

金融危機を越えて

植田和男

小山理事長 定刻になりましたので、ただいまから講演会を始めます。

本日の講師は、東京大学経済学部教授の植田和男先生です。植田先生には、一昨年、昨年とこの講演会の講師をお願いしていますが、恒例でございますので、改めてご経歴等を簡単に紹介いたします。

植田先生は、昭和四九年に東京大学理学部数学科をご卒業になり、同大学の経済学部大学院を経て、昭和五五年にマサチューセッツ工科大学経済学部大学院を卒業され、MITの資格をお取りになっておられます。その後ブリティッシュ・コロンビア大学や大阪大学の助教授を歴任され、平成元年に東京大学経済学部助教授に、また平成五年三月に同教授に就任されて、現在に至っておられます。

先生は、ご専門の国際経済や金融システム等の分野でたくさん著書や論文を発表しておられます。比較的最近のものとしては、九四年に東大出版会からお出

しになった『変革期の金融システム』、九六年に日経新聞社からお出しになった『変革空洞化の経済分析』等があります。

先生はまた、証券取引審議会総合部会委員として、昨年『証券市場の総合的改革』と題する報告書を取りまとめられ、引き続き市場整備部会委員として、この改革のための制度の整備に取り組んでおられます。

皆さんもご承知のように、ビッグ・バンの本格実施を目前にして、我が国の金融証券市場は、大変厳しい状況にあります。昨年の秋以降の金融機関の一連の破綻によって、我が国の金融システムに対する内外の信頼は動揺を見せています。

本日は、植田先生に「金融危機を越えて」というテーマでお話しをいただくことといたしました。ご清聴をお願いいたします。

それでは先生、よろしく願いいたします。

一、はじめに

ご紹介にあずかりました植田でございます。

一応、テーマは「金融危機を越えて」とさせていただきましたが、依然としてなかなか「越えて」という状態には至らないような感じがありますので、金融危機そのものについて、かなり時間をいただいておりますし、残った時間で今後を少し展望するというようなことでお話しさせていただきますきたいと思います。

実は、去年もちょうどきょうと同じ日にこちらでお話をさせていただく機会がありました。若干自慢話をさせていただきまして、そのときは、ビッグ・バンに関係しまして、どういうことが起こりそうか、どういう問題があるかということをお話ししたわけがあります。そのときの速記録を

まったく思うわけがあります。ただし、アメリカの株価もひょっとしたら高過ぎると申し上げましたが、こちらの方は全く当たらなかったであります。

きょうは、将来の予想は余り申し上げない予定でありますので、予想という次元の話は出てこないとは思いますが、今申し上げた二つのポイントは、きょうのお話の中でもかなり重要な部分になってくると思います。

最初に、きょうお話ししたいことをまとめるとどうなるか、要約して話してみたいと思います。現在のいろいろな金融危機ないし問題であります。その中には、ある意味で、起こるべくして起こってしまった部分がある。それと、若干不幸な出来事もそれに重なってこういう事態になってしまった面もあるかと思われれます。どちらかといえば、前者の起こるべくして起こった部分

持ってこなかったのですが、最後に、去年の二月の時点ですが、今後ビッグ・バンを進めるに当たって解決しておかなくてはいけない問題があるということ、幾つかお話しした中で非常に重要な点として、次の二つを挙げました。

一つは、金融機関のなかに非常に経営の悪いものがあるように思える。そういう中で、非常に厳しい競争状態をつくり出すビッグ・バンに突入するということは、かなり危険な側面がある。できれば、一年以内に公的資金を導入して、そういう金融機関を整理することが必要であるということをお話ししました。もう一つは、特に証券界と関連した、全体と密接に関係してきますが、株価水準が高過ぎるように思える、これがいろんな問題を引き起こすのではないかということをお話ししたわけがあります。残念ながら、どちらもかなり学者としてはめずらしいですが、当たってし

の方が多いのではないかと思います。

その重要なポイントとしては、先ほど申し上げましたように、そもそも、例えば昨年の初めないし前半ですが、ある意味で株価が割高なところから出発した、それから、不良債権問題が十分片づいていない状態で、去年、ビッグ・バンに向けての助走を開始したということもあるかと思えます。

さらに、それと密接に関係しますが、不良債権問題を片づけるための公的資金等を導入する体制が不整備であったということがあるかと思えます。特に、銀行部門に対する自己資本比率規制そのものが悪いということではないですが、規制の仕組みに若干の不備があったり、あるいは全体がいろいろと問題を抱える中で規制が強化される方向でやったということも、現在の問題につながったと思えます。

一方、やや不幸な出来事としては、明らかに一つは、アジア経済の悪化ということがあるかと思えます。ただこれも、不幸を予想できなかったというよりは、今になってのことではありますが、一部、起こるべくして起こったという側面はあるわけであります。しかし、きょうはこれについてゆっくりお話しする時間はないかと思えます。

もう一つ、不幸というか、半分起こるべくして起こった話としては、特に政府部門が景気判断のミスをしたということがあるかと思えます。すなわち、九六年度、具体的には一昨年の暮れから去年の初めにかけて、日本経済はかなり好調なように見えます。その好調さが九七年度にも続いていくのではないかという判断を、かなり多くの人が持ち政府も持ったかと思えます。その中で、緊縮的な財政政策を發動してしまったということが非常に景気を悪化させ、そうでなくても割

どちら市場が、ある意味でマーケット・メカニズムに失敗していたり、規制のあり方に若干の問題があるということですので、公的な介入をするか、規制のあり方を若干変える必要があるという事態に至っているかと思えます。したがって現在、昨年末からさまざまな金融システム安定化策が出されていますが、そのかなりの部分は評価できるものであるというふうに私は思います。

要約の最後ですが、今後をにらんだ場合、こういう事態を通過して、どういった金融システムになっていくのかということであります。確かに、護送船団方式とか不透明行政といわれても仕方がないような部分があるが、発表されている金融システム安定化策の中には含まれており、一部には、グローバル・スタンダードにのっとった金融システムに移行する可能性が低くなってしまったのではないかという意見がありますが、私はどちらか

高であった株価にマイナスのインパクトをさらに与えた可能性が強かったというふうに私は思います。

以上のような幾つかの事情の中で、金融危機が発生してきたのだと思えます。

より現象的にとらえますと、広い意味でのクレジット・クラッシュ的な状況になっておりまして、資金仲介メカニズムが一部機能麻痺を起こしているのかと思えます。この直接の原因として、は、二つ挙げられるかと思えます。

一つは、資金を供給する主体が不安心理を強めていて、それが資金を供給する行動にブレーキをかけているということであります。

もう一つは、先ほど申し上げましたように、特に銀行部門に対しての自己資本比率規制が、非常に強い制約として効いて、それが資金の供給にブレーキをかけているということであります。

