

日銀「不良債権問題の基本的な考え方」の解釈

——証券化への言及が意味するもの——

深 浦 厚 之*

要 旨

本稿では日銀「不良債権問題の基本的な考え方」の解釈を通じて、不良債権問題と構造改革、証券化との関連について論じる。「考え方」は産業政策・地域政策など実物面での政策実行、そして不良債権処理策・構造改革の一助になるものとして証券化市場の活用に関及している。ここでは二種類の企業（成長企業と衰退企業）からなる単純な経済における構造変化と資源配分の関係を簡単なモデルを用いて考察し、「考え方」におけるいくつかの政策提案の意義を探るとともに、証券化市場が不良債権処理や構造改革とどのように関連づけられるか、日銀が示したような成果が証券化市場を通じて実現可能であるのか、について考察する。構造改革の負担を小さくするために、成長産業の経営環境を支援するような政策と衰退産業からの雇用移動が必要だが、一定の条件が整備されれば証券化市場の利用も政策メニューの一つとして考えることが可能である。その場合、証券化の原資産が確定されるためにも遊休資源を用いた具体的なビジネスモデルが確立され、それに基づいた期待収益の算定を行うことが不可欠である。不良債権処理に歩調を合わせた「企業再生プログラム」はこの意味で有効な手立てではあるが、それは証券化の前提条件を整えるものであり、証券化が企業再生を達成することができるという短絡的なものではない。言い換えれば、証券化は遊休資源を解消するための手段ではなく、稼動した遊休資源への資金の流入を加速する手段として理解すべきである。

目 次

- I. はじめに
- II. 「考え方」の概要とその特徴
 - 1. 不良債権の類型化
 - 2. 不況もしくはデフレーションについての非言及
 - 3. 金融システムの安定に関する言及
 - 4. 証券化に関する言及
- III. 構造改革と資源配分
 - 1. 構造調整と生産フロンティア
 - 2. 二つの不良債権と証券化

IV. 分析から得られる政策的な含意

1. 公的資金の導入
2. 産業構造調整に対する証券化の有効性

3. 証券化と産業再生機構

参考文献

I. はじめに

平成14年10月10日、日本銀行は「不良債権問題の基本的な考え方」(以下「考え方」)というステートメントを発表し、現下の経済状況に対する金融政策当局としての基本的な姿勢を明らかにした。このステートメントは、その直前に発表された日銀による株式購入プランとならび、従来の金融政策のスタンスからあえて一歩踏み込むことにより、政府・財政当局に対していっそうの対デフレーション政策の発動を促したものと受け取られた。これまで、金融政策当局としての日銀は金融面を超えて実物面に言及することは半ばタブー視されてきた。その意味では、今回の「考え方」はそうした枠を越えたものであり、それだけ日銀の現況に対する危機感が反映されている。

われわれの関心に照らして言えば、このさほど長くはない文書の中で証券化についての言及が、少なくとも二つの事項に関してなされていることは興味深い。しかし、不良債権処理に証券化がどのような役割を持ちうるのかについては必ずしも議論がまとまっているわけではない。また、証券化市場の規模も日本の金融システムの中心的存在になりうるほど大きいとは言いがたい。法的な整備が相当進んだ反面、証券化スキームの運用の中で具体的に生じるだろう事態に対してどのような対応がなされるべきかといった点についても(実務的にはこの点がかつとも重要である)、判例が蓄積されている

わけではない。

市場の展開スピードは決して遅くないものの、かといって十分に成熟したという状況ではないことは日銀も十分に理解しているはずであるが、にもかかわらず、なぜこの時期に証券化市場について特別の言及が必要なのだろうか。

本稿ではこの点を考察することを通じて、不良債権問題と構造改革の関連について改めて論点を整理してみたい。構造改革とは、資源配分の変更およびそれによって生じる(要素価格を中心とした)相対価格体系の変更にほかならない。つまり、構造改革は基本的には実物面の現象として理解しなければならないのである。深浦 [1999 a] [2000] は、同様の問題を主として金融仲介の効率性という観点から考察し、不良債権が金融仲介を妨げる結果、資源配分がかく乱され、そのため経済全体での効率性が低下することを標準的な異時点間資源配分モデルを用いて論じた。しかし金融仲介の失敗が引き起こす資源配分上の損失については、金融面と実物面の一対一対応を暗黙のうちに仮定することにより、間接的に考察するにとどまった。本稿も基本的には同じような関心に動機づけられているが、「考え方」において強く示されている構造改革との関連をより明確に描き出すため、金融面よりは実物面に力点を置いた議論が展開される。本稿はそうした「考え方」の論点を整理することを第一の目的とし、加えて先述したような証券化への言及がこうした議論の流れの中でどのように位置づけられるのかについても論及することとしたい。

論文は以下のように構成される。はじめに「考え方」の内容を簡単に要約し、ついで特に注目すべき点をいくつか挙げる。そのうち、二種類の企業（成長企業と衰退企業）からなる単純な経済における構造変化と資源配分の関係を簡単なモデルを用いて考察し、「考え方」の中で示された政策提案の意義を探る。最後に、証券化市場が不良債権処理や構造改革などのように関連づけられるか、「考え方」が示したような成果が証券化市場を通じて実現可能であるのか、について考察する。

Ⅱ. 「考え方」の概要とその特徴

以下の議論の理解を助けるため、まず、「考え方」の概要を述べておこう。「考え方」は大きく分けて四つの部分から構成されている。すなわち、(1)前文にあたる部分、(2)過去の不良債権の処理に関する提言、(3)将来発生するであろう不良債権に対する提言、(4)金融システムの安定性確保についての提言、である。

(1)においては、これまでに蓄積された不良債権が既存の金融システムの体力を弱めたことにより、今後進むと思われる構造改革に対応することができなくなり、その結果、新たな不良債権が継続的に発生する可能性が強く指摘されている。そしてそれを解決するための環境や仕組みを整備する必要性が述べられる。

