

「不良債権の最終処理と21世紀初頭の日本の課題」

21世紀政策研究所

2001年7月6日

不良債権の最終処理と21世紀初頭の日本の課題（目次）

. 2001年 日本経済における三つの乖離1
-1. 銀行活動の real economy からの乖離 銀行融資、そして不良債権(NPLs)の発生分野の片寄り	
-2. 金融資産保有者と企業家精神の保持者との乖離	
-3. 需要サイドを十分に刺激できない供給サイドの問題点 需要サイドと供給サイドの乖離の原因	
. なぜ不良債権の最終処理が優先順位 No.1 となったのか8
-1. 不良債権の最終処理過程において付け加えられるべきもの	
-2. 不良債権の最終処理と逆流	
. 不良債権処理を実効的に行うための処方箋13
-1. 国際環境	
-2. 市場環境	
論 点	
- 1. 浜口雄幸首相、フーバー大統領とどう違うのか	
- 2. 事前介入から事後監視へという行政の基本は維持できるのか	
- 3. 銀行経営者が自らに経営責任を課す仕組みをどう作るのか	
- 4. 資本再注入論者にどう応えるのか	
- 5. 政府はいつどのようにして金融活動から撤収できるのか、 その正常化のメドはどのようにつけるのか	
- 6. 政府は支援環境をどう整備するのか	
- 7. 個人投資家の役割と finance の新しい形態とを産み出すことはできるのか	
- 8. 紛争処理、VA(付加価値)創造のための人材育成は可能か	
- 9. 「資本」の新たな配置と co-ordination 能力とを内在させられるか	
- 10. 政府投資に必要な生産性基準は貫徹するか	

不良債権の最終処理と 21 世紀初頭の日本の課題

． 2001年 日本経済における三つの乖離

-1. 銀行活動の real economy からの乖離

銀行融資、そして不良債権(NPLs)の発生分野の片寄り

「喪失の 10 年」を経た日本経済においてなお経済活力の発揮が妨げられている。一体、日本経済のなかに何が起きているのか。ここで改めて根底的な仮説を設ける必要がある。われわれはこうした作業の開始にあたって、日本経済の内部において三つの乖離が起きていると考えざるをえない。

第 1 は、銀行活動が実体経済から乖離してすでに久しいという点である。個別具体的な銀行融資は、不良債権の膨大な発生につながったが、これは 1980 年代以降銀行活動がきわめて特定の分野において集中して行われてきたことを意味している。この点を確認するため、「法人企業統計季報」が活用できる。世界の経済統計のなかで財務省が行っている「法人企業統計季報」に相当するものはない。この「法人企業統計季報」においては、製造業・非製造業、また規模別に見て、日本の法人企業がどのような財務バランスになっているのかを示している。不良債権の最終処理が大きな政策課題になっていることに鑑みれば、一体、どの分野において債権・債務関係が発生しているのかを明瞭にする必要がある。ここでは、製造業と非製造業に分けて純債務残高を推計する。

債務は、仕入債務、短期借入金、その他の流動負債、社債、長期借入金、その他固定負債になる。他方、法人にとっての債権は、現預金、売上債権、有価証券、その他流動資産、投資有価証券、長期貸付金、その他投資等がある。したがって純債務残高は、この差額ということになる。

製造業について見てみると、この純債務残高に大きな変化があることがわかる。1970 年代半ば過ぎに至るまでは、この純債務残高は上昇した。これは原油価格の急騰によって一時的に製造業に債務が急増したことがわかる。しかし、70 年代後半に入ると、いわゆるリストラが開始され、バランスシート調整が行われるなかで、製造工程の効率化が進んだ。このため、純債務残高そのものは、減少から横這いという形をとったのである。そして 1980 年代後半に入って、プラザ合意のもと、円が急騰した局面において、合理化はさらに進んだ。

バブルの崩壊後、製造業の純債務残高は一旦上昇に転ずるが、90 年代半ば過ぎには明白な減少に入る。そして 99 年以降は、純債務残高はいよいよ減少し、2000 年に入ると、純債務残高はマイナスとなった。金融機関に対しては借入金を返済して回り、有価証券運用等の形をとることとなり、製造業はむしろ純債権者の立場をとることとなったのだ。

製造業の規模別で見ると、大企業についてはさらに明瞭な傾向が出ている。

バブル崩壊後、製造業の大企業の一部においては、債務を増やしたところがあるが、93

年以降は明瞭に減少となった。債務を返済してむしろ純債権保有という形をとっているのである。システミック・リスクに襲われた一時期は、この傾向が止まったり逆転したりしたことがあるが、システミック・リスクが終焉した98年の秋以降は、明瞭に再び有価証券運用という形になっていることがわかる。

中堅・中小企業においてはこれほど明瞭な姿をとっているわけではない。しかし90年代においても、おおむね横ばいという形で、純債務残高が推移している。

これに対して、非製造業の場合は、80年代から90年代にかけて、大幅に純債務残高を増やした。非製造業の内訳においては、土地関連のものがきわめて比重が大きい。建設、不動産、ノンバンクを中心に、80年代後半において、異常な純債務残高の上昇を示したのである。

バブルの崩壊は、株価については90年2月、土地については90年の秋である。ところが、その時点以降においても、非製造業の純債務残高はむしろ上昇している。

そして92年から93年にかけて、この純債務残高はいったん調整過程に入るが、その後は再び上昇に転じている。こうした非製造業における純債務残高が明瞭に調整過程に入ったのは、97年以降である。このように見てくれば、80年代後半以降一体、どの分野において銀行融資が伸びたのか、また今日に至るまでどの分野が不良債権の最終処理の対象になっているのかがわかる。

自己資本比率を、歴史の単位で見れば、1970年代半ば過ぎまでは、製造業の自己資本比率は低下傾向を示していた。しかし、石油危機後の調整過程を通じて、軽薄短小といわれたような出荷製品における調整過程が進行すると、資金の使用効率の改善とともに自己資本比率は明確な上昇に転じた。製造業の大企業については自己資本比率は、一貫して改善傾向をたどっている。製造業の中小・中堅企業の自己資本比率は、おおむね横ばいではあるが、少しずつ改善傾向が出てきているといえるだろう。これに比べれば、非製造業の自己資本比率の改善度合は、きわめてゆるやかであった。

以上のように見てくると、日本経済の乖離にかかわっていえば、銀行活動は非製造業、とりわけ土地にからんだ分野に、集中的に注ぎ込まれたといえよう。いくつかの歴史的な偶然とでもいうべき事象も、こうした流れの背景において生じていた。

1984年に円・ドル委員会の結論が出た。ユーロ円の自由化からはじまる金融自由化のプログラムがはじまったのだ。これを受けて、海外の金融分野の専門家達は、第二の経済大国における金融自由化の実現をついに実感するようになった。このため、日本が情報、そして金融の拠点になる可能性についてのイメージが膨れ上がることになる。都心の地価の急騰がはじまったのは、1984年から85年にかけてである。第1次のグローバリゼーションが都心の地価の急騰からはじまったのだ。

そして1985年には、プラザ合意をきっかけに、円の急騰過程がはじまった。円の急騰を通じて、輸出依存型の経済運営から内需依存型の経済運営にならざるを得ないという方向付けが行われた。そして内需とは、この時点では都市開発ということになった。中曽根民

