから，金融システムは言

＊1　この論文は2006年７月21日に財務総合研究所で開催されたコンファレンスにおいて報告された論文を改訂したものである。コンファレンスの席上コメントを賜った池尾和人氏に感謝したい。また花崎正晴，中村純一両氏との議論が，本稿をまとめるに当たって非常に有益であった。記して両氏に感謝したい。言うまでもなく，本稿に含まれているだろう誤解や誤りは筆者個人に帰するものであり，これらの方々には全く関係がない。

＊2　中央大学総合政策学部教授，E–mail<ahori@fps.chuo–u.ac.jp>

うに及ばず，その上に立脚していた日本経済そのものが震撼することになったのは当然であろう。

また，それまでは，多くの専門家や学者にとっては積年の願望であったものの，遥として進まなかった金融システムの構造変化，具体的には，銀行融資中心のシステムから，オープンな資本市場に重点を置いたシステムへの移行が，深刻な銀行危機を契機として進み始めたことにも注意すべきであろう。1990年代末から政府が，様々な形で採用してきた銀行危機対策も，単に銀行部門の建て直しを目指すばかりではなく，金融システムの機能のあり方を変化させる方向に作用しているのである。

しかし，これまで銀行危機を巡って展開されてきた議論の多くは，金融システムが長年にわたって銀行融資中心に機能してきたという構造上の特性を忘却するか，等閑視しているように思われる。経済学の分析枠組みには経路依存（path–dependence）という概念がある。経済の運行を支配する制度，機構を根本的に変更することには，それなりの社会的コストがかかる。また，支配的な制度は（たとえ無残な失敗や機能不全によって，変更を余儀なくされる場合であっても），それが変化する場合に，そのプロセスに制度固有の影響を色濃く残すものである。このような視点を欠くような論考は，非常に抽象的な現実味に乏しい視野からの皮相的な結果しか生まないのではないかと思われる。

それでは，90年代以降の銀行危機との関連で，問題とすべき日本の金融システムの経路依存性とは何であろうか。ここでは，多くの（ほとんどの）実務家たちと，少なからぬ研究者たちがメインバンク関係と呼んできた銀行と企業の融資取引関係を取り上げるべきだろう。この融資取引関係は，金融仲介にかかわる不完全情報や不完備情報に有効に対処するためのビジネス・モデルのひとつである。しかし，このビジネス・モデルは，銀行が創設した貸出債権の不透明性という問題をかかえている。この問題に適切に対処できなければ，政府は銀行の経営の健全性を監視する役割を担えない。また，ひとたび銀行の経営健全性に問題が生じたときに，速やかな対応策を講じることが難しい。90年代の末に政府（金融庁）が採用した対応策と制度改革（レジーム変更）は，この経路依存性を打破することを目的としているという側面が濃厚に見られたが，それゆえに金融仲介機能のあり方を大きく動揺させたと思われる。

この論文は，銀行危機以前の日本の金融システムの特性を踏まえて，それが危機に対する政府の対応策に及ぼした影響と，深刻化した銀行危機の渦中にあって採用された危機対応策と金融制度変更の意味を，上述の経路依存の概念に依拠しつつ考察するとともに，新しいレジームの下での金融システムの今後の機能について考察することを目的としている。

Ⅱ．融資取引関係と貸出債権の不透明性

銀行と企業の個別的な取引関係に基づくモニタリングが，金融仲介の核になるシステムの問題点のひとつは，個々の企業の評価が特定の銀行に委ねられるために，部外者にその評価が難しいということである。市場の投資家たちが，公開された情報などを共有して個別の企業に対する債権を評価する仕組みにはなっていない。つまり融資取引関係を通じて形成された銀行資産（主に企業向け貸出債権）の価値には多かれ少なかれ不透明性がつきまとう[1)]。このことは

1）たとえばRajan（1992，1998），Boot（2000）などを参照。

部外者にとって，銀行の経営を評価することが難しいということ，そしてさらには，部外者にとって銀行経営をモニターし，規律づけることが難しいことを意味している。実際，一部の研究者は，銀行が創設した貸出債権の不透明性が，銀行資産全体の評価を，他の企業に比較して，困難にしているのではないかという問題意識に基づいて，実証分析を展開している。たとえばMorgan（2002）は，老舗の格付機関（ムーディーズとS&P）による銀行の信用格付の不一致が，他の事業会社に関する信用格付に比較して，より頻繁に現れることを統計的に明らかにし，それが銀行資産の不透明性に起因していると論じている[2)]。

銀行資産に関するこの不透明性によって，部外者が銀行経営の問題点をいち早く発見することが難しくなる。不良化した貸出資産は銀行経営にとっては明らかに桎梏であるが，経営者たちにはそれを隠蔽するインセンティブがある。上に指摘した貸出債権の不透明性は，経営者によるそのような隠蔽を容易にする。同時に，銀行経営を監督する責任を負う政策当局も，銀行の不健全性を隠蔽できる。かくして，銀行資産の不透明性は，部外者にとって，銀行経営の実態を正確に評価することを難しくすることによって，不良債権問題の早期解決を妨げる可能性がある。日本の銀行と大蔵省がとった不良債権に関する情報開示の政策は，典型的な情報小出し政策であり，日本の銀行危機の不透明性をかえって高めることになった[3)]。

銀行資産を透明化する政策：　銀行危機の深刻化をきっかけに変化した制度のひとつに，銀行・金融機関に関する会計処理の枠組みがある。大蔵省が，銀行・金融機関の監督者であった時代には，検査の主眼は銀行・金融機関の「違法・不正事例の発見」にあったが，金融監督庁に監督権限が移されるとともに，検査の位置づけが「自己査定制度を前提とした内部統制の有効性評価に移行」（預金保険機構（2005：133））したというわけである。その後，連結財務諸表に基づく開示の徹底が図られたこと（98年11月），金融システム改革法の一環として銀行法が改正され，銀行の情報開示が罰則付きの義務として規定されたこと（98年12月），税効果会計（99年３月期）や時価会計（2000年４月）が導入されたことなど，制度改正が進められた。このような会計制度や情報開示制度の見直しは，銀行資産の客観的評価の可能性を高めようとする監督当局の努力のあらわれとみなすことができる。

金融庁による監査の厳格化：　金融庁は，1999年７月に示した「金融検査マニュアル」によって，銀行による貸出資産の自己査定の厳格化する方向性を示し，2000年３月期以降，主要銀行に対する厳しい検査に着手した。その結果，銀

2）Flannery et al.（2004）は，銀行の資産の評価が難しいとすれば，それは銀行株のビッド・アスク・スプレッド，取引量，さらには収益のボラティリティに逆選択の影響を残すはずだとして，手の込んだ統計的手法で，その影響を検出しようと試みている。彼らの分析は，銀行の資産が，他の業種に比較して特に不透明だとは断定できないという結果を得ている。

3）銀行は，一般の株式会社と同様に，商法で定められている情報開示規制に服すると同時に，上場会社等に適用される証券取引法に定められた開示規制の下にある。さらに，1981年以降，銀行法に開示規制が盛り込まれた。しかし，この規制は，不良債権などの開示の実態を大きく変えるものではなかった（預金保険機構（2005：119））。海外メディアが，日本の銀行の不良債権は巨額に上るのではという推測を報じはじめた後の1992年３月，政府は主要銀行21行（当時）の不良債権の一部（破綻先債権，および延滞債権）の推計値を公表した。主要銀行は93年３月期から，破綻先債権，延滞債権を，地方銀行は破綻先債権をそれぞれ開示することにした。95年９月期より，主要銀行は，上記の２種類の不良債権に加えて金利減免債権の数値を公表し始めた。さらに，北海道拓殖銀行など大手の銀行の経営破たんが生じた後の98年３月期に，ようやく，全国銀行はアメリカと同一基準のリスク債権を公表するようになったのである。

行と金融庁の間に不良債権の評価を巡って大きな乖離が存在することが明らかになった。金融庁が2002年11月８日に発表した「主要行における自己査定と検査結果との格差について」によると，主要銀行15行（当時）の2000年３月期から2001年９月期までの４期にわたる検査の結果，銀行の自己査定による不良債権額，および償却・引当額の増加額は，それぞれ34兆6,111億円と，10兆3,947億円であったのに対し，金融庁の検査による不良債権額，および償却・引当額の増加額は，それぞれ47兆197億円，および15兆2,870億円であった[4]。銀行自身の査定と金融庁の検査との間に，不良債権額で36％，償却・引当額増加額で47％もの乖離があった。金融庁の検査の方が真実をとらえているという前提に立てば，これらの数値は，銀行の自己査定が不良債権をいかに過小評価しているか（あるいは過少申告しているか）を明らかにしている。もっとも，銀行よりも金融庁の方が，貸出債権の質を正確に評価できるという前提はかなり疑わしい。

金融庁が主要銀行に対して「厳格な」資産査定を要求したことは，それら銀行の「過大な」償却を強いることになった可能性はある。2005年度に主要銀行が計上した当期純利益は，莫大な償却戻り益を反映して，大幅に増加した。2003年夏頃からの日本経済の足早な景気回復が，分類債権を改善させたために，このような結果がもたらされたという見方もあるだろうが，景気回復の見通しは貸出債権の査定に適切に反映されるべきであるし，04年，05年の景気回復は決して予想外のことではなかったことを考えると，そのような解釈には限界があるだろう。その意味で，金融庁主導による不良債権の査定や償却が過大であった可能性を否定できない。これは銀行の貸出債権の不透明性の大きさを示唆している[5]。また後に見るように，不良債権の過大な査定や，過大な償却は，銀行の貸出供給を消極化させ，実体経済の回復を妨げることになる。