(2)では、不良債権のうち、過去に発生し金融システム内に蓄積されている不良債権を早急に処理するために、「経済価値の減価を適切に反映した不良債権の把握」とそれに基づき「適切な引き当て」を行うことが重要だと述べる。そのために整理回収機構（RCC）の活用・証券化市場の拡充などを通じて、「不良債権の市場

価値」を明確にした上での「オフバランス化」が緊要な課題であるとする。

(3)では将来に向けた論点が述べられている。つまり、金融機関の収益力改善・経営努力を促すための制度（規制・税制など）を見直すと共に、地域政策や産業政策など非金融機関企業の収益力を再生するための諸政策の取りまとめが必要であると述べる。後述するように、金融政策当局としての守備範囲をかなり律儀に守ってきた日銀が産業政策・地域政策など実物面での政策実行に言及しているという点で注目される。

(4)では金融システムの安定性を確保する必要性が指摘されている。金融危機が発生すると予測される場合、預金保険法および日本銀行法という現行法制の中での対応が可能であるとの認識が示され、さらに金融機関保有株式の削減・公的資金の注入など従来の日本銀行の政策スタンスに比較すると相当思い切った提言がなされる。

このように「考え方」はこれまでの日銀の政策スタンスとは色合いの異なる内容になっている。しかし、経済政策主体として、直接的な所管事項にとどまらず間接的に関連する事項について発言することは社会的責務の一部といっただろう。

さて、このステートメントは少なくとも以下に挙げるような四つの点で注目される。

1. 不良債権の類型化

「バブルの負の遺産」としての不良債権と「新規に発生する」不良債権が明確に区分されている。もちろん、このような区分はこれまでにもしばしば指摘されてきた。たとえば、不良債権処理が遅々として進まないのは、デフレー

ションの進行により処理するかたわら新たな不良債権が発生するからである、といった議論は耳になじんでいる。この議論の背後には、バブル期に蓄積された不良債権は処理が進行しており、現在直面している不良債権の大半はその後の景気悪化の中で結果的に生じたものであるという認識がある。そのため景気対策のための政策パッケージを実行することが不良債権処理の第一歩であるという理解につながる。

しかしこのような（通俗的な）理解は、不良債権が景気変動に伴う現象である限りにおいて正しいが、それ以外の要因が不良債権発生の原因であるときには注意が必要である。すなわち、景気と不良債権が実質的に等しいならば景気刺激パッケージという単一の政策手段が実質的に単一の政策目標に割り当てられるが、景気変動と独立の要因が関係しているとすれば、政策手段は一つ不足する。

むしろ、「考え方」はこのような初歩的な誤謬には陥っていない。以下でも改めて述べるように、少なくとも新規に発生する不良債権について景気刺激政策とは異なる政策手段を用いることを主張していることは指摘しておくべきであろう。このことは不良債権問題がデフレーションと複雑に絡んでいる現下の状況において、従来型の金融政策だけでは対応できない要因が存在することを示唆している。

2. 不況もしくはデフレーションについての非言及

Ⅱ－１と密接に関わることであるが、「考え方」では“不況・デフレーション”という文言がまったく用いられていない。これは中央銀行としての日本銀行が現時点でデフレーションをどのように理解しているかを反映している。と

いうのは、仮にデフレーションがインフレーションと対称的な現象であるならば、それは貨幣的現象であり、したがって貨幣価値の安定・維持を使命とする日本銀行にとって最優先の課題ということになる。デフレーションが貨幣的現象であり貨幣数量説で説明されるような安定的な貨幣供給関数が存在するならば、日銀が1年以上にわたり実施してきた量的緩和政策は相応の妥当性がある。しかし、その効果が必ずしも明確に観察されてない。これは量的緩和政策の強度が足りないか、あるいは想定されていない別の要因が現在のデフレーションに関係していることを想像させる。

たとえば、銀行部門の大量の余剰資金が国債市場に流入しているという現象は、流動性選好説で述べられる流動性のわなの結果として説明できるかもしれない。あるいは、マクロの貯蓄投資バランスで考えれば、貿易収支が黒字のもとでは消費の減退分（その結果生じる貯蓄）が財政赤字によって相殺されるという調整の結果かもしれない。いずれにしろ、貨幣的な要因に加えて実物的な要因（あるいは所得要因）が絡んでいるとすれば、それは単純なデフレーションからデフレスパイラルに入り込んでいることが示唆される。

金融政策の範疇においてデフレーションに対峙することが可能であるならば、むしろそれを明示するほうが市場に対するメッセージは強い。しかし、デフレーションが実物的要因を無視できない段階にまで進行しているとすれば、日銀の政策メニューに盛り込まれた以外の政策発動が求められてしかるべきであろう。デフレーションという語句が避けられているのは、金融政策以外の対応の必要性を訴えているとの解釈も可能であり、また財政当局と金融当局の役割

分担を宣言したといえる。日銀が従来の金融政策とは異質の「次の一手」に踏み切る条件整備を終えたというメッセージを市場に与える効果が期待されているのだろう¹⁾。

3. 金融システムの安定に関する言及

日本銀行法第一条は、「通貨及び金融の調節」を行い、同時に「資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資する」ことを日銀の使命と定めている。さらに、第二条によれば日本銀行は「物価の安定を図ることを持って国民経済の健全な発展に資する」ものとされ、日銀が通貨管理を行う主体であることが明確に述べられている。反面、第四条は「政府の経済政策の基本方針と整合的」であることも求めている。行政と独立・無条件に政策を実行できる権限を与えられているわけではない。しかし、日銀の第一義的な使命は貨幣価値の安定（物価の安定）であり、金融システムの安定・維持は金融行政を主管する財務省の問題である、という優先順位をもって理解するのが一般的であろう²⁾。

こうした法的根拠を背景に、これまで日銀は金融システム全体へ政策的にコミットすることを慎重に避けてきた。通貨安定と金融システム安定という二つの政策課題に触れざるをえない場合でも前者を優先させる傾向が強かった。それに比すれば、Ⅱ-2で述べたようなデフレーションの非貨幣的側面の認識、金融システムへの言及は、金融システムに関する日銀の現状認識の厳しさをものがたるものとして注目される。