活プロジェクト等の発注もこうした雰囲気盛り上げる形になり、いわゆるバブルの発生が80年代後半に起きた。これに付け加わるようにして銀行行動に特異な方向付けが行われることとなる。バーゼルの地において、自己資本比率を前提にして銀行規制を行うべきだとする立場が強まったことをあげねばならない。このことは、コーポレート・ガバナンスの対象として考えれば銀行もまた例外ではないという一連の流れの定着であった。にもかかわらず、日本においては、自己資本比率規制が導入されるならば、貸出資産を増やすことはきわめてむずかしいとする邦銀抑制策と受け止められた。このため、自己資本を充実するためには規制の導入以前において「売上」を増やし利益を増やす以外にないとする考え方に一直線に傾斜したといえるのではないか。このため、新たな「売上」を増やすことが銀行経営にとって大きなテーマとなったのだ。ところがその時点において、すでに製造業はCPの発行や社債の発行を通じて、必要な資金を資本市場から調達するようになっていたため、結果として、銀行に対する資金需要は膨大な土地取得需要に対応するものに偏ったのだ。のちに規制3業種といわれた建設、不動産、ノンバンク向けの融資が結果として極端に拡大したことになる。これは、すでに見たように、非製造業の純債務残高の急増大となった。

このため、バブルが崩壊した90年代に入ると、銀行融資の過半が土地がらみになっていることに突然気づくこととなった。そして、銀行のバランスシート調整は不可避とならざるをえなかった。特定の分野に貸し過ぎているわけであり、他方、債務者側においては特定の分野の、象徴的な企業が債務過多に陥っているという現実が起きていたのである。このゆえに、銀行のバランスシート調整は、債務過多の事業会社のバランスシート調整と直接つながることになる。こうした情勢になってみると、銀行経営者は融資については信用リスクが多く、保有株式もまた価格変動リスクに露されていることに突然気づくことになる。融資と保有株式とを銀行の資産として全体的にとらえ、どのようにリスク・マネジメントを行うのかという視点が銀行経営に一貫して不足していたといえるだろう。こうした問題点が、銀行の資産の質の低下にすべてつながったのが90年代の情勢である。このため、大きな流れとしてのコーポレート・ガバナンスによる経営の規律づけという枠組の必要性に関する認識とともに、株式は相互持ち合いから溶け合いへという流れがうまれた。そしてこの潮流にあって最も動きが悪い部門が銀行ということになったのである。

このように考えてみるならば、この間銀行活動は日本のなかの製造業とはおよそリズムの食い違う動きをしてきたことがわかる。生産性がきわめて高いのは、輸出市場において他国の企業と競合している製造業分野であって、国内の非製造業、すなわち金融、情報、運輸、流通、エネルギー等の分野における生産性は対米国比較において有意に低いという日本の問題点があからさまになったのである。

不良債権問題の本質を次のように集約することも可能であろう。国際的に見て生産性の低い分野に対して、銀行の貸出資産が集中しており、その生産性の低い分野においても、グローバルイゼーションが押し寄せることになり、従来通りの利用料金徴収ができなくな

ったことから不良債権問題が深刻化した。ここから論理的には二つの処方箋が出てくることになる。

極端な処方箋は、良い部分と悪い部分の切り離し案である。日本の製造業は国際社会において十分な競争力を維持し、そしてグローバルな展開にも注力しているため、たとえ日本において不良債権問題が深刻化したとしても、その影響は相対的なものである。このため、もし日本において不良債権処理が進まず金融機関の経営がリスク・マネジメント企業という形に転換できなかった場合には、リスク・マネジメント・サービスを提供する邦銀以外の金融サービス提供者と組むことを通じて、自らの生存をはかるべしとする立場である。すなわち dichotomy(二分法)を前提とした detachment(分離)政策である。21 世紀における日本の二分割法とでもいうべきものが論理的には指定されよう。

もう一つのシナリオは、バランスシートの調整を一挙に行うことを通じて、グッド・バンクとバッド・バンクを分けるという経路に踏み出すというものである。金融サービス業をリスク・マネジメント業と再定義した上で、当然のことながら日本の実物セクターとの間に再び架橋を行うというコースである。しかしこれを行うためには、不良債権の処理に対しては果敢でなければならず、果敢な不良債権処理を通じて再び金融サービス業と生産性の高い事業分野との一体化をはかるという処方箋を一挙に実施に移さねばならない。

不良債権処理の問題の背景にある理念と現実との間の大きなギャップをどう受け止めればよいのかという課題がある。こうした厳しい認識を前提としてわれわれは議論を進めなければならない。

-2. 金融資産保有者と企業家精神の保持者との乖離

2001 年の日本経済における乖離の二番目は、金融資産保有者と企業家精神の保持者との余りの懸隔である。日本の明治以降の近代化過程において、金融資産保有者と企業家精神の保持者との乖離は、その時々においてなかったわけではないが、しかしおおむね重なっていた。少なくともオーバーラップしている範囲はかなり広がったといえるだろう。

第二次世界大戦後の流れのなかにおいて、この乖離は実際には小さくはなかった。しかし、間接金融を通じて企業家精神の保持者との間に架橋することは不可能ではなかった。ところが、今日の状況においては、企業家精神の保持者に対して架橋することがきわめてむずかしくなった。それは今日におけるリスクの有り様が従来とは一変していることから来ているといっていだろう。

敗戦後の日本産業の近代化過程において、リスクはもちろん存在したものの、おおむね青写真はすでに欧米の地にあった。ということはその事業化にともなうリスクは本質的なものではなかったといえよう。そしてその青写真を導入する場合にも、技術援助契約等が許認可の対象になっていたため、リスクを回避する手段がきわめて多く存在していたといえる。このため、元本保証、確定利付きの預金を種とした間接金融という形でも、貸金の回収に大きな問題はなかったといえるだろう。信用リスクを極小化するメカニズムが働い

ていたといえよう。

ところが今日のように新しい産業社会を個性的な角度から切り取った上で、商品やサービスに工夫をこらしてどのように提供するのかという企業家としてのチャレンジは、きわめてリスクにならざるをえない。こうした状況においては、元本保証、確定利付きの預金を背景とした銀行融資を通じては、企業家精神の保持者への架橋はきわめてむずかしいという現実からそもそも免れがたい。このため、こうした分野において新たな仕事の積み重ねを実現しようとするならば、従来とはまったく別のファイナンス手法が投入されねばならないのだ。

まず最初に提起されたのは既成の大企業の内部において企業家精神の保持者と想定される人達に、子会社、孫会社をつくらせ、彼らにリスクへの挑戦をさせるという仕組みである。こうした手法が誤っていたわけではないが、リスクに対して挑戦する人達にどのようなインセンティブを与えるのか、そしてそのガバナンスとしていかなる仕組みを持ち出すのか等々という一筋縄ではいかない問題があった。こうした点を考えれば、必ずしもうまくいったというわけにはいかないだろう。成果が見られなかったわけではないが、十分ではないのだ。

それでは start-up 企業に対して equity (資本) を持ち込むという手法は、果して成功したであろうか。ベンチャービジネスに対するベンチャーキャピタルという対応関係になるのだが、残念ながらこの分野においても十分太い経路が作りあげられたというわけにはいかないだろう。

1990 年代の後半において、米国においては R & D (研究開発) までをも equity finance を通じて行うという手法が成立することになった。2000 年春の IT バブルの崩壊以降、start-up 企業が IPO (株式の公開) を通じて研究開発資金を入手するというチャンネルは、相当程度細ったのは明らかだが、しかし依然としてベンチャービジネスに対してはベンチャーキャピタルが対応しているという姿は明瞭に観察することができる。