DCF法と融資取引関係：　2000年以降，金融庁は，1990年代の大蔵省時代の銀行検査が不良債権問題の深刻化を防止できなかったという苦い経験を踏まえて，銀行による資産査定の「厳格化」を推進した。99年７月に銀行に通達された「検査マニュアル」については既に説明した。さらに01年４月以降，それまで貸倒引当金繰入額の算出に機械的に用いられてきた法定繰入率（貸出額の0.3％）を廃止し，繰入額を貸倒実績率によって算出するように基準を統一した。さらに02年10月に発表された「金融再生プログラム」においては，主要銀行に対して，資産査定の厳格化の一環として，要管理先の大口債務者についてはDCF方式を基礎とした個別的引当の原則を求めた。

検査当局による資産査定の厳格化は，当然のことであり，資産査定を体系化し，厳格化しようとする金融庁の政策は，大蔵省時代の失敗を繰り返さないという決意の表れとして評価できる。しかし，単純なDCF方式による貸出資産，あるいは所要の貸倒引当金繰入額の算定は，融資取引関係が内包している（あるいは内包しうる）より複雑な金融契約関係を無視してしまうという問題をかかえている。

融資取引関係においては，銀行は企業向け債権の単純な投資者，あるいは受動的な投資者以上の存在である（Aoki (1994)）。銀行にとって，借手企業が財務危機に陥ったとき，債権者としてひたすら貸出金の回収を図るよりも，その企業の事業建て直しなどにコミットすることによって，長期的な利益を目指すことができるからである。このことは，単純なDCF法に依拠し

4）ここでの不良債権は「回収に通常の度合いを超える危険を含む部分（Ⅱ分類）」，「回収に重大な懸念のある部分（Ⅲ分類）」，「回収が不可能と判断される部分（Ⅳ分類）」の合計額である。

5）実際，2000年代に入って，金融当局（金融庁）が銀行の貸出債権の健全性を「厳格」に評価しはじめると，銀行の融資担当者と検査官の間に深刻な見解の相違が発生したと報じられた。

て銀行の貸出資産を評価することに問題があることを示唆している。たとえば，ボディ・マートンの教科書の次のような説明が参考になる[6]。

事実上，全ての投資プロジェクトはオプションであると考えることができる。企業は初期投資をしたあと，投資を続けるかどうか，選択する権利を持っているからである。投資を続けるかどうか判断を迫られるまでの期間はオプションの満期に相当する。初期投資額は行使価格に相当する。プロジェクトの期待キャッシュフローの現在価値は，原資産の価格に相当する。ゆえに，割引キャッシュフロー（DCF）法により計算されたプロジェクトのNPVはオプションの本源的価値に相当し，いま満期であると仮定した場合の価値となる。ゆえに割引キャッシュフロー法によるNPVはオプションの時間的価値を無視していることになる。（ボディ・マートン（大前訳（2005：568－569））

投資プロジェクトのNPVを評価する際に，企業家がもつ可能性のあるオプションの価値を考慮することが必要だという議論は，借手企業の経営破たんに対応して，銀行が企業経営に関与する可能性が高いならば，融資の評価にもあてはまるであろう。銀行は融資先企業との関係で全く受動的な投資家の立場に立つわけではないと考えられるからである。DCF法は銀行に，融資先企業が債務不履行に陥る確率と，その際に回収可能な資金額を「客観的に」評価して融資の評価額を査定することを求めるのだが，現実には，融資先企業が債務不履行になるか否かは銀行自身の意思決定に依存する場合が多いのである。銀行は（少なくとも原理的には）融資を継続する過程で，財務危機に陥った企業に関して，経営改善の可能性が十分にあるか否かを的確に判断できる追加情報を利用し，経営改善の可能性があれば融資を追加して，当該企業の経営を支援する一方，その可能性がなければ，融資を打ち切って，借手企業を清算に追い込むこともできるだろう。銀行がもつこのようなオプションの価値を正確に評価できるかどうかが，融資取引関係をベースとする銀行ビジネス・モデルの評価のあり方を左右するのである。銀行資産の透明度を高めようとする努力が，貸出債権を単純なDCF法に基づいて査定するように強制する形で進められるならば，融資取引関係のメリットは破壊される可能性がある[7]。

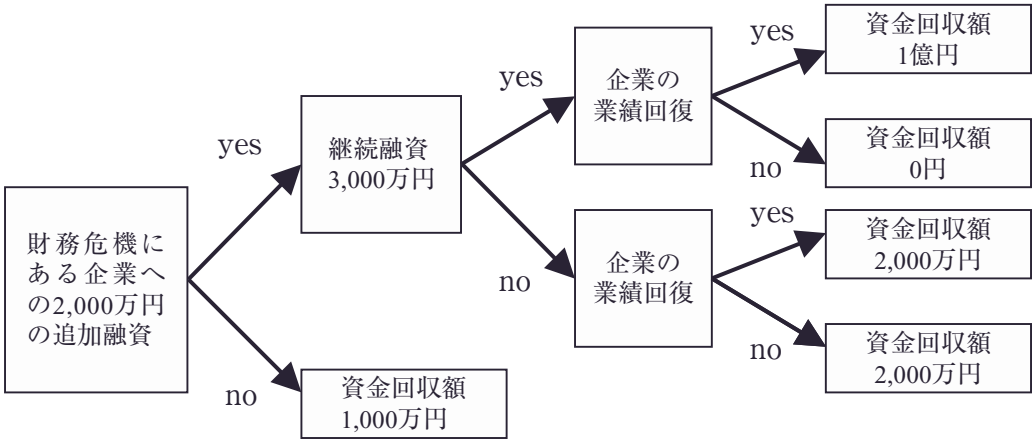
融資に関するオプション評価の単純な例：　ある銀行は，これまで取引してきた企業に2,000万円の追加融資を実行すべきか否か検討している。ただし，この企業は現在，財務危機に陥っており，追加融資をしなければ，企業は破綻し銀行は1,000万円の資金を回収できる。一方，追加融資を実行すると，半年後に再び3,000万円の融資を継続するか否かを判断する機会が来る。その際には当該企業の経営状態が改善する可能性と改善しない可能性が（現在の時点で考える限り）五分五分であり，融資を継続すると経営が改善した場合には１億円の資金を回収できるが，改善しない場合には全く資金を回収できない。一方，半年後に追加融資を実行しない場合，企業経営の改善の有無にかかわらず2,000万円の資金を回収できる。ただし，当該企業は融資を継続してもらえないために，破綻せざるを得ない。

このような追加融資の効果を評価する場合，非常に単純なDCF法に依拠すると，図１のようなディシジョン・ツリーの形に図示できるだ

6）Brealy and Myers（1991：513）も全く同様に，DCF法が妥当であるためには，投資家が受身であり，保有資産をコントロールできない存在であるという前提が必要であると説明している。

7）債務者企業が将来生み出す価値に大きな変動がない状況の下では，ここで論じているオプションの価値は大きくないだろう。しかし，実体経済の先行き見通しが不確実性を増し，将来の企業価値も不透明性を高める局面（つまり，景気後退期）には，このオプションの価値は無視できない大きさになる。

図１　財務危機にある企業への追加融資ー単純な DCF 法による評価



ろう。ただし以下の説明では，銀行の機会費用は金利ゼロ，また銀行はリスク中立的であると仮定する。

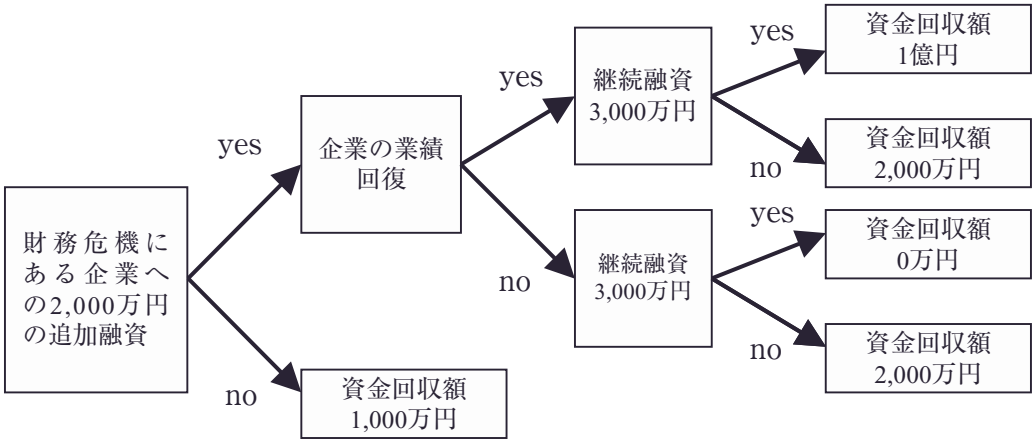
融資継続という選択肢の NPV は，企業業績回復の確率が50%，回復しない確率が50%と見込まれているから2,000万円である。融資継続が選択できるためには，最初の段階で2,000万円の追加融資を実施しなければならない。したがって，追加融資するという選択肢の NPV は０万円である。しかし，追加融資しないという選択肢の NPV は1,000万円である。したがって，単純に DCF 法に即して考えれば，ここで例示している財務危機に陥った企業への2,000万円の追加融資を，銀行は思い止まるべきということになりそうである。

しかし，多少なりとも現実の融資取引に通暁している者であれば，上のような分析が本質的な点を見過ごしていることに気づくであろう。たとえば，銀行は継続融資を実行する場合に，融資対象企業の業績回復の有無に関する情報を利用できる場合があるのではないだろうか。その情報が利用できるとすれば，企業の業績が回復するという見通しの下では，継続融資3,000万円を実行するが，そのような見通しがない場合には，継続融資を実行しないという選択肢を選べばよいであろう。つまり銀行は，最初の段階で2,000万円の追加融資を実行することによって，次の段階で3,000万円の継続融資を実行するオプションを獲得していることになる。このように考えると，ここで例示的に考えている財務危機に陥った企業への追加融資に関する銀行の観点からのディシジョン・ツリーは図２のようになるであろう。