しかし、「考え方」からは、日銀自身が金融システム安定について直ちに独自の政策アクションをとるようには読めない。むしろ、日銀

法第四条により日銀の政策が財務省の政策と整合的でなければならないとの規定に依拠し、財務省に対して日銀の現状認識に対応した行動を求めるという日銀の積極的な姿勢がうかがえて興味深い。特に、公的資金に関しては「自主的かつ責任ある収益力向上努力を促す形での」注入を主張している。

4. 証券化に対する言及

証券化については二箇所での言及が見られる。第一の箇所は「証券化」という言葉ではなく、貸出債権流動化市場について触れられているが内容的には同じといつてよい。「バブルの負の遺産」としての過去の不良債権をオフバランスするため、その経済価値を把握するための方法として貸出債権流動化市場の利用が提案される。もう一箇所では、企業の収益環境を改善させるため企業金融の円滑化を図り、そのために証券化を応用した新市場の育成が有利であるとされる。特に、新市場育成を後押しする方策としての公的信用補完などの工夫を促していることは注目に値する。

過去に発生した不良債権と将来発生するであろう不良債権のそれぞれと、証券化の関連が特別に言及されていることは、日銀がこの市場の今後の成熟をかなりの期待をもって見守っていることを示している。これまでも日銀は資産担保証券を割引対象債券に含めるなど、証券化市場の育成を側面から支援してきた。問題は「考え方」が論じているように、証券化が不良債権問題の処理に有効であるかどうか、あるいは「考え方」の基本的な論調である実態経済への望ましい波及効果が期待できるかどうか、についての見極めであろう。特に、貸出債権流動化を不良債権の市場価値の尺度を得るために用い

るとしているが、実際に貸出債権の買い手が存在するのかわからない。後述するように、過去の不良債権はほぼ埋没しており、用いる手段に関わらず国民負担が生じる。この限りでは手段の選択は二次的といえるかもしれない³⁾。

今後発生すると予想される不良債権に対しては、それがどのような原因・メカニズムで生じるかを正しく理解する必要がある。先述のように、景気循環に付随して受動的に生じてくるならば、景気刺激策が選択されるだろう。しかし、「考え方」はむしろ産業構造の変化に対する対応能力の欠如が新たな不良債権の発生させるというメカニズムを想定している。したがって、企業金融としての証券化だけでなく、産業構造や企業経営の転換など経済環境の変化を取り込む手段としての証券化にも期待が表明されている。

Ⅲ. 構造改革と資源配分

1. 構造調整と生産フロンティア

以下の各節では、「考え方」に示された不良債権問題が証券化とどのように関わっているのか、または不良債権問題が日本経済にどのような影響を与えているのか、「考え方」で述べられているように、不良債権問題が日本経済の構造調整と密接不可分の関係にあるとすればそれは具体的にどのような関連をもつのかについて簡単なモデルを用いて説明する。

(1) 過去の不良債権

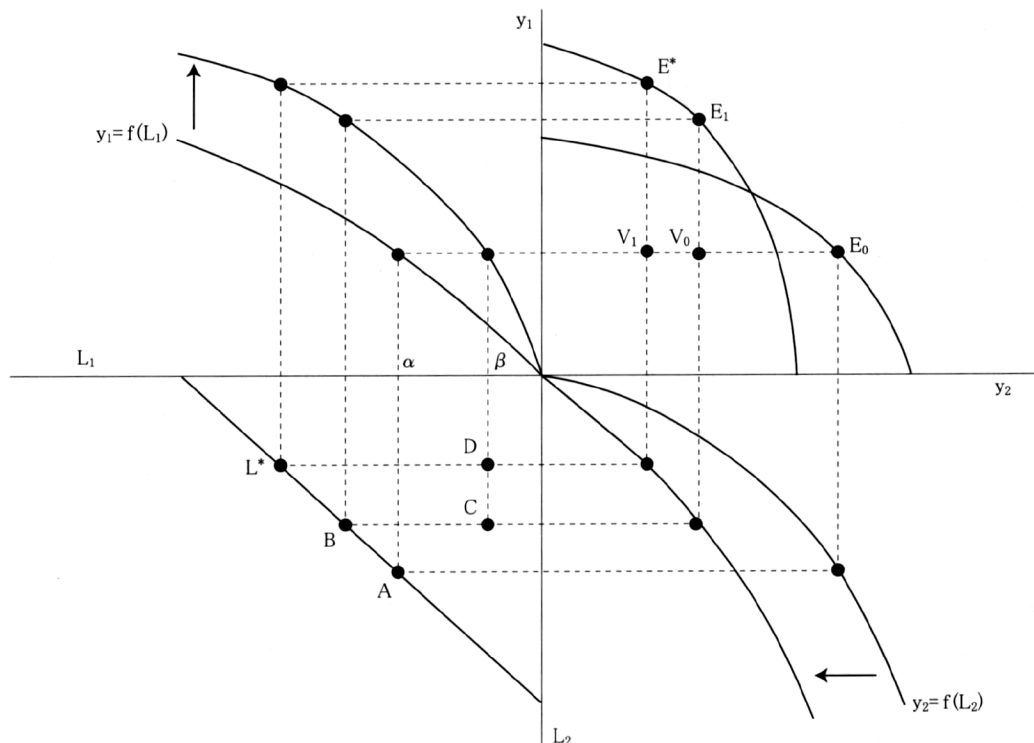
図表1を見よ。第一産業と第二産業の二つからなりそれぞれ生産関数 $f_1(L_1)$ 、 $f_2(L_2)$ のも

とで生産を行っている経済を考えよう(第一産業は第二象限、第二産業は第四象限に表現される)。投入は労働のみ (L_1 、 L_2) であり、経済全体での労働賦存量は一定であるとし労働以外の資源は無視する ($L = L_1 + L_2$)。このとき、生産フロンティアは図表1のように書くことができる。社会的に望ましい点は生産フロンティアと社会厚生関数(煩雑さを避けるため未記入)の接点 E_0 で与えられる(そのときの各産業の雇用量は第三象限のA点で表されている)。 E_0 は第二産業に相対的に多くの労働力が投入されるように表現されているが、これは産業構造の変化がどのような効果をもつかを議論するためである。さらに、図には直接描かれていないが、金融機関は E_0 を実現することができるように資金を配分しているとしよう。