そして 2002 年の年初以降は、米国経済の回復軌道入りがかなりの程度確認されると思われるが、こうした回復軌道の確認とともに、start-up 企業に対しても直接金融の経路が開かれていることが改めて見直されることになるだろう。

それでは日本において、金融資産保有者と企業家精神の保持者との間の架橋はいかなる手段によってなされるのか。これは結局のところ、投資家がリスク・プロファイルの見極めを通じて、こうした分野に投資資金を配分するという経路がどのようにして確立するのかというテーマでなければならない。現在議論されているのは、株式譲渡益の問題に代表される証券税制である。申告分離課税への一本化ののち、譲渡益課税の税率を現行の 26% からどこまで下げられるのかというテーマである。20% という軽減税率が提示されたこともあるが、昨今の情勢では、もう一步踏み込んで 10% 程度への軽減税率を認めるべきだという論も強まっている。

また、投資家がリスクをとって自らに属する経済資源を直接事業に持ち込むためには、

証券税制において譲渡損失の繰越控除制度の導入も不可欠と思われる。このような形の金融システムを考える時に、郵貯、簡保資金によって特殊法人の活動をファイナンスしてきたというこれまでの国家主義的な資金配分は否定されねばならないことは明らかであろう。従って特殊法人に対してのファイナンスを行うことを目的とし、政府保証を前提とした郵貯、簡保の仕組みはもはや歴史的にピリオドが打たれるべきである。われわれの課題は金融資産保有者と企業家精神の保持者との乖離をいかにして埋めるのかという点にある。これが、金融の緊急テーマである時、かつての社会インフラ整備のための国家金融システムに終止符が打たれねばならないことは当然である。

-3. 需要サイドを十分に刺激できない供給サイドの問題点

需要サイドと供給サイドの乖離の原因

われわれは 1990 年代において、政府見通しで提示された総需要が結果として確認されそうもない時、補正予算編成を通じて政府支出増を行い、政府がコミットした成長率を確保するという路線を取ってきた。ある時期まで、こうした手法に対しての社会的な疑問は、きわめて小さなものであったといえるだろう。しかし、現実には、借入金を通じての政府支出増は経済の活性化に結びつかず、累積債務から経済全体に負の効果が出るまでになった。ここから構造改革の路線が出ざるを得なくなったといえよう。

こうしたきわめて特殊な経路になぜ日本の経済政策が全体としてはまってしまったのかという問題がある。日本には、他の先進国に比べて、いわゆるケインジアンが多過ぎるとの説もあるが、われわれはむしろ供給サイドにおいて、固定的な、あるいは時にカルテル的な対応が根強く、イノベーションを通じて消費者や需要家を刺激することが不十分であったということに注目すべきだと考えている。先進国において、不況現象が起きた時にどの分野でどのようなことが観察されたのかを見てみれば、まず第 1 には、民間サイドでの対応が起きたことがよくわかる。たとえば金利が低下すればモーゲージ（住宅抵当証券）の金利が下がり、それが住宅建設につながるというチャンネルは米国で明瞭に見られた。また、需要が不足し、経済が不活発化した時に、値下げを通じて顧客を獲得するという手法が広範に用いられることがよく観察できる。すなわちレンタカーの料金を下げる、ホテルの宿泊料金を下げる、エアラインに安い切符が登場する等の個々の企業の需要回復策を通じて、それに刺激されて消費が出てくるというチャンネルがあったのだ。

1980 年代あるいは 90 年代の前半までを考えると、景気が悪くなった時に、価格の値下げを通じて顧客を引き寄せるといった手法がエアラインやホテルやリゾート運営等にとどの程度生かされていたのかを考えれば、そうしたチャンネルは、きわめて微弱なものであったことにわれわれ気づくことになる。ディレギュレーション（経済的規制撤廃）のために行政改革委員会が活動を開始したのは 1995 年である。ということは 1990 年代前半においては経済的規制の撤廃が政府の明瞭な政策として位置づけられたとはいえないのだ。93 年に発足した細川内閣のもとにおいて、このディレギュレーションはまず論議の緒についた。

しかし、それに対する抵抗はきわめて強烈であった。

われわれは、不景気がくれば政府支出の拡大を通ずる政府サイドからの対応がなされるべきであるという特定な経路に長期間にわたって漬かってきた。ここでは、需要サイドを十分に刺激できない供給サイドが、現実のあるべき姿からいかに乖離していたのかという点に関心を寄せるべきであろう。今後の処方箋としては、公的企業の民営化を通じて活力ある企業の背中の後押しをすることも必要であるし、競争秩序の確立を通じて民間企業に競争の契機の重要性を訴えることも重要であろう。そして意欲的な企業の挑戦的な動きをとどめるような経済的規制の実態は、早急に改められなければならない。

また、不景気になった時に、これを打ち消すような供給サイドの動きを生まれやすくすることが重要である。家賃が下がり、人を雇うコストが下がり、また有能な人が雇いやすくなる時こそ、起業家の登場の契機が刺激されねばならない。起業家の登場を期するためには、起業家にとっての開業費用が十分に低いものでなければならない。それでは起業家にとっての開業費用を構成するものは何か。ここでは、ごく簡単に問題点を指摘するにとどめるが、簡素な税制、持ち運び可能な年金制度の確立、短期労働市場の整備、雇用保険システムの充実等の制度設計がなされるならば、起業家の開業費用は目に見えて低下することになる。そういう意味では、経済情勢が悪化した時こそ、一方で開業費用の低下に伴い起業家にとってのチャンスがやってくるのだという認識を受け入れることに、あまりにも臆病であったといえるだろう。今日までの労働法制は、一度、職を得た人の立場をいかにして守るのかというテーマにかかわってきた。税制は租税特別措置という形で結果として課税ベースをゆがめることを通じて、特定の業者をいかに優遇するのかという特殊な仕組みになっていた。こうした手法は、すでに起こすべき産業像は確立しているという前提に基づいている。需要家が求めるものは、すでにわかっているので、あとはスピードを上げればよい、という前提のもとでの制度である。逆にいえば、新しいチャレンジをなす人に対して、あまりにも差別的なシステムが今日までの日本の社会経済システムであったといわねばならない。そういう意味では、これまでの年金給付や退職金規定もまた、起業家の柔軟な取り組みを後押しするものではなく、むしろ新しい試みに対して足を引っ張る役割を果たしていたことにわれわれは注目すべきであろう。

このように考えてみるならば、日本経済におけるこの三つの乖離をどのように克服するのかという命題の延長線上に、不良債権の最終処理の問題もまたあるととらえるべきであろう。新しい金融システムをどう確立するのかという課題と不良債権処理の問題とは並存しているといわねばならない。そして不良債権の最終処理にともなって、失業や倒産が目に見えて増大した時、新しいチャレンジは果してどこから起きるのが決定的に重要である。ただ単にセーフティネットの整備だけではなく、新しい活力を生む主体を、いかにして支援しうるのかを研究する必要がある。

そして、森内閣から小泉内閣への移行期において、セーフガード（緊急輸入制限措置）が部分的とはいえ実施体制に入ったことは、需要サイドを十分に刺激できない供給サイド

の問題が生のまま、現状の固定化要求という形で噴出したと解さねばならない。かくなるうへは、政治リーダーシップの確立を通じて、需要サイドを十分に刺激できない供給サイドには、自己改革を求め、やむを得ざる場合には退出を覚悟してもらおうという小泉政権の決意表明が必要なのではないか。

