

不良債権問題

——強権的市場介入の事例研究——

小 谷 清

1 はじめに

不良債権が90年代前半から現在（2002年6月）に至る日本経済の根本的な問題と断定した上で、市場経済への極めて強力な政府介入によってこの問題を解決することが強く提唱されている。この小論の目的は、そのような主張の経済学的論拠が極めて薄弱であるとともに、そのような主張は概念の混乱した使用に基づく錯誤を多く含んでいることを示すことである。輸入制限のように教科書的な市場介入の主張には、優等生的な反対論・市場メカニズム擁護論が即座に勢いよくはね返ってくる。しかし、少しひねった非教科書的な体裁を装っていると、強い市場介入論は優等生も絡め取ってしまう。この小論は、非教科書的な文脈の中の、それとは気付きにくい強力な市場介入論の事例研究をも目的としている。

世論に阿ったかなり乱暴な金融政策の結果1980年代の後半に地価が高騰した後90年代初め急落したことによって、不良債権は少なくとも当初は生じたものである。¹したがって、不良債権問題とは高騰した土地を買った人から売った人への資産の再配分にすぎない。不良債権で苦しんでいる銀行・企業に対応して、土地を売り抜けて実質的に資産を増加させた人、または消費を増加させた人がいる。資産の名目的価値は全体として減少した。しかしそれは、「取らぬタヌキ

の皮算用」にすぎなかったことが分かったというだけにすぎない。将来得られると人々が勝手に想像していた大きな収入が幻想にすぎなかったということが分かったにすぎない。従って、資産配分問題を除き不良債権問題には何ら、少なくとも重大な実体的マクロ経済問題は存在しないというのがまず第一の認識であるべきである。

もし不良債権に関連してマクロ経済的問題があるとすれば、後知恵では幻想にしかすぎなかった資産価値の増加が資産効果を生んだことである。つまり、将来の土地収益の過大な見積りは現在もっと消費しても将来困らないという判断を生み、現在の消費の増加、貯蓄の減少をもたらしたと想像される。加えて、地価の高騰によって膨大な土地譲渡税・相続税収入を得た政府は公共投資を中心に過大に政府支出を増加させたと想像される。したがって、不良債権に起因するマクロ経済問題として、さもない時に比べて民間投資・資本蓄積が過小であったという問題がありうる。土地収益の増大の期待はゴルフ場建設のように土地と結びついた実物投資を伴うことが多かったから、民間投資も過剰であったのかもしれない。そうすれば、不良債権に関わるマクロ経済問題とは、バブル期には対外資産の蓄積量がさもない時に比べて少なかったということになる。² 少なくとも後知恵では、バブル期の土地関連民間投資には、ゴルフ場建設

¹ 堀内 (1998, p 4) は、不良債権問題は日本の金融業界及び行政の体質の所産であると論じている。私は金融界や行政の体質を評価するものではないが、不良債権の原因がそれらの体質のためとは思わない。堀内 (1998, pp.129-130) は、より具体的に、銀行が行政に保護されてきたため過度のリスクをとるようになったので不良債権が生じたとしている。更に、過度のリスクを取った例として、80年代の不動産融資の拡大やニューヨーク・ロサンゼルス・ハワイでの目立つビルの買収をあげている。しかしながら、80年代に不動産融資のリスクの高いことを見抜けたとすれば慧眼の士であると思う。またニューヨーク等での有名なビルの買収がなぜ特筆すべき程自明に危険な投資なのか私にはわからない。

80年代後半以降の銀行貸付けのリスクが高かったことはその時点で自明のことではない。たとえば、土地関連融資の失敗による不良債権の代表例は、大規模店展開のための対ダイエー融資であるが、伊藤 (1994) にみられるように、大型スーパーの増設は多くの経済学者・エコノミストによって流通の合理化・近代化として高く評価されたものである。

² 80年代のアメリカのS&L問題に関連して、以上と似たような主張をStiglitz (1994, P300) はしている。

や大型スーパー建設のように無駄なものが多かったと言えるかもしれない。また盛んに行なわれた公共投資は不効率なものが多かったとも信じられている。そうだとすれば、不良債権問題とは、さもない時よりも意味のある実物資産が多くの分野にわたって少なくなったという問題である。

不良債権問題が論じられるとき以上のような観点は重視されていない。不良債権は日本経済のガンであり、これを切除しなければならないという伊藤（2001）に代表されるように、多くの人々は不良債権の存在自体が日本経済を停滞させるという大きな問題を惹起していると主張している。この問題の解決のために不良債権の原因となっている過剰債務企業の法的処理をすべきだとか、金融機関に巨額の政府資金を強制的にでも注入すべきだといった、極めて強力な政府介入政策が主張されている。極めて過激な政策を提唱するのにもかかわらず、不良債権がどのようなメカニズムで日本経済の停滞を起しているかという点について、更にはなぜ提唱される政策が有効であるかについて十分な説明が行われているようには思われない。むしろ、不良債権問題に関する議論は極めて曖昧であり感覚的な主張に終始しているように思われる。そればかりか、不良債権問題に係る主張には概念の誤用とそれに基づく錯覚と内的論理の矛盾も少なくないように思われる。不良債権があるから危機が起きる、または日本経済が停滞するという議論は、そのように言って危機を煽ることによって、不良債権問題を解決すると主張されている、本当は別の所に目的がある過激な政策を政府に実施させるような社会的圧力を作るためにされているようにも思われる。

この小論は次のように構成されている。第2節においては不良債権の存在が銀行の金融仲介能力を低下させて、日本経済を停滞させているという議論の経済学的論拠が薄弱もしくは誤りであることを示す。第3節では、不良債権の最終処理や法的整理を行わないことが有用な資源や資金を低生産性部門に滞留させるという主張が、論理の矛盾と概念の誤解に基づくものであることをみる。

第4節では不良債権処理論の本当の目的は何であるかを検討する。補論では不良債権処理論の言語上の問題も検討する。

2 不良債権と金融仲介機能

不良債権の重しが日本経済を停滞させているといった主張がしばしばされる。この主張の説得性は「重し」という感覚的表現や不良債権という言葉の持つ陰うつな語感の生む連想によって主に付与されているのであって、私の知る限り、不良債権が日本経済を停滞させる因果関係について深く突っ込んで論じているものはない。とはいえ、堀内（1999）、岩田（2001）、グリーンズパン議会証言（2001）、香西（2001）、内閣府（2001）等の文献から上述の主張の経済学的論拠を推定すると、不良債権を経済停滞の原因として問題視する人々の間では次のような因果関係が想定されているように思われる。

(1) 金融仲介は直接金融と間接金融に分かれるが、日本では直接金融は未発達であり間接金融（銀行による金融仲介）が中心である。

ところが、

(2) 銀行の不良債権は、日本の金融仲介を主に担っている間接金融、つまり銀行の金融仲介能力を低下させる。

このため、

(3) 投資に対して資金の供給が滞り、経済停滞が起きている。

以上の問題を解決するために、

(4) 銀行に対して政府は公的資金を注入すべきである。

私は、以上要約した議論は誤っていると思う。以下この節では、以上の(1)、(2)、(3)についてそれぞれ誤っていることを見る。(1)、(2)、(3)が正しくとも(4)は対策にならないこともみる。³

2-1 間接金融と直接金融

メインバンク制についての議論や証券投資を活性化させるための税制改革の主張にみられるように、日本では間接金融が中心で直接金融が未発達であるというのは常識的定説的見解である。しかし、日本の金融制度の動向に詳しい堀内(1998)、深尾(2002)といった人々は既に日本での間接金融の比重は低くなっていると主張している。堀内(同、p.117、図4.2)を見ると主要企業の資金調達に占める銀行借入は80年代中頃以降5%弱までに落ち込んでいる。したがって、(2)、(3)が正しいとしても不良債権の存在は日本経済にとって重大な問題ではない。

また、間接金融が不良債権で機能を低下させているのであれば、直接金融を担っている人々にとってはビジネスチャンスの到来であり、直接金融が拡大し間接金融に取って替わるはずである。したがって、(2)のように間接金融の機能低下が事実であり、また(1)が現実であっても銀行の不良債権が投資の障害になることはない。50年代から60年代の中頃まで、銀行から直接借入れることが難しかった多くの中小企業は商社から間接的に融資を受けるか、商社の信用保証の下で銀行に手形を割引いてもらった。現在商社の地盤は低下している。しかし同じようにして、直接金融で資金調達のできる大企業が、関連中小企業

³ (1)、(2)、(3)と似た、不良債権が銀行の貸出し能力を低下させて、貸出しを減少させるという因果関係の主張については既に批判が行われている。しかし、それらの批判は銀行のインセンティブを考慮しないもので、有効な批判となっていない。そのような批判として、大量に保有している国債を売却すればいくらかでも融資できるから銀行は貸付け能力を低下させていないと論ずるものがあるが、不良債権故に金融仲介コストが高まって貸付けより国債を嗜好しているということもありうるから、批判たりえない。貯蓄性向が日本では高く、投資が少ないのだから銀行の貸付能力は低下していないという反論をする人もいるようであるが、銀行の仲介能力が低下していれば高貯蓄性向を貸付けに結びつけられないということがありうるから、銀行貸付減少と高貯蓄性向は矛盾しない。土地が多くあれば即座に農業生産量が大きくなる訳ではない。農業生産コストが高ければ土地は他の目的に使われるであろうし、放置され耕作されないこともありうる。以下本文では、不良債権の存在が金融仲介コストを高めるとするのが自明ではないこと、またそうであってもその含意は日本の経済の現状と一致しないことをみる。