ここで産業構造が変化し、第一産業の生産性が向上し第二産業の生産が低下した結果(各生産関数が垂直方向に拡大・縮小)、生産フロンティアが変化したとする。このようなシフトは旧式の産業である第二産業に対する需要が低下するとともに、第一産業の生産技術が進歩する場合に生じる。なお、第一産業の財に対する需要の効果は後に述べる。

ある社会厚生関数が存在するとし、最適点は E^* で与えられるとしよう。このとき厚生は改善される(各産業の雇用量は第三象限の L^* 点で表されている)。なお、ここでは労働だけを変数とする生産関数を用いているのが、そのような生産関数が変化するとき、資本に対して労働生産性が向上しているか(労働節約的な技術進歩)、暗黙のうちに資本の生産性も労働の生産性と同じ比率で変化しているか(中立的な技術進歩)のいずれかの状況を暗黙のうちに仮定しなければならない。また、総雇用量は一定

図表 1



だから (L), もし, 新しい生産フロンティアが旧フロンティアよりも拡大するとすれば (面積が大きくなるとすれば), それは全要素生産性の拡大によるものと考えておく必要がある⁴⁾。

このような経済の変化に対して, ただちに E_0 から E^* へ移行できるときには問題は生じないが, ここでは, 労働力の配分調整が直ちには行われないと考える。この想定は短期的分析では不自然ではない。なぜなら, 第二産業の余剰労働力を第一産業へ移転させることは短期的に難しい。というのは, 新興産業である第一産業で必要とされる種類の労働を第二産業の既存労働者が体得するには時間が必要であるからである。また, 第二産業において不必要に成った労働力を直ちに解雇することも制度的には容易ではない。これらの結果として, 最も起こりうる

可能性が高い事態は, 第二産業内における不稼働労働力の発生であろう。

次に, 第一・第二産業の生産水準について確認しておこう。図表 1 の読み方は, 第一産業の財 (第一財) に対する需要が生産関数のシフトの前後で変化するかどうかによって変わってくる。それは二つの産業で生産される財が代替財か補完財かに依存するが, はじめに補完財ではないと試みよう (つまり, 第二財の需要減にあわせて第一財の需要が同時に減ることはない)。第一財への需要が増えるかどうかは所得効果の大きさに依存するが, まず始めに需要が変わらない場合を見ることにする。よって, 総需要は減少している。

第一財の需要は不変, 第二財の需要は減少する (総需要は減少), かつ, 雇用が瞬時に調整されないとき, 経済は V_0 に移行する。このと

き労働力配分はCとなり、第二産業内に遊休労働力が発生している（Cは $L = L_1 + L_2$ の内側にある）。旧式の産業には過剰雇用が滞留し、その一方、新興産業はまだ十分な需要をひきつけていないという状況は、不況下においてなかなか新たな産業を確立することができない現下の日本になぞらえることもできるだろう。このようなとき、金融システムが受ける影響は大きなものとなる。生産関数のシフト前、 E_0 （A）を期待して貸出した金融機関は、事後的には V_0 （C）に対応する収益しか獲得できない。換言すれば、 E_0 （A）に対応する過去の貸出（ E_0 によって可能となる価値によって裏づけられた貸出）の価値は小さくなり、不良債権化してしまう⁵⁾。

第一財が第二財の需要減に対応して増加する場合（代替財である場合）の議論は次のようになる。雇用の変動は需要が変動しない場合に比べて小さくなるか、需要増加が著しい場合には雇用は減少することなく増加する。たとえば、第一財の需要が増加し、 E_1 に対応する生産が行われたとすれば、経済は E_0 から V_0 を経由することなく E_1 に移動するだろう。 E_1 は新しい生産フロンティア上の点だから資源配分は効率的に行われる。

現実には、第一産業の生産技術の向上は第一財への需要増によって引き起こされる部分もあるから、需要がまったく変化しないという先のケースも完全な描写にはなっていない。しかし、以下では不良債権の含意をより鮮明に抽出するため、特に断らない限り第一のケースを念頭に議論を進めていくことにしたい。

（2）将来の不良債権

構造変化後の最適な資源配分は L^* 、厚生は

E^* となる。この点が達成される経路は二通り考えられ、それは各産業での雇用調整の速度に依存する。

第一の経路は V_0 （C）から E_1 （B）を経て、その後新しい生産フロンティア上を移動して E^* （ L^* ）にいたる経路である。 V_0 （C）から E_1 （B）への移動では、第二産業の雇用が維持されており、また E_1 （B）から E^* （ L^* ）の移動に際しては、第一産業内での労働者の再配置・訓練の完了と同時に、第二産業の労働者が第一産業に吸収されることによって最適点に到達する（ソフトランディングシナリオ）。

第二の経路は、 V_0 （C）から V_1 （D）を経由して E^* （ L^* ）へ移動するもので、第二産業から雇用を引き剥がし、その後、第一産業への雇用の移転を経て新生産フロンティアに向けて移動してゆく（ハードランディングシナリオ⁶⁾）。

いずれの経路をたどるにしても、 V_0 （C）に移動する際に生じる効率性のロスを避けることはできないが、第一経路のほうが効率性の損失は小さい。第二経路は生産フロンティアの内側に長くとどまるため遊休資源が長期にわたって発生する。それは第二産業での雇用削減と第一産業での雇用吸収に時間差が生じるためであり、実際、 E^* （ L^* ）に到達するまで第二産業において大きな失業が発生していることがわかる。それに対して、 E_1 （B）から E^* （ L^* ）への移動では、第二産業から第一産業への雇用のシフトを伴うが、失業は発生しない⁷⁾。

参考までに、物価水準の動きを推論してみよう。まず、 V_0 （C）に移行するとき、総需要が小さくなるため未利用の労働資源が発生する。このとき、賃金の調整速度がどの程度であるのかによって議論は変わるが、少なくとも賃