・なぜ不良債権の最終処理が優先順位 No. 1 となったのか

- 1 . 不良債権の最終処理過程において付け加えられるべきもの

4月6日の緊急経済対策の第1項目に不良債権の最終処理が上がった。これについての違和感は経済社会の内部において今日においてもなおきわめて強いといわねばならない。批判を四つに分けて考えてみよう。

第1番目は、不良債権が多発している事業会社をみると、非製造業がほとんどだという現実である。すでに述べたように建設、不動産、ノンバンク、そして最近では卸小売も含まれるが、こうした分野において、不良債権の発生がきわめて多い。このように考えてみれば、なぜ特定分野における問題が日本全体の問題になっているのかという点について、明瞭な説明が必要である。

2番目には、不良債権問題をきっかけとした信用仲介機能のマヒが再び起きるわけではないという点に注目せねばならない。融資態度に関する日銀短観のDIに見られるように、融資が受けられなくて問題がむずかしくなると考えている企業の数、ここにきて増えているわけではないのだ。すなわち97年から98年にかけてシステムック・リスクが起きた状況と同等のことが、今後急速に起きるとする見方が経済社会の内部にあるわけではない。すでに銀行に対しては資本注入が行われているし、税効果会計もあって、とりあえず銀行の自己資本は融資額に対して十分といえる。そういう意味では、信用仲介機能のマヒが再び起きるとは信じられてはいない。

3番目の問題として、ペイオフ解禁の問題に関する切り離しも可能となっているという点がある。2002年4月のペイオフ解禁により、中小規模の金融機関もまたペイオフ解禁の対象となる。それでは1000万円をこえる部分の預金流出が起きた時、これがシステムック・リスクの引き金になるだろうか。この問題に関しては、十分なこなしが進行しており、ペイオフ解禁をきっかけにシステムック・リスクが日本経済を襲うとするシナリオの現実妥当性はきわめて小さいものといえる。

4番目は、銀行融資残高の減少そのものが、あらかじめ予想されているという点にかかわる問題である。すでに述べたように、日本の銀行融資は特定の産業分野に対して厚く行われたのであり、したがって今後の日本経済を考えるならば、そうした分野でのバランスシート調整は不可避と思われる。ということは銀行の融資残高の減少は織り込まれるべきものであり、成長分野へのファイナンスに関していうならば直接金融を通じてなされる可能性がきわめて強くなっていると考えべきであろう。積極的な経済政策もまたこうした分野を対象としている。

それではなぜこうした四つの批判があるにもかかわらず、日本政府が不良債権の最終処理問題に対して重大な関心を払い続けているのか。一言でいえば、米国をはじめとする諸外国が、日本の長期にわたる経済調整の原因が、銀行の不良債権処理が進まない点にあると判断している以上、政府として説明責任を負わざるをえない、ということであろう。日本経済における資源配分の効率性の改善をはかり、高い生産性を実現する経済の建設を通じて高齢化社会の到来に備えるという宣言をあらためて提示すべきである。あすの日本を支えるわけではない特定の産業分野へのかかわりを、いつまでも続けるわけではないと宣言すべきであろう。そして果敢な償却引当てができないのは金融機関の自己資本の薄さに問題があるとの指摘に対しては別途対応を急ぐべきであろう。日本が世界の信用システムの足を引っ張る可能性があるという認定をこの際排除する決意を固めねばならない。

アラン・グリーンSPANが日本の不良債権処理の問題にきわめて強い関心を持っていることは広く知られている。これはどうやら、1980年代後半の米国におけるS & L問題の処理における果敢さ対比した時、日本の金融当局そして政治家がこの問題を回避し続けてきたという現状認定に発するものといえよう。

米国のS & Lについては、かなり長期にわたって問題が指摘され続けてきたが、問題の指摘から数年を経過したその最終局面においては、当時のブッシュ大統領が問題処理の政治責任を明白に負った。税金を投入し、問題に関する果敢な処理を行うというやり方である。預金者保護のために税を投入し、債務超過に陥った銀行の破綻処理を急いだ。当時のブッシュ大統領はこれに政治責任を負ったうえで踏み込んだ。

そして整理信託公社(RTC)のシードマンは、貸出資産の回収のマニュアルをつくるとともに、貸出資産の売買市場づくりに励んだ。このため、不良債権の最終処理は、マーケットメカニズムを通じて行うことができたのである。そしてブッシュ、シードマンと並んでグリーンSPANの役割もあげる必要があるだろう。こうした直接償却が円滑に行えるよう、グリーンSPANは金融緩和や最終的な貸手、また流動性の最終的な供給主として、自らを位置づけたのである。

グリーンSPAN流にいえば、ブッシュに相当する政治責任をとってキャピタル・インジェクションを行う主体が日本にはいなかったということになるだろう。また、不良債権の最終処理の実施において欠かすことのできない貸出債権の売却市場づくりのための仕組みの構築という点において、日本の整理回収機構(RCC)では、不徹底だったという認定に発するのではないか。そしてまた、日銀のこうした問題への理解と取り組みも不十分であるという認定のようだ。

RCCにかかわって点検を試みるならば、その使命を定義するうえで明らかに歪みがあったといえるだろう。住専処理において6850億円が投入されると発表されたため、国民の多くは銀行のために貴重な税金が投入されると曲解した。このため、RCCの長となった中坊公平氏に与えられた使命は、きびしい回収を通じて、納税者のカネを、破綻銀行処理には使わせないというもののごとくになってしまった。

しかし、このようにただ単にきびしい回収態度を取るというだけでは、貸出債権の売却市場はできなかったのである。こうした債権回収の過程においては不法占拠は許さないという実効的な仕組みの構築が不可欠であった。またリスク・プロファイルにしたがって買い手も売り手も登場するという厚みのある貸出債権の売買市場をつくることにも失敗した。そういう意味では、日本では政治責任をとる政治主体もなく、また将来の円滑な問題処理のためのマーケットづくりにおいて十分な価格機能を持つという意味でのマーケットメイク機能もついに生まれなかった。責任者にそうした使命が明瞭に与えられたわけではなかったということにわれわれは気づいている。また、不良債権の最終処理が行われる過程においては、徹底した金融緩和が不可欠だという視点からすれば、そのような中央銀行もわれわれは持っていなかった。

アラン・グリーンSPANは、日本の不良債権の最終処理がなぜ重要だというのだろうか。「ブッシュ」はいるか、「シードマン」はいるか、「グリーンSPAN」はいるのか、というわけだ。そして彼らに明瞭な使命を誤りなく伝えるという意味での分析上の知性とメディアとが存在するのかという課題と受け止めるべきであろう。われわれはこの点について、一つひとつ問題を整理しなければならない。

日本の不良債権の最終処理がもたつくなかで、海外の金融機関、また private equity fund は、日本の破綻処理のありようについて特定の選好を持つようになった。日本の生保破綻や大手銀行の破綻のプロセスのなかで、日本政府が破綻処理に乗りだし、不良債権の処理をしてくれるならば、残った健全資産を安く買えるではないか、という期待が彼らの内部でふくれあがったのだ。結局のところ日本では、不良債権の最終処理にあまりにも時間を要するなかで、政府が悪い資産を納税者の資金を使って買い取るという仕組みの導入が不可避となってしまった。このため、日本において不良債権の最終処理が行われたのちならば、日本のネットワークをきわめて廉価に入手できるのではないかとする海外事業者や海外金融機関の期待が高まってしまったのだ。このため日本の納税者は、自分達の資産が不当に安く海外勢力の手に落ちているのではないかとする疑念を持たざるをえなくなっている。こうしたつらさをどう受け止めればよいのか。異常に長期間を要した不良債権処理のなかで、ついに問題は日本のシステム不全に対する日本人の怨念という形にもなりはじめている。