というところ、ここを通過することによりまして、よりすっきりとした金融システムに移行できる可能性が、むしろ高まったというふうに考えております。その理由としては、明らかに市場参加者の行動に、これまでとは違うパターン、変化が見えつつあるということが一つであります。その具体的な内容については、後でお話ししたいと思います。

もう一つは、いろいろと不幸な出来事があったわけでありますが、その中で、結局は三十兆円という公的資金が用意されまして、冷たい言い方をしますと、経営悪化金融機関を市場から退出させる仕組みが整いつつあるということでもあります。したがって、タイミング的には、当初の予定よりもややおくれるかもしれませんが、金融ビッグ・バンは、恐らく予定どおり進むし、去年の時点で考えた以上にすっきりするというふうに私は

判断しております。
 以上のようなことをきょうはお話ししていき
 たいと思います。

二、資金仲介メカニズムの機能麻痺

(1) 資金の出し手の不安心理

具体的なポイントに入りたいと思いますが、資料をごらんいただきながらお話しさせていただきますと思います。

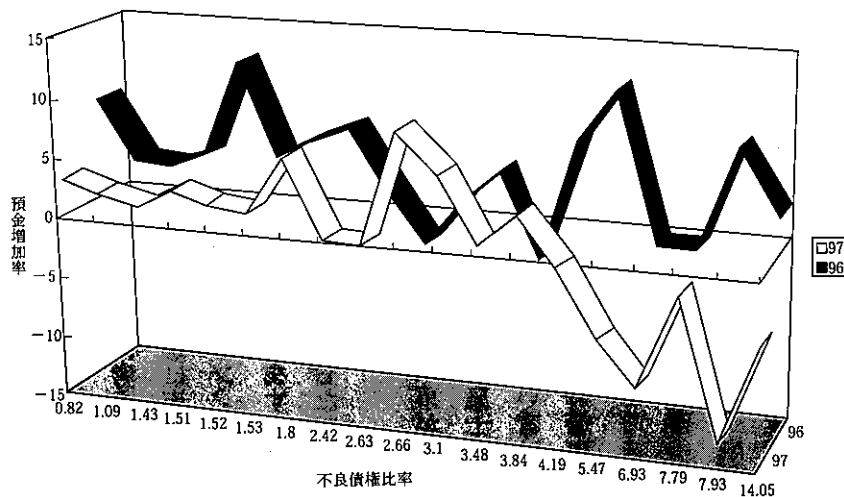
まず、図表1をごらんいただきたいと思いま
 す。二月の初めに、日経新聞に連載した記事から
 とってまいりましたので、話の内容もそれと重複
 するところがかなりあるかもしれませんが、最初
 にお断りしておきます。
 まずお話ししたいことは、どうしてこういう事

金融危機を越えて

態になったのかという原因の分析であります。ク
 レジット・クラシチ的な状況にあるわけですが、
 その一つの要因としまして、資金供給者の不安心
 理が高まっているということを最初に指摘したい
 わけであります。図表1は、預金者の行動をみて
 います。ここにとつてまいりましたのは、地銀の
 上位一〇行と、第二地銀の上位一〇行のデータで
 あります。それぞれについて、暦年の九六年と九
 七年の預金の増加率のデータを大まかにとり、そ
 れから中間時点ぐらいにおける公表不良債権比率
 (不良債権の貸し出しに対する比率)のデータを
 とつてきました。左から右に、不良債権の比率を
 低い方から高い方に向かって並べております。縦
 にはそれぞれの年の預金の増加率をとつてありま
 す。奥の方のグラフが九六年、手前が九七年で
 す。

九六年について見ますと、預金はほとんどの銀

図表1 不良債権比率と預金増加率



行で増加しておりますし、その増加のパターンに
 不良債権の比率との強い相関が見られないわけ
 あります。

これに対しまして九七年は、手前の方のグラフ
 ですが、不良債権比率の高い銀行から預金がか
 なり大量に流出していることがわかります。特に
 この流出は、昨年の秋から暮れにかけて激しくな
 っております。ということ、銀行からの預金流出
 が観察され、しかも流出が起こっている銀行は、
 不良債権を公表ベースで割と大量に抱えている銀
 行であるということでもあります。

これがまずい現象かどうかというのは微妙であ
 ります。不良債権を大量に抱えて、経営内容がよ
 くない銀行から預金が流出するのは、ある意味で
 は自然な現象であります。したがって、こういう
 ことを直ちにとめる措置を打たないといけないと
 いう議論にはならないわけです。しかし怖

いのは、こういう心理が広まって、本来は経営内容はかなりいいにもかかわらず、ただの不安心理によって預金者が資金を引き出し、その結果、例えば流動性不足でその銀行が倒産してしまうような事態が大量に発生するということであります。現状はそこまで行っていないと思われませんが、その数歩手前まで来ている可能性があるということ、を指摘したいわけでありませう。

今申し上げましたような預金者、あるいは資金供給者が、借り手の経済状況について不安になって、その結果資金を引き揚げる。一方、借り手は借りたお金を現金で持っているわけではなく、例えば長期の運用に回している、あるいは流動性の低い資産の運用に回しているとしますと、貸し手が資金を引き揚げることが、直ちに借り手の経営危機につながるわけでありませう。

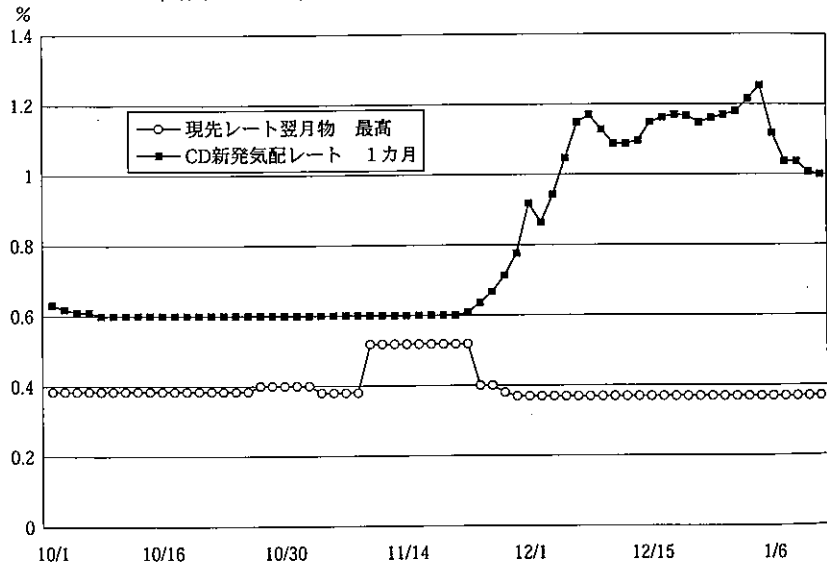
もちろんそれに対して、借り手の資金運用に問

金融危機を越えて

図表2をごらんいただきませうか。コール市場が非常に苦しいことになっているとはよくいわれますが、うまいデータが取れませんでしたので、ここではCDの1カ月もののレートを現先レート(翌月物)との比較でとっております。ちょっと見にくいですが、下の横に並んでいる数字は、左から一〇月一日、一〇月一六日、一〇月三〇日というような意味であります。真ん中辺が一十一月四日、その後一二月一日というふうになっているわけです。ですから、毎日のデータであります。