図表 2 第一経路と第二経路の比較

第一経路（ソフトランディングシナリオ）				
厚生	雇用	効率性の変化	雇用	物価
E ₀	A	低下	完全雇用	安 定
V ₀	C		第一産業で失業（訓練期間） 第二産業での過剰雇用	全般的な下落
E ₁	B		回復	第一産業の訓練終了 第二産業からの雇用の移転
E*	L*		相対価格の整格	

第二経路（ハードランディングシナリオ）				
厚生	雇用	効率性の変化	雇用の変化	物価の動き
E_0	A	低下	完全雇用	安定
V_0	C		第二産業で大量失業	下落
V_1	D			
E^*	L^*		第二産業からの雇用の移転	安定

金支払い総額（単位時間当たり賃金×労働時間）は低下した総需要を満たす大きさにまで下がる可能性がある。これは次のステップとして物価下落を生じさせるかもしれない。しかし、第一経路では早い段階で新生産フロンティアに到達するため物価下落は早晩収束に向かう。新生産フロンティアに到達後は、相対価格の調整によって資源が第二産業から第一産業へ再配分される（物価水準は不変）。第二経路においては、 V_1 （D）を経由する際に物価下落が深化する。

経済がどちらの経路を動いていくかは、金融機関の行動にも影響を与える。経済が V_0 （C）にあるとき金融機関が E^* （ L^* ）を引当とする新規貸出を行ったとしよう（もちろん、 V_0 （C）において新規貸出が可能であるためには過去の不良債権がオフバランスされ、かつ、金融機関の資本が補填されていなければならない）。この新規貸出が不良債権化しないためには、貸出が満期一括返済（bullet type）の

場合には V_0 （C）から E^* （ L^* ）への移行が満期以前に完了する必要がある、元利均等利済（amortization type）の場合には、据置期間が終わるまでに新生産性フロンティアに到達する必要がある⁸⁾。

逆にいえば、そうした条件が満たされないと、 E^* （ L^* ）を引当とする新規貸出は将来において不良債権化する可能性がある。つまり、重要なのは新生産フロンティアへの移動を早期に完了させることであり、「考え方」はその手段の一つとして証券化市場の育成を提言しているのである。過去の不良債権の経済価値を確定させるための貸出債権流動化と本節での証券化は、このように異なる文脈・目的のもとで整理・理解する必要があるだろう⁹⁾。

2. 二つの不良債権と証券化

以上のような理解のもとで、「考え方」の議論の特徴をもう一度確認しておこう。まず不良債権を過去に発生した不良債権と将来発生する

だろう不良債権に類型化するという点については、生産フロンティアの変化によって説明することができる。前者に関しては、貸出の価値が E_0 よりも内側の点に対応するという解釈が可能である。将来の不良債権についても同様の議論が可能であり、構造調整が終了した段階に予想される状況 (E^*) と現在の状況 (V_0 もしくは V_1) との乖離によって説明できる。

それでは、「考え方」でなされた証券化への言及はどのように説明できるだろうか。また、それは実際に効果を期待できるであろうか。

過去の不良債権処理のために貸出債権流動化市場を育成するという第一の論点について考えてみよう。始めに、過去の不良債権は生産フロンティアのシフトが原因となって発生しているから、新生産フロンティアを前提とする限り、証券化を含めどのような手段をもってしても回復することはできないことを確認しなければならない。そもそも、遊休資源は収益が期待されないから放置される。したがって、収益期待が形成されない遊休資源を解消するために証券化を用いるためには、遊休資源が(期待)収益を伴わなければならない。これは論理矛盾である。

この意味において、過去の不良債権の処理をめぐる本質的な課題は、評価方法の問題というよりは、処理の結果発生する損失をどのように補填するかである¹⁰⁾。そのため、具体的にどのような手法を用いるにしても、まず損失の大きさを確定しなければならない(=経済が V_0 に位置していることを確認する)。「考え方」が指摘するように、市場メカニズムにもとづいた貸出債権の流動化はこの点において一つの手段となるだろう。

しかし、それはあくまで不良債権の市場価格

の評価という機能にとどまるものであり、そこからただちに不良債権が移動することを望むことはできない。実際、銀行にとって不良貸出債権を流動化する誘因は、自らのバランスシートから切り離すことができるからであり、その資産を用いた将来の収益活動が予定されるわけではない。パテントや新規技術の事業化のために証券化を利用して資金を調達する場合は、調達主体であるオリジネータ自身が収益活動に本質的に関わりを持つ。このとき、収益分配を求める投資家の利害と、オリジネータが効率的な経営を行おうとするインセンティブが一致するから、証券化商品としても魅力がある。換言すれば、オリジネータが生産活動を行い、投資家が将来収益に対する請求権を行使するという金融取引の本来の姿が実現する。しかし、不良債権の場合はそうではなく、資産の新規利用・不良債権の再稼動は投資家にゆだねられることになる。

ここで問題となるのが公的資金の利用の是非である。 V_0 から E^* へ移行するには、第二産業での失業を容認する方法と、当面、成長する第一産業のより高い生産関数を実現させる方法が二通り考えられ、後者のほうが効率性の損失が少ないことを先に示した。したがって、金融機関の資本増強のために公的資金を注入する場合には、それによって創造される信用が第一産業に振り向けられることを条件づける必要がある。資源配分の観点から見れば、これは金融仲介機能を活用して遊休資源を成長産業へ投入し、 V_0 から E_1 に移行を支援、それ以後は相対価格の調整を通じて最適点をめざす、というシナリオとなる。

それでは将来、発生するだろう不良債権に関してはどうだろうか。この問題は前節で述べた

ように新しい生産フロンティアにどのような経路で到達するか、その際に、証券化市場が利用可能であるか、という判断に帰結する。

まず V_0 から E_1 に移動する部分を考えよう。 V_0 においては第一産業の生産関数は低水準のままであり、新しい生産技術が実現していないから、証券化の前提となる将来のキャッシュフローが発生しない。すなわち、原債権となりえない。したがって、外生的な手段によって V_0 から E_1 へ移動せざるをえない。