図２の場合，銀行は，企業の業績が回復するか否かに関する確かな情報を得た後で，当該企業へ継続融資3,000万円を実施するかどうかを選択できる。企業の業績が回復するという情報を得た場合には，銀行は継続融資を実施し，１億円の資金を回収できる。一方，企業業績が回復しないという情報を得た場合には，継続融資を実行しない。この場合には，銀行は2,000万円の資金を回収できる。経営業績が回復するかしないかは，それぞれ50%と仮定しているから，最初の段階で当該企業へ2,000万円を追加融資する場合の NPV は2,500万円である。他方，2,000万円の追加融資を実行しなければ，1,000万円を回収できる。したがって，融資契約に内包しているオプションを考慮に入れると，ここで例示されている財務危機に陥った企業への追加融資を実施すべきだという結論を導き出せる。

以上の説明は，実務的な視点からみれば，単純すぎるだろう。融資取引関係は，良かれ悪しかれ，もっと複雑であり，不完備契約の下で，貸手に実質的なコントロール権を付与するもの

図２　融資契約に内包されているオプションを評価した場合



だが，貸出に内包されるオプションは，その一部に過ぎないだろう。たとえば，この特集号に収録されている広瀬（2006）は，銀行危機の際に明らかになったことは，融資取引関係を通じて，経営困難に陥った非効率的な企業を銀行が救済するという意味で，銀行が借手企業にオプションを供給する立場にあることだと主張している[8)]。

しかし，貸出債権の評価に単純な DCF 法を採用することは，そのようなインプリケーションを無視することであり，さらには銀行のビジネス・モデルを融資取引関係に軸足を置くものから，より「透明」であるが，借手企業との柔軟な融資関係を排除するモデルへの転換を強いることにもつながる。金融庁の検査にかかわる政策の方向転換が，好むと好まざるとにかかわらず，日本における銀行ビジネス・モデルの変化を促しているとみなすこともできよう[9)]。

貸出約定金利と銀行の収益性：　不良債権問題が深刻化する過程で，日本の銀行が融資先のリスクを考慮した十分に高い貸出約定金利（リスク・プレミアムを反映した）を設定できていないという批判が高まった[10)]。銀行経営が融資取引関係に立脚している場合，それが貸出の条件設定にも影響を及ぼすであろうことは想像に難くない。Petersen and Rajan（1995：439）は，銀行と企業の継続的融資取引においては，企業の「ライフサイクル」に応じて貸出条件を均すことが合理的であると論じている。たとえば銀行は，経営状態が比較的脆弱な創業間もない企業には，競争的な条件の下で見られるはずの貸出金利よりも低い条件を提示する一方，経営が安定した成熟企業からはレントを求めるというの

8）銀行が本来は生産過程から退出すべき非効率な企業（すなわち「ゾンビ企業」）を救済し，その結果，日本経済の生産性を低下させたという主張については星（2006）を参照。

9）銀行資産の査定の難しさは，旧日本長期信用銀行の経営陣が起訴された証券取引法違反事件を巡る裁判において，民事訴訟で無罪判決（2005年５月），刑事訴訟で有罪判決（2005年６月）が出たという事実にも反映されている。この事件は，日本長期信用銀行の98年３月期決算における不良債権の償却・引当が妥当であり，その結果，配当を可能とする利益があったか否かが争点となったのである。金融財政事情（2005年７月11日号：６－７）

10）もっとも，Weinstein and Yafeh（1998）の研究は，銀行と密接な取引関係にある企業ほど，相対的に高い金利費用を負担しているという結果を示している。

表１　貸出利ざや（日本，アメリカ，ドイツ）

年度(日本)，暦年（アメリカ，ドイツ）	日本		アメリカ		ドイツ	
	貸出利鞘	信用コスト率	貸出利鞘	信用コスト率	貸出利鞘	信用コスト率
1993	1.448	0.771	4.415	0.782	1.863	0.480
1994	1.562	1.050	4.236	0.465	1.830	0.586
1995	1.602	2.438	3.926	0.484	1.701	0.360
1996	1.616	1.301	3.907	0.579	1.665	0.355
1997	1.596	2.601	4.029	0.668	1.565	0.375
1998	1.602	3.817	3.831	0.686	1.452	0.375
1999	1.709	1.612	3.869	0.625	1.326	0.294
2000	1.738	1.397	3.726	0.785	1.139	0.391
2001	1.755	2.056	3.959	1.106	1.059	0.465

（出所）日本銀行（2003）。
（注）貸出利ざやは貸出利回りから資金調達利率を差し引いた値，信用コスト率は不良債権処理費用を貸出残高で割った比率。

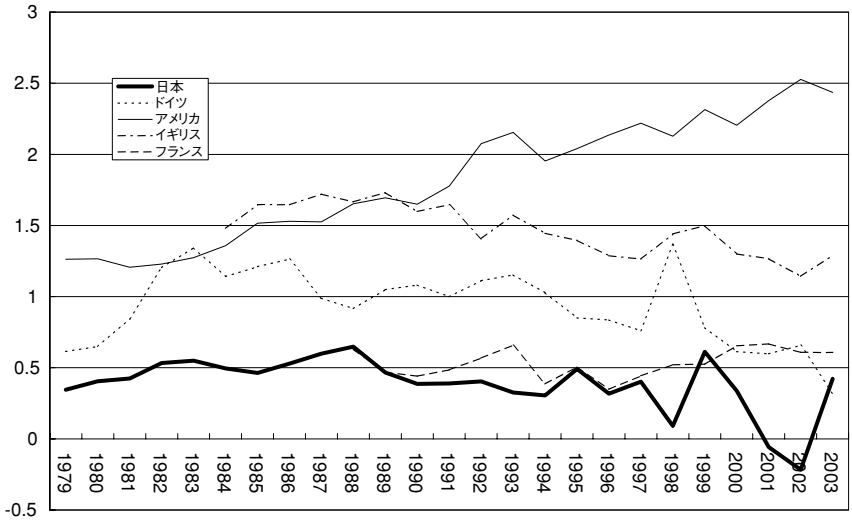
である[11]。借手企業が経営危機に陥った場合，銀行が追加的情報を用いながら経営に介入すると同時に，情報上の優位に起因するレントを獲得するチャンスがある場合には，そのようなチャンスがない融資の場合よりも，当初は低い貸出約定金利が設定される[12]。

また，Boot（2000）が指摘するように，銀行側も，借手企業側も，融資取引以外の取引も組み込んで一括した収益性やコストを念頭に置いて，融資関係を維持することも合理的である。これは融資取引を，いわばスポット的取引と観念して融資条件を設定するビジネス・モデルと異なっている。スポット的取引では，（それをどのように評価するにせよ）借手の信用リスクに見合うリスク・プレミアムを貸出資金の機会費用にマージンとして上乗せした貸出利子率を設定することが標準であろう[13]。

日本の銀行融資が理念型として想定される融資取引関係に完全に一致するとは考えられない。しかし，少なくとも外形的には，それに近い関係を顧客との間に形成してきた。そのため，その貸し出し条件は，融資取引関係の特性を備えている可能性が高いであろう。表１は日本，アメリカ，ドイツの銀行貸出における利ざやを比較している。この表によれば日本とドイツの利ざやはほぼ等しい水準にあり，その意味で，日本の貸出利ざやが異常に低いとは言えない。アメリカの利ざやは日本，ドイツに比較して飛びぬけて高いが，これは日本，ドイツの銀行が融資取引関係を基盤としたモデルを採用しているのに対して，アメリカの銀行が取引型銀行モデルによっているためとも解釈できる。ドイツと日本の違いは，不良債権処理コストの水準であり，日本ではそのコストが非常に高い。言うま

11）Sharpe（1990）をも参照。
12）反対に，銀行が借手企業にオプションを（暗黙裡に）与えているという場合には，約定貸出金利は相対的に高めに設定されるだろう。
13）信用リスクを考慮した標準的な貸出条件の設定に関する説明は，たとえばSaunders（2000：202－240）を参照。当然のことながら，このような標準モデルでは，貸出条件と社債の評価方法にはっきりした違いは認められない。

図３　主要国の銀行の総資産収益率（OECD, Bank Profitability より）



でもなく，これは日本の銀行が1980年代末から90年代にかけて犯した経営上の失敗を反映している。しかし日本の貸出金利が（より正確には利ざやが）異常に低いから，銀行の経営が脆弱であると主張するのは正しくないであろう[14)]。

もちろん表面的な約定金利の水準の問題と，銀行の収益性の問題とは必ずしも同じではない。銀行がどの程度の ROA（総資産利益率）を獲得しているかは，銀行経営の統治構造の性格を反映するであろう。たとえば経営者や従業員が自らを囲い込むことに成功している統治構造の下では，彼らへのレント支払いを反映して比較的 ROA は低い水準にとどまる。日本の銀行は，たとえばアメリカの銀行に比較して ROA が低かったという指摘があるが，これは両国の銀行業における統治構造の違いを反映していたとみなすこともできる。

また日本の銀行業には「過大な資源」が投入されており，そのために個々の銀行の経営を圧迫していることが低収益性に表れているという「オーバー・バンキング論」も一部の専門家によって主張されている（星・カシャップ(2005)）。確かに，銀行業や金融サービス業における競争条件は，その収益性を規定する重要な条件の一つである。ただし，日本の銀行業の低収益性は，90年代以降の銀行危機との関連に限って注目されるべき事柄ではない。図３が示しているように，主要国の銀行業は，フランスを除けば１％を超える ROA をほとんど常に維持してきたが，日本の銀行の ROA は1970年代の初め以降，一貫して１％を下回ってきた（花崎・堀内(2006：図１)）。また外形的に，70年代から80年代にかけて，銀行業における「厳しい競争」が有意に進んだことを示す明確な証拠はない。オーバー・バンキング論に与する観点からは，なぜ90年代に銀行業の脆弱性が露呈したかを整