一月中旬過ぎくらいまでは、両者はほぼ一定のギャップを保っていた状況にあったわけでありませう。ところが、よく指摘されていることでもあります。一二月の後半から両者の乖離が非常に大幅になりまして、1%を出しても資金が取れないような銀行が続出したという状況になったわけ

図表2 短期金利動向：1997年10月-98年1月



題があればそういうことが起こっても仕方がないわけでありませうが、健全な運用をしている借り手であっても、流動性が低い資産や、長期の資産に回している中で資金を引き揚げられませうと、あつという間に苦しくなるわけでありませう。そうしますと、不安心理による資金の回収が、結果として借り手を苦しい立場に追い込んでしまふということ、我々の言葉では、自己実現的に不安心理が経済を悪くしてしまう可能性が有ります。こういうことは、預金者の銀行に対する取り付けだけでなく、さまざまところで、貸し手が借り手から資金を引き揚げること、起こり得るわけでありませう。預金市場以外のマーケットとしては、私が申し上げるまでもないですが、より大口のプロの市場としまして、例えば銀行間の資金市場、あるいは銀行が企業等に貸し出す銀行貸し出しの市場等があるわけでありませう。

であります。別の表現をしますと、インターバンク市場でリスクプレミアムが極めて大きくなったという事態が観察されるわけであります。

始終いわれていますように、コール市場等では、相対的にレーティングの高い銀行が安いレートで資金を取り、一部を当局の指導もあって、コール市場から直接取れないような銀行に資金を回してあげ、簡単にマージンを稼ぐという事態にも至っているわけであります。

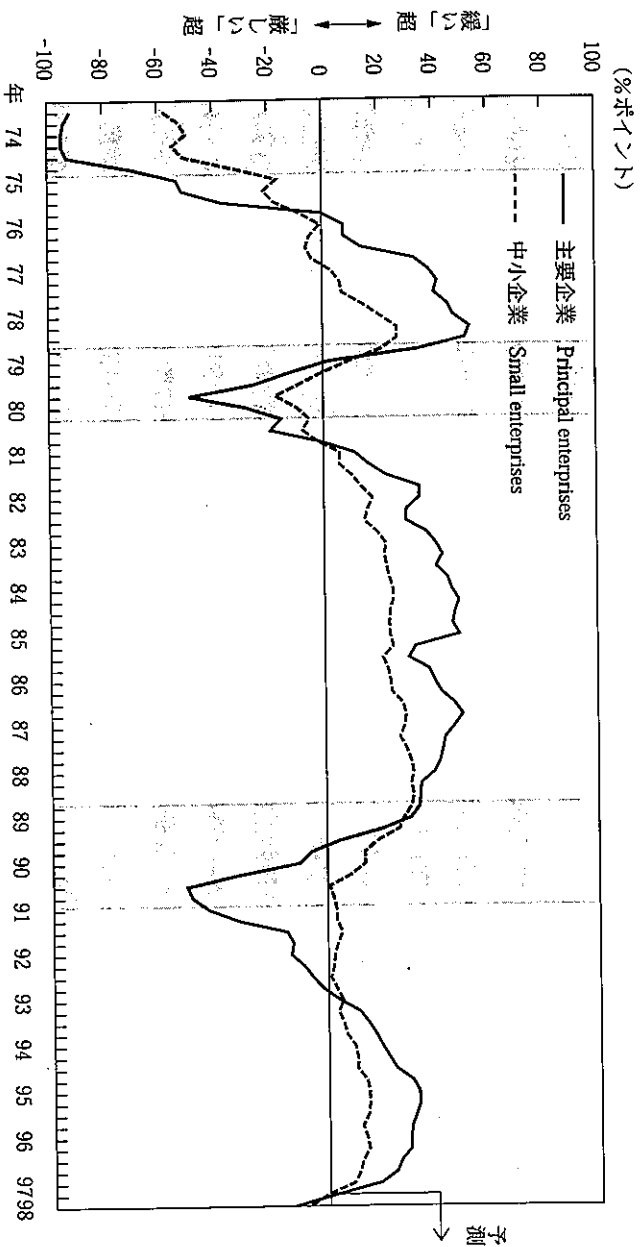
そのような中で、銀行等が企業に貸し出しをする金融マーケットにも問題が発生しております。これもよくいわれること、あるいは引用されることとありますが、図表3をごらんいただきますと、日銀短観から、「金融機関の貸出態度判断D.I」をとってきてあります。借り手側から見て貸し手が非常に厳しいか緩いかという基準で判断して、グラフの真ん中の0より上のところは、緩い

という回答が上回っているということであり、0より下にいきますと貸し手の態度が厳しいというふうに着り手が感じているということとあります。シャドーがついておられますのが金融引き締め

期に当たります。過去をごらんいただきますと、大まかにですが、借り手から見た貸し手の態度が厳しいと判断されている時期、0より下にある時期は、金融引き締め期か金融引き締め直後の時期に限られるということが大体いえるわけでありま

す。ところが、足元の九七年一二月の短観、あるいはその時点での、九八年三月での予想が最後のところ示されておりますが、若干マイナスの領域に入ってきております。すなわち、過去、金融引き締め期において見られたような金融機関の厳しい貸し出し態度が現在発生しつつあります。ところが現状は、日本銀行を初めとして、必死の金融

金融危機を越えて



図表3 金融機関の貸出態度判断D.I.