に融資を拡大してもよいはずである。もちろん、間接金融の機能が低下したとき直ぐにも直接金融が取って代わって拡大するという事は難しいであろう。しかし、2003年1月現在不良債権問題といわれるものが発生して10年程経っているのであるから、この間に直接金融が代替的に発展する時間は十分あったと考えられるべきであろう。⁴

2-2 自己資本比率と金融仲介機能

(2)に関して、まず、間接金融の仲介能力が低下しているという事実認識自体が、そもそも自明ではないことを指摘せねばならない。間接金融による資金調達の典型は住宅ローンであるが、住宅投資が金融面から落ちこんでいることはない。銀行は住宅ローンに熱心であり、営業活動を活発化させているだけでなく、公的金融による住宅融資を縮小させる政治行動にも励んでいる。

不良債権の発生によって銀行の（事実上の）自己資本比率が低下したとき銀行の金融仲介機能が低下する、銀行の貸し出し能力が減少するという、(2)の因果関係はそれだけでほぼ十分な説明になっていると論者は思い、またそのように納得されているように思われる。しかしながら、BIS規制といった外的制約条件を除き、自己資本の減少が銀行の貸し出減（貸し渋り）を引き起こす（自己資本比率の低下が貸出しを減少させるインセンティブとなる）というのは自明のこととは必ずしも思えない。不良債権とは、銀行の抱える貸し出し資産の内のいくつかについて将来収入の現在価値がその簿価を下回ると分かったということである。これが、何故他の資産に関する選択や新たに受け入れる預金量や

⁴ (1)は、小谷（2001）で論じた制度主義的な見方である。制度主義では、気候・地形・技術・資源量といった基礎的条件とは独立した存在として制度があり、制度は基礎的条件とともに経済社会の様相を決めると理解される。だから、ある制度（ここでは間接金融）がなくなる、またはその機能を低下させると社会の動きは変わると考えられる。しかし、制度は基礎条件によって作られるもので、独立した要因でないとならば、経済学的に考えれば、（乱暴な金融政策のような）何かの偶然的理由でその制度がなくなっても、その機能を担う別の制度が生じると、考えられる。

その運用方法についての銀行の選択に影響を与えるのであろうか。

企業金融についての基本理論であるModigliani-Miller定理(以下、MM定理と呼ぶ)によれば企業の資本構成(自己資本比率)は企業の価値に影響を与えない。不良債権が銀行の貸し渋りを起こすという主張は、MM定理を崩すことである。70年代以降資本構成と企業行動(よって市場価値)の関係、つまりはMM定理が成立しない場合について大きな研究の蓄積があった(Harris and Raviv (1991) 参照)。しかしながら、(2)の主張はこのような研究蓄積に基づいているとは思われぬし、またこのような研究蓄積が見逃した論点を指摘しているとも思われぬ。⁵

この項では、企業金融についての70年代以降の研究の中心的結果が(2)の主張と反することを主に述べる。また、(2)が正しい場合でも、不良債権対策と呼ばれているものは貸し渋り対策にはならないことも述べる。

Asset Substitution Effect (2)の主張は、より一歩突っ込むと、自己資本比率が低下すると銀行はリスクをとることが困難になり、その結果リスクを負うことになる貸し出しを減少させるという考え方が基になっているように思われる(内閣府(2001)、香西(2001)参照)。この見方は、おそらく、主張者およびこの考え方に賛意を表する人々の、あまり財産がないときには危険な資産を持たないという堅気な生活態度を銀行経営に投影したものである。それは適切な類推ではない。企業金融では逆の理解が定説である(Jensen and Meckling (1976) 参照)。

銀行は株主利益を最大化するように経営されていると考えよう。そうすれば、銀行の自己資本比率の低下、自己資本に対する負債の増加は、むしろ銀行がより大きなリスクをとる誘因となる。これはAsset Substitution Effectと呼ばれ

⁵ 資本構成・自己資本比率が企業価値に無関係だというMM理論が日本で理解されていないのを以前厳しく難じていた人が、その後の企業金融理論の発展についての知識があるとも思えないのに、銀行の自己資本比率の低下を重大視して、現在危機を煽っているのは、私には理解できない生き方である。

る。直感的に言えば、自分の金でギャンブルをすることのない堅気の人でも、他人の金では、しかも負けた時には自分が払う必要がなく、勝った時には利益を得られるならば、ギャンブルをするという当然のことである。危険の大きな貸し出しが債務不履行になったとする。自己資本比率が低いとき損失を負うのは、主に預金者および政府（預金保険を通じて）である。一方危険度の大きい貸し出しが成功すれば、預金者は決まった利子を受け取り、政府は何も得ないが、銀行は大きな収入を得ることができる。したがって自己資本比率が低いとき銀行はあえて危険度の高い貸し出しを行おうとする。

1980年代のアメリカのS&Lの不良債権問題は現在の日本の不良債権問題を考える際の準拠とされることが多い。S&Lの不良債権問題は自己資本比率が低かったために過剰にリスクをとるようになったのが主な原因の一つとされている（Milgrom and Roberts (1992, ch.6)）。

経営者利益 企業の行動は株主利益のためではなく現在の経営陣の利益を重視して決められるという考え方もある。この場合、自己資本比率が低くなると銀行はリスクを取りたがらなくなるというのは正しいといえる。自己資本比率が低い時、危険の高い貸し出しを行い失敗すれば、銀行自体が破たんするかもしれない。その結果経営者がその社会的地位やそれに伴う各種の特権や便益も失うならば、自分自身のために銀行経営を行う経営者は自己資本比率が低いときリスクをとる貸し出しを行わないであろう。⁸

(2)の主張、より正確には不良債権による自己資本比率の低下は銀行のリスクを取るインセンティブを減少させるという考え方は、コーポレートガバナンス上の問題に依存していることになる。したがって、(2)の主張が正しいならばそれは好ましいことである。問題視する必要はなく放置すればよい。

⁸ (2)のような主張をする人々中には、日本の企業は株主持ち合い等によって株主支配が行われていないので経営陣の利益のために企業は運営されているという日本企業批判をする人が多い。別の所でやめるべきと批判をしていることをここでは当然の前提として主張していることになる。

不良債権とリスクの関係を論ずる主張の不適切さは、逆の言い方をすれば、明らかになるであろう。それは、自己資本比率が高いと銀行経営者は自分の地位を心配することなく危険な貸し出しをすることができると言っているのに等しい。asset substitution effectを生じさせるのと同じ要因がここでも働いている。他人の金を運用する銀行経営者は平気で危険な賭をする。ただし、自分の地位が安全である限り。

もし自己資本比率が低下したために銀行がリスクを取らなくなったというのなら、自己資本比率が低いので自分の地位を心配する経営者は無謀な貸し付けに走らなくなったということである。リスクの考慮から不良債権が貸し渋りを起こしているというのなら、それは日本経済にとって好ましいことが起きていると考えるべきである。(2)では、不良債権の存在が金融仲介コストを高めているとされている。しかし、不良債権は銀行経営者のリスクを取る能力を減少させているというならば、(2)とは逆に、不良債権は日本の金融仲介コストを減少させている、不良債権によって自己資本比率が低下したため日本の金融仲介は効率化していると言える。

フリーキャッシュ 以上はより一般にはフリーキャッシュフローの問題である。株主利益を放擲して自分の利益を追求するために経営者が企業経営を行うのを阻止し、企業を株主利益のために行動させる方法として企業金融論が指摘するのは、自己資本比率を下げることである (Jensen (1986) 参照)。つまり負債を多くして、営業利益が一定でも経常利益を減少させれば、経営者が裁量で、株主に分からないように、または株主からとがめだてを受けないように使用できる金額を少なくすることができる。したがって、株主は自己資本の減少から利益を得る。自己資本比率を下げると、MM定理に反して、企業価値が上がる。

わが国の銀行は経営者・従業員に高い給与を支払っているという批判が行われてきた。また、彼らのプリンジベネフィットも大きいと一般には見られている。経営者は自分を大物に見せるような虚飾にも熱心だったようでもある。不

不良債権問題はリストラを銀行に強い、いま述べたような銀行員のための銀行の支出を減少させているともいわれている（深尾（2002）参照）。このような一般的な印象は自己資本比率の低下が銀行経営を効率化させ、株主利益の増進に役立つという企業金融の見方と一致している。

不良債権対策 不良債権の発生によって銀行経営者がリスクを取りたがらなくなるために貸し出しが減少するというのを一応認めても、その論理は不良債権対策と称されるものが、貸し渋り対策として無効であることを含意する。

(2)の主張することは、事実上の自己資本比率の低下によって金融仲介機能の低下が起こるということであり、不良債権を会計的に処理するか否かは無関係である。不良債権を貸借対照表上から落とすという最終処理を行っても、(2)の論理上は銀行の貸し出し態度を変えることはない。