14）貸出の利ざやに関する国際比較については，さらに注意深い考察が必要である。Bae and Goyal（2003）は，各国における債権者保護や私的所有権保護に関する法制度の違いが，その国に所在する債務者企業の直面する利ざやに有意な違いをもたらすことを明らかにしている。したがって単に銀行のビジネス・モデルの相違ばかりではなく，融資契約にかかわる法的環境の違いにも注意を払わなければならない。ただし，日本，アメリカ，ドイツの３カ国について言えば，そうした法的環境に大きな違いはないようである。La Porta, Lopez–de–Silanes, and Vishny（1998）をも参照。

合的に説明する必要がある[15]。

金利の引き上げは有効か：　一部の専門家は，アメリカと比較して銀行の資金調達金利と貸出金利のマージンが非常に狭く，そのことが銀行の収益性を圧迫していると指摘し，貸出金利を引き上げるべきであると主張している。少なくとも1990年代後半以降，不良債権問題が深刻化した時期には，低い利ざやが，不良債権処理コストをまかないきれないのは明らかであった。しかし，日本の銀行は利ざやを拡大できたであろうか。またそのようなポリシーは合理的であろうか。信用割当の合理性を明らかにしたStiglitz などの研究を学んだ者にとっては，貸出金利の引き上げが直ちに銀行の収益性を改善するという議論は説得力がない[16]。

図３は，日本を含む主要先進国の銀行の総資産収益率の推移を示している[17]。明らかに日本の銀行の収益率は，フランスの銀行と並んで一貫して低い。とくに，90年代後半には増加する不良債権を償却するための費用が嵩んだために，その収益性は大きく低下している。日本に次いで低いのはドイツの銀行である。そしてアメリカとイギリスの銀行は収益性が高い。私の差しあたっての判断では，このような収益性の違いは，銀行の生産性の違いを直接反映したものなのか，それとも各国の銀行経営の統治構造の違いを反映したものなのか，明確ではない[18]。

Ⅲ．証券化の動き

過去10年近くにわたる銀行危機の結果，銀行が抱え込んだ不良債権という泥沼から脱却する方法のひとつとして，不良債権の売却がありうる。不良債権に悩まされている銀行が，不良債権を売却できれば，不良債権の処理にかかわる骨の折れる，後ろ向きの業務から経営資源を解放でき，バランス・シートの構成を調整することが容易になったはずである。また，危機的状況にある銀行にとっては，リストラの一環として，不良債権ばかりではなく，健全な貸出債権を他の投資家や金融機関に売却することが有効である。これらの貸出債権売却（loan sells）は，アメリカの銀行業においては，リスク管理のごく普通の方法である(たとえば Saunders（2000：442－475))。しかし融資取引関係がもたらす貸出債権の不透明性は，貸出債権の売却を困難に

15）ひとつ説明は，80年代に進められた金融自由化が，銀行業や金融サービス業における競争を激化させ，その結果，オーバー・バンキングで脆弱になっている銀行の業績をさらに悪化させたというものであろう。金融自由化が銀行危機の遠因になっているという主張についての批判的な考察については花崎・堀内（2006）を参照されたい。

16）Stiglitz and Weiss（1981）は，銀行による貸出金利引き上げは，非対称情報の下では，借り手側のモラル・ハザードや，比較的良質な借手を市場から締め出してしまうという逆選択の状況をもたらすから必ずしも貸出からの期待収益を高めるとは限らないと論じ，慎重な銀行はむしろ信用を割り当てる可能性があることを明らかにしたのである。

17）OECD の統計では（Net income/Assets）に相当する。Net income は「税引前当期利益」に「貸倒引当金繰入」を加えた値として定義されている。

18）日本の経験では，融資取引関係への依存度の高い企業が，そうでない企業に比べて，むしろ高い金融コストを負担しているという証拠がある。たとえば，Caves and Uekusa（1976），および Weistein and Yafeh（1998）を参照。これらの結果は，融資取引関係は銀行に相対的に高い収益をもたらしたことを，間接的にではあるが，示している。

する。貸出債権の価値に関する売手（貸出債権をオリジネートした銀行）と買手（他の金融機関，一般投資家）の間の情報の非対称性のために，逆選択の困難が生じるからである。この困難ために，銀行の不良債権処理のプロセスは時間がかかるものになった[19]。

日本銀行（2002）の報告によれば，主要銀行は2001年４月から翌02年３月までの１年間に，およそ5.1兆円の不良債権をバランス・シートから消去している。これは主要銀行が01年３月末時点でかかえていた不良債権のおよそ25％，貸出残高の1.5％である。ただし，この貸出債権処理額のうち，部外者に売却した貸出債権は三分の一に過ぎなかった。銀行が処分した不良債権の大半は償却によるものであった。正確な統計は今のところ手に入らないが，2000年代の初頭の時点では，日本の銀行は貸出債権を売却することによって不良債権を処理することに消極的であったと思われる[20]。

伝統的な融資取引関係においては，貸出債権は取引関係の外側の人々に売却することを目的として創設されるわけではない。したがって，貸出債権の転売にかかわる法制度は十分には整えられていなかった。日本銀行（2004）が論じているように，日本の法制度が銀行貸出債権の証券化に適合していなかったことが，貸出債権の売買が不活発であったことの一因であろう[21]。しかし，貸出債権の効率的な市場取引には，貸出債権の質に関する不完全情報を軽減するメカニズムが必要であることにも注意すべきである[22]。

部外の投資家にとって，銀行が創設した特定の貸出債権の質を見極める能力に自信がなければ，貸出債権への投資に積極的になりえない。反対に部外の投資家たちが，銀行と同程度に正確に貸出債権の質を評価できるならば，銀行にとって貸出債権を「適切な価格」で売却できる。しかし，これまでに説明してきたように，融資取引関係においては，借手の質に関する情報を部外者に伝達するように仕組まれてはいない。不良債権の質を部外の投資家に伝えることは特に難しいであろう。このために，銀行は貸出債権の売却に消極的にならざるをえなかった。貸出債権の売却が困難であったために，銀行は多額の不良債権を抱え続けることになり，業務の速やかな再建が妨げられたのである[23]。

19）貸出債権の中には担保として市場評価が比較的容易な資産を裏づけとしているものも少なくない。これらのABS（アセット・バックト・セキュリティーズ）に関しては，市場売却は相対的に容易である。また債権譲渡に関する法制度の整備状況も，貸出債権の売却の容易さに影響を及ぼしてきたことは言うまでもない。

20）1997年３月頃から一部の銀行が外資向けにバルクセールを始めたようであるが，その規模は限られていたと思われる（預金保険機構（2005：129））。野口（2005：41）は，2001年４月から2005年３月までの４年間に主要銀行（みずほ，三井住友，三菱東京，UFJ，りそな，住友信託，三井信託）が35兆に上る不良債権を処分したが，そのうち34.5％が売却によるものだったと報告している。したがって，2002年頃には，主要銀行は貸出債権の売却に積極的な姿勢を示すようになっていると言えよう。これは，政府の政策が不良債権早期処理に向かったことを反映している。

21）債権譲渡の対抗要件にかかわる困難さはよく知られているが，さらに売却される債権の回収（サービサー機能）が弁護士に限定されていたこと，根抵当権によって担保された債権の譲渡の元本確定が難しかったことがあげられる。このため，「債権管理回収業に関する特例措置法」（1999年２月施行）など法律サイドの手直しが進められた。

22）デューディリジェンスの手間がかかるなどの事情は，情報の不完全性と表裏一体の関係にあることがらである。このため，債権の売却は事実上，売り手銀行のリスク負担の下に行なわれるという，表向きだけのオフ・バランス化，すなわち「飛ばし」が目立ったのである。

23）貸出の証券化という文脈で，近年，特に著しい成長を見せているのがシンジケート・ローンである。日本銀行の調べでは，シ・ローンの残高（ターム・ローンとコミットメントラインの両方を含めて）は2004年度末に28.9兆円，05年度末には37.4兆円になっている。これは，『資金循環勘定』から推計される民間非金融

不良債権問題が（少なくとも外見的には）萌芽的な段階にあった1993年に，銀行から不良債権を買取ることを目的とする共同債権買取機構（CCPC）が設立された[24]。CCPC は2001年３月まで業務を続けたが，その目的のひとつが，銀行から不良債権を割り引いた価格で買取ることによって，銀行の償却を促すことであったことは明白である[25]。CCPC のもうひとつの目的は，貸手の銀行に代って債務者から貸出金を回収することであった。1993年３月から2001年３月までの７年間に，CCPC が買取った不良債権の額は5,810億円に上ったが，それは買取られた債権の額面（１兆5,380億円）の38％であった。CCPC は買い取った債権のうち4,650億円を回収した。買取額と回収額の差額1,160億円は，債権を CCPC へ売却した銀行の負担とされた。つまり，銀行は遡及権付きで貸出債権を CCPC へ売却したのである。その意味では，CCPC は貸出債権の処理に伴うリスクを銀行から肩代わりするための組織ではなかった[26]。

