

## CARF ワーキングペーパー

CARF-J-075

「不良債権」「不良債権処理の遅れ」「追い貸し」と  
「失われた 20 年」：  
日本の経験からの教訓？

東京大学大学院経済学研究科  
三輪芳朗

2011 年 8 月

✻ 現在、CARF は シティグループ、第一生命、日本生命、野村ホールディングス、三井住友銀行、三菱東京 UFJ 銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARF ワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARF ワーキングペーパーの多くは  
以下のサイトから無料で入手可能です。  
[http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index\\_j.cgi](http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.cgi)

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複製することは差し控えて下さい。

「不良債権」「不良債権処理の遅れ」「追い貸し」と「失われた 20 年」：  
日本の経験からの教訓？

三輪芳朗 \*

[目次]

「要旨」と abstract

I. はじめに

II. 「不良債権」に関する 4 つの基本的設問の細部

III. 「不良債権」と「不良債権処理」の実相：例示

[III-1]. 貸倒引当金戻り益と償却債権取立益

[III-2]. 「不良債権」の位置づけ

IV. 論点整理のための理論的検討

[IV-1]. 基本型

[IV-2]. 「不良債権」の発生と関係経済主体の「不良債権」への対応

[IV-3]. 3 つの追加的コメント

V. 「想定外の事態」発生の結果である「不良債権」への関係者の対応：

ヒアリングに基づくイメージ図

VI. 政府の判定能力と「倒産予測」関数

VII. 「不良債権処理」の実相？——「竹中プラン」？

VIII. 「不良債権」と「資金配分の歪み」「資源配分の歪み」さらに「失われた 10 年（20 年）」

IX. Caballero, Hoshi, and Kashyap [2008]の吟味：a symbolic illustration

X. 結語

引用文献

---

\* 本論文およびその基礎となった研究は、新井富雄、荒川研一、福井義高、服部正純、市村英彦、貝塚啓明、加納隆、倉澤資成、成田悠輔、仁科一彦、大日方隆、大橋弘、鶴田大輔、柳川範之の各氏をはじめとする CARF 金融システム研究フォーラム参加者、太田亘、J. Mark Ramseyer、および東京大学、大阪大学、財務省、日本銀行のワークショップ・セミナー参加者の意見・コメント・助言に多くを負っている。基礎となった研究（三輪、2010b～2010f および Miwa, 2011）は文部科学省科学研究費補助金（基盤研究(C)——課題番号 20530192）を受けて実施した『『金融危機』下における企業間信用と銀行融資の機能と役割分担の研究』の一環である。三輪[2011a, 2011c]はともに同じ研究を基礎とする。

## 要旨

「バブル」崩壊後から今日に至る時期の日本経済の状況を「失われた 20 年」と呼ぶことが多い。この期間の日本経済論を一貫する代表的キーワードの 1 つが「不良債権」である。関連して、「不良債権の処理」、その「不足」と「遅れ」、「処理」を促進し「解消」させるための「政策」が広く話題となった。「処理の遅れ」は、「不良債権の累積」による「銀行バランスシートの毀損」やその隠蔽工作としての「飛ばし」や「貸し渋り」に連なり、さらに「金融システムの不安定性」「バランスシート不況」、その対応策としての「銀行救済」とその帰結としての「zombie banks」と続く。「処理の遅れ」は、さらに、「貸倒引当金の積み立て不足」「追い貸し」「zombie lending」へとつながり、「融資債権の切捨て」を通じる「不良債務者の援助」による「製品市場の資源配分の歪み」や「追い貸し」による「融資資金配分の歪み」につながる。これらのキーワード群を組み合わせた「不良債権処理の遅れ」が「不況からの回復」「デフレ経済からの脱出」を遅らせ、日本経済の「失われた 20 年」を生み出したとする見方が広く受容されている。

本論文では、「不良債権」をキーワードとする「不良債権問題」と「失われた 20 年」に関わる「通説」・「通念」が、曖昧かつきらびやかな用語を羅列する言説の集積物であり、事実誤認と誤解に満ちた、実態からはなはだしく乖離した「神話」であることを示す。

本論文では、「不良債権問題」や「失われた 20 年」問題に関する「通説」・「通念」を、20 年間にわたって大いに盛り上がった「不良債権」を象徴とする曖昧かつきらびやかな用語が乱舞する「宴」にたとえて、次の如き評価を示す。

今日の通説・通念となっている「不良債権」やその「処理の遅れ」に注目する日本経済の「失われた 10 年 (20 年)」論議を構成する多くの文献は、壮大な規模で長期間にわたって繰り広げられた「宴」に供された「▼▼▼▼のような曖昧だが華美な事柄」を話題 (素材) とする「△△△△のようなもの」である。Caballero, Hoshi, and Kashyap [2008]や池尾編[2009]所収の諸論文が集大成あるいは象徴的文献として最も著名である。

「不良債権」「不良債権処理の遅れ」「追い貸し」「失われた 10 年」などが「▼▼▼▼」の代表である。「宴」の内容や雰囲気に関心あるいは批判的な者は参加していない。一時期参加した後に離脱した者も少なくないかもしれない。