2001年4月、小泉内閣の組閣にあたって首相が構造改革を掲げたのはまさにこの点にあるといえるだろう。これ以上構造改革を後延ばしにした場合、機能不全からくる不公正や不効率のゆえに、国民の自尊心の基本が損なわれる可能性さえでてきているのだ。

- 2 . 不良債権の最終処理と逆流

不良債権の最終処理がいかなる新しい現実を生み出すかについては、われわれの想像力を相当程度解放して、先行きについての展望を見定める必要があるだろう。われわれはシミュレーションを通じて問題に行き着くべきではないかという考え方を持っている。ここ

では、二つのケースを分けて、銀行のバランスシートから不良債権を切り離すというテーマを取り扱ってみたい。

第1のケースは、債権放棄が一部についてのみ行われ、私的整理に基づいて企業の再建策が実施に移される場合、一体いかなる原則が適用されるべきかというテーマである。

不良債権の最終処理に、法的整理と私的整理と貸出債権の市場への売却という三つの手段があることは広く知られている。法的整理は、裁判所を通じて債権者を一律に取り扱うという点から公平性はきわめて高い。ただし、会社更生法にしる、民事再生法にしる、法的整理に入った場合に、それまで生きていた企業の暖簾（フランチャイズ・バリュー）が損なわれ、結局のところ会社更生や再建が必ずしも円滑にはいかないのではないかというテーマが存在することにわれわれは気づいている。

例えば大手流通企業をとってみる。一旦法的整理の枠組に入って会社の更生計画、再建計画が立てられた場合においても、売上の回復はむずかしいという状況が起きている。これは法的整理を通じてフランチャイズ・バリューが損なわれ、顧客のうちかなりの部分が戻ってこない、あるいはサービスに対して従来のような価格を支払ってはもらえないという問題が起きていることを意味する。そこでできれば私的整理により、貸出債権の一部放棄を通じて、企業の再建をはかれないのかという切実なテーマが登場することになる。

貸し手にとってはフランチャイズ・バリューの維持は目的だが、これに対して清算を対置すべきだとの立場をとるのが債務過多会社の競争相手である同業他社である。法的整理であれ、私的整理であれ、債務の一部免除を通じて企業再建の道筋が立ってくると、同業他社に副作用を及ぼすことになる。債務の一部免除を通じて、フットワークが改善した再建の対象企業が、価格や受注単価を下げることを通じて、そのような債務免除を受けていない他の企業にとっての競争条件を悪化させるという問題である。例えば建設業においてはこうした声がすでに明瞭なものになりはじめており、過剰能力整理が行われるべきではないかとする考え方が浮上してきている。

大正末から昭和初年にかけてもほぼ同様のテーマが生じた。この時使われた言葉は「財界整理」である。すなわち供給能力の過剰に対しては、その廃棄を通じてしか経済の蘇生局面は登場し得ないだろうとする考え方である。過剰能力の整理を通じて、正当な利潤率が回復しなければ次の局面を創造することはむずかしいとする考え方である。不良債権の最終処理においては、過剰設備に関してどのような廃棄形態がありうるのかも含めて議論すべきとの論が台頭している。70年以上前に一見類似した状況が、再度登場しはじめていることは、きわめて興味深い。

不良債権の最終処理においてどのようなパターンが選ばれるのかについて、国民や企業の関心がきわめて鮮明になりはじめていることは明らかだ。第二次世界大戦後の日本経済において、このような明瞭な問題点の絞り込みが行われるようになったのは初めてといえるのではないか。廃棄されるべきもの、また廃棄の基準、また廃棄のシステムが具体的に論じられる局面になったのだ。

また、私的整理の場合についても、一度再建計画が作成されたが、状況次第ではその後にもう一つ次のステージがあるかもしれないとする考え方も登場した。債務を一部免除してもらった企業は、本当に生き返ることができるのかというテーマである。

民事再生法のケースは従来通りの経営者が再建計画にあたるというケースもある。これをデッター・イン・ポゼッション（占有のままにある債務者 DIP）と呼ぶが、このDIPにおいては新たな経営能力が投入されるケースは少ない。債務の返済がむずかしくなる状況を生み出した経営者が、一部債務免除をえてそのまま経営したとしても、状況の改善をもたらすことはむずかしいのではないかというテーマである。しかも、一部債務免除が不十分であった場合には、再建計画が円滑に進む保証もないとさえいえる。

国税との関係において債権放棄をあまりにも多く認めたと認定されると、一般的にはギフト（贈与）という認定が行われるため、本来必要な金額の債権放棄が税務上の考慮のゆえになされにくいという場合もあったといわれている。したがって私的整理がいったん行われたにもかかわらず、債務の返済に再び問題が起きるという場合に、どのような手段を用意するのかというテーマが登場している。もし、結局のところ再建に失敗し法的整理に持ち込んだ場合には、主力行のこうした不始末について、一般行が問題をどう受け止めるのかという問題がある。

地銀以下の比較的規模の小さい金融機関が、一般行として私的整理に付き合っていたにもかかわらず、結局のところ、その企業が破綻したということになれば、一般行は協調融資の姿勢をとってきた要注意先の企業のかなり多くのものから次第に撤収したいと考えるようになるであろう。

不良債権の最終処理の過程において、要注意先が破綻懸念先に、また実質破綻先にその地位を低下させていく可能性はこうした過程において一般的に考えておくべきではないか。この種のシミュレーションをわれわれはもはや回避してはならないであろう。すなわち最も適切な不良債権処理が行われるためにも、シミュレーション手法による検討が求められているのだ。

2番目のシミュレーションが必要になるケースは、明瞭なバックラッシュ（逆流）をどう受け止めるのかというテーマである。バックラッシュは、バブルを原因としない不良債権の発生からくるといわねばならない。不良債権の最終処理において、土地絡みと土地絡みでないものとの仕分けがある。銀行にとって回収が困難になりはじめている債権のなかで、学校、病院、また最近では製造業や農業関連も増えてきている。また地域社会ときわめて密接な関係があるリゾートや温泉旅館街等も、債務者区分の変更を伴い、銀行にとって回収が次第にむずかしい債権に陥りつつある。

こうした分野において、不良債権の最終処理を急ぐということになると、当然のことながら地域社会からのバックラッシュは避けられない。しかも、これまでの地域社会のシステムにおいては、道路特定財源や「基準財政需要額」の膨張によって社会的に必要とされる以上の道路建設などが地域社会の建設業を潤していた面がある。また、地方交付税交付金

を通じて、規模の小さい自治体は段階補正という形で規模が小さいことのゆえに交付金の交付において優遇されるということが残っていた。余分の資源が相対的には規模の小さい自治体にふりまかれていたという面がある。

こうした分野においても構造改革の進展が予想されるため、バブルを原因としない不良債権の多発というテーマが今後大きな問題になることは避けられない。この場合、バックラッシュは政治的な「正義」の主張を背景として登場することになるだろう。たとえば医療制度改革を通じて医療資源の適正な配置が行われる時、病院の病床もまた過剰になることが当然予想される。これもまた不良債権発生の一つの源泉になる可能性が出てくるのだ。