債権回収機構の役割：　1998年10月に成立，施行された金融再生法（第53条）に基づき，預金保険機構内に設立された債権回収機構（RCC）が銀行・金融機関から不良債権を買取るという仕組みが99年６月からスタートした。当初，RCC の買取業務は2001年３月末までを期限としていたが，2001年４月に決定された政府の緊急経済対策によって，2004年３月末まで延長された[27]。RCC に期待された役割は，銀行・金融機関のバランスシートから不良債権を速やかに取り除くことであったが，実際の RCC の機能は，当初期待されたほどのものとはならなかった。その理由もまた，融資取引関係に伴う不完全情報の問題であった。

そもそも RCC は買取り債権についてキャピ

法人企業の借入残高のそれぞれ，8.3%，10.8%になっている。シ・ローンは債権の創設に，銀行がアレンジャーとして重要な役割を担っているという意味では，銀行融資の延長上に位置付けられる。たとえ，融資先の企業の質の情報が不完全だとしても，投資家（主に銀行，金融機関）がアレンジャーである銀行のモニタリング能力を信頼できれば（すなわち，経済学でいわゆる「名声のメカニズム」が有効に機能すれば），シ・ローンに参加できる。しかも，シ・ローンは投資家たちが転売すること前提として組成されるから，銀行債権の本格的な「証券化」と見えなくもない。しかし，実際にそうであるかどうかは，シ・ローンの流通市場がどれほど発達するかに依存すると思われる。流通市場で個々の企業向けのシ・ローンが活発に売買され，そのローンの評価が市場価格を通じて，広く市場参加者に伝達されるようになれば，伝統的で不透明な融資取引関係の一部が，透明性の高い市場取引に変換されたと言えよう。しかし実際には，シ・ローンの流通市場は非常に小さな規模にとどまっているようである。たとえば財務省（2006）によれば，シ・ローンのセカンダリー市場の規模は発行残高の１％程度と推定されている。また，シ・ローンの金融仲介システムとしての頑健性は，組成された貸出債権が債務不履行に陥ったときに，債務企業の事業再生，あるいは清算がスムーズに実行されるか否かにかかっている。この点は，まだテストされていない。したがって，この形の証券化が今後どの程度の規模で日本の金融システムに定着されるかについては，まだ不確定な要因が少なくないと思われる。

24）1992年８月に決定された「金融行政の当面の運営方針」は担保不動産の流動化の方策を重要な検討課題として掲げた。翌93年１月に民間金融機関162社の共同出資によって株式会社の CCPC が設立された。

25）銀行が不良債権を自ら償却するか，あるいは貸倒引当金繰入れる場合には，無税の扱いを受けることが少なかったのに対して，CCPC など第三者への売却は，売上損を計上できるというメリットはあった。

26）やや極端な表現を用いれば，CCPC の役割は，銀行・金融機関による「飛ばし」を公認するための仕組みであったとさえ言えよう。

27）1996年７月に破綻に陥った住宅金融専門会社の債権を処理することを目的として設立された住宅金融債権管理機構，そして破綻した協同組織金融機関からの債権買取を目的として96年９月に設立された買取機構が99年４月に RCC に統合された。また99年６月には RCC の機能は健全な銀行・金融機関からの債権買取にも広げられた。

表３　RCC による債権買取の簿価と買い取り価格

年度	RCC の買取債権の買取価格（10億円）（A）	RCC の買取債権の簿価（10億円）（B）	（A/B）%
1999	21.7	451.0	4.8
2000	12.6	522.2	2.4
2001	20.6	330.2	6.2
2002	205.7	2,088.5	9.8
2003	64.1	495.4	15.8
2004	23.3	176.7	13.2
2005	5.2	29.9	17.5
合計	353.3	4,004.1	8.8

（出所）預金保険機構

タル・ロスを回避するように法律の規制を受けていた[28]。RCC が銀行からの買取債権の価値を正確に評価できるならば，その「真の価格」によって，銀行からいくらでも債権を買取ることができたであろう。しかし，不完全情報の下では，貸出債権の質が不透明であるから，RCC にとっては高値で債権を買い取るインセンティブは低くならざるを得なかった。RCC のこの限界を合理的に理解していた銀行は，RCC に比較的質の高い債権を持ち込むことに熱心ではなかった。表３は，銀行から RCC へ売却された債権の簿価と買取価格を比較している。それによれば，RCC の買取価格は平均して債権簿価の９％弱に過ぎなかった。RCC の活動水準を顕著に引き上げたのは，2002年10月に決定された「金融再生プログラム」によって，2005年３月末までに主要銀行の不良債権比率を半減させるという政策が打ち出されたためである。このために RCC の債権買取額は2002年度に急増している。

RCC が99年度から2005年度までの間に買取った不良債権の合計額は，およそ４兆円であった。これに対して，2002年３月末時点で，預金取扱金融機関が抱えていた不良債権の残高は53兆円である。したがって，RCC は融資取引関係の下で銀行貸出を証券化することが難しいという状況を顕著に緩和することに成功したとは考えられない。しかし RCC は，2000年代当初から，市場を経由する銀行貸出の証券化を促進することに寄与したと言えるかも知れない[29]。銀行貸出の証券化に関する統計はまだ不完備であるが，日本銀行による調査によれば，市場経由で売却された銀行貸出の額は2003年以来，RCC の買取にとって代わる形で急増している。2003年度と04年度の２年間に市場を通じて証券化された不良債権の額は8.3兆円であり，これはこの２年間に RCC が買取った債権額の14倍以上に上る。

28）金融再生法第56条は，RCC の買取価格が買取債権が回収不能になるリスクを考慮して適切な水準に決定されなければならないと規定している。この規定のため，RCC は銀行からの不良債権購入に際して保守的なスタンスを取らざるをえなかった（野口（2005：41））。2002年の金融再生法改正によって，RCC は，たとえばディスカウンティッド・キャッシュ・フロー（DCF）法のような，より「合理的な」方法を採用できるようになった。

29）2002年１月以降，RCC は信託機能を用いた証券化に乗り出し，05年３月末までに９件の不良債権証券化に関与したとされている（預金保険機構（2005：132））。

1990年代末までは，日本の融資取引関係は，その不透明性のゆえに，銀行の貸出債権を売買することもできなかったし，またその必要もなかった。しかし，銀行危機が深刻化すると，銀行にとって，問題のある債権を自らのバランスシートに抱え込み続けることのコストが急速に高まった。借入企業の経営破たんの増加は，不良債権問題の深刻化によって希少になった銀行資本をさらに減耗させた。とくに，金融庁は銀行危機が発生した後の1990年代末に，その監督政策を一変させ，銀行に対して貸出債権の査定を厳しくすることを求めるようになる[30]。2002年10月の金融再生プログラムにおいて，金融庁は不良債権の迅速な処理を目標として掲げた。このため，銀行は，かつてのように，経営危機にある企業を支援することにコミットできなくなった。

企業の消極的な投資活動：　このような効果をもたらした，金融庁の政策変更は，両刃の刃であった。一面で，多くの銀行は「死に体」の企業を支援するという政策を放棄せざるを得なくなった。それによって，不良債権の処理は迅速化したに違いない。同時に，銀行は自分たちの貸出債権を売却し始め，2000年代初頭には，銀行貸出の証券化が徐々に発達し始めた[31]。これは，銀行危機がもたらした重要な帰結のひとつである。

他方，少なからぬ数の企業が，銀行融資の供給が途絶したために，単なる流動性危機を乗り切れずに破綻してしまった可能性もある。多くの企業にとっては，銀行が融資のコミットメントから手を引くことは，一時的な流動性危機が破綻につながりかねないという状況をもたらした。企業部門の積極的な設備投資は，流動性の不足という問題を引き起こす原因となりやすい。銀行が信頼の置ける信用供給者である限りは，設備投資を行なった企業にとって流動性不足を乗り切ることは容易である。しかし，銀行危機以降，銀行に弾力的に流動性を供給する余裕が失われた。金融庁による厳しい資産査定も，その状況に拍車をかけた。それゆえ，企業部門，とくに中小企業は，積極的に設備投資を拡大する政策を差し控え，銀行信用に依存する程度を引き下げる方針をとったと思われる[32]。この点は，企業部門の資金調達において，内部資金の比重が急速に高まったことに反映されている。企業部門の保守的な投資政策は，実体経済の低迷を深刻化させたであろう。

Ⅳ．BIS 規制の位置づけ

銀行の自己資本の（相対的な）大きさが，その経営の健全性の目安になるという考え方は，日本の銀行行政においても決して目新しいものではない。1920年代後半には，それまでの20年間に頻発していた銀行取付騒動を防止するために，政府は新たに銀行法を制定し（1927年），銀行に対して，その当時としては高水準の最低資本金を求めることによって，ドラスティックな銀行再編を図った。また第二次大戦後も，大蔵省は預金債務残高に対して少なくとも10％の

30）清水（2006）を参照されたい。

31）日本銀行は1999年以来，資産担保手形と他の資産担保貸出を日銀のオペレーションの対象として認め，さらに日銀貸出の適格担保と認定している。日銀のこの政策も間接的に銀行債権の証券化に貢献している。日本銀行（2004）を参照。

32）たとえば，福田・粕谷・中島（2005），小川（2005）などを参照。

（広義）自己資本を保有すること普通銀行に対する行政上の指導基準とした(1954年12月より)。しかし，この自己資本比率規制は，1980年代後半に至るまで，ほとんど実効性をもたなかった。したがって，1988年から５年間の試行段階を経て，93年から本格的に実施されたBIS自己資本比率規制は，いくつかの理論上の問題点をかかえながらも，客観的な指標に基づく健全経営規制の柱として，多くの人々から期待されていた。

しかし，BISで定められた自己資本比率が，個々の銀行の経営健全性の頼りになる尺度であるためには，銀行の資産（そして債務）の価値額が透明性をもって定められなければならない。銀行資産の多くが，市場で取引され，その価格情報が誰にでも容易に入手できるか，あるいは借手企業の信用度が，開示された情報で，十分に評価でき，その評価にしたがって，その企業向け債権の価値がやはり客観的に評価できる場合には，銀行の資産の評価は比較的容易であり，BIS比率は銀行の経営健全性を示す信頼できる指標となるだろう。