緩和政策をとっている時期であるわけでありま
す。そういう中で、このような金融引き締め期
みに見られたような金融機関の貸し出し態度が厳
しくなるという現象が発生していることは、やは
り極めて異常な事態であると思われれます。

ということで、預金者の行動にも若干の変化が
見られますし、金融機関同士のマーケットもやや
おかしくなっておりますし、金融機関が通常の企
業に貸し出しをするマーケットでも、資金の流れ
に問題が発生しているように見えるということであ
ります。

その理由として、一つ、資金供給者の不安心理
の広まりを挙げさせていただきました。預金者につ
いては話しましたが、大口の資金供給者につい
ても、例えばこういう現象が広まり始めたのは去
年の一月ですが、三洋証券の事実上の倒産に伴
いまして、コール市場でデフォルトが戦後初めて

門に対する自己資本比率規制についてお話しして
みたいと思います。

現在話題になっております、あるいは強い影響
力を持っている、あるいは持ち始めている自己資
本比率規制としましては、BIS規制とことしの
三月決算から導入されます早期是正措置を挙げる
ことができるかと思えます。

最初に申し上げましたように、私はこのような
規制が、本来的に悪いものであると主張するつも
りは全くありません。もちろん必要な規制である
と思えます。しかし、制度としての規制の設計に
改善の余地があると思われれますし、例えば早期是
正措置の導入のタイミング、あるいはその他の政
策とか経済の現状との整合性等に幾つか問題があ
ると思えます。

ちょっと長くなりますが、どうして自己資本比
率規制のようなものが必要かをもう一度考えてみ

発生したことが挙げられ、それが不景気になった
原因といわれております。そうであるとしても
と、こういう現象の一つの重要な背景としまし
て、やはりプロの間でも不安心理が広まっている
ということを挙げざるを得ないかと思えます。

これが、単に経営実態の悪い借り手からの資金
回収にとどまらず、本来の意味では健全な借り手
からの資金回収にまで広まりますと、経済全体と
して非常に厳しい問題につながってくるわけであ
ります。

以上、資金の出し手の不安心理に関連して、仲
介機能が問題を起こしている可能性があるという
ことを申し上げました。

(2) 自己資本比率規制

二番目に、資金仲介メカニズムがうまく機能し
ていないもう一つの理由といたしまして、銀行部

ますと、二つ、三つ理由があるかと思えます。

一つは、自己資本を大量に持っていれば、もち
ろん倒産する可能性が低くなるということ、シ
ステムの安定性は高まる可能性があるということ
であります。もう一つは、学者が好きな議論であ
りますが、自己資本が非常に少なくなってきました
と、企業の経営者、あるいは株主にとっては、次
のような行動をする誘因が高まります。

特に株主であります、株主の企業に対するポ
ジションは、コールオプションのようなものであ
ります。すなわち、有限責任ですので、企業が倒
産してしまった場合には、自分が出資したお金を
失う以上のマイナスは発生しないわけでありま
す。これに対して、企業が非常に収益を高めるこ
とができれば、大量の配当とかキャッシュ・ゲイ
ンを得ることができるようになります。

自己資本が非常に少なくなってきましたと、すな

わち経営が悪化してきますと、そのままやっても大した収益を上げられないという状況になってくるわけでありませう。しかし失うものは、もう余りないわけでありませう。

そういう中で、コールオプション的なポジションを持つている株主にとって、どういう企業経営のあり方が望ましいかという、極めてリスクの高い経営をすることが望ましいといわれていませう。ハイリスクの経営をして、外れてしまえば企業は倒産してしまうわけですが、自分の出資金を失うだけではありません。しかし、当たれば大量のリターンが戻ってくるようになります。したがって、自己資本が少なくなればなるほどそういう行動をする人間が増えて、経営者に対してハイリスクの経営をしろという圧力をかけても不思議はないわけでありませう。

これは、アメリカで盛んになった議論ですし、速やかに解散させるということが含まれておりませう。そういうことがうまくいったとしますと、預金者に迷惑をかけずに銀行を閉鎖することができることになります。ネットがちょうどゼロかマイナスに転じたところで銀行は解散するわけですので、公的資金は不要で税金等を持って来ずに預金者の預金を払い戻すことができることになりませう。

しかし、これを現在直ちに導入しますと、明らかに無理があるといえますか、別の表現をしますと、大量の銀行を直ちに閉鎖しないといけない。後でござんいただきますように、債務超過の銀行が大量にあるという状況ですので、そういう中で早期是正措置をうまく導入できるかどうかは、最初から心配されていたわけでありませう。

やや長くなりましたが、そういうような自己資本比率規制が貸し渋りのような現象に大きな影響

現実にもそういうことがかなり見られたわけでありませう。しかし、日本にどれぐらい当てはまるかは、疑問な面もありますが、一応そういう議論が学会では有力でありまして、その結果、ある程度の自己資本を銀行等が持っていることが必要であるという議論につながっております。

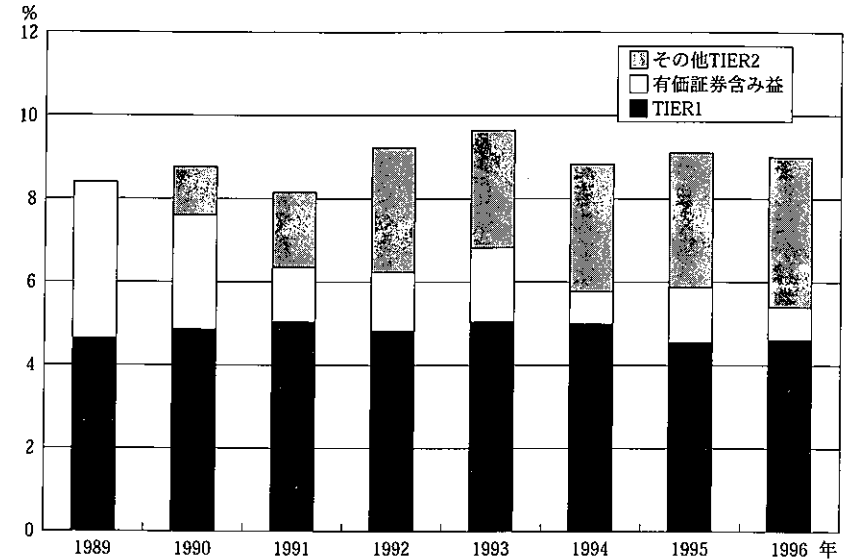
一方、早期是正措置でありませうが、その一部は、通常の自己資本比率規制と同じように、ある程度の自己資本をふだんから持つておくことが必要であるという意味を持つております。それに加えて、自己資本比率に応じてさまざまな行政措置を発動するというところで、行政が透明になる、あるいは今までよりは、ルールを重視した行政になるという効果も期待されていたかと思われませう。

それから、行政措置の発動の一つの大きなポイントとして、債務超過に転じた銀行は、なるべく力を、あるいは貸し渋りの原因になってきた可能性があるということをお話ししてみたいと思ひませう。

図表4をござんいただきますと、これは都市銀行の公表ベースでのBIS比率であります。BIS規制は、正式には九二年度からの導入であります。八九年度からござんいただきますと、黒いところはTIER1、白と薄い黒のところはTIER2であります。白いところは、有価証券の含み益の部分であります。八九年度、これは九〇年三月時点ですが、このあたりでは有価証券含み益が大量にあります。ほぼ四%前後で、悠々とはいえませんが、何とかBIS比率の八%をクリアできそうに見えたわけでありませう。