このように考えれば、新しい不良債権の発生には二つの理由がある。一つにはグローバリゼーションの進展がある。二つ目には、構造改革の進展によって問題が明確になるという面がある。こうしたテーマに対して、われわれはどのように対応できるのかが問われているのだ。

・不良債権処理を実効的に行うための処方箋

このように不良債権処理の問題は、きわめて奥行きが深い。われわれはいままさにそうしたむずかしい局面に日々入りはじめているといえる。そこで、ここでは不良債権処理の政策実施環境と政府がとらねばならない対応との関係について見てみる。

不良債権の最終処理をめぐる環境として、国際環境と市場環境の二つをあげることができる。

- 1 . 国際環境

国際社会は日本の不良債権問題を見るとき、すでに特定の視角を取りはじめている。グリーンズパンは、日本経済の長期不況の原因を、悪い銀行 (bad banks) を良い銀行 (good banks) から区別できなかつた点にあるとみている。そして具体的には日本において、なぜ貸出資産の売却市場づくりができなかつたのかというテーマにこだわっている。企業の財産に遡求するコーポレート・ファイナンスが主体であり、融資案件がもたらすキャッシュフローに対する遡求権によって貸出資産を担保するというプロジェクト・ファイナンスの手法が定着しなかつたという事情が日本については重いという理解が米国では一般的のようだ。

しかし、いずれにしろ、貸出資産の売却市場づくりが成功しなかつたことから、こうした不良債権処理の問題をむずかしくしてしまった。これについてはわれわれは処方箋づくりを急がねばならない。

- 2 . 市場環境

5月の下旬以降、日本の株式市場に不良債権処理をめぐる二つの異なった猜疑心が生ま

れ、この双方を通じて日本の株価水準、とりわけ銀行株の値下がりに至った。この二つの猜疑心を仕分けした上で、問題の処理をしなければならない。

第1の猜疑心は不良債権処理の呼びかけにもかかわらず、個々の銀行行動を見る限り、銀行は年間の業務利益に加えて若干の益出しを計上するだけで、その限度範囲内において不良債権の処理をこれまで通り続けるのではないかとする考え方が広がったことである。こうした前提に立つならば、日本経済のガラガラ調整は今後とも持続するということになる。

こうした猜疑心が生まれた根拠を三つ取り上げることができるだろう。

第1は銀行の株式含み益が実質上消えたため、前倒しの積極引当てが不可能になっていることがある。このため、銀行は実質上すでに自己資本不足に陥っており、果敢な不良債権処理は不可能だろうとする考え方が生まれる。

2番目の根拠は、地価下落が依然として続いている以上、担保処分を前提にすれば、不良債権額は今後とも増大するだろうとする考え方である。消しても消しても不良債権は発生するという循環に陥っている。

3番目の根拠は、2001年3月期決算を見ると、土地関連融資の不良債権化にとどまらず、昨今では、製造業の一部にも不良債権の発生が広がっていることである。このように考えるならば、とても果敢な不良債権処理はできないのではないかとする猜疑心が生まれることになる。この経路を通じた銀行株の値下がりが、そして株価水準全般の値下がりが見られたとの説がありうる。

第2の猜疑心は、一部の有力銀行が貸出条件緩和債権を多大に計上し、差異化戦略をもって状況を切り抜けようとしはじめたのではないかとする考え方である。もしそうだとすれば、他の大手金融機関も、これに続かざるを得ないということになる。

このケースにおいては、銀行の内部にある倒産確率モデルに従って、リスク・プロファイルに見合った貸出金利を弾き出し、その貸出金利が取れてない場合には、これを広義の貸出条件緩和債権とみなすという手法が採用されている。これは会計上の保守主義に一部基づいているともいえるが、明らかに差異化を目指す競争モデルの採用ともいえる。

このように考えてみるならば、次のような論理展開がすぐ登場することになる。

先ず第1には、銀行の自己資本は、こうした償却競争、引当競争に耐え得るのかという視点である。

第2には、これまで、とにもかくにも生きながらえてきた企業に償却競争を通じて引導を渡すことになり、結果として20兆円をこえる倒産増につながったり、100万人規模の失業者増が生まれ、デフレがさらに明確になるのではないとする懸念である。

第3には、こうしたデフレの進行が起きるならば、債務過多企業はさらに傷つけられることになるという論拠が生まれる。また、こうした債務過多企業に貸し出している銀行は、自らの貸出債権の質の一層の劣化につながるというデフレの累積的加速というテーマを抱

えることになる。

もし第2の猜疑心が前提になるならば、市場における競争を通じて、ついに累積的デフレ過程がはじまったのではないかとする考え方から、株価調整が起きたということになる。

こうした状況のなかにおいて、それでは不良債権処理はいかなる視点を持って進められねばならないのか。きわめて明瞭な対応が求められることになるろう。

ここでは、10の論点を明らかにすることを通じて、この不良債権処理の問題を考えてみたい。

論点 1. 浜口雄幸首相、フーバー大統領とどう違うのか

不良債権処理をめぐる問題群の相互関係については、歴史のなかにはいくつかの興味深い類似の事例を見ることができる。日本でいえば、浜口内閣であり、米国でいえば1929年当時のフーバー大統領といえるだろう。浜口内閣のもとにおいては、不良債権処理の問題もグローバル化の問題も、そして金融機関の自己資本の脆弱性の問題も、行政整理の問題も、すべてであった。第一次世界大戦後、供給能力のあまりにも早熟な過剰が問題になった。いわゆる財界整理が行われるはずであったが、1923年の関東大震災によって、銀行にとっては貸出債権の回収に踏み出すことがむずかしくなり、企業にとっては債務の返済が困難化した時、先送りとしての震災手形の膨張化が起きた。われわれの枠組でいえば、純債務残高の急上昇ということになる。

第一次世界大戦後の不況のなかで、金本位制からの離脱が国内的な秩序形成に失敗することにつながりつつあるとする考え方から、グローバル化の受容としての金本位制への復帰が大きなテーマとなった。グローバル化に平仄を合わせるために、国内における財政赤字問題への対応が不可避となった。このことのゆえにきわめてきびしい財政改革、緊縮財政を対応させざるをえない。グローバル化の潮流を受け入れるということが、金解禁という課題設定になり、金解禁というグローバル化の受容のために国内の不良債権処理が不可欠となり、また財政改革を行うというテーマにつながったのだ。

そういう意味では、浜口雄幸内閣の状況と現在の日本とがグローバル化といい、行政改革といい、財界整理といい、重なっていることがきわめて興味深い。

ポール・クルーグマンは、小泉内閣の登場において必要であったのは、ニューディーラーとしての「フランクリン・ルーズベルト」であったにもかかわらず、日本が選び取ろうとしているのはどうやら「フーバー大統領」とフーバー大統領のもとでの「メロン財務長官」ではないのかとコメントした。フーバー大統領、そしてメロン財務長官は、過剰な供給能力は市場において淘汰されるべきで、そうした市場メカニズムこそが必ずの米国経済の活性化につながるとする考え方を取った。

このように考えてみると、不良債権問題や構造改革は、浜口やフーバーの時代と一見きわめて似ているように思われる。それではすべてが同じなのか。明確に違うのはグローバ

リズムである。浜口時代におけるグローバリズムは、金本位制を通じて世界につながるという仕組みであったに過ぎない。しかし今日においては、焦点を絞った日本の市場改革や構造改革が、国際社会からどのように評価されるのかというテーマにつながっているのである。すなわち、もし日本の市場改革、構造改革が本格的なものになるならば、資本市場において、それは「買い」を意味し、海外からの経営能力のかたまりを伴った直接投資が日本に向かうことになるはずだ。