上に述べた銀行資産の透明性に関する条件は，しかしながら，銀行が伝統的なビジネス・モデルである融資取引関係に強く依存するビジネス・モデルを採用している場合には，満たされ難い。これまでも強調してきたように，融資取引関係を基盤とするビジネス・モデルにおいては，銀行が創設する貸出債権の価値を，第三者が的確に評価することは難しいからである。

現実に，日本の銀行危機の過程においても，BIS自己資本比率は，銀行の経営健全性を示す尺度として，うまく機能してこなかった。たとえば1997年３月末の時点で，北海道拓殖銀行のBIS比率は9.34％であったが，これは，その当時の都市銀行の中では最も高い比率であった。しかし，およそ半年後の97年10月に北海道拓殖銀行は経営破たんに陥ったのである。また98年10月に破綻した日本長期信用銀行の98年３月末の時点でのBIS比率は10.36％であり，これは監督当局が要求する８％の水準を十分に上回っていた。さらに98年12月に破綻した日本債券信用銀行のBIS比率は，98年３月末時点で8.25％，98年９月末時点で8.19％であった。しかし日本債券信用銀行が破綻した直後には，大幅な債務超過状態であることが露呈されたのである。

次の表４は，いわゆる早期是正措置が導入さ

表４　破綻した銀行の不良債権額：銀行の自己査定と金融庁による査定の格差

（単位10億円）

破綻銀行名	破綻年月	銀行による自己査定額（A）	金融庁による査定額（B）	格差（A－B）
国民	1999年４月	149.7	198.2	48.5(32.4)
幸福	1999年５月	428.1	527.5	99.4(23.2)
東京相和	1999年６月	420.8	690.6	269.8(64.1)
浪速	1999年８月	381.8	556.6	174.8(45.8)
新潟中央	1999年10月	234.4	335.3	100.9(43.0)
石川	2001年12月	167.3	214.3	47.0(28.1)
中部	2002年３月	78.9	96.5	17.6(22.3)
合計		1,861.0	2,619.0	758.0(40.7)

（出所）金融庁，および全国銀行協会
（注）(A–B)/A.の欄のカッコ内はパーセント

れた98年４月以降に破綻した銀行の不良債権残高を銀行自身の自己査定と，破綻後の金融庁の査定とで比較したものである。早期是正措置は，銀行法によって，BIS 比率の水準が低下した銀行に対して，厳しく銀行を検査し，その業務改善，あるいは業務停止の指示を与える権限を金融庁に与えたものであり，その目指すところは，破綻時の銀行の債務超過が最小限の額にとどまるという状況を作り出すことにある。しかし，この表によれば，破綻した銀行の金融庁の査定による不良債権額は，銀行の自己査定額よりも平均して40％も大きいのである。この表からも，融資取引関係を基盤とする貸出債権の評価が，必ずしも容易ではなかったこと，それゆえに BIS 自己資本比率は，銀行経営の健全性を客観的に示す指標として信頼に足るものではなかったことが理解できる。BIS 比率を基準として，経営危機に陥った銀行の経営にいち早く介入するという政策方式，すなわち早期是正措置の有効性も，どのようなビジネス・モデルが銀行業において支配的なのかという条件に依存することを示唆している。

Ⅴ．銀行危機と実体経済

銀行危機は実体経済の長期にわたる不振を反映するものであると同時に，実体経済の低迷を深刻化させる役割を果たした。教科書的な処方箋では，実体経済の不振に対してはマネーサプライを増加させるという金融政策緩和政策が必要だったが，現実には，マネーサプライは期待されたほどには増加しなかった。一部の経済学者たちは，この事実を日本銀行の政策運営の失敗とみなし，機械的にマネーサプライを増加させるための政策枠組みとして「インフレーターゲット政策」の採用を提唱した。以下の分析は，銀行融資中心の金融システムにおいて生じた銀行危機が，金融政策の波及過程にどのような影響を及ぼしたのかを考察し，インフレーターゲット政策の是非（あるいは実行可能性）を論じると同時に，金融庁が展開した不良債権問題への対応策が金融政策の効果に及ぼした影響について検討する。

金融政策による景気対策：　日本における銀行危機とデフレの進行との関係を議論する場合には，何よりも次の二つの要因に注意を払う必要があるだろう。その第一は，銀行危機に深刻化とともに，銀行の行動，とくにその貸出行動は自己資本の厳しい制約の下に置かれたことである[33]。もう一つは，銀行危機によって，インターバンク・マネー市場においても債務不履行の危機が強く認識されるようになり，そのためにインターバンク・マネー市場は従来の機能を失うとともに，それまでは見られなかった銀行による超過準備保有の現象が生じたことである。これらの要因は，いずれも日本銀行の金融調節

33）大蔵省，および金融庁は，銀行の資本増強を助ける政策を非常に熱心に実施してきたと言える。そのもっとも直接的な方法は，1998年以降のいわゆる「公的資金の注入」である。しかし，そのような直接的な方法以外の措置も講じられた。その代表例の一つは，BIS 自己資本比率規制の導入とあいまって，自己資本の補完項目に算定できる劣後債（および劣後ローン）の発行を銀行に許したことである。1990年代前半には，劣後債（ないし劣後ローン）が銀行の資本増強に役立った（Horiuchi and Shimizu（1998））。またもうひとつの例として，2000年３月に金融庁が繰延べ税金資産を銀行の自己資本に算入することを認めたことをあげることができよう。この措置のおかげで，銀行部門は2000年３月期の自己資本を大幅に増加させることができた。これらの支援策にもかかわらず，銀行危機が急速に深刻化することによって，銀行の資本基盤の脆弱化が進んだ。

（具体的には，マネタリーベースのコントロール）と銀行貸出，さらにはマネーサプライとの関係を大きく変え，金融政策としてのマネーサプライ・コントロールの有効性を低下させたのである。

銀行融資中心の金融システムにおける金融政策の波及過程：　下の図４は，銀行融資が金融システムの中心を占める日本の経済における金融政策の波及効果を描いている。日本銀行は，インターバンク市場におけるオペレーションを通じて，銀行部門の貸出行動を変化させ，それが企業部門の設備投資などを変化させることによって，実体経済に影響を及ぼすと考えられる。また，マネーサプライは銀行の貸出行動供給とほぼパラレルに変化するとすれば，この波及過程の下では，外形的には，マネーサプライのコントロールを通じて実体経済に金融政策の効果が及ぶことになる。

しかし，日本銀行の金融オペレーションが実体経済に確実な効果を及ぼすためには，少なくとも次の二つの条件が必要である。

⑴　銀行部門の準備預金に対する需要が撹乱的な変動をみせないこと。（これは，銀行部門の超過準備保有が大きく変動しないことと換言できる。）

⑵　銀行の貸出行動が，インターバンク・マネー市場における日本銀行のオペレーションの結果に確実に反応すること。

これらの条件は，1990年代の銀行危機の深刻化以前には，ほぼ満たされていたと考えられる。しかし，銀行危機が深刻化すると，これらの条件は成立しなくなった。銀行危機に伴ってインターバンク・マネー市場も機能不全に陥り，個々の銀行・金融機関はかつて見られなかったような超過準備を保有するようになったのである。図５は銀行部門の法定準備預金と実際に保有された準備預金の関係をプロットしているが，銀行危機が深刻化した2000年前後から，超過準備保有が観察されるようになり，ゼロ金利政策，

図４　金融政策の波及過程（金融緩和政策の場合）

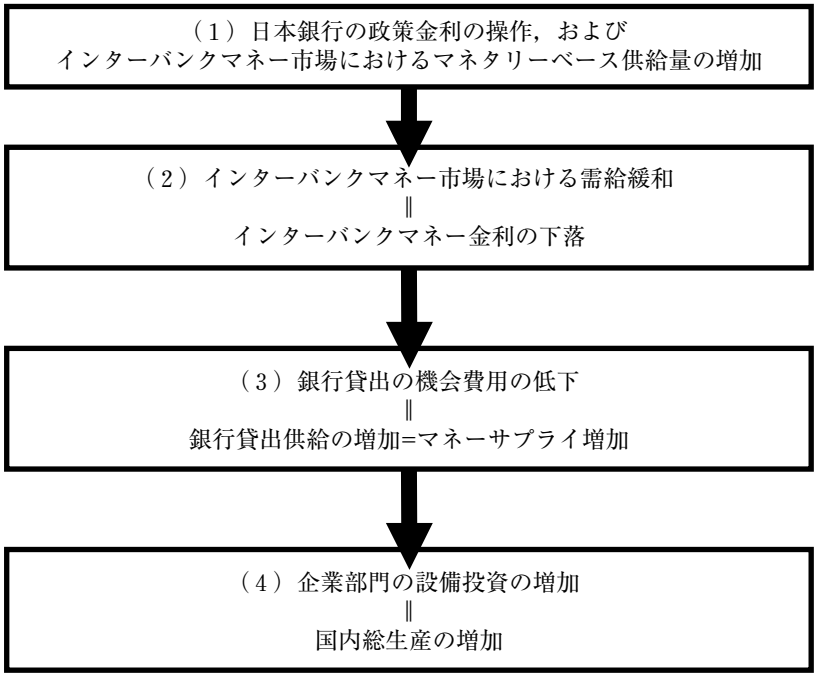
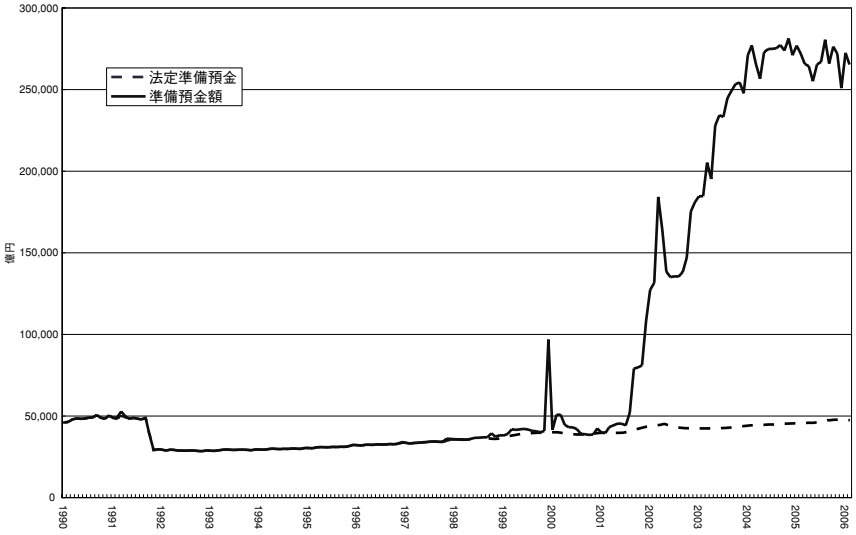