また、(2)の論者は公的資金の導入を強く主張するが（香西（2001））、(2)が正しいければ公的資金の導入は意味がない。不良債権が銀行のリスクの取り方を抑制するのは、銀行経営者がその地位の保持に不安を覚えるようになるからである。なぜ自己資本比率が高いと不安にならず、リスクをとれるかといえば、資本が多少減っても自分の地位は安泰だと考えるからである。しかし、貸し付けに債務不履行が発生して公的資金が棄損したとき銀行経営者の地位は安泰ではない。したがって、公的資金の注入によって自己資本が会計上増加したとしても経営者を“無謀な”貸し出しに走らせることはできない。(2)が正しいとしても公的資金の注入は貸し渋り対策にはならない。

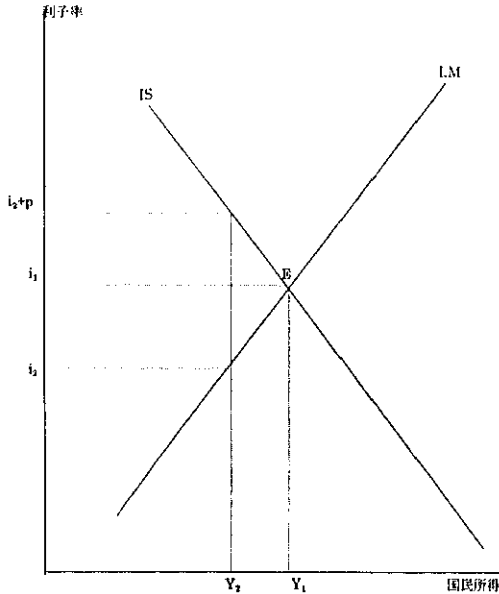
公的資金注入に際して国民の理解を得るために、弱者対策というニュアンスのある対中小企業貸し付けの増加を政府は銀行に約束をさせている。しかし、その約束は果たされていない、銀行は嫌がっていると銀行は批判されている（たとえば、深尾（2002）参照）。これは、公的資金の投入がリスクの高い貸し出しにつながるインセンティブを持たない、従って(2)の対策にならないことをよく示している。

民間資金を募って自己資本比率を高めても外部からの経営陣に対する監視はやはり強まるから、ほぼ公的資金の投入と同じことが言える。銀行にリスクをとらせる、つまり経営陣を無謀にするには内部留保が大きくならねばならない。

2-3 仲介コスト

この節の最初に述べた(3)の因果関係も現在の日本経済には働いていないと思われることをこの項では主張する。銀行の不良債権が金融仲介機能を低下させても、つまり、たとえ(1)、(2)が正しくても日本経済の停滞と低金利がともに見られることはないことを示す。不良債権の存在が日本経済を停滞させていると主張する人々は、ケインズ的なマクロ経済学を前提としているようであるから、簡単なケインズモデルを使って以上の点を示す。

第1図は初級経済学的なIS・LM図表である。IS曲線とLM曲線の交点Eで示



第1図 金融仲介コスト上昇の効果

される水準に国民所得と利子率は決まる。つまり、国民所得は Y_1 に利子率は i_1 に決まる。

金融仲介プレミア 銀行は預金で、またはコール市場で資金を調達して貸し出しを行う。不良債権の存在が銀行の金融仲介能力を低下させるとすれば、新規貸し出し金利と自由預金金利・銀行間コールレート、または債権市場での利回りとの差が拡大しなくてはならないであろう。この差の拡大は、IS曲線にかかわる利子率、つまり企業が投資しようとするとき支払わねばならない利子率が、LM曲線に関わる利子率、つまり資産として預金・債券等の金融資産を持つ人々にとっての利子率を均衡では上回るという形でとらえることができよう。⁷この上回る大きさを p で表すと、第1図で国民所得は Y_2 、資産保有者にとっての利子率は i_2 に決まる。企業が投資するのに支払う利子率は $i_2 + p$ となる。金融仲介機能を低下させた銀行が、資産保有者から資金を調達して企業に貸し出しをするのに十分なプレミアが得られることになる。言うまでもなく、 $i_2 + p$ と Y_2 の投資への利子率と国民所得の組み合わせで財サービス市場は均衡しており、 i_2 と Y_2 の利子率と国民所得の組み合わせで貨幣市場は均衡している。

第1図で国民所得は実際低下して、不良債権が日本経済を停滞させるという直感と一致している。また、貨幣市場を均衡させる利子率は i_1 から i_2 に下落し、金融市場は極めて緩和した状態にあるという2002年7月現在の状態にも一致す

⁷ IS曲線にかかわる利子率とLM曲線にかかわる利子率が乖離していると天下り的に仮定して、銀行の金融仲介コストの上昇を表すのは、言うまでもなく粗雑な定式化である。特に、何故企業はLM曲線の背後にある資産保有者から直接資金調達をしないのかという疑問が生じる。この疑問は、この節の最初に見た(1)の考え方の問題点につながるものである。このような疑問点を回避するため、ここでは単純に、ある企業は直接的に資産保有者に接することができ、ある企業は銀行を通じてでなければ接することができないと考える。この想定は、(1)で前提していることと整合的である。IS曲線に関する利子率は、この様な2種類の企業の資金調達コストの平均と考える。プレミア p はこのような平均コストと資産保有者にとっての利子率の差である。以上のようなアドホックな想定をしない枠組みの中で考えるべきではある。しかし、それはより複雑なモデルを考えることになる。本文の目的のためには、乱暴ではあるがアイデアは十分に伝えることのできる簡便な定式化で十分であると判断した。

る。しかしながら、企業が投資のために調達する資金に対する利子率(例えば、銀行の貸付け利子率)は、上昇しなければならないことを第1図は示している。第1図では企業にとっての資金調達コストの上昇が投資を減少させ、国民所得を低下させている。これは明らかに事実と反する。2002年7月現在銀行の新規貸し出し金利は低い。

IS曲線に関する利子率がLM曲線にかかわる利子率よりも高くならねばならないことは、銀行の貸出し利鞘が大きくならねばならないことである。しかしながら、2002年7月現在、小さい貸出し利鞘が銀行経営上の重大問題の一つとされている。

念のため図表を使ったが、以上は自明なことである。ケインズモデルの枠組みの中では景気が後退するには投資額が減少しなくてはならない。投資意欲が減少していないならば、投資額が減少するためには資金調達コストが高くなっていなければならないからである。

この節の最初にみた不良債権の重しが日本経済を停滞させているという見方の(3)は現在の日本経済にはあてはまらない。

第1図で企業投資が減少(つまり投資関数の値が与えられた利子率の下で小さくなる)していれば、景気停滞と企業向け利子率の低下が起こる。しかし、それは不良債権問題がなくとも、つまり第1図ではプレミアム p が存在しなくとも起こる。

大不況 第1図で示されるような銀行の経営困難のマクロ経済的影響の分析はBernanke(1983)とほぼ同じである。Bernankeは、大不況期の銀行取付け・倒産で代表されるような銀行の経営上の困難が金融仲介コストを上昇させ、その結果投資コストが高くなったため大不況が深くまた長引いたと主張している。Bernankeの大不況についての議論を90年代初めから2002年7月現在まで続く日本経済の不況についてあてはめることはできない。

金融仲介コストの高まりの指標としてBernankeが使った格付けbbb級の企

業債と連邦政府国債の利回りの差は、1929年7月の2.31%から1番大きい1932年6月には7.73%にまで高まっている (Bernanke (1983, Table 1) 参照)。Friedman and Schwartz (1963, p.304) をみると、この時の国債利回りと呼り引き率は3%強であるのに対して、bbb級企業債の利回りは12%弱という、非常に高い水準にある。金利は投資禁止的な高さといってよい。Bernankeの主張するように、または第1図の分析から言えるように、大不況期には金融仲介コストの高まりによって金融市場では低金利となる一方、企業向けの利子率は極めて高くなっていた。しかし、2002年5月現在の日本では企業向けの新規貸付け利子率も2.5%程度と極めて低い。これは既に指摘したように第1図の分析に反する。つまり、この節の最初にあげた(3)は現在の日本経済についてはあてはまらない。

(4)の公的資金の投入は(2)が正しくとも正当化されないことをみたが、(3)が正しくとも公的資金を銀行に投入する理由とはならないことも指摘すべきであろう。減税等々の方法によって投資補助金を企業に出す直接的投資喚起策の方が効果的と思われるからである。

2-4 デットオーバーハング論

不良債権が日本経済の停滞を招いている理由として、いわゆるデットオーバーハング論⁸をあげる人々がいる。小林・加藤 (2001, p.129) は、これを中心的内容としている。そのような人々によれば、ある企業に過剰債務が存在すると、その企業が有望な新規プロジェクトを実施しても上がった利益は既存債務の返済に使われてしまうため、そのプロジェクトを融資した金融機関に資金は返済されない、このため不良債権が多額に存在する下では投資は行われず日本経済は停滞する。このようなデットオーバーハング論は現在の日本経済の状

⁸ デットオーバーハング論の説明としてMilgrom and Roberts (1982, Ch.15) がある。

況に当てはまるとは、私には思えない。柳川+柳川研究室(2002)にも、デットオーバーハング論を批判する多くの主張が紹介されている。以下この項のデットオーバーハング論についての批判は、そのような主張と一部重複する。