次に問題になるのは、経済が E_1 に位置しているときに E^* を引当にして資金を調達し、それによって雇用の転換をはかることが証券化によって可能かどうかという点である。新しい生産フロンティアは新しい生産関数に対応しているから、これは十分に可能である。理論的には、 E_1 において E^* を予想できることになるから、 E_1 では固定収益をもたらす債券（確定利付債券）を発行することも可能だろう（あるいは、第一産業の生産関数のシフトに関して強気の予想が支配的になったとすれば、第一産業を対象としたエクイティ型の債券が利用できるかもしれない¹¹⁾）。いずれにしてもより効率的な資源配分を実現させるために、市場を通じた資源利用のトレードオフが可能であり、証券化がそれを円滑に進める手段の一つとなることは十分に考えられる。

以上をまとめて言えば、第一の経路を取る場合、(1)貸出債権流動化市場などを通じて過去の不良債権の市場価値を確定させ、必要ならば公的資金の投入によりオフバランス化させる (E_0 から V_0)、(2)生産技術の向上・実現のための政策により成長産業の経営基盤を確立する (V_0 から E_1)、(3)成長産業が生み出す将来の収益に基づく証券化商品などを用いて、成長産業

への資源再配分を進める (E_1 から E^*)、という三つのステップにより最適資源配分が実現されることになる。つまり、こうした観点から見れば、証券化は市場の力を利用した自発的な資源配分メカニズムとしての役割を持つことになる。

そうだとすれば、成長産業の生産関数を目に見える形で上方シフトさせるほうが現実的である。つまり、上記の(2)においては成長産業を対象とした産業政策的な対応が望ましいことになる¹²⁾。

V_1 から E_1 へ移行する第二の経路の場合、すなわち第二産業での雇用調整に伴う失業者を、第一産業へ振り向ける場合も、前と同じように考えれば遊休資源を再稼働させるために証券化を用いることは難しい。加えて、 V_1 では V_0 よりもさらにデフレーションが進行しているため、価格下落期待には下向きのモーメントが働いている。したがって、具体的には(1)貸出債権流動化市場などを通じて過去の不良債権の市場価値を確定させ、公的資金の投入によりオフバランス化させる (E_0 から V_1)、(2)衰退産業から漏出した失業を成長産業に吸収しつつ、成長産業の技術的諸条件を整備する (V_1 から E_1)、という2段階に分けられる。

IV. 分析から得られる政策的な含意

最後に、上記のような議論を前提にすると、どのような政策的な含意が得られてくるのかを考え、結論にかえることにしよう。

1. 公的資金の導入

過去の不良債権が、生産フロンティアのシフトによって発生したとすれば、それを旧状に復

帰させることは不可能である。むろん、証券化も効果は期待できない。ただし、不良債権の市場価格を明らかにするために貸出債権流動化市場を活用することは可能かもしれない。理論的には、割引現在価値の算式にもとづく評価が、市場評価を反映するという意味で望ましい。ただし、現在のように低金利のもとでは割引現在価値が高めに算定されるということも考慮していく必要がある。

もし、過去の不良債権の存在が金融仲介機能を萎縮させ、それによって資源配分の調整が円滑に進まないならば、遊休資源が固定化してしまう。したがって、金融仲介機能を再活性化させるために、公的資金を用いることも必要である。公的資金の最終的な負担者は納税者であるが、納税者一人あたりの負担額はそれほど多いわけではない。つまり、負担を広く薄く分散させることにより納税者の乏しいリスク応担力を活用することができるという意味で、公的資金の利用は危険分散という観点から見て妥当性のある考え方であろう。また、金融システムは費用通減的な構造をもつということも公的資金の導入の必要性を補強する要素となりうる。

しかし、最終的な目的は、新生産フロンティア上の最適点を達成することであるから、公的資金の導入によって金融機関の資本を増強するなら、それによって新たに創造される信用が成長部門へ投入されることが担保されなければならない。したがって、株式会社における大株主 (majority shareholder) のように、対象企業の経営成果を詳しく監視するのに十分な規模での投入が必要となる。極端なケースでは、議決権付きの普通株式の過半数を所有することになるが、少なくとも投入した資金に対応するモニタリング機能が実効性を失わないような

措置を講じておくことが必要である¹³⁾。

2. 産業構造調整に対する証券化の有効性

現今の金融仲介機能の低下は、遊休資源に対する貸出が不良債権化したために生じていることは既に衆目の一致するところである。したがって、不良債権問題を解消するには遊休資源を再稼働させることが必要であり、これが産業再生策が必要とされる第一の理由である。遊休資源が発生したということは、特定の産業で過剰設備・過剰供給が生じ、それが供給不足が生じている産業に転用されていないことを意味する。よって、衰退しつつある産業を縮小させた後、新しい産業構造に併せた資源再配分を行うハードランディングシナリオと、成長産業の環境を整備した後、ゆるやかに衰退産業から資源を移動させるソフトランディングをめざす二つの方法のうちいずれかを選択しなければならない。

前者はデフレ効果が大きく遊休資源は新たな産業構造に対応した資源配分が達成されるまで残ってしまう（生産フロンティアの内側を經由するから）。遊休資源の存在は、将来の収益期待が十分形成されていないことを示しており、証券化市場が有効に機能する可能性は高くない。成長産業の雇用促進を目的とする大規模な公共投資などが必要となるだろう。

後者は失業発生の期間は短い。事実、 V_0 の厚生水準は V_1 のそれよりも高い。衰退産業からの雇用の移動は生産フロンティアに沿って行われ、その段階では証券化市場の利用も政策メニューの一つとして考えることが可能である。しかしその場合であっても、証券化が可能な原資産が確定されなければならない。すなわち、

遊休資産を稼働させるための具体的なビジネスモデルが確立され、それに基づいた期待収益の算定が不可欠である。

これに関連して不良債権処理に歩調を合わせた「企業再生プログラム」の確立が必要であるとししばしば論じられる。しかし、上で述べたように企業再生プログラムは証券化の前提条件をととのえるものであり、証券化によって企業再生を達成することができるという因果関係ではない。将来の証券化が可能となるような収益機会の創出がまず実行される必要がある¹⁴⁾。