## **“Bad Loans”, “Delayed Disposals”, “Follow-on and Zombie Lending”, and the Lost Two Decades”: Lessons from the Japanese Experience?**

Yoshiro Miwa

Many observers describe the last 20 years of the Japanese economy as “the Two Lost Decades”. Many also discuss the “bad loans” in the banking sector and the “insufficient” and “delayed” “disposal of the bad loans.” They urge policies that will accelerate that disposition. Observers have also argued that the “delayed disposal” of the accumulated “bad loans” have caused “damage to bank balance-sheets”. The banks have “shuffled” the loans to cover-up the damage. They have become more “reluctant to lend,” and “financial system instability,” “balance-sheet depression,” and “zombie banks” have resulted. These observers urge the government to adopt “bank bailouts” as a countermeasure. They argue that the banking system has been plagued by “insufficiency in allowance for doubtful loan accounts,” “follow-up lending,” and “zombie lending,” and that these practices have caused both “allocative distortion in product markets” through “the subsidization of bad borrowers” by “discarding loan receivables,” and a “distortion in credit allocation.” Ultimately, they claim, “the delay in bad loan disposal” has impeded Japan's “recovery from depression” and “exit from the deflationary economy,” and “the Lost Two Decades” have resulted.

After detailed investigation, this article concludes that this dominant view, emphasizing “bad loan problems” and “the Lost Two Decades”, is nothing but a list of fuzzy but colorful and beautiful words and concepts. Full of misconceptions and misunderstandings, the account is a “myth” significantly deviating from the reality.

This article reaches the following evaluation, comparing the dominant view correlated with “bad loan problems” and “the Lost Two Decades” to a “banquet” lasted for two decades amid a flurry of fuzzy and colorful words like “bad loans”.

Most literature that have set up the dominant view in the “Lost Two Decades” debate of the Japanese economy, focusing on “bad loan” and “delay in its disposal”, are “something like xxx” talking about “fuzzy but colorful issues like  $\nabla\nabla\nabla\nabla$ ” presented at a long-lasting grandiose “banquet”. Caballero, Hoshi, and Kashyap [2008] and articles in Ikeno ed. [2009] are representative, and the most well-known as its culmination. “Bad loan”, “delay in bad loan disposal”, “following-up lending”, and “the Lost Decade” represent “ $\nabla\nabla\nabla\nabla$ ”. Those who have been indifferent or critical with the content and atmosphere of the “banquet” have stayed away from it. Many others joined it once, but since have left.

## I. はじめに

2001年10月13日の『日経』によれば、岩田一政内閣府統括官は「構造改革はどう進めるべきですか」という問いに対して、次のように回答した。

「最優先で取り組むべきなのは不良債権問題の解決だ。銀行株の下落が示すように、金融機関の体力は確実に落ちている。余力が残っている間に不良債権処理を進める必要がある。」

以下の点に留意しながら、この回答について経済学的に論評しなさい。

- (1) 不良債権とは何か？誰が「不良」だと判定するのか？金融機関と政府で「良」「不良」の判定が対立したケースで、どちらの判定を尊重するのか？
- (2) なぜ不良債権の処理を進めることが必要か？なぜ金融機関は「不良」な「債権」を「処理」していないのか？
- (3) なぜ、「構造改革」と呼んで、政策として処理を進める必要があるのか？
- (4) 「余力」「余力が残っている間」とはいかなる意味か？時間の経過とともに「余力」は減るか？<sup>1</sup>

「バブル」崩壊後から今日に至る時期の日本経済の状況を「失われた20年」と呼ぶことが多い。「失われた10年」という表現が流行した時期の状況が継続したことの自然な帰結として「20年」に置き換えられたようである。<sup>2</sup>

この期間の日本経済を一貫する代表的キーワードの1つが「不良債権」である。関連して、「不良債権の処理」、その「不足」と「遅れ」、「処理」を促進し「解消」させるための「政策」が広く話題となった。「処理の遅れ」は、「不良債権の累積」による「銀行バランスシートの毀損」やその隠蔽工作としての「飛ばし」や「貸し渋り」に連なり、さらに「金融システムの不安定性」「バランスシート不況」、その対応策としての「銀行救済」とその帰結としての「zombie banks」と続く。「処理の遅れ」は、さらに、「貸倒引当金の積み立て不足」「追い貸し」「zombie lending」へとつながり、「融資債権の切捨て」を通じる「不良債務者の援助」による「製品市場の資源配分の歪み」や「追い貸し」による「融資資金配分の歪み」につながる。これらのキーワード群を組み合わせた「不良債権処理の遅れ」

---

<sup>1</sup> 2002年度後期に東京大学経済学部で三輪が担当した「産業組織」の定期試験問題の一部である（前年度にもほぼ同じ問題を出した）。「構造不況業種」での「過剰設備」処理に、政府が直接関与しあるいは共同処理を促すという過去に実施された一連の「(産業)政策」について講義で話題にした内容との対比を想定した設問である。