まず、デットオーバーハング論は論理的に正しいとしても、その論理に従って不良債権が現実によくの障害を日本経済で起こしているとは思えない。有望な新規プロジェクトを抱えていながら融資が得られないために実行できない過剰債務企業が多く存在するとは、私には思えない。実際上記のような主張する人は、具体例をあげることはない。過剰債務企業は不動産・流通・建設の三分野に集中しているとされ、日本企業の全てが過剰債務企業であるわけでもないから、デットオーバーハング論が現在の日本経済にあてはまるとしても他の業種では活発な投資が行われているはずである。しかし、投資の沈滞は日本国内で多くの部門にわたることであって、不動産・建設・流通の三分野にのみ起こっているわけではない。したがって、デットオーバーハング論はせいぜい論理的な可能性を指摘しているだけのように私には思われる。

経済論理としてもデットオーバーハング論が正しいとは思われない。デットオーバーハング論が指摘するような資金難は以下のようにして容易に回避できる。

既債権者による融資 デットオーバーハング論が資金難を起こすとしているのは、過剰債務企業に既存の債権者銀行以外の銀行が貸し出そうとする場合である。現在貸し出している既存の債権者銀行が新規プロジェクトに対して融資をすれば何ら問題は生じない。むしろ、過剰債務企業に対する不良債権で苦しんでいる銀行は、その企業の抱える有望な新規プロジェクトから収益が期待できるならば、喜んでプロジェクトに対する融資を実行するであろう。

スピンオフ 現在の会社から、新プロジェクトを実行する子会社をスピンオフさせてもよい。プロジェクトの実現に必要な資金を子会社に融資した銀行は優先的にそのプロジェクトの収益から返済を受けることができる。返済後残る子

会社の剰余金は親会社に配当される。その配当は親会社に融資した銀行への返済に充てられる。

債権放棄 債権放棄によっても乗り越えることができる。デットオーバーハング論は、新プロジェクトからの収益の多くが既存債務の返済に使われてしまうと皆が知っているという仮定の上に成り立っている。このことは、現在の状態での当該企業の将来収益は、この企業の債務額を返済するには足りないと関係者が皆合意しているということが前提となっている。つまり、デットオーバーハング論では、銀行は企業に対する融資の一部は返済されないと認めているという前提がある。そうであれば、Milgrom and Roberts (1992) に指摘されているように、この企業が返済できないと思われる債権部分を銀行が債権放棄すればよい。そうすることによって、現在以上に誰も損をせず、そして投資が実行されて関係者は利益を得ることができる。

担保 デットオーバーハング論は、同一企業に対する債権者にとってその企業の収益は“共有地”であるということである。この共有地の悲劇の解決手段は既に案出されている。それは、担保である。担保は、特定の債権者に特定の債務返済源を指定している。担保物件があれば、デットオーバーハング論は乗り越えられる。新規プロジェクトというとき、特許権や特別の製造装置といった資産が伴っているであろうから、それに抵当権を設定すればよい。

市場経済が効率的な資源配分を常に実現するというのは楽観的に過ぎる見方かもしれない。しかし、デットオーバーハング論では、関係者の誰もが明らかに非効率だと思いう状態、誰にも分る大きな利潤機会が市場経済の下で放置されると仮定している。これはあまりに非現実的な仮定である。不良債権が日本経済の停滞の原因となっていると主張するために、デットオーバーハング論はそれを否定するような議論を全て仮定によって排除しようとしているようにさえ思える。不良債権を問題視する人が債務のデットオーバーハングによって日本経済が停滞すると考えるのは、彼等が一方では市場経済を称揚するのと矛盾する。

市場経済の意義は利潤獲得をインセンティブとした問題解決能力・創意工夫能力や革新性にあるのに、デットオーバーハング論はそれらを低く評価しているからである。

3 資金と資源の低生産部門での滞留

不良債権（問題の先送り）によって、貴重な資金・資源が不良債権の原因となっている低生産性部門に滞留し続けて高生産性部門に回らなくなっていると指摘する人々がいる。そのような人々は、滞留している資金・資源を有用な用途に開放するために不良債権の最終処理や法的整理を行うべきと主張する。このような主張の例としては、香西（2001）、堀内（2001a,b）、池尾（2001b）、日本経済新聞社説（2001.3.5）、浜田（2001）、内閣府（2001）などがある。この節では、以上のような主張は誤りであることを示す。

第1節で論じたように不良債権の主要原因は銀行融資によって購入された土地の価格が暴落したことであるが、資金・資産・資源の滞留を問題とする人々は、不良債権化した融資によって購入されたものは一般的な資材であると前提している、もしくはそのような場合を対象としているようである。この節の叙述ではそのような前提に従う。ただし、以下の議論は購入されたものが土地の場合でもほぼ当てはまる。

低生産性部門への資産や資金の滞留を問題視するものにはストック型とフロー型がある。一方は、銀行の既貸し付け分に関連して論ずるものであり、一方は、追い貸しと呼んで新規貸し付け分を問題視するものである。両者は混じった形で論じられることが多いようであるが、この節ではストック型、フロー型に分けてそれぞれの誤りを示す。

3-1 ストック型

(a)「不良債権問題（の先送り）は資産・資金を低生産性部門に滞留させている」

そして(b)「過剰債務企業の法的整理・不良債権の最終処理によってそのような資源を高生産性部門に開放できる」という主張は誤りである。前節でみた主張のように経済学として誤っているのではない。この主張の(a)は形容矛盾を含んでいるからであり、(b)は最終処理、法的整理といった概念の誤解に基づいた主張だからである。

滞留 不良債権とは、銀行の貸し付けた資金を使って企業の購入した資産が予定した収益を生まなかったため返済が滞っている貸し付けと定義できる。換言すれば、銀行が不良債権を持つような企業には、(経済価値のある)資産がない、あったとしても銀行貸し付けの簿価を大幅に下回る価値の資産しか存在しない。不良債権の定義によって、不良債権の原因となっている過剰債務企業には他に開放すべき資源・資産は存在せず、あったとしてもその滞留を問題視して、他に回せないのを残念がる程には存在しない。金融面から見れば、過剰債務企業を清算してその資産を売却しても銀行が回収できる資金はわずかであって、それが回収できないのを問題視するほどには回収可能な資金は存在しない。不良債権の原因となっている企業に他に回すべき資産・資金が(その滞留を問題視する程に)存在するという(a)の主張は形容矛盾である。

企業特殊性 銀行から借りた資金を企業が一般的な用途に回せる物的資産の購入に充てていたとすれば、その資産は他の用途に転用できる。または、その資産を売却することによって、銀行は資金を十分に回収し、回収した資金は他に転用することができる。しかし、多くの場合、銀行貸し付けはその企業に特殊な用途の(仕様の)物的資産の購入に充てられている。したがって、当該企業を清算してもその物的資産はその購入価格、つまり銀行貸し付け額を大幅に下回ってしか売れない。清算によって銀行は資金を回収できない。だからこそ不良債権である。⁹土地のように、企業特殊性が低く一般的な用途がある場合も、その価格が下落しているため銀行は資金を回収できない。この場合にも、土地の有用な用途は少ないと言える。場所が特殊なため、また特殊な構築物が建ら

れるなどの加工が施こされているため、土地でも一般的用途が少ないこともある。繰り返しとなるが、不良債権の原因となっているところには、不良債権の定義によって、他に転用できないのを問題視するほどの資源・資金・資産は滞留していない。

過剰債務企業に存在する労働は以上の事情を最もよく例示する。労働は移動が自由である。より有用な用途、つまりより多くの報酬が期待できる職があれば、過剰債務企業が法的に整理されるか否かにかかわらず労働は移動してゆくことが可能である。それにもかかわらず、労働は過剰債務企業に滞留しているとされる。過剰債務企業に滞っている労働の流動性が低い理由は、極めて企業特殊な技能しか労働者が持っていないからである。実際、他に資源を転用するために法的整理を主張する人も整理の結果生じる失業者に対して職業訓練を政府が行うように努めるべきだと主張している。この主張はもともとであるが、そのような労働者には他で使える人的資本が存在しないということを当然の前提としている。つまり、過剰債務企業には高生産性部門に回せるような労働資源が大量に滞留していることはないと言っている。

80年代後半の銀行の無謀な拡張主義の結果低生産性部門の「企業に資源が投入され、固定され続けたことが、日本の経済の低迷の根本的な原因である」、または「不良債権問題は…低生産性部門からの資源開放を妨げている諸要因の結果」と堀内（2001, b）が述べているのや、不良債権処理は、「人的・物的資源を閉じ込めている旧結合を解体して、新結合へ移行する」意義があると池尾（2001, b）が論じているのは、不良債権・過剰債務企業についての先に述べた誤解の例である。企業に投入された資財が固定され続けていることを堀内が問題としているのは、当然、他に移せる、解放できるような資源が当該企業に存在しているという前提に立っているからである。（不良債権の最終処理によって銀行が貸

⁹ 柳川+柳川研究室（2002）もこの点、明確である。

出しを回収すれば、そのような資源の解放が可能になるとも堀内は暗に仮定もしている。)しかし、一度企業に投入された資財は前述のように大部分企業特殊的であり、サンクコストである。その殆んどは、他の生産部門へ解放したり、流動化できるものではない。池尾の考えるように、他に移せるものが過剰債務企業の中に多量に閉じ込められている訳ではない。

不良債権処理の必要を強調する人々には、銀行の資金回収は資本ストックを他に移転するというイメージがあるようであるが、誤っている。宇沢(1977)の言うように、資本はマリアブルではない。銀行が資金を回収し、他に回すというのは、大部分については、回収元の企業で使われていた資財を直接・間接に他で使うということではない。資金回収は、回収元の企業の株主・経営者・従業員に回収分消費を減らさせて(国民所得統計上の貯蓄を増加させて)、彼等の所得(つまり、新しい生産物)の一部を他企業が使うことである。回収された資金を貸し付けられた企業は、新たな貯蓄を使って新たに生産された生産物を購入する。