ということ、この有価証券含み益の四五%をTIER2に算入して、BIS比率八%をクリアするという方向で動き始めたのが、ある意味では

図表4 都市銀行の BIS 比率



不幸であったということでもあります。九〇年三月はちょうどバブルの頂点でしたので、その後株価は下落し、有価証券含み益はどんどん減ってきてしまったわけでもあります。株価の下落は、そもそも、直接銀行のバランスシートを悪化させ、債務超過の方向に銀行を動かすわけですが、同時に、規制であります BIS 比率の八%というところをクリアするのを難しくするわけでもあります。

この結果、九二年、九四、五年は、株価が下落するたびに各種の金融危機が発生し、政府は必死の株価対策を打ったり、劣後債等を取り入れて TIER2 を増やすようなことを銀行にすすめてきたということでもあります。

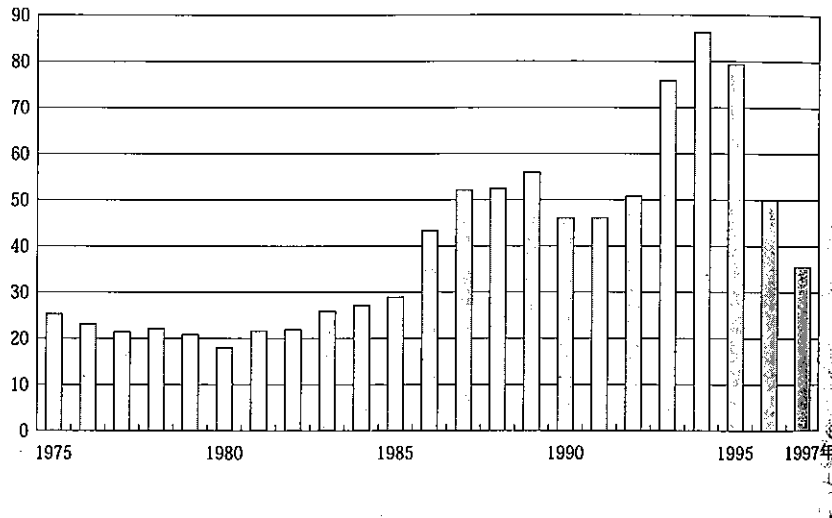
ということで、BIS 比率、あるいは BIS 規制等の存在と、そこに含まれております有価証券含み益の推移が、掛け算のような形で日本の金融

システムに大きな影響をもたらしてきたということでもあります。

それで、株価についてどう考えるかということ、極めて簡単な計算を用意してまいりました。図表5であります。これは単純な株価収益率のグラフですが、一応、銀行部門を除いております。

一九九〇年ぐらいまでの推移をあらわしていただきますと、よくいわれていることではありませんが、一九八〇年代の前半ぐらいまで二〇倍台前後で推移しまして、八五年ぐらいからいわゆるバブル期に上昇に転じています。八九年に一たんピークを打ちまして、そのとき五〇倍を超えております。九〇年にかけて株価が下がる中で、若干低下しておりますが、その後、九三、九四、九五年と、むしろより一段の上昇に転じまして、八〇倍あるいは九〇倍近いところにまで達した時期もあります。九六年はどちらかといえば収益の回復、九七年は

図表5 東証一部全銘柄 (除銀行) 予想 PER



株価の下落によりまして、株価収益率はようやく大きく下落してきております。九七年の値は、二月末のダウで計算してみましたので、日経ダウは一五、〇〇〇円ぐらいい対応いたしますが、そこで約三五倍であります。

もちろん理論的には株価収益率は金利水準、投資家が要求するリスク・プレミアム、また日本の場合企業間の株式の持ち合いがどれくらいあるかで影響されるものであります。したがって、これが高いから株価が高過ぎるということは、直ちにはいえないわけでありまして。

しかし、第一感としまして、仮に八〇年代後半の株価が高過ぎたという意味でバブルであったというのであれば、九〇年代半ばはそれ以上におかしいことが起こっていた可能性があると見えそうな気がいたします。その修正は九七年になってようやく起こりますが、修正が済んだかどうかは、

えるかと思えます。

なぜそうであったかという厳密な証明は難しいですし、だれにもできないと思えますが、一つの可能性として、先ほど来申し上げておりますような金融システム不安が起こるたびに採用されたある種の株価維持政策、よくP K Oと呼ばれますが、それを挙げることができるのではないかと思えます。これには、直接の株式市場対策だけでなく、財政政策の発動等のマクロの政策も含めて考えることができるのではないかと思います。こうした政策が日本のマーケットを歪めてきた可能性が高いわけでありまして。すなわち、株価が高過ぎると判断する人は、ある程度以上は株を買わないわけでありまして。したがって、株価も二一、〇〇〇円や二二、〇〇〇円あたりを上限としまして、それ以上には上がらないということになります。

このグラフを見る限りでは明らかではないという状況になるかと思えます。

ここに数字は、日経ダウ一五、〇〇〇円で三五倍前後ですが、例えば、アメリカと日本の会計制度の違い、株式の持ち合いを考慮して日本の三五倍をアメリカと同じようなレベルに修正しますと、約二〇倍ぐらいいなるかと思えます。現在、アメリカの株価収益率は二〇倍ちょっと超えたところにありますので、そういう意味では、日米は大体同じような株価収益率にあるという言い方ができなくもありません。

現在の株価水準が、このようなことからしてどの程度か、いいところまで下がってきたという言い方もできるかもしれませんが、まだ不十分だとい言いう方もできるかもしれないというあたりかと思えます。しかし、申し上げましたように、九〇年代半ばにかけては高過ぎた可能性があるとい

一方、高過ぎるなら本来空売りをすればいいわけですが、ある程度下がりますと非常に高い確率で強いP K Oが入りますので、ここ五六年は、売りをしてもなかなか儲からないという事態にあったかと思えます。

したがって、例えば投資信託のような商品がなかなかうまく育たない理由の一つにこういう点を挙げることができるかと思えますし、また、市場メカニズムが歪んでしまった一つの例としては、増資が難しくなってしまったことも挙げられるかと思えます。特に銀行部門については、この理由及び不良債権を大量に抱え続けてきたということの両方で増資が難しくなってきたといえるかと思えます。銀行部門、金融システムを救おうとしてP K Oを発動してきたわけでありまして、これが結果として証券界だけではなく、銀行界をも苦しめてしまった可能性もあります。

三 これまでの政策の評価

次に、こういう中でどういう政策が望ましいか、あるいは既に一部話しましたが、どういう政策が打たれ、それについてどういう評価を下せるかというような話をしてみたいと思います。

ここでの大きなポイントは、よくいわれることでありますが、さまざまな政治的な制約があったことは十分わかるわけですが、その上で、もう少し早めに、できれば公的資金を投入して、不良債権処理をきちんとすべきだったということでもあります。

公表されております不良債権のデータを見ていきますと、上位二〇行の公表不良債権は九二年度末に一一・七兆円でした。これが九六年度末（昨年三月）に一三・二兆円に若干ふえております。