経済がどちらの経路に乗るかは、第一・第二産業において労働者の職業訓練や雇用移動がどの程度の速度で行われるか、および、第一財と第二財の関係（代替財か補完財か）ということに依存している。したがって、産業再生プログラムにおいて配慮されなければならないことは次の諸点であろう。

第一に、新規産業を立ち上げるとすれば、衰退している産業と代替的な産業であることが望ましい。それによって経済全体での総需要の落ち込みを一部緩和できる可能性がある。第二に、新規産業への労働力の移動を促進するため、新技術の教育体制を整備することが必要となる。その対応に時間がかかればかかるほどが新規産業での雇用は小さくなる¹⁵⁾。

さて、証券化はこうしたプログラムにどのようなかわりをもつことができるだろうか。

（注4で指摘したように）産業構造の変化によって流通速度が低下していることが効率性を低下させているならば、消費性向の高い経済主体に流動性を移転させることが可能な債権流動化は需要面からこうしたプログラムを支援する手段となる。

また、これまでの議論は労働を唯一の投入と

考えているが、それを資本に置き換えて論じることできる。この場合、マンション建替え規制や手続きの簡素化、未利用のオフィスビルの住宅への転用促進などの不動産流動化政策は、衰退産業に投入されていた資本を新規産業に振り向けるという意味で妥当な政策メニューである。これらは既存の遊休資源を別の形で有効利用し、あらたなキャッシュフローを生み出す条件整備を目的としている。それがある程度進展すれば、そのキャッシュフローをもとに証券を組み立てることが可能になるかもしれない。いずれにしても、証券化は構造変化と不良債権によって発生した遊休資源を解消するための手段というよりは、稼働した遊休資源への資金の流入を加速する手段として理解しなければならない¹⁶⁾。

3. 証券化と産業再生機構

資源配分という観点から見ると、証券化も産業再生機構もともに衰退しつつある産業に投入されていた資源を、成長しつつある産業に移転させる機能をもっている。しかし、証券化は市場メカニズムによってそれを行うのに対して、産業再生機構は公的な支援により政策的に行うという違いがある。市場がもっとも安価に資源配分を達成できるという教科書的な理解を前提とするならば、当初時点での産業再生機構による支援対象企業を選別するという作業がきわめて重要である。逆に、市場メカニズムが何らかの理由で十分に機能しないときには、産業再生機構の業務の範囲を広範に考えておく必要がある。

このことから考えると、銀行に公的資金を投入し遊休資源の発生によって失われた金融仲介機能を回復させることと、遊休資源を再稼働さ

せる政策は表裏一体でなければならない。それは、投入された公的資金を事後的に回収するためにも必要なことである。

モデルの中で示したように、衰退する産業を成長する産業に入れ替えていく構造転換は経済を再生させるための正攻法であることはいうまでもない。しかし、多少視点を変えてみると、一見、衰退している産業であっても、事業者が入れ替わることで再度、成長経路に乗るということもありえないわけではない。一般的な例ではないので踏み込んだ論評は差し控えるが、東京ガスが発電所建設のための資金を債権流動化手法によって調達するという計画がある(2003年までにSPCを設立予定)。電力小売事業への参入を目的とするのだが、通常、発電事業のような費用低減産業は新規参入が難しいとされてきた。東京ガスの例はそれに対する一つの挑戦といえるだろう。もし、異業種の新規参入が促進されるということが今後も続くとすれば、債権流動化が円滑な構造調整に寄与する可能性もある¹⁷⁾。

注

* 本稿の作成にあたり、本誌査読者からいただいたコメントは大変有意義であり参考になった。もちろんありうべき誤謬はすべて筆者の責に帰するものである。

- 1) 日銀自身は、インフレーターゲットや量的緩和政策以外の流動性供給からは距離をおくという姿勢を崩してはいない(本稿執筆時点)。
- 2) 経済政策に関する裁量とルールをめぐる議論が、主に金融政策についてのものであることを想起せよ。
- 3) たとえば海外の投資家が不良債権を安価で買い取り、後に転売するというケースなどが想定されているのかもしれない。この種の市場の機能については深溝[2000]を参照のこと。
- 4) マネタリスト的な議論を行うならば、貨幣の流通速度が一定であるとき(安定的な貨幣需要関数が存在する)マネーサプライの変化は国民所得の変化に効果を与えることができる。したがって、経済構造の変化が経済成長につながるためには、少なくとも流通速度が一定・もしくは上昇しなければならない。このような文脈に沿って考えれば、衰退する産業に対する支出の減少が、成長する産業に対する支出で代替されなければならない。