解放 過剰債務企業に有用な、他に回すことのできる資源が存在するとしても、それが不良債権の最終処理や法的整理と呼ばれる行為によって他に解放されるという(b)の主張は、法的整理や最終処理という概念を具体的に理解しないで使っているために生じている誤解である。

(イ) **債権放棄** 銀行による債権放棄は最終処理の一つとしてあげられることが多い。債権放棄は、銀行が貸し付けの返済を貸付先企業に求めないということであって、債権放棄によってその企業内にある資金や資産を、存在したとしても、他に回すことはできない。むしろ、回さないでよいと銀行が宣言することである。

(ロ) **会社更生法・民事再生法の適用** この2つは、最終処理や法的整理の主要な内容とされている。しかし、不良債権を問題視する人々の主張とは全く逆に、会社更生法・民事再生法の適用は、債権者による債務者企業の解散・清算を防

ぐものであって、企業内にある資源を他に回さない、銀行には資金を当面は回収させないことを目的としたものである。したがって、両法を適用すれば高生産性部門に資源や貸し付けを回すことはできなくなる。もし過剰債務企業に滞留している資産や資源が他の有用な用途に回らないことが不良債権問題先送りによって生じている経済問題とするならば、両法の適用をしてはならない。最終処理は人的物的資源を閉じ込めている旧結合を壊すと、先に引用した池尾(2001b)が論じているのも、以上でみた誤解の例である。両法の適用は、閉じ込められている資源があるとすれば、それを閉じ込めつづける。

(イ) 不良債権の売却 まず、債権の売却は債権者が変わるだけで、それ自体債務者には関係なく、債務者の持つ資産が開放されるということではない。次に、債権の売却によって、最初の簿価に比べればわずかではあるが資金を銀行は回収することができるが、不良債権を購入した他の主体は自分の資金をこの過剰債務企業に投入したのであり、この主体が他に投入できる資金は減少した。この減少分は銀行が回収して貸し出すことが可能になった額と同じである。したがって、不良債権売却によって貸し付け可能資金が全体として大きくなるということもない。

売却の経済的意義は、不良債権の扱いに比較優位をもつ人々がそれを扱うという効率化である。効率化である限りにおいて資金回収は早まり、コストがかからないという意味で回収金額は増える。

(ニ) 清算 過剰債務企業から他への資産や資金の移動が起こるのは、不良債権を問題視している人が通常は法的整理や最終処理に含めない企業の解散・清算が行われたときである。清算によって企業内の資産は他企業に売られ、資産の移動が起る。銀行は売却代金の内から貸し付けを一部回収する。回収した貸し付けを銀行は他に回す。この新規貸し付けが、直接間接に過剰債務企業の資産の購入に充てられる。しかし、この項の最初に述べたように、そもそも過剰債務企業には有用な資産が十分でないというのが不良債権の定義であったから、

清算によって移動する資産の額はわずかである。

3-2 フロー型

不良債権の原因となっている企業に対して銀行が新たに融資（追い貸し）をしているため、低生産性部門が温存され高生産性部門の成長が妨げられている、追い貸しによって貯蓄が社会的に不効率な使い方がされているという批判をする人々がいる。このような主張は経済学の基本的な考え方に反している。¹⁰

まず、他の有用な部門または高生産性部門とは何を指すのであろうか。他に貯蓄の用途が存在するであろうか。2002年7月現在日銀はゼロ金利政策を継続中であり、銀行の貸し出し金利は極めて低い。このことは、貯蓄の有用な用途が少ないということを示しているのではないだろうか。

次に、原理的な問題として、過剰債務企業に更なる融資を行うことが不効率で社会的な無駄と何故言えるのであろうか。エコノミスト・経済学者・ジャー

¹⁰ 内閣府「平成13年度 年次経済財政報告」（内閣府ホームページ版 第2章5ページ）は、経済全体より生産性上昇率の低い業種に対して銀行貸し出しが行われていることを実証して（第2-2-6図）、不良債権の原因となっている不効率な過剰債務企業の延命のために銀行貸し出しが行われていることが示されたとしている。この分析結果は定義の異なるものを比べたため起こったにすぎないと思われる。

第2-2-6図で経済全体の生産性と呼んでいるものは、ソローが技術進歩率を表していると考えた、いわゆるソロー残差である。ここでは、ソローおよび「報告」に従って、それは技術進歩率を表しているものとする。一方「報告」が銀行借入企業の生産性上昇と呼んでいるものは、（銀行借入れ額でウエイトをつけた）労働生産性の上昇率である。これはソローの意味の技術進歩率と概念上等しくない。したがって、両者の比較は正しくない。概念の差が奇妙な結果を生む例を示そう。

次の式が成り立つ。

(*) 労働生産性上昇率 = 技術進歩率 + 資本分配率 × (資本投入増加率 - 労働投入増加率)。

(*) に従って「第51回 日本統計年鑑」収録の統計を使い1990年から2000年までの技術進歩率を計算する。鉄鋼業では労働生産性上昇率は37.6%で技術進歩率は34.3%である。一方、紙パルプ工業では、労働生産性上昇率は28.0%で技術進歩率は51.1%である。紙パルプ工業の方が鉄鋼業よりソロー残差の意味の技術進歩率は高い。しかし、「報告」のように、鉄鋼業の生産性向上を技術進歩率で、紙パルプ工業の生産性上昇の労働生産性上昇率でみるという定義をそろえない見方をすると、鉄鋼業の方が生産性の向上度が高くなってしまふ。

ナリズムといった外部の人々は 銀行がどのような融資を行うのが合理的であり、社会的にみて効率的であると、なぜ分かるのであろうか。第3 - 4項でより詳しく論じるが、銀行員でない外部の人にはそんなことは分からないというのが経済学の基本的命題である。

銀行が過剰債務企業に追加融資をすることは社会的に有益でありうる。例えば、次のように考えることができる。貯蓄を過剰債務企業へ融資によって向わせることによって、その企業に存在する人々、またはその企業に原材料を供給する人々等々への賃金の支払を可能にする。したがって、そのような人々が消費する、生活をするために他の人の貯蓄が使われる。追貸しは過剰債務企業に存在する人々をその企業に継ぎ止め、企業特殊的技能をもつそのような人々が仕方なしに他企業に転職して散逸してしまうのを防ぐ効果がある。言うまでもなく、この考え方は、不良債権処理として強くその適用が主張される会社更生法や民事再生法の背後にある考え方でもある。

企業とは何であるかは難しい問題であるが、そこに存在する労働・資本・土地等の間に有機的な結びつきを与えて、それらがバラバラに存在した時よりも全体として大きな価値を持たせるのが企業であると定義しても多くの人は反対しないであろう。このような企業の定義に基づけば、過剰債務企業に対する銀行融資の増加は、さもなくば消滅してしまう有機的な価値ある結合を将来のために守るという意義があることになる。当然ながら、これは有用な用途に対する貯蓄の使用、または投資である。

岩田(2001)は、実質的にすでに倒産している企業に銀行が追い貸しをしているのを異常な行動として批判的に言及している。しかし、倒産に伴うコストが大きいとき、そのような追い貸しは合理的な銀行行動であり、しかも社会的な利益をもたらす行動でありうる。岩田は明確な枠組みの下で論じてはいないので、“実質的な倒産・追い貸し”の意味は明らかではないが、一応次のように理解しよう。銀行のある企業に対する既貸し出し残高(D)は、その企業の収益

の現在価値 (V) も清算価値 (R) も上回るとする。さらに、この貸し出しは現在時点で返済期限を迎えているとする。 $R < D$ であるから、Dを返済するために必要な流動資金を企業は持たないのは勿論、たとえ全ての資産を売却しても返済できない。

銀行が貸し出しを継続し、その後の利子を形式上追加融資 (実態上は利子免除) すると、銀行はVを得る (企業の収益は皆返済に回される)。貸し出しを継続せず企業を清算すれば、法的費用を代表とする清算費用 (B) を要するので、銀行は $R - B$ を得る。 $V > R - B$ であれば、銀行は追い貸しした方が有利となる。 $R > V$ であっても、清算に要する費用Bが大きければ、追い貸しした方が有利でありうる。この時追い貸しは社会的にも好ましい。

3 - 3 不良債権ビジネス

外資系金融機関による不良債権購入ビジネスは大きな収益を上げていると報道されている。『日本経済新聞』(2001年6月19日朝刊)は、外資系金融機関が1997年以降2001年6月現在まで簿価で30兆円、購入価格ではその1割の3兆円以下の不良債権を購入し、年率10パーセント以上の利益を得ていると報じている。また、同(2001年8月19日朝刊)は、不良債権ビジネスは活況を呈し、不良債権が品薄になっていると報じている。不良債権購入によって大きな収益を外資系金融機関があげているとすれば、それは、日本の銀行が不良債権の最終処理・法的整理と呼ばれることを先送りするのも追い貸しをするのも合理的行動であることを示唆している。