すっきりとした対策を打っておくことが望ましかったのではないかと思います。これは、後になってわかるというような話ではありませんで、もともとかなりの程度はわかっていたことです。

すなわち、アメリカは同じような失敗をしておりません。S&Lは、一九八〇年代の初めに調達金利が急騰しました。一方、貸し出しは、非常に長い条件の貸し出しで、金利がなかなか上げられないという中で、あっという間に経営困難に陥り、業界全体として債務超過になってしまったわけがあります。

しかし、政治家や利害関係者の抵抗によりまして、なかなかこの業界にメスを入れることができなかったわけでありまして。その結果、これは後になって行われた計算であります。ある学者の計算によりまして、一九八五年に処理をしていけば、必要な公的資金は約一〇兆円で済んだはずで

すなわち、四年間に不良債権はほとんど減っていないわけでありまして。しかも、その四年間に不良債権を二六兆円も償却しております。ということには、本来の不良債権は九二年度末にわかっていたかどうかは別にしまして、公表ベースでも、二六兆円は二六兆円ほどあったということになります。

このうちの何割かは明らかに経済実体が予想以上に悪かったから、すなわちゼロ成長を何年も続けてしまったために、予想以上に不良債権が膨らんでしまったという面があるかと思えます。また何割かは不良債権処理を早めになかったために、かえって膨らんでしまったということもあるかと思えますし、また何割かは、そもそも最初からわかっていた不良債権が十分開示されていなかったということであるかと思えます。いずれにせよ、もう少し早い時点でこれらにはっきり、

ある。これが、処理の発動が八九年くらいまで伸びてしまったために、一〇兆円で済んだ額が一〇兆円ぐらいにふえてしまったという試算がございます。

こういうことは九〇年代初めに入ってわかっていたわけでありまして。したがって、日本の当局あるいは政治家は、こういうことを深刻に受けとめていれば、もう少し早く手を打つべきであった、あるいは手を打つことができたと思わなくもないわけですね。

まとめますと、不良債権処理を極めてゆっくりとやってきた。しかもその中で、例えばPKOのような市場メカニズムを抑えるような政策を打ちつつやってきた。完全にそうだという自信はありませんが、どちらかといえば、その逆のような政策の方が望ましかった可能性が高いかと思えます。

ただ、大蔵省、日本銀行の打ってきた政策が一〇〇%失敗であったと主張するつもりはありません。例えば、ここ数カ月の話をとってみても、非常に危ない綱渡りをしているわけでありませんが、金融システムの完全な崩壊という事態を避けるような手を次々と打ってきております。もし、どれかの対策が打ち出されない、あるいはまづい方向に違った形で打ち出されるような事態があったとしますと、金融システムの完全な崩壊というのはいい過ぎかもしれません、現実には起こった以上の出来事が発生していた可能性はかなり高かったと思います。そういう意味で、例えばここ数カ月の対策を評価できないというわけではありませんが、全体としてもう少しやり方があったかもしれません。

四 金融機関のバランスシートの実態

現状分析の最後としまして、現在の金融機関のバランスシートの実態をごらんいただくと思います。

図表6をごらん下さい。これは私などよりも、証券会社の、例えば調査部の皆さんは毎日のように計算されていることかとは思いますが、皆さんは堂々と新聞等に公表するということをされませんので、不十分であります、私は幾つかの仮定を置きまして、こういう計算をしてみました。

現実の公表不良債権は、実体と比べてかなり低めに数字が出されているという仮定を置いていきます。より具体的には、先ごろ発表された銀行による試算的自己査定の結果に対して、昨年秋の日

図表6 金融機関のバランスシート

	都銀・長信銀・信託 (19行)				地銀・第二地銀 (121行)		
	債務超 過行	資本不 足行	債務超 過額	要資本 注入額	債務超 過行	資本不 足行	債務超 過額
日経ダウ18000円	3	6	0.6	1.7	15	46	0.6
同 15600円	3	10	0.9	3.8	52	37	1.3
同 14000円	5	13	1.3	5.7			

注：金額は兆円

本銀行の論文にありますが、過去の日本銀行の検査で分類対象となった債権が、その後どれくらいの率で本当に一〇〇%の不良債権になったかという試算を当てはめまして、公表不良債権との関係で本当に不良債権がどれくらいあると考えるのが適当かを推定しました。

結果は、非常に大まかにいいますと、現在公表されている不良債権を、マクロベースですが、今後新たに全部償却しないといけないぐらいの仮定を置くといいたくないか。通常は担保等があるし、既に引き当てをしているものもあるので、そのうちの何割かだけ今後引き当てをすればいいというような仮定を置いて計算されますが、これは公表不良債権を今後新たに、すべて償却しないといけないという仮定で計算してあります。

もちろん個別行ベースでは、正直に発表しているところと、相対的にそうではないところがあり

ますので、その数字を使うには問題が多いわけ
あります。それ以外の数字はありませんので、
そういう意味で公表の数字を用いています。

有価証券含み益は、さまざまな人による推計を
そのまま使い、含み益の四五%をTIER2に入
れるということに計算しています。発表されてい
ますような会計方式の変更等で原価法に戻すこと
は考慮に入れておりません。また、土地の含み益
の四五%を参入するということは入れてありま
す。TIER2はTIER1までしか入れられな
いという制約もきちんと考慮した上で計算してあ
る。

そこでごらんいただきますと、かなり厳しい状
況にあります。日経ダウが一万八〇〇〇円に戻り
ましても、債務超過行は上位一九行の中で三行あ
るといふ計算結果が出てまいります。一万四〇〇
〇円に下がりますと五行にふえてしまう。資本不

げたかったわけでありませぬ。

もう一つ興味がありますのは、債務超過行の債
務超過額を足すとどれくらいになるか。すなわ
ち、仮に銀行を閉鎖したときに、預金者に預金を
一〇〇%返してあげるのに必要な公的資金の投入
額であります。これは余り大きくありません。一
万四〇〇〇円でも一・三兆円程度の数字でありま
す。ただし、北海道拓殖銀行についての計算を
しますと、四〇〇〇億円の債務超過になり
ます。これに対して、発表された数字はその二倍
強ですので、それくらいの誤差は見ておく必要が
あるかもしれません。しかし、それにしまして
も、三〇兆円のうち一七兆円は、たしかこちらに
使うということですから、準備はそれで十分では
ないかという気がいたします。

もう一方の「要資本注入額」というのは、例え
ば左側の資本不足行を八%まで引き上げるのに必

足行は、BIS比率で八%に満たない銀行という
ことですが、一万八〇〇〇円でも六行ありま
すし、一万四〇〇〇円になりますと、ほとんどが資
本不足か債務超過になってしまふということであ
ります。