図５　法定準備預金額と準備預金額の関係（1990年１月～2006年２月）



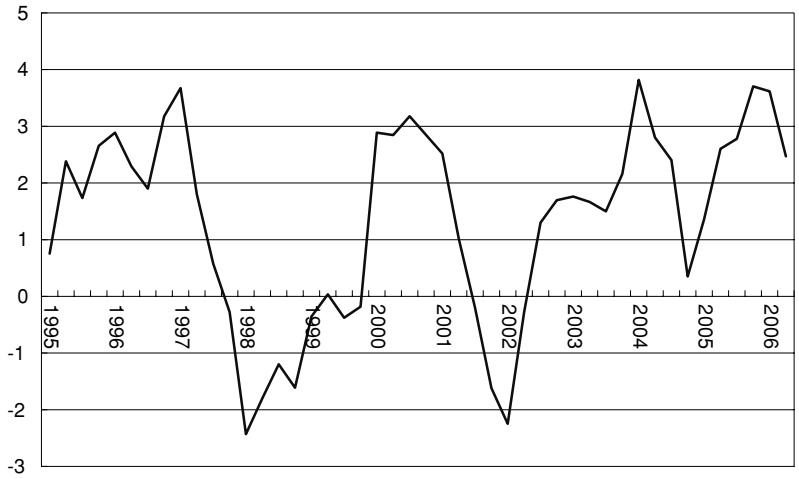
さらには量的緩和政策が開始されてからは，銀行は全体として法定準備を大幅に上回る準備預金保有した。言い換えれば，日本銀行のオペレーションは，主として，この超過準備保有を銀行に維持させるために運用されたのである。

さらに，景気後退の継続による不良債権の急増と，それに平行して進められた金融庁による銀行資産査定の厳格化によって，銀行の自己資本は減耗し，銀行の貸出供給能力が大幅に減退した。インターバンク・マネー市場における極端な緩和状態にもかかわらず，銀行の貸出供給行動は積極化しなかった。既に説明したように，銀行による貸出供給能力の減退は，企業部門の銀行依存度を低下させると同時に，防衛的に内部資金の蓄積を高めさせたが，それは設備投資の消極化と表裏一体の関係にあった。このため，実体経済に回復の足を引っ張ることにもなった。ここにみられるのは，実体経済の停滞と銀行危機の間の悪循環である。実体経済の低迷は不良債権を増加させることによって銀行危機をさらに深刻化させる。銀行危機の深刻化は銀行の金融仲介機能を低下させ，従来は銀行の機能に依存してきた企業部門が，防衛的に流動性を過大に保有し，設備投資に消極的になる。この企業側の行動は，実体経済の低迷をさらに長引かせる[34]。

この状況の下で，デフレ脱却の方策としてインフレーション・ターゲット政策を採用するこ

34）銀行資本への公的資金の注入は，銀行危機と実体経済の低迷の悪循環を断つひとつの方策であった。まず1998年３月に「金融機能安定化法」に基づいて21の主要銀行（当時）に合計１兆8,156億円の公的資金を，優先株式や劣後債，劣後ローンの形で注入した。さらに99年３月から2002年３月にかけて，合計32の銀行に対して「早期健全化法」に基づいて，８兆6,053億円の公的資金を注入した。この他に，2003年６月に「預金保険法（危機対応）」に基づいて１兆9,600億円の公的資金がりそな銀行へ，また03年９月には「組織再編成促進特別措置法」に基づいて，関東つくば銀行へ60億円の公的資金が投入された。2006年６月時点で，銀行の資本増強のために注入された公的資金の額は累計で12兆3,869億円に上る。ただし06年６月現在で，預金保険機構はこのうち５兆6,423億円を既に回収している。しかしいずれにしても，後にも触れるように，2000年代（とくに2002年以降）のはじめに政府が銀行の早急な健全化という「締め付け」は，こうした公的資金注入の効果を減殺した。

図６　実質 GDP 成長率（対前年同期比％：1995年第１四半期～06年第２四半期）



（出所）内閣府

とには，あまり大きな意味はなかったと思われる。日本銀行の政策運営が，どのようにマネーサプライの増加に結びつき，さらにそれがどのように物価上昇に結びつくのかを，人々が予想し難い状況の下では，たとえ日本銀行がインフレ目標を宣言したとしても，短期間にそれが実現すると想像できた者は少なかったに違いないのである。

不良債権処理は景気回復に貢献したか：　上述の悪循環から脱却するためには，銀行部門がその仲介機能を回復しなければならないと政府は考えたようである。2002年10月末に採用された「金融再生プログラム」は，主要銀行を中心に，不良債権額の早急な削減を銀行に強いるものであった。既に述べたように，銀行の資産査定の厳格化は既に始められていたが，再生プログラムを実施する際の梃子としても継続的に用いられた[35]。内外の多くの専門家が，この果断な銀行危機対策を支持し，この厳しい政策が，その後に生じた景気回復（図６を参照）をもたらす原因になったと賞賛している。

確かにこのような厳しい対応策は，銀行経営の健全化を直接的に目指すものとしては当然のものと考えられる。しかし，この対応策を推進する考え方は，銀行経営の健全性が実体経済の推移に強く依存している側面を看過している。主要銀行を中心に2003年以降，不良債権の額は順調に，かつ顕著に減少し始めたが，これは金融再生プランの効果というよりも，この再生プランに若干先行して生じていた景気回復の所産であるように思われる。2002年以降の景気回復は主として，好調な輸出に牽引されたのであって，当然，これは銀行の不良債権処理のスピードと直接的な関連はない。

表５は銀行危機が顕在化した1997年以降の実質 GDP 成長率（四半期対前年同期比）と，その成長率を要因別に分解したお馴染みの統計である。たとえば97年第１四半期から02年第２四半期（回帰循環の底にあたる時期）までの22四

35）銀行に対する検査の厳格化は，既に，2001年10月に公表された「改革先行プログラム」の「銀行の健全性確保のための迅速かつ厳格な対処」という項目の中に盛り込まれていた。「金融再生プログラム」では資産査定の厳格化として，資産査定に関する基準の見直し（引当金の算定に関する DCF 法の採用など），特別検査の再実施，自己査定と金融庁検査の格差公表などが掲げられた。

表５　実質 GDP の成長と各成長要因の貢献度（四半期の年率平均値）

期間	実質 GDP	民間消費	民間投資	政府支出	輸出	輸入
1997年Ⅰ～2002年Ⅱ	0.40	0.40	−0.38	0.15	0.28	−0.08
2002年Ⅲ～2003年Ⅳ	1.68	0.50	0.66	−0.15	1.10	−0.44
2004年Ⅰ～2006年Ⅱ	2.59	1.13	1.00	−0.06	1.34	−0.76

（注）民間投資は民間企業設備投資，民間住宅，および民間在庫増加の合計，また政府支出は政府消費支出，公的固定資本形成，および公的在庫品増加の合計である。
（出所）内閣府

半期の実質 GDP の平均成長率はわずかに年率0.4％であるが，この低い実質成長率は，民間投資が減少したことと並んで，民間消費もほとんど成長に貢献しなかったこと，さらに輸出要因も他の時期に比較するとかなり低かったことなどによる。

2002年第２四半期から03年末までの期間（つまり，金融再生プランが実施された最初の１年間程度）については，実質 GDP 成長率の平均値は1.68％であったが，このうち輸出の増加による部分が1.10％で，明らかにこの時期の経済成長の回復が，輸出に牽引されていたことを示している。民間投資はその前の時期に比べれば，実質 GDP の成長にかなり貢献しているが，それでも輸出要因の半分程度に過ぎない。民間消費はさらにその貢献度が低い。

2004年第１四半期から06年第２四半期までに関しては，実質 GDP 成長率の平均値2.59％に対し，民間消費の貢献度がかなり高まってきており，輸出の貢献度にほぼ匹敵するまでになっている。しかし，成長への貢献という点では，依然として輸出がもっとも重要であることに変わりはない。

これらの結果は，2002年の末以降，実施された銀行の不良債権早期処理の政策が，日本の実体経済の回復に貢献したとは思われないことを示唆している。不良債権の早期処理という政策が有効であるとすれば，それは何よりも，金融システムの機能が早期に回復するだろうという人々の期待の高まりが，企業の設備投資や消費支出の増加につながらなければならない。そのような国内需要の増加が景気回復を牽引し，それが銀行の不良債権の減少につながるべきである。現実には，既に述べたように，まず輸出の拡大が牽引となって実質 GDP の成長率が回復した。この景気回復が民間の消費や投資を拡大する方向に働き，この国内景気の回復が，大手銀行を中心として，不良債権の早期処理を助けた。さらに輸出主導の国内景気の回復が民間の消費や投資を刺激し，2004年以降，景気回復の足取りはより確かなものになった。これが，GDP 統計から読み取れるもっともらしいストーリーである。