日本の銀行は外貨系のように不良債権回収の技術に長けてはいけなかもしれない、また日本の銀行にとってはその事業に携わるための機会費用は高いかもしれない、更には最終節でみるような事情から市場価格よりも低い価格で不良債権を外資系は買い取っているかもしれない。したがって、日本の金融機関は外資系のように不良債権の回収から大きな収益をあげることはできないか

もしれない。しかし、上述の報道が正しければ日本の銀行も不良債権ビジネスから十分な収益を上げることができると想像される。そうだとすれば、不良債権を他に売却するのは合理的ではないし、その処分のための自由度が制約されることになる会社更生法・民事再生法の適用をすることも銀行にとって合理的でない。

日本の銀行が簿価10億円の不良債権を現在1億円で売ることができ、実際そうしたとしよう。回収した1億円を何に投資するのが銀行にとって最も有利な運用方法であろうか。前述の外資系金融機関について報道されたことが事実とすれば、売却した不良債権を時価1億円で買い戻すのが最適な（そうでないとしても、非常に有利な）1億円の運用方法であると想像される。つまり、この頃の最初に述べたように、外資系金融機関が不良債権の購入によって大きな利益を得ていることは、日本の金融機関にとっては不良債権をそのまま保有し続けるのが不良債権の有力な“処理”方法であり、不良債権の抱える銀行にとって不良債権処理の先送りは当然の合理的経済行動であることを強く示唆している。

3-4 社会的圧力と市場メカニズム

債権放棄、不良債権の売却、会社更生法・民事再生法の適用といった、不良債権の最終処理または法的整理という抽象的用語で呼ばれる行為は、不良債権が発生したとき銀行にとって当然の選択肢である。しかし、不良債権問題にかかわる議論で法的整理とか処理を進めるべきというときの主語は銀行ではなく、社会的圧力である。不良債権処理論はこの点でも批判されねばならない。

主語 法的整理・最終処理の主語は単純に考えれば銀行である。実際に整理・処理が行われれば、法律上の主体は銀行である。しかし、不良債権の最終処理や法的整理を進めるべきと主張されるとき、整理処理の本当の主語は銀行ではない。不良債権の最終処理、または法的整理をすべきという通常的主張は、当

事者である不良債権を持つ銀行が最終処理や法的整理を渋っているという認識の下で、銀行に社会的圧力をかけることによって銀行に不良債権の処理や過剰債務企業の法的整理をさせようとするものである。更には、政府が銀行に行政的圧力を加えるように、政府に対しても社会的圧力をかけようとするものである。法的処理の法律上の主語は銀行または企業であっても、本当の主体は法的整理をすべきだと主張している人々、つまり経済学者・エコノミスト・ジャーナリズムである。¹¹ 市場経済と中央集権的計画経済の相違は経済計画が存在するか否かではなく、その主語、つまり誰が計画するかとの相違であるとHayek (1945) が指摘したように、社会的圧力による（つまり、本当は経済学者・エコノミスト・ジャーナリズムによる）法的整理と市場メカニズムの下での、つまり企業、銀行が自発的に行う法的整理とは全く異なるものである。

自明な不効率性 社会主義、計画経済または政府の市場介入を批判することは現在では常識化しているが、それらを昔主張していた人々は、ちょっと手を入れれば簡単に是正できるような、自明の大きな不効率・無駄が市場経済には放置されているとみていたのである。似た認識が、不良債権の最終処理や法的整理を主張する人々の議論の中にもある。前項で見たように、不良債権の原因企業は、切り捨ててもかまわない低生産性部門と簡単に見放され、そこには他に回せば有用に使用できる資源や資金が明らかに大量に滞留していると考えられている。また、過剰債務企業に融資を続けることは、非効率的な企業を温存することで貯蓄の明らかに無駄な使用なのである。第1節にみたように、バブル期の土地関連融資も自明にリスクの取り過ぎで不合理であったとされる。

直ぐにみて取れるような効率性が放置されているという認識と手を携えて、その場その場の担当者は能力が低いという認識がある。昔のマルクス主義者や

¹¹ 経済学者・エコノミスト・ジャーナリストの法的整理の主張は銀行・企業に社会的圧力をかけるのではなく、銀行・企業に対する理性的説得というならば、それは、またはその言い訳は、批判されることの多かった官價優秀論に基づく行政指導とその擁護と変わりのないものであり、したがって、以下の論旨は変わらない。

その人脈を現在に引き継ぐ人々は、社会的事象の原因を「人々が非合理的であるから」と事も無げに言う。昔の官僚も民間部門に従事する人々を愚かと見ることが多かった。同じように、不良債権問題を論じる人々の主張や口吻には、銀行経営者の無能さをなじる響きがある。¹²

社会主義者も政府介入に積極的な官僚も、そして不良債権問題を論ずる人々も、将棋を傍で見ていてつい手を出したくなる人に例えることができるであろう。不良債権問題を論ずる人々からみると、自明な不効率は銀行・企業が自ら気づき、自主的に是正すべきものに映るのであろう。ところが、(能力の低い)銀行・企業はそうに動かないから、敢えて自分達が社会的な圧力を銀行・企業にかけねばならないと思っているのであろう。本来銀行・企業が自明にすべきことを自分達がさせていると思っていることもあって、不良債権問題を論ずる人々は処理や整理の主語が何であるかを重要とは考えないのであろう。

その場の知識 しかしながら、経済の効率性・非効率性とは外部の観察者が自明にみて取れるものではないというのが、むしろ市場経済の考え方である。だからこそ市場経済に意義がある。効率的に経済が運行するには、その場その場にある雑多な知識や情報を考慮に入れ、活用しなくてはならない。ところが、このような知識は膨大で一カ所に集めることもできず、一カ所に集めることができても一人の人が利用することのできないものである。したがって、中央集権的計画経済は不可能であり、その場その場の知識をその知識の所有者自身がその場で利用する分権的な市場経済でなくては、経済の効率的な運行は不可能なのである。このことは、市場経済の現状は、外部からの観察者がすぐには知

¹² 銀行が過剰債務企業に追い貸しという不合理な行為を続けているのは、対象企業の担当という職を維持して銀行員の生活を守るためであると、ある金融学者は述べている。この金融学者が前提とするように追い貸しが銀行の収益にとってマイナスになるものならば、そのような経営政策は、ゲーム論の用語を流用すれば、被支配戦略である。つまり、追い貸しをせずに銀行員には給与を与えて遊ばせておいた方がよい。この金融学者は銀行経営者は被支配戦略をとるほど能力が低いと考えている。

り得ないような知識を前提にして運営されていることを意味する。言い換えれば、市場経済の現状が効率的か否かは、知識のない外部の観察者にとって自明なことではない。その場その場の知識のない外部の人々が、横から将棋に手を出すように市場に対して介入すれば重大な不効率が発生すると考えられるのである。

以上を不良債権問題の文脈で具体的に言えば、不良債権の最終処理や過剰債務企業の法的整理をさせようと躍起になっている経済学者・エコノミスト・ジャーナリズムは当事者の銀行よりも過剰債務企業についてよく知っており、その企業の問題によりよく対処できると（事実上）思っている。しかし、過剰債務企業を今後どのようにするかはその場その場の知識のある銀行と企業自体が一番よく判断できる。もし銀行が最終処理や法的整理を行わないならば、それが最善の不良債権問題への対処法であり、銀行が過剰債務企業に対して追加融資をしているとすれば、それが一番効率的な貯蓄の使用方法和考えるべきなのである。銀行ではなく、何も知らない経済学者・エコノミスト・ジャーナリズムが自分たちは当事者の銀行・企業よりも対象企業のことをよく知っていると誤解して、銀行に社会的圧力をかけることによって彼等が法的整理や最終処理を実行すれば、大きな不効率や災禍を招くと、経済学に基づいて予想される。経済学者・エコノミスト・ジャーナリズムは市場メカニズムに従うべきであるとしばしば主張するのであるが、彼らが最終処理や法的整理を主張することほど市場メカニズムに関する基本的な考え方に反することはない。彼らは市場経済を支持する人々というより、社会主義者や一昔前の官僚の直系の後継者なのである。

3-5 第3節補論：ディスオーガニゼーション

過剰債務企業に対する追い貸しによる不良債権処理の先送りは産業構造のディスオーガニゼーションを引き起こすことによって日本経済を低迷させてい

るという理由で、追い貸しを問題視する主張がある(小林・加藤(2001, p. 205))。追い貸しによって法的処理を先送りされた企業には将来倒産の恐れがあるために、その企業を含む産業構造のネットワークが広がらず、経済は低迷するというのが、不良債権によるディスオーガニゼーション論の内容である。これは、マイカルやダイエーについてみられたような経営危機にある企業に対する仕入れ企業の商品供給の停止や代金支払いの現金化要求を一般化したものであって、不良債権の存在がディスオーガニゼーションを起こすというのはそれなりに正しい指摘であろう。しかし、結論は逆である。ディスオーガニゼーション故に不良債権を先送りしてはならないのではなく、だからこそ不良債権の処理を先送りすべきである。

ディスオーガニゼーション論で倒産とか法的処理とは具体的にはそもそも何を指すのであろうか。柳川+柳川研究室(2002, p. 58, 注11)のように企業の清算と理解すると、先送りしないで現時点で清算すれば、企業自体が今なくなってしまう。したがって、先送りすれば、危ういながらも企業が存在しえてネットワークが僅かであっても広がりうるが、清算してしまえばその時点で企業はなくなってしまつて全くネットワークが形成されなくなってしまう。ネットワークの形成のためには清算(倒産)するよりも、それを先送りした方がよい。