ことしの三月決算において発表される数字は、
仮に私の計算が正しいとしても、恐らくこういう
ひどい数字にはならないと思いますし、まず確実
にならないわけです。その理由は、一つ
は、もちろん有価証券の含み損をバランスシート
に反映させないという会計方法の変更をするかも
しれませんし、より大きな理由としては、各銀行
とも不良債権の処理をこまめでは進めないであろ
うということにあります。したがって、こう
いう数字が、例えばことしの五月とか六月に出て
くる可能性はほとんどないと思います。しかし、
潜在的にはこれくらい厳しいということを申し上げ

要な資本注入の額であります。こちらの方は大き
くて、場合によっては五、六兆円になる可能性が
あります。しかし、いずれにしても、両方合
わせて三〇兆円という数字は十分ではないかと思
は思いうわけであります。

五 金融システム不安に対する望 ましい政策

今既に話に入ってしまったが、短期的にこ
の金融システム不安に対してどういう政策が望ま
しいかということをちょっとお話ししてみたいと
思います。

数年前ですと、債務超過行をなるべく早く公的
資金を使って整備するという政策が望ましかった
と思いますし、それだけで割と十分であったとい
う可能性も高かったかと思えます。しかし、現状

では大きな問題がもう一つ発生してきております。それは、資本が不足している銀行が大量にあるということであります。

やや理論的な話になりますが、自己資本比率規制は、一面では銀行に自分の努力で比率を高めなさい、あるいは経営を効率的にしなさいというような努力を強いる規制であります。しかし、結果として出てきます自己資本比率は、銀行の経営努力の結果として出てくる部分と、マクロ経済の動向によって、自分の経営努力とは余り関係のない次元で動いてしまう部分の両方がございます。理論的には、その区別が極めて難しいわけですが、マクロ的に経済が悪化して、その結果大量の銀行が資本不足になっているという状況では、自己資本比率規制を少し緩和してあげるのが望ましいことを示すことはできます。

しかし、国際的な約束事になっております八%きた銀行には、例えば今話題になっておりますような自社株買いをよりフレキシブルに認めるような規制緩和を、優先的に適用してやるということを考えてみることもできるかなと思います。

公的資金で資本を注入しておいて、同時に自社株買いをもっと自由に認めるのは、公的資金を現在の株主に、右から左に直ちにあげてしまうような効果を持ちますので、かえって筋が悪いと私は思っております。むしろ、今のような形で、経営の効率化のためのインセンティブとして与えてやるという使い方があってはならないかと思えます。

それからもう一つ、先ほど申し上げましたように、マクロ的な理由でBIS比率が下がっている部分については、比率を緩和したり、あるいは公的資金による資本注入策を考えることができるということに関連してであります。そういう議論で公的資金の投入を正当化しますと、すべて

というハードルを、日本だけの事情で六%に下げるといふようなことは極めて難しいわけであります。その代替策としまして、公的資金を投入して、TIER1ないしTIER2をふやしてあげることが正当化できるように思えます。非常手段ではありませんが、公的資金による資本注入は一応理論的な根拠があるように思えます。

ただ、ある程度、あるいはかなりの程度そういうことをする中で、当然のことながら、銀行の自助努力を促す措置と併用することが望ましいといふくいわれているように私も思います。これは餓であつても鞭であつても、どちらでもいいのではないかと思えます。

鞭としては、例えば経営陣の退陣を条件にすることが考えられます。餓としては、例えば、公的資金でかさ上げた部分の資本を早めに自助努力で解消する、すなわち優先株を買い取ることができない銀行に一律にしてあげることが望ましいことになるかと思えます。国際基準で活動している、あるいは活動することが今後望ましい銀行は勿論ですが、既に債務超過になっているような銀行を除いて、優良銀行も、やや経営に問題のある銀行も、一律に資本注入をすることが、そういう議論からは正当化されるように思えます。

一方で、今少し申し上げましたが、債務超過であるような銀行は、やはり何らかの形で閉鎖することは望ましいと思えます。大蔵大臣の発言とは矛盾しますが、私は依然としてそういう銀行は存在すると思えます。しかし、直ちにそれを短期的に、非常にドラスタックな形でやることは、現在必ずしも望ましくないような状況にあるかと思えます。したがって、事態が少し落ち着いた後で、しかしなるべく早く、来年度中ぐらいにこういうところを何とかするようあたりが現実的か

など思いますし、その場合も倒産という形をとらせるよりは、ほかの銀行と合併して、合併した後何らかの資金注入をするような形の方が望ましいと思います。

以上、現在の金融危機がどういうふうにして起こってきたかということに関する私の考え方をお話ししてみました。

六 日本の金融システムは今後どう変わるか

最後に、こういう危機をうまく、あるいは何とか乗り越えたとして、今後日本の金融システムにはどういう変化が見られるかということについて、簡単にお話ししてみたいと思います。

最初に申し上げましたが、今後も今までと大して変わらないと予測している人もかなり多数いま

す。一方で、かなり変わると考えている人もある程度いるかと思いますが、賭をするのであれば、私は後者の方にかけてみたいと思います。

もちろん、ちょっと考えますと、例えば原価法を使ってもいいという官民一体の粉飾決算のようなことをしております、不透明な行政は続いている。先ほどもごらんいただきましたような、非常に厳しいバランスシートの状態が直ちに解消される、あるいは発表されるということもなく、これまでの先送り政策が今後も続くことも否めないかと思っています。

しかし、この過程で、行政の担当者も、政治家も、あるいは我々も、どういう政策が望ましいかある程度学習しましたし、大きなポイントとしては、最初に申し上げましたように、三〇兆円というような資金が用意できまして、その結果、まだ銀行部分だけではありますが、少なくとも

経営悪化金融機関を、余り混乱を起こさずに退出させる制度が整いつつあります。ということは、ビッグ・バンを進める準備が一つできたということではないかと思えます。去年の時点では、そういう仕組みが整っていないので、厳しい競争という状態になかなか突入できないのではないかと申し上げたわけです。

しかし、現在ではそういう仕組みが一部できておりますし、もちろん短期的には不安心理を拡大したくないということから、余り大きなことはできませんが、ある程度おさまった後ではこの仕組みを使いまして、経営悪化行の、ある意味で秩序立った退出が可能になりつつあります。したがって、その裏では競争を厳しくすることもできるわけです。早期是正措置も、事態が落ちつけば、本来の役目を発揮してくると思えます。

そういうことで、いろいろ大きく変化する、あ

るいはビッグ・バンを進める準備はかえって整いつつあると思うわけです。その上で今後の金融システム、広い意味での金融機関の行動マーケットあるいは日本経済全体にもかかわってきますが、どういう変化が見られるかについてであります。極めて多くの変化が起こるかと思えますが、三点だけ申し上げてみたいと思います。

この三つはお互いに密接に関係していると思えます。一つは、リスクに対する金融機関やマーケットの意識ないし行動が大きく変化することです。二番目は、日本における企業ガバナンスのあり方に変化が発生する可能性が高いということです。三番目は、金融機関と行政当局との関係に大きな変化が発生するであろうということです。この三つはお互いに関係し合っていると思えます。