逆の状況を考えてみると、もし本格的な構造改革や市場改革が結局のところ行われないうことになれば、日本の資本もまた経営能力のかたまりとともにさらに外に出ることが考えられよう。また、マイクロ・ストラクチャーを構成する個々の家計も、日本の先行きへの不信感からその資産を海外勘定に移すという可能性が出てくる。すなわち構造改革がなければ、日本の状況は一層悪化する可能性が強まり、逆に、構造改革、市場改革が行われるならば、海外がまず日本「買い」に入り、それを目安に、日本の投資家もリスク・プロファイルを見定めた上で国内に投資を行うという経路が成立することが予想されるのだ。もしこうした経路が成立するならば、リスクとリターンを見計らった資源配分が、ここにおいて完成することになるだろう。もちろん、改革を行い、不良債権の最終処理を進めれば、当初においてデフレ的状况が生ずるのは避けられない。1990年代における諸外国の不良債権の最終処理の過程を見ても、同様な現象が見られる。したがって2年程のマインナス成長は、避けられないかもしれないと理解すべきであろう。

しかし、安易に浜口・フーバーと対比することは誤りである。

論点 2. 事前介入から事後監視へという行政の基本は維持できるのか

不良債権の最終処理といえども私的自治の枠組に沿って行われることが望ましい。株式市場での反応についていえば、記述した猜疑心のうちの第二番目のもの、すなわち、個々の金融機関の差異化を通じての競争モデルによって、当初のデフレ圧力が生まれはじめているとする理解が望ましいのではないか。事前介入を排するという姿勢に立つならば、不良債権の最終処理についての方針を出す以上、たとえば銀行が保有する株式についても、その売却のスピードや売却の規模について、特定の基準を金融機関に要請すべきではないと思われる。なぜならばいま最も緊急度が高いのは、不良債権の最終処理であって、個々の金融機関が価格変動リスクに対して自らをどのようにマネージするのかというテーマは、個々の金融機関の裁量にゆだねられるべきことである。確かに銀行の資産の部に過大な保有株式があるとすれば、価格変動リスクは無視できない。しかしこのことは、個々の銀行経営者が対応すべきテーマであり、いわゆる株式の溶け合いは現実に進行しているのである。このテーマは、中長期的に見て、銀行経営をどのような枠組で監視・監督するのかという広いベースで見られるべきであり、特定の資産項目を取り上げてその処分の基準とスケジュールとを恣意的に提示することは、望ましくないとと思われる。

もちろん不良債権の最終処理を行う過程において、銀行の自己資本が不足するのではな

いかというテーマは登場する可能性がある。これに対しても二つの手法がある。一つは、個々の金融機関の経営者に自己資本を充実させる策を採用するよう強く誘導することである。もう一つの手段としては、キャピタル・インジェクションという形で納税者のカネを注入するケースである。ここで確認すべきは、私的自治の枠組をあくまでも重んずるという原則である。市場を通じての選別という契機がまず導入されるべきであろう。

論点 3 . 銀行経営者が自らに経営責任を課す仕組みをどうつくるのか

すでに述べたように、不良債権の最終処理を果敢に行うためには、銀行の自己資本は不十分ではないかとする根強い疑念が内外にある。こうした状況においては、無策を続ける銀行経営者は経済的不安定の源泉に位置していると考えられるべきであろう。そこで銀行経営者は自己努力を通じて、自己資本の充実のため、内外の機関投資家、個人投資家に対して、増資の要請を行うことが望ましい。そのためには個々の銀行経営者にとって、将来のキャッシュフローを回復させるビジネスモデルの構築が迫られることになるだろう。当然のことながら、果敢なリストラクチャリングの実施も欠かせない。

こうした努力が実を結ぶかどうかを、政府は見極めるという姿勢をとるべきであろう。いまから 10 年以上前の米国の銀行も不良債権を大幅に抱えて、キャピタル・ベース (capital basis) が不十分になった。その時に、産油国の大金持ちをも含め、キャピタルの提供を依頼して回ったのが経営者であった。

こうしたコーポレート・ガバナンスを前提とした、市場の規律を通じた自己資本の充実という経路に踏み出すべきではないか。キャピタル・ベースが充実するならば、もちろん果敢な償却が可能となり、不良債権の最終処理もテンポを速めることになるだろう。結果として新しい経済社会のイメージがより明確になるという路線である。すでに二度にわたるキャピタル・インジェクションが行われたため、リストラクチャリングが不十分なまま、もはやこれ以上納税者の資金を日本の金融機関に注入するということになれば、国有銀行が相次いで登場することになる。こうした措置が行われたとすればその結果はどのようなものと想定されるだろうか。日本の金融機関はもはやリスク・マネジメント企業と自らを呼ぶことは不可能な状態になるだろう。新しい時代の金融サービスの担い手として、それにふさわしい地位につくことはもはや伝統的な金融機関にとって不可能な状況になるだろう。したがって個々の銀行経営者にとってはキャピタル・ベースを充実するため、どのようなビジネス・モデルをつくり得るのか、そしてそれを本当に実施に移せるのかということころでの経営戦争が始まっていると見るべきであろう。

論点 4 . 資本再々注入論者にどう応えるのか

こうした私的自治の枠組に沿った銀行の増資が望ましいにもかかわらず、公的資金の再々注入論は絶えない。おそらく銀行経営者の能力に対しての悲観論がその背景にあると思われる。われわれは市場におけるスクリーニングを通じて市場において自己資本を充実

させる銀行と、結果としてそれが不可能になる銀行の見極めこそが重要だという視点に立つ。すなわち一律の再々注入や国有化は、われわれが望むものではない。ただし、こうした市場におけるスクリーニングに敗北したところに対しては、国有化や再々注入もあえて躊躇すべきではないだろう。

論点 5. 政府はいつどのようにして金融活動から撤収できるのか、その正常化のメドはどのようにつけるのか

市場においてキャピタル・ベースを十分に拡げること成功した銀行は、公的資金の枠組みから早急に離脱すべきである。このため、政府は優先株を一旦普通株に転換し、ワンタッチで信託会社の勘定に処分信託としてその処分を委ねるべきである。信託会社は、信託者である納税者のために明瞭な受託者責任を負うこととなる。そして時間の経緯と株価の推移のなかで、信託会社の運用者は、株式処分を続け、国庫に対して納税者の出資金を戻す作業を担うこととなる。こうした処分信託を通じて、国家は金融の面から退出することをスケジュール化すべきである。そしてそれを励みとして再び市場メカニズムに入り、自らを差異化することを通じてビジネス・モデルを確立する銀行経営者が相次ぐことが望ましい。

論点 6. 政府は支援環境をどう整備するのか

不良債権の最終処理を行うだけで経済が活性化するわけではない。それではどのようにして経済の活性化ができるのか。政府は新たな広い意味での経済活性化策をどのように用意できるかという問題がある。