「金融再生プログラム」の評価：　2000年代初頭の日本の政府は，いちはやく不良債権問題に決着をつけ，デフレ状態が続いている実体経済を活性化させるという政策方針をとった。この方針の基礎になっているのは，金融システム，とりわけ銀行システムの金融仲介機能の活性化が，実体経済を浮揚させるためには不可欠だという判断であろう。そういう判断がなければ，銀行システムの健全化を最優先の課題とはしないはずである。多額の不良債権をかかえている個別の銀行に関して言えば，その融資機能を回復するためには，早期に不良債権を処理する政策が必要である。個別の銀行といえども，その融資機能が低下して，取引先企業の経営にマイ

ナスの影響を及ぼすことがあれば，そのことがより広がりをもった不況の原因ともなりかねない。現実に，このような事態に対処するために，銀行法に裏付けられた「早期是正措置」が準備されている。

しかし，個々の銀行の不良債権問題がスムーズに解決されないうちに実体経済のデフレが進行し，多くの銀行の不良債権問題が深刻化してしまった状況においては，不良債権問題が原因となって実体経済の不況が惹起されるというのではなく，不況が原因となって不良債権問題が深刻な広がりをみせるのである。この局面では，不良債権問題を早急に解決することを最優先させることは手順が間違っている。「銀行の融資機能が景気浮揚に不可欠だ」という判断に立つならば，デフレ克服のために銀行融資機能が可能な限り維持されるような政策を採用すべきであった[36]。この点で，2002年10月に打ち出された「金融再生プログラム」には批判すべき問題点を含んでいた。

しかし，やや皮肉なことであるが，金融再生プログラムはかなり「中途半端」な面をもっており，それが問題点の深刻化を防いだと考えられる。もっとも重要な「中途半端さ」は，地域金融に対する政府のスタンスがメガバンクに対するスタンスと大きく異なっていたことである。メガバンクに対しては「平成16年度に不良債権問題を終結させる」ための措置を強く求めたのに対して，地域金融機関に対しては，それと違った，いわば時間をかけた問題解決を許したのである[37]。このような措置は，一部の専門家やマスコミから「二重基準」として厳しく批判されたが，この当時の経済情勢から判断すれば，上にも述べたように，決して不合理な政策ではなかったのである。

Ⅵ．むすび

政府の銀行危機に対する対応策は，1990年代の末（より具体的には98年）を境に，大きく変化したと考えられる。不良債権問題が深刻化する初期の段階では，銀行・金融機関を監督する立場にあった大蔵省は，銀行部門を支配していた不透明な融資取引関係に影響され，既存の制度枠組みと銀行のビジネス・モデルの下で，問題を解決するという方針をとっていた。そのことは，実体経済の不振が続く中にあって，不良債権問題の解決を遅らせた。不透明な銀行資産は，銀行の経営上の困難の早急な解決を妨げるのである。しかし，実体経済が極端に悪化することは，抑止できたかもしれない。

1997年末の銀行危機の本格化を契機に，それ

36）「オーバー・バンキング論」に与する人，あるいは銀行融資が「ゾンビ企業」を支える役割を演じていると主張する論者から見れば，銀行融資機能を維持させるための政策は言語道断ということになるだろう。融資取引関係の不透明さが，非効率的企業の延命に結びつく可能性は常に存在する。金融システム全体の機能から言えば，銀行融資に代わって資本市場経由の金融機能を促すことが望ましいのかもしれない。しかし，金融機能の入れ替えは急速には進まないから，深刻なデフレが進行しつつあると判断する政府にとっては容易にはとれない政策であろう。また，デフレ状況の下では，誰もがその採用を否定しないはずの金融緩和政策は，何時の時代にも，いかなる国においても，相対的に非効率的な企業を延命させる効果をもっているのである。

37）その結果は，金融庁が2003年３月に発表した「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」に盛り込まれている。このアクションプログラムにおいては，地域経済の活性化を念頭において，銀行と企業の融資取引関係の重要性が強調されている。

までの危機対応策に対する反省が始まった。大蔵省が解体されたことは，危機対応策に対する根本的見直しの出発点になった。金融監督庁，さらには金融庁の採用した方針は，銀行資産の透明化を推進するという明確な方向性をもっていた。透明化は，1988年には（試行的にではあれ）導入されたBIS自己資本比率規制が円滑に機能するために整えられていなければならなかった重要な条件であった。

金融庁の銀行危機に対する政策そのものは，総じて，融資取引関係重視から市場取引重視の金融への移行を指向している。融資取引関係が金融システムを支配する状況を経路依存性の桎梏とみなすならば，金融庁の政策は，この桎梏から日本の金融システムを解き放つ役割を担っていると評価できるかもしれない。しかし現実には，融資取引関係がもつメリットをどのように（別の形で）回復するのかという問題が未解決である。また，厳しい資産査定を組み込んだBIS自己資本規制と，それを柱とする健全経営規制は，循環促進的な性質を強くもっている。2000年代初頭には，銀行危機と実体経済の低迷との間に悪循環と思しき現象が見られたが，これは新しいレジームの下で解決されなければならない問題である。

参　考　文　献

小川一夫（2005），「メインバンクの財務状況と企業行動：中小企業の個票データに基づく実証分析」RIETI Discussion Paper Series 05－J－031.

財務省（2006）『資金循環における市場型間接金融の役割に関する研究会』議事録.

清水克俊「1990年代の銀行行動と金融危機への政府の介入」『フィナンシャル・レビュー』本号.

日本銀行金融市場局市場企画グループ（2004）「わが国証券化市場の更なる発展に向けて：証券化市場フォーラムにおける議論の概要と日本銀行の取り組み」『日銀レビュー』2004J－2.

野口瑞昭（2005）「金融再生法第53条に基づく健全金融機関等からの資産買取について」『預金保険研究』第5号，23－42.

花崎正晴・堀内昭義（2006），「銀行融資中心の金融システムと企業統治：金融自由化によって銀行の機能は脆弱化したか」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ，06－J－07.

広瀬純夫（2006）「倒産処理法制の改革と金融システム：企業破綻処理に関する政策が貸出市場へ及ぼした影響について」『フィナンシャル・レビュー』本号.

福田慎一・粕谷宗久・中島上智（2005），「非上場企業の設備投資の決定要因：金融機関の健全性および過剰債務問題の影響」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ，No. 05－J－2.

星岳雄，アニル・カシャップ（2005）「銀行問題の解決法：効くかもしれない処方箋と効くはずのない処方箋」，伊藤隆敏，H. パトリック，D. ワインシュタイン編『ポスト平成不況の日本経済』日本経済新聞社.

星岳雄「ゾンビの経済学」岩本康志・太田誠・二神孝一・松井彰彦編『現代経済学の潮流2006』東洋経済新報社，41－68.

預金保険機構（2005），「平成金融危機への対応」『預金保険研究』第4号.

Aoki, M.（1994），“Monitoring characteristics of the main bank system : Analytical and developmental view, in M. Aoki and H. Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System : Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.

Bae, K.H., and V.K. Goyal（2003），“Property rights protection and bank loan pricing,” unpublished manuscript.

Bodie, Z., and R.C. Merton（2000），Finance, First Edition, Prentice–Hall, Inc.（大前恵一郎訳『現

代ファイナンス論』ピアソン・エデュケーション）

Boot, A.W.A.（2000）, “Relationship banking : What do we know?” *Journal of Financial Intermediation* 9 , 7 －25.

Brealy, R.A., and S.C. Myers（1991）, *Principles of Corporate Finance*, Fourth Edition, McGraw –Hill, Inc.

Caves, R.E., and M. Uekusa（1976）, “Industrial organization,” H. Patrock and H. Rosovsky (eds.), *Asia's New Giant*, The Brookings Institution.

Flannery, M.J., S.H. Kwan, and M. Nimalendran, “Market evidence on the opagueness of banking firms' assets,” *Journal of Financial Economics* 71, 2004, 419－460.

Horiuchi, A, and K. Shimizu（1998）, “The deterioration of bank balance sheets in Japan : Risk –taking and recapitalization,” *Pacific Basin Finance Journal* 6 , 1 －26.

La Porta, R., F. Lopez–de–Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny（1998）, “Law and finance,” *Journal of Political Economy* 106 (6), 1113－1155.

Morgan, D.P.（2002）, “Rating banks : Risk and uncertainty in an opaque industry,” *American Economic Review* 92 (4), 874－888.

Petersen, M.A., and R.G. Rajan（1994）, “The benefits of lending relationships : evidence from small business data,” *Journal of Finance* 49 (1), 3 －37.

Rajan, R.G.（1992）, “Insiders and outsiders : the choice between informed and arm's – length debt,” *Journal of Finance*, 47(4), 1367－1400.

Rajan, R.G.（1998）, “The past and future of commercial banking viewed through an incomplete contract lens,” *Journal of Money, Credit, and Banking* 30 (3), 524－550.

Saunders, A.（2000）, *Financial Institutions Management : A Modern Perspective*, Third Edition, McGraw–Hill Companies, Inc.

Sharpe, S.A.（1990）, “Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts : a stylized model of customer relationships,” *Journal of Finance*, 45, 1069－1087.

Weinstein, D.E., and Y. Yafeh（1998）, “On the costs of a bank–centered financial system : evidence from the changing main bank relations in Japan,” *Journal of Finance*, 53, 635－672.