もし、倒産が会社更生法・民事再生法の適用を意味すると解するならば、倒産しても一般的には会社は存続するから、小林・加藤が想像するように、相手がなくなってしまうことを恐れて産業構造のネットワークが広がらないということにはならない。特に重要なネットワークの必要な1部となっている企業であれば、倒産後つまり会社更生法や民事再生法の適用後も大切にされ、その機能は確実に維持され続けるであろう。このときには、過剰債務企業への会社更生法の適用を先送りしても、しなくともネットワークの形成に関しては同じことである。

もちろん、会社更生法等が適用されると取引相手としての困難さが増加する

から、そのような可能性のある企業とのネットワーク構築には他企業は躊躇するというのは正しいであろう。しかし、適用を先送りしないで現時点で会社更生法を適用すれば現時点で困難が生じ、ネットワークの構築は難しくなってしまう。会社更生法・民事再生法の適用も先送りした方がネットワークの構築には都合がよい。

不良債権処理に伴う“倒産”の危険がディスオーガニゼーションを起こすのであれば、不良債権処理は先送りした方がよい。重大な軍事紛争に巻き込まれる可能性がある国に企業が投資をしたがらないのは当然である。小林・加藤の主張は、そのような国に企業投資を呼び込むためには、軍事紛争が起こるのを何とか防いで、軍事紛争を先送りするのではなく、早く戦争を始めさせて軍事紛争に巻き込まれてその国が荒廃してしまった方が良く、言っているのに等しい。

4 結語

この小論では、不良債権が日本経済停滞の重大な原因となっているという主張の経済学的論拠が薄弱であること、またそのような主張が、概念の不正解で曖昧な使用と内的論理の矛盾を多く含んだものであることを見た。

このように否定的な、または批判的なことのみを述べると、「批判的なことばかり言っていては、建設的ではない」と批判され、「では、不良債権問題をどうすればよいか」という問いが発せられる。この問いに対する答えは、ここで「する」の主語は何かと反問することである。私、もしくは質問者が主語であれば、銀行員でない私は何もできるような立場にはなく、多くの場合やはり銀行員でもない質問者自身も同じような立場にあるから、「不良債権問題をどうすればよいか」という問いは無意味である。主語が日本や国民であるというならば、そのような語は具体的な行為の主語にはなり得ないので、やはり最初の問いは無意味である。主語が日本政府であれば文章として成立する。この時、答えは「何

もしない」である。このように答えると「話にならない」といった薄笑いを浮かべる人がいる。しかし、まず、不良債権問題は、第1節でみたように、何よりも資産の再配分であって銀行や一部企業にとって重大問題であっても、日本経済全体の重大問題とは言えない。したがって、政府の積極的に関与すべき問題ではない。さらに、質問者自身もおそらくそうであるように、その場その場の知識が大切で、それらを利用する市場経済が良いという立場に立つならば、答えはオウム返しのように「政府は何もできないから、何もしない」である。

政府に何かすることがあるとすれば、公的資金の多額の投入を主張する程不良債権を問題視する多くの人々（例えば、伊藤（2001））が主張するのとは逆に、ペイオフを延期する、または停止することである。先に述べたように不良債権は国民経済もしくは世界経済の問題というより銀行等当事者の問題である。国民経済・世界経済にとっても問題になるとすれば、銀行が経済の決済システムを担っているからである。したがって、政府の行うべきことがあるとすれば、銀行の経営上の問題と決済システムの問題を切り離すことである。そのための有力な方法はペイオフの延期である。¹³

不良債権問題を重大視する議論が誤っていることをこの小論では主張したのであるが、重大視する人が愚かであるということでは必しもない。逆に、彼らの内少なくとも一部の人々は利口だから不良債権問題の解決が日本経済の発展にとって重大だと、論じているのである。彼らは別の理由で不良債権対策とされる政策が実行されることを望んでいる。そのような政策が実行されるには、不良債権が重大な問題を引き起こしているという印象を国民全般に与えること

¹³ 2002年7月末小泉首相の指示により、以上と似た趣旨から新型預金の導入を金融機関に促すことになった。ペイオフが必要なのは銀行に市場規律を求めためとされる（堀内（1999））。この考え方は、銀行についての他の常識的見解、つまり銀行は社会のインフラストラクチャーである決済システムを担っている、または銀行預金は貨幣であるという理解と矛盾している。前者は、人々に銀行預金の安全性について不安を覚えさせた方がよいという主張であり、後者では、人々が預金の安全性を疑わないことが重要な前提とされている。

が必要だから、不良債権問題が日本経済に重大な問題を引き起こしていると、感覚的な議論によって主張するのである。これは大衆民主主義社会での普通の政治手法である。

不良債権の処理を強く主張している人々は、第一にジャーナリズムであり、第二に経済学者・エコノミストであり、第三にアメリカである。第二グループには竹中平蔵氏のようにジャーナリズムと強く結びついた人々が多いから、第一グループと特に区別する必要もないので、叙述の簡単化のために第一、第二のグループはまとめて、ジャーナリズムと呼ぶ。

ジャーナリズムが不良債権問題の解決を強く唱える理由は、特に意外なものでもなく簡単なことである。ハーストやピュリッパーといった名前と結び付いてよく知られているように、ジャーナリズムはセンセーショナルなことを求めるからである。不良債権の「会計的」処理が行われて、大銀行が軒並み赤字を出す、有名会社が次々と会社更生法や民事再生法の適用を申請する、更には銀行が事実上国有化されるというのはセンセーショナルな出来事である。センセーショナルな事態を推進するキャンペーンはジャーナリズムの利益となって戻ってくる。

さらには、公的資金の導入によって銀行が事実上国有化されれば、政府に対して強い影響力を持つジャーナリズムは、直接的責任を問われることもなく、銀行経営に大きく関与することができるようになるという利益も生じる。¹⁴

ジャーナリズムが不良債権処理を唱える意図を探るのは、容易な推理にすぎない。興味深い検討事項はアメリカ（政府）が不良債権の法的、または最終処理を強く要求している理由である。¹⁵

¹⁴ 公的資金の銀行への投入に反対する人々の主な理由は、それが経営陣のモラルハザードにつながるという点である。しかし、公的資金の銀行への投入によって起こされるもっと恐れられるべきモラルハザードは、ジャーナリズムといった政府に影響を与えようとする人々の銀行経営への関与に伴うものである。これが、銀行経営者、金融行政担当者が公的資金の投入に強く反対する理由でもある。

第3-3項で既に見たように、外資系、つまりアメリカの金融機関は、日本での不良債権ビジネスから大きな収益をあげている。そのような米系企業の活動の拡大を援護するのは、アメリカ政府として当然の行動である。しかし、現在のブッシュ政権が不良債権の最終処理を迫っている理由は、このような一般的な意味にとどまらないと思われる。一步進んで日本資産のバーゲンセールをアメリカ政府と企業が期待しているからだ、私は考える。¹⁵

アメリカ政府が求める不良債権処理は、主に不良債権や担保物件の売却である（オニール財務長官議会証言『日本経済新聞』2002年5月2日）。市場での自由な取引の結果、つまり銀行や企業の自由な意思による債権・資産の売却の結果、他社に資産が移ることは資産の効率的再配分である。この他社がアメリカ企業であっても日本経済の効率化に役立つ、好ましいことである。問題が生じるのは、第3-4項で述べたような政策的・社会的圧力をかけることによって、銀行の意思に反して不良債権の売却を銀行にさせようとするときである。政府介入または社会的圧力による不良債権の処理は、市場メカニズムによるそれとは違い問題が生じる。

抱えている不良債権の最終処理を行うことに、銀行は必ずしも前向きではない。このことは、第3節で主張したように、最終処理によって得られると推定される利益よりも、そうしないとき期待される将来収益の現在価値の方が大きいと、銀行が判断していることを意味する。不良債権の最終処理を陰に陽に強制することは、まだ持っていた方が、または支配下に置いていた方が得であると銀行が判断している資産に対する権利の一部、または全部を銀行に無理にでも放棄させることである。それは彼らの評価するより低い価格で過剰債務企業

¹⁵ アメリカの要求は、日本のためを思って行われていると思込んでいる人もいるが、あまりにも人が好過ぎると私は考える。それが他人の利益にもなると強く信じ込める時、自分の利益は最も胸を張って強く追求できるということを、少なくとも理解すべきである。

¹⁶ 以下と似たような理解として「不良債権問題に正確な理解を」（『日本経済新聞』2001年7月3日朝刊「大機小機」欄）がある。

の資産に対する権利を銀行に手放させるということ意味している。つまり、社会的圧力によって不良債権が売却されると、その買い手（代表的には、アメリカの企業）にとっては、日本資産をパーゲンで得ることができることになる。日本の銀行がアメリカ企業に補助金を与えていることになる。このような不良債権の処理は不効率な資産の再配分を生み出す。¹⁷