まず第1に、新しいチャネルを資本市場につくることを考えるべきであろう。すでに見たように、entrepreneurship を持っている人と金融資産保有者との間には、あまりにも大きな乖離があることが今日の日本の状況である。高齢化社会が現実のものになり、また年金給付や退職金給付規定が今日のような高齢化社会を前提としなかった仕組みであることが響いている。こうした乖離が異常に拡大したことの背景には、少子高齢化の進行と、それを前提として織り込めなかった年金給付システムや退職金規定がある。そこで、少しでもこの二つの乖離に対して橋をかける必要がある。そこでは、投資家の資金がリスクとリターンのプロファイルのなかで、十分な計算ののちに自らのリスク負担で選べることのできる仕組みをつくる必要がある。それには asset-backed securities (ABS) 市場づくりが先行しなければならない。

asset-backed securities をめぐる市場が厚みのあるものになれば、リスクとリターンのプロファイルの見極めは、投資家にとってより明瞭なものとなる。市場づくりを戦略的に考えれば住宅金融公庫の貸し出し資産約 68 兆円をモーゲージ(住宅抵当証券)として組成し直すことが重要なきっかけとなろう。こうした標準化に際しては、米国の Fannie Mae (連邦抵当金庫[FNMA]発行証券)が参考になる。こうした新しい主要銘柄が登場するなら

ば、貸出債権の売却市場づくりににも大きな力となるだろう。こうした市場条件の整備を急ぐうえで官業の民営化、経済的規制の撤廃、そして競争秩序の確立を通じて、サプライサイドの活性化の具体案を一つひとつ練りあげていく必要がある。そして、このような条件が整えられるなかで、個々の投資家は自己の計算に基づいて問題に対する自分なりの解答を見出そうとするであろう。

貸出資産の流動化市場づくりにおいて、日本に特有な担保物権の不法占拠問題や賃借権の又貸借によって居座る勢力の排除というテーマもこなされるべきであろう。RCCをつくった時、本来は、不良債権処理の過程においてこうした不法占拠を強制排除する仕組みを実効的に整備することに注力することが重要であった。そうした仕組みをつくり、貸出債権の売上の厚みを広げること成功するならば、金融機関が私的自治の枠組を通じて不良債権の最終処理を行うことはきわめて容易だったはずである。中坊公平氏をRCCの前身である住宅金融再建管理機構の長に指名した時、そうした使命を明瞭に与えるべきであったにもかかわらず、残念ながら実際には誤った指示を与えてしまった。あたかも国民の税金負担を最小化しよう厳しく回収に励んでくれとでもいう個別要請だけを政府は行ったのだ。本来は、マーケット・メイクの能力形成を通じた貸出債権の厚みのあるマーケットづくりという使命を彼に与えるべきだったのだ。

そういう意味では、今回においても政府の支援環境づくりはきわめて重要といわねばならない。

論点 7. 個人投資家の役割と finance の新しい形態とを産み出すことはできるのか

不良債権の最終処理を通じて日本の経済が活性化するためには、start-up 企業を支援し、そうした新規企業群のIPO（株式公開）を促進させるような証券税制の抜本解決が不可欠である。リスクを取る投資家の登場とそうした投資を通じて新しい企業家精神を呼び起こすことがきわめて重要である。

こうした仕組みが日本のなかにおいて作りあげられるためには、すでに述べたサプライサイドの広範な条件づくりが不可欠である。政府は、ここにこそエネルギーを投入すべきなのである。

論点 8. 紛争処理、VA（付加価値）創造のための人材育成は可能か

不良債権の最終処理を円滑に行うためには、日本の経営者の力量発揮もまた不可欠である。いまから30年以上前のことになるが、会社更生法適用会社に対して管財人として臨んだ早川種三、大山梅雄のような練達の再建人こそがいまや必要である。フランチャイズ・バリューの毀損をできるだけ小さくしつつ、新しい経営資源の投入を通じて、サプライサイドを再編する仕組みづくりこそが経営者の力量発揮の場である。これまでとかく、日本の企業経営者は組織内適応に重点を置いた人材教育に傾斜していた面がある。しかしこれからは、マーケットを通じて経営の諸資源を結びつけ直し、状況に対して、また顧客に対

して、新たな挑戦体制をつくりあげることこそが重要である。そういう意味では、紛争処理のためにも、新しい付加価値創造のためにも、経営者市場の育成こそが重要である。不良債権の最終処理のためにも、具体的なそうした能力が欠かせない。

論点 9. 「資本」の新たな配置と co-ordination 能力とを内在させられるか

private equity fund が海外から相次いで日本に登場したことは、日本の潜在成長力についての期待を示すとともに、他方でなぜこうした仕組みが日本の内部から生まれぬのかという理由をも露わにした。製造業とコンテンツ業との組み合わせ、リゾートの活用と他のサービス業との組み合わせ、また、リスク・マネジメント企業によるネットワークの活用等々にかかわって、private equity fund とでも呼ぶべき新しいファンドが、日本の内部からも組成されるべきである。この private equity fund づくりにあっては、デューディリジェンスの能力、資産の売却、買収に関わるノウハウ、法的な手当て等も含めて、経営能力の新しい組み合わせが当然模索されるべきである。もしわれわれの社会についてそうした具体的な能力にかかわって不足や必要性が明示化されるならば、それに応じたサプライサイドの整備は教育の面においても一挙に本格化するものと思われる。そうしたきっかけを工夫するうえでも、private equity fund のようなファンドづくりは、きわめて重要と思われる。

論点 10. 政府投資に必要な生産性基準は貫徹するか

われわれが高齢化社会に突入したことは明瞭である。高齢化社会に必要なのは、高生産性である。高齢化社会ではサプライサイドにおいて、労働力供給、人的資本という面において、不足が目立つことになる。したがって、生産性こそはきわめて重要である。サプライサイドにおける人的供給あるいは資本の供給という面において高齢化社会においては少しずつ問題が起きる可能性がある。したがってだからこそ生産性基準はきわめて明瞭に導入されねばならない。政府投資に必要なのは、高い生産性に結びつく投資なのかどうかという基準である。

そういう意味では政府支出は重点配分を行うと共に、相互関係を見計らって、生産性を具体的に引き上げるような形に組み上げられなければならない。もしこうした契機を決定的に欠くようなことがあれば、21 世紀初頭の日本に光明を見出すことはむずかしいといわねばならないのだ。

以上

図	No.
純債務残高	
・推移 製造業・非製造業 (全規模合計)	1
・製造業 - 大企業	2
・ - 中堅中小企業	3
・非製造業 - 大企業	4
・ - 中堅中小企業	5
・建設業 - 大企業	6
・ - 中堅中小企業	7
・卸売小売業 - 大企業	8
・ - 中堅中小企業	9
・不動産業 - 大企業	10
・ - 中堅中小企業	11
・運輸通信業 - 大企業	12
・ - 中堅中小企業	13
・電気業 - 大企業	14
・ - 中堅中小企業	15
・ガス水道業 - 大企業	16
・ - 中堅中小企業	17
・サービス業 - 大企業	18
・ - 中堅中小企業	19
・サービス業 - 大企業 (除：放送)	20
・ - 中堅中小企業	21

図	No.	
・業種別時価総額構成の推移(東証一部)	22	
・業種別貸出残高の推移 国内銀行銀行勘定・対国内外向け	23	
” ・対国内産業向け	24	
・東証一部時価総額構成と 対国内外向け	25	
国内銀行の貸出構成 対国内産業向け	26	
・自己資本比率(製造業・全規模合計)	27	
自己資本比率	・製造業 - 大企業	28
	・ - 中堅中小企業	29
	・非製造業 - 大企業	30
	・ - 中堅中小企業	31
	・建設業 - 大企業	32
	・ - 中堅中小企業	33
	・卸売小売業 - 大企業	34
	・ - 中堅中小企業	35
	・不動産 - 大企業	36
	・ - 中堅中小企業	37

資料を見る