- 5) 第二産業に対する E_0 に対応した貸出が不良債権化する理由は、第二産業の賃金水準がその限界生産性を超えるからである。
- 6) なお、社会的効用関数は E^* 、 E_1 、 E_0 の順で高く位置するものと仮定している。
- 7) 生産フロンティアの拡大は成長産業の生産関数がシフトすることによって生じているが、このことは言い換えれば、成長産業における技術革新(ここには物理的な技術革新だけでなく、経営上の技術革新も含まれよう)が遊休資源を発生させるということになる。つまり、衰退産業から成長産業への雇用・資源移動は静学的に考える必要がある。遊休資源と技術進歩の関係についてはたとえば、Jensen [1993]に詳しい。
- 8) 当初、 E_0 から左方に移動し(V_0 まで行かず)新しい生産フロンティアに乗るという調整も考えられる。このときには第二産業の雇用が一時的に増加しその後、第一産業にスムーズに移動する。このような調整は論理的に可能であるが現在の日本の経済情勢を考えれば、当面は考察外においても大過ないと思われる。
- 9) デフレ下にある経済が遊休資源を持っていれば、企業がインフレ期待さえ持てば追加的な政策負担なく遊休資源を利用する可能性があること論じられることがある(岩田[2002]など)。確かに銀行貸出の行き先が先細っているという流動性のわなのような状況を考えればそうしたことは妥当し、金利上昇を伴うことなく投資が増加し、乗数効果が働くと考えられる。しかし、現在問題になっているのは実物的な資源(過剰施設など)であり、これは貸出のように資源としての汎用性がない。よって、インフレ期待を醸成することが、機械的にこれらを稼働させられるということにはならない。むしろ、政策としてのインフレーターゲットは、むしろ、金融緩和などのデフレ対策が一過性のものではなく、継続性があるということをアナウンスすることにより、政策に対する信認を維持するための手段として理解するほうがよい。
- 10) 1980年代末、アメリカでは貯蓄貸付組合(S&L)の破綻による不良債権問題に見舞われた。この処理に証券化が用いられたという事実があり、このことが不良債権全般について証券化が有効であるというイメージを形づくっていることは否めない。しかし、実際に、証券化されたのは貯蓄貸付組合の保有していた健全債権であり、不良債権の大半は預金保険機構を介して処理されている。健全債権が証券化されたのは、それらの債権を維持管理する母体が破綻したためにすぎない。
- 11) E_1 、 E^* いずれも新しいフロンティア上の点であるから、理論的には E^* で実現される価値を対象として E_1 でエクイティによる資金調達を行うことが可能である。特に第一産業の将来の収益性に関して楽観的な予想が金融市場に十分に広がれば、第一産業企業株が振興企業向けの株式市場の投資家をひきつけるかもしれない。旧式の産業からスピナウトした創業者が株式公開を行うようなケースを想定すればよい。ただ、第二産業から第一産業への構造変化、直前まで経済が V_0 という状況にあったというストーリーに沿って考えれば、実際に第一産業に対する予想が直ちに新フロンティアを反映したものに“好転”するかどうかなんともいえない。

参考文献

- 12) 最近では伝統的な公共事業（その意味するところは必ずしもはっきりしないが）に対する批判が多い。もし伝統的な公共事業が本稿でいうような衰退産業を対象にした公共投資であるならばこの批判は正しい。
- 13) むろん、公的資金以外に銀行の資本勘定へ注入できる手段があれば議論は変わってくる。たとえば、金鉱の発見など外生的要因により資源賦存量が増加するなどのケースを考えることができるが、現実的ではない。
- 14) Argyris [1990] が指摘するようにビジネスモデルは組織形態に依存して決まるという部分がある。組織形態をさまざまな生産資源・経営資源の組み合わせと考えれば、新たなビジネスモデルを模索するということは、企業組織そのものの変更をも視野に入れるものでなくてはならない。
- 15) 高度成長期の日本では、定年制・学卒者の一括採用・終身雇用など日本的な雇用慣行の中で世代交替を通じた労働力技術の新陳代謝が行われてきた。つまり、日本的雇用慣行それ自体が一種の雇用政策的な役割を担っていたのである。そこからヒントを得るとすれば、若年層を労働人口に取り込んでいくことに主眼を置いた雇用政策が望まれる。近年は労働力の高齢化・若年労働力の非正規化などが進み、労働資源が質的・量的両面から急速に硬直化しており困難な面もある反面、現在のように生産水準が低下している状況では職業訓練の機会費用は小さくなっているのも事実である。また、労働人口の成長率と全要素生産性の変化が逆比例するという経験則が今の日本にあてはまるならば、なお、期待が持てるかもしれない。
- 16) ここでは分配上の効果を考慮していない。このような資源移転に伴い衰退する産業の労働者から成長する産業の労働者への所得移転が生じ、これによって利害の対立が起こる可能性がある。Baumol [2002] は技術革新の効果は経済全体の労働者の賃金を上げるという形で生じる外部性に着目し、このような利害対立が緩和される条件を示している。それによれば（成長する産業での）技術革新が労働者全般の賃金を上昇させるということが、技術革新のインセンティブを失わせることがなければ利害対立は少なく成長産業での技術革新が促進される。
- 17) Barro [2002] に興味深いエピソードが紹介されている。アメリカのロックグループU2のボーカリストであるBonoは、途上国に対する国際的な債権放棄をテーマとするプロジェクトJubilee2000の中心メンバーであり、Barroに対してプロジェクトに対する支援を要請した。BarroはBonoの人柄やその情熱には魅力を感じたものの、プロジェクトには賛同しなかったという。債権放棄は途上国の経済発展に対するインセンティブを損なうというのがその主たる理由であったが、それに対してBonoは、それまでの途上国に対する投資のほとんどが収益の見込みの少ないプロジェクト（poorly designed projects）に投下されているが、それは援助国が十分に投資対象を検討しなかったことが原因であると反論した。日本の不良債権問題でもしばしばこの種の貸手責任論が現れることがある。その議論の妥当性はさておいても、衰退産業に対する投資と成長産業に対する投資を識別することは現実には難しい。

- 岡部光明 [1999], 『環境変化と日本の金融』, 日本評論社。
- 馬場直彦, 久田高正 [2001], 「わが国金融システムの将来像－変革の圧力と金融当局の役割－」『金融研究』第20号。
- 深浦厚之 [1999 a], 「不良債権と効率性－証券化の効果－」『資産流動化研究』第5号。
- [1999 b], 「流動化と証券化－マクロ経済の視点から－」『SFI会報』。
- [2000], 「不良債権問題と証券化の将来」『証券経済研究』第24号。
- [2001], 「債権流動化の研究視角－アンバンドリングをめぐる－」『証券経済研究』第26号。
- 深尾光洋 [2002], 「デフレ, 不良債権問題と金融政策」『フィナンシャルレビュー』。
- 『経済白書』平成10年度版。
- 『通商白書』平成12年度版。
- Argyris, C. [1990], *Overcoming Organizational Defenses*, Allyn and Bacon.
- Barro, R. [2002], *Nothing is Sacred*, The MIT Press.
- Baumol, W. [2002], *The Free-Market innovation Machine: analyzing the growth miracle of capitalism*, Princeton.
- Jensen, M.C. [1993], "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, Vol98, no. 3.

(長崎大学経済学部教授)