補論：不良債権処理論の言語上の問題

不良債権を日本経済の重大な障害とみ、その処理の必要を論ずる主張の言語上の問題をこの小論では既にいくつか指摘した。第2－2項では、会計概念としての自己資本とそれが本来表すことを目的としている経済的意味との混同が、公的資金投入という主張をもっともらしく見せている一因となっていることを見た。第3－1項では、不良債権の最終処理や過剰債務企業の法的整理を求める主張が、法的整理・最終処理といった概念の誤解や錯覚によって成立していることも見た。第3－4項では整理とか処理という語の主語の曖昧さにかかわる、不良債権処理論の胡散臭さと問題点を指摘した。第3－5項でみたディスオーガニゼーション論も倒産という言葉の曖昧な使用を問題点の一つとして含む。一般に、不良債権にかかわる議論は、言葉の詐術といえる面が大きく、概念の曖昧さ、その不正確な使用が議論の一見した説得性を生み出していることが多いように思われる。この補論では、言語上の問題に焦点を当てて不良債権を巡る議論を、本論との重複も含めて論じる。

¹⁷ 以上の理解はもちろん憶測にすぎない。特に、アメリカ政府や財界の内部資料は少なくとも現在では入手不可能であり、そもそも政策決定は主にインフォーマルな会話の中で形成されて内部資料など存在しないかもしれない。ただ、怪しげな理由によって提唱されている不良債権処理という強力な政策の本当の目的を、経済学においてしばしばされるように、強く提唱する人々の利益という点から整合的に解釈しようとするれば、以上のような理解が得られる。

A-1 会計処理

不良債権処理という表現は何の疑いもなく、当然のように使われてきた。この小論でもその慣例に従ってきた。しかしながら「処理」という語は、この問題についての誤解を招きやすい不適切な表現である。この表現が引き起こしている錯覚が、何よりも不良債権処理を一見必要な経済政策のように見せかけている。

処理という言葉は、ごみ処理・地雷処理・PCB処理等のように使用される言葉で、現在人間（社会）に有害な影響を与える、またはその可能性のあるものを消滅させる、人間には影響の与えないところに遠ざける、そうすることによって人間には無害なものにするという内容を含む。だから、不良債権処理もそのようなものであるような印象を与える。この印象故に、不良債権処理と呼ばれる行為は、日本経済停滞の原因となっている厄介物を取り除いて日本経済を再成長させることだと、抵抗なく受け入れられてきたように思われる。

しかしながら、不良債権処理と呼ばれている行為は「処理」という言葉には値しないものである。前述の語感にふさわしいような不良債権の処理はできない。不良債権とはその持主にとって失った富であり、これを処理して持主にとって無害化し、影響のないものとはすることはできない。

不良債権処理として99年ごろまでに重視されていた間接償却とは、銀行の貸し付け資産が焦げ付いている、つまり債務者の返済する可能性が低いと銀行が帳簿上認め、将来実際債務不履行になったときに備えて資産を積むことである。¹⁸ 不良債権処理として2001年ごろから強調され出した直接償却は、帳簿上（紙の上で）債務者は返済できないと認めることだけでしかない。

間接償却も直接償却も不良債権の処理ではなく、不良債権の「認知」と呼ばれるべきものである。どうしても処理という言葉を使いたいのであれば、実質は

¹⁸ 税務会計では可能性にとどまるが、損益計算書上で損金処理する企業会計上では、社内的には返済不能と認めるといってよい。

変わらないという意味が明確に出る、不良債権の「会計的処理」と呼ばれるべきである。

帳簿上の操作にすぎないことをゴミ処理といった連想を持つ処理という言葉で呼んだため、そうすることがゴミ処理のようにいう実態を変える、人間にとって有利な行為であるという幻想を生んだのである。

A-2 最終処理・法的整理

不良債権処理と呼ばれた償却が以上のような意味であることが理解されるようになったためか、不良債権処理として強く推奨されるようになったのは不良債権の最終処理と呼ばれる行為である。

通例に従いこの小論でも当然のように使用してきたが、最終処理という抽象的な用語の具体的内容は、明確に特定化されてきたとは思われない。また、一貫して同一の具体的内容を指して使われてきたとも思われない。その中において、不良債権の最終処理を具体的に説明しようとした、ある例をここでは取り上げる。その説明では、まず「不良債権の最終処理とは代表的には民事再生法などによる法的整理である」と定義したうえで「不良債権の最終処理を急ぐ必要がある」と主張して、その理由としては「銀行が利益を生まない資産を抱え続けることになるからであり、また経営革新できない企業が保護されるからである」と述べられる。

揚げ足取り風に言うと、上述の最終処理の説明では、利益を生まない資産を抱え続けることが問題とされるが、利益を生まない資産は資産ではないから最終処理をしなくても抱え続けることにはならない。したがって、引用文の論理に従えば、最終処理を急ぐ必要はない。

会社更生法・民事再生法の適用を法的「整理」とか最終「処理」と呼ぶのも両法の趣旨に反した言葉の使用方法である。両法とも清算・解散から会社を守ることを目的としているからである。両法の適用は、整理・処理といった言葉

の含む、「不必要なもの取り除く、または消滅させる」という意味とは逆の効果を持つ。それはむしろ不振企業の「法的保護」と呼ばれるべきものである。¹⁰ 会社更生法・民事再生法の適用を「整理」・「処理」という言葉で呼ぶから、実際とは逆に、適用によって不振企業に存在する資源が外に開放されるという第3節でみた誤解を生むのである。

前述の説明にあるような、民事再生法を適用“しない”ことが経営革新できない企業を保護することになるという理解は誤りである。「経営革新できない企業」という表現の意味は明確ではないが、現経営陣が企業の経営方法を刷新することができない、より一般には現経営陣の能力が低いということを意味するのであろう。しかし、民事再生法の重要な内容は、現経営陣が引き続き経営に当ることを認めることである。だから、民事再生法の適用は前述の説明とは全く逆に、経営革新能力の疑わしい現経営陣が引き続き経営に当ることを法的に認めることである。

上述の最終処理の説明文中にはないが、不良債権の売却が最終処理と呼ばれることも多い。不良債権を売却しても、やはり不良債権問題がその銀行にとって消滅するわけではない。売却した分銀行にとって損失が確定したという以外実態は変わらない。買った人にとっては損失は未確定のまま残るのは言うまでもない。したがって、取り除いて無害化し自由な活動ができるようにするという意味のある処理という言葉で、不良債権の売却を表現するのは適切な言葉の使用ではない。不良債権の売却は、通常の経済用語では不良債権の「見切り処分」と呼ばれるべきである。

¹⁰ 会社更生法は、米国破産法11条に対応する(を日本化したものである)。11条の適用は、chapter 11 protectionを求めるといわれることが多いようである。例えば、United Airlineの11条申請についての*Wall Street Journal*誌2002年12月10日D1面掲載記事参照。

参考文献

- 伊藤元重 (1994) 『逃戦する流通』講談社。
- _____ (2001) 「経済再建のカギは3つの施策だ」『中央公論』2001年5月号, 48-53.
- 池尾和人 (2001a) 「金融がうまく機能しない理由ってそういうことなんですか」『エコノミスト』4月17日号 23-26.
- _____ (2001b) 「不良債権の俗説を斬る・「構造調整」は何年!？」『週刊東洋経済』5月19日号 36-37.
- 岩田規久男 (2001) 「やさしい経済学 金融の改革を問う」『日本経済新聞』2001年1月11日－1月18日朝刊。
- 宇沢弘文 (1977) 『近代経済学の再検討』岩波書店。
- 小谷 清 (2001) 「制度主義と主語の欠落」『筑波大学経済学論集』47号, 2001年10月, 135-166.
- 香西 泰 (2001) 「日本の活路 不良債権処理果敢に進めよ」『日本経済新聞』2001年12月27日。
- _____ (2002) 「税をただす リスクに報いる制度に」『日本経済新聞』2002年5月21日朝刊。
- 小林慶一郎・加藤創太 (2001) 『日本経済の罟』日本経済新聞社。
- 小宮隆太郎・岩田規久男 (1973) 『企業金融の理論』日本経済新聞社。
- 総務省 (2001) 『第51回日本統計年鑑』。
- 内閣府 (2001) 『平成13年度 年次経済財政報告』内閣府ホームページ。
- 浜田宏一 (2001) 「経済教室 安全網整え不良債権処理」『日本経済新聞』2001年5月28日朝刊。
- 日本経済新聞 (2001) 「不良債権の最終処理 Q&A」『日本経済新聞』2001年6月1日朝刊。

- 深尾光洋 (2001) 『日本破綻 デフレと財政インフレを断て』 講談社.
- 堀内昭義 (1998) 『金融システムの未来---不良債権問題とビッグバン』 岩波書店.
- _____ (1999) 『金融危機と日本経済』 岩波書店.
- _____ (2001a) 「不良債権最終処理 私の見方」 『日本経済新聞』 2001年 3月 6日朝刊.
- _____ (2001b) 「日本の不良債権問題：いかに対処すべきか」 第三回ESRI経済政策フォーラム.
- 柳川範之+柳川研究室 (2002) 『不良債権って何だろう』 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.
- Bernanke, B.S. (1983) "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review* 73 no. 3, 157-276.
- Friedman, M. and A.Schwartz (1963) *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press.
- Hayek, F. (1945) "The Use of Knowledge in Society," *American Economic Review* 35, 519-530.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure," *The Journal of Finance* 3, 305-360.
- Jensen, M., (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76, 323-29.
- Milgrom, P. and J. Roberts (1992) *Economics, Organization and Management* Prentice Hall.
- Harris, M. and A.Raviv (1991) "The Theory of Capital Structure, " *The*

Journal of Finance 46, 297-355.