一番目にリスクの問題であります。最初から何

回も申し上げましたように、マーケットのさまざまなところで非常に高いリスク・プレミアムが発生しており、その一部あるいはかなりの部分は行き過ぎという側面、色彩を強く持ったものであります。短期的な不安心理でリスク・プレミアムが異常に高まっているということでもあります。しかし、不安心理がかなり鎮静化された後でも、リスク・プレミアムはゼロには戻らないと私は思います。今回のようなことを経験しまして、金融機関もつぶれることがあると学習した後では、リスク・プレミアムはゼロには戻らないと思います。

ちょっと前までは金融機関の調達コストが金融機関によって異なるような事態は、日本ではほとんど見られなかったわけであり、しかし、これがある意味では不良債権問題の結果、正常化されたつつありまして、リスクが価格に反映されるよ

うなマーケットになりつつあると思います。

詳しくお話する時間がなくなりましたが、リスクの売買あるいは各借り手のリスクを正しく評価して、それを価格に反映させる部分は、明らかに最近急速に仕事が増大しつつある分野であり、まず、最先端の金融機関はこういうところで一番収益を上げています。それでも価格がリスクを反映しないようなマーケットであれば、そういう仕事はやりようがないわけですが、今後はそうではなくて、価格にリスクが反映されるようになり、それに応じてそれを商売にする金融機関が日本でも大量にふえてくると思うわけであり、

そして、これは行政と金融機関の関係に関係していると思われ、端的に申し上げれば、これまでリスクが価格に反映されなかった最大の原因は、何かありますと大蔵省、日本銀

行が面倒見てくれる、余り大きな問題は引き起こさないということであって、そういう判断あるいは価格付けは、ある意味で合理的であったという側面もあります。そういう行政のあり方は今後明らかに変わっていくと思われ、その中で、そういうことまで含めた正しいリスクの評価のあり方も変わっていく、直接価格にリスクが反映されるようになっていくと思われ、リスクの問題と行政と民間の関係の問題は密接な相互依存関係にあると思います。

話を進めますと、例えば金融機関においても、調達コストがその金融機関の持っているリスクあるいはバランスシートの状態、収益力等によって影響される世界に入りつつあります。したがって、金融機関の経営も、これらの指標等に今後非常に敏感になるし、既にそういうふうになりつつあります。

その影響として、リターンの低いアセットを持ったままにしておくという行動は、今後だんだん見られなくなっていきます。そのまた具体的なあらわれとしては、不良債権処理が早まるであろうということが一つあります。

二番目に、政策投資で持っている株が既に大量に放出されておりますが、今後も続くであろうと思われ、持ち合いはゼロにはならないと思われ、ちょっと前のピークから比べますと、かなり低下するところまで持ち合いの程度は低まるであろうと予想されています。

持ち合いは、ある種の企業ガバナンスの構造を規定していたので、それが解けていくことに応じて、企業ガバナンスの構造にも変化が出てくると思うわけであり、普通の意味での株主が、企業行動に口を出すことがしばしば見られるようになると思われ、あるいは敵対的な買収

も、日本のマーケットで起こるようになってくると思います。そういう意味で、リスクの問題とコーポレート・ガバナンスの変化も関係しているように思います。

最後に、民間の金融機関、企業と行政との関係に今後変化が見られるということに関連しまして、私が思っていることを一つだけお話ししてみたいと思います。

それは次のような点であります。行政のあり方は裁量的なもの、これまでのような行政官の裁量にゆだねられる、ある種の不透明なものから、ルールにベースを置いた透明なものに変化しないといけないといわれます。それは半分正しいと思いますが、半分は幻想であると私は思います。

なぜかと申しますと、すべてのことを法律やはっきりとした紙の上のルールとして書いておくことは不可能であります。それができるのであれ

では、だれが裁量権を持って難しい問題の答えを出していくかということになりますと、もちろん一部行政が継続してやるということがありますが、これまで以上にそれ以外の主体がやることになると思います。

普通に考えて出てくる候補としては、司法ないし法律に関係した世界が一つかと思えますし、場合によっては一部政治家も絡んでくると思われれます。あるいは、アメリカの証券界をイメージしますと、SECのような機関ができて、そこと民間の企業の顧問弁護士との交渉によって、いろいろなことが決まっていくというイメージも描くことができるかと思えます。

いずれにせよ、ある意味で危機的だと思えますのは、現在の行政担当者以外のごとくに経済的な知識と法律的な知識の両方を持って、必要性が生じたときに正しい判断を下せる人が余りいない

ば、裁判官も弁護士も要らないと思います。ある種のケースを情報としてコンピュータにインプットすれば、判決は直ちに出てくるということになるはずであります。裁判官の判断、すなわち裁量が必要であるから裁判官がいるということではないかと思えます。したがって、大事なものは、裁量が必要になったときに、その裁量権をだれにゆだねるかではないかと思えます。その点につきまして、これまでは日本のマーケットでは、その権限を行政に任せてきた部分が非常に大きいと思えます。

変化が起こる方向としては、いろいろな理由で行政の手から離れる部分がふえてくると思えます。その離れた部分の一部はルールとしてある程度透明化されますが、先ほど来申し上げておりますような理由で、完全にそうなることはあり得ないと思えます。

ということではないかと思えます。

日本の法律の先生方と話してみるとわかりますが、例外を除きまして、経済のあり方、あるいは市場のあり方について非常に無知であるという感じがいたします。こういう人に難しい判断をゆだねますと、非常に危ない結果が出てくる可能性が高いわけがあります。

今後日本の広い意味の行政は、非常に難しい時期に入っていくと思えます。しかし、企業の経営者は、逆にチャンスであるところらえると思えます。すなわち、そういう判断を下せる人が外に余りいない、ある意味では何でもありという状況になる可能性があるのです。自分のところで法律と経済の接点のようなところについての知識を蓄え、あるいはそういう人材を養成して、自分のところの判断を当局のお墨付きの判断にしてしまふ、あるいは司法の別を押しもたらふ、また、そうい

うところにアドバイスをするという形で結果に影響を与える余地は非常に広がりつつあるわけであります。

うまく申し上げられませんが、アメリカの企業でいいますと、リーガル・デパートメントのようなもの実質的な価値は今後非常に高まるし、準備をきちんとしておかなければいけないと思います。我々経済学者も法律をかなり勉強しないといけないことになってくるかと思っています。

以上、余りまとまらなくなってしまいました。時間が来ましたので、きょうはこれくらいにしたいと思います。(拍手)

小山理事長 どうもありがとうございました。

それでは、大体予定された時間になりましたので、これで本日の講演を終わります。

(つえだ かずお・東京大学教授)

(本稿は、平成一〇年二月二〇日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)