<sup>2</sup> 『失われた10年』の意味は明確か？「誰が何を失ったのか？」「何を基準に失ったと判定し、喪失分を識別するのか？」「有効な『失われた10年』発生防止策が存在したか？」「なぜ『有効』な手段が有効に機能することなくさらなる10年が経過したか？」「それ以前の時期とは異なる状況に対する、たとえば、『昔は・・・』という不満の表明ではないか？」などの未回答の設問群に直面するため、私がこの表現あるいはその背後に位置する見方に共鳴するわけではない。1980年代以前の状況と比して、1990年代以降の日本の状況は大きく変化したかもしれない。その実態と発生原因の解明は、「不良債権」をキーワードとする本論文で俎上に乗せる見方の批判的検討とは別の論点であり、次の検討課題としたい。

が「不況からの回復」「デフレ経済からの脱出」を遅らせ、日本経済の「失われた 20 年」を生み出したとする見方が広く受容されている。

内閣府経済社会総合研究所の編集委員会が内外の専門家を中心に設置した研究会で進めた研究の成果が内閣府経済社会総合研究所企画・監修の『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策研究』（全 7 巻）として刊行された。その第 4 巻『不良債権と金融危機』（池尾編、2009）の編者は、「竹中プランでは、2005 年 3 月末までに不良債権残高を半減させることを掲げていたが、その目標は見事に達成されることになる」「とにかく 2005 年には長きにわたった不良債権問題もようやく終息した」（池尾、2009、p.xvii）とする。<sup>3</sup>

### 「不良債権」とは？：4つの設問

『不良債権問題』とは何か？その『終息』とは何か？『終息』で何が実質的に変わったのか？その後の 5 年以上の期間に何かが大きく変化したか？『デフレからの脱却』『失われた 20 年』が今日でも相変わらずの話題ではないか・・・と自問し、「鳴り物入りの処置・手術は有効に機能したか？誤診に基づく外的手術だったのではないか？」と考えている読者が少なくないだろう。

さらに、次の如き一連の設問に悩まされ始める読者が多いはずである。冒頭に掲げた「定期試験」問題は、少なくとも 10 年前から私とその 1 人であったことを示す。<sup>4</sup>

- (1) 「不良債権」とは何か？「不良債権の処理」とは何のことか？「不良債権」の定義と適切な「処理」方法は何か？何をしたら、何が実現したら「処理」したことになるのか？<sup>5</sup>
- (2) 「不良債権」か否かの判断は誰がするか？自明の判断基準は存在しないから、誰かが判断しなければならない。取引当事者（つまり、債権者と債務者）ではダメか？「政

---

<sup>3</sup> そのオビに「我が国を代表する研究者、官民エコノミストの総力を結集し貴重な反省・教訓を後世に伝える画期的研究シリーズ」と記す。岩田一政・黒田昌裕、現・前「バブル・デフレ期の日本経済と経済政策研究」編集委員会委員長・内閣府経済総合研究所長は連名の「刊行にあたって」で、「本シリーズは、・・・成果を広く一般に公開することを目的にしている。その際、異なった考え方や主張が存在する論点については、特定の見解に偏することなく、中立的に、あるいは異なるままに掲載する編集方針を採用した」（池尾編、2009、p.iv）とする。

<sup>4</sup> Harvard Law School の Professor J Mark Ramseyer と私はすでに数年前から共同研究を開始していたから、「不良債権（問題）」はわれわれの間では日常的话题となっていた。当初は本論文も共同研究の一環と企図された。しかし、以下に見る如く、研究論文にするには主張の内容、話題と検討課題があまりに漠然としていると考えていた。後出の Caballero, Hoshi, and Kashyap [2008] の初期の version が Hoshi and Kashyap の連名で数年前の NBER Tokyo Meeting で報告された際にも、顔を見合わせて苦笑した。

<sup>5</sup> 『不良債権処理』の実相」と題して VII で詳説する。2001 年 4 月 6 日、政府・与党は緊急経済対策で「不良債権のオフバランス化」を決定し、破綻懸念先以下の不良債権を、新規発生分は 3 年以内、既存分は 2 年以内に帳簿から消し去る最終処理を行うとした。竹中経済財政政策担当大臣が金融担当大臣を兼務することになったのは 2002 年 9 月 30 日であり、いわゆる「竹中プラン」が公表されたのはその 1 ヶ月後の 10 月 30 日である。

府」と債権者（金融機関）の判断が異なるケースでは、政府の判断が優先するか？

- (3) 「不良債権」か否かについて政府の判断が優先するとしよう。「不良債権」「処理」の遅れの発生原因は何か？なぜ「バブル」崩壊後 10 年以上後に、「最優先で取り組むべきなのは不良債権問題の解決だ」と内閣府統括官が宣言し、鳴り物入りで「竹中プラン」に象徴される「不良債権処理政策」を推進する必要があったのか？
- (4) 「不良債権処理」の実質的内容の確認、「処理」できたか否かの判定は誰がするか？確認・判定は有効に実施されたか？

それぞれが「不良債権問題」と「失われた 20 年」の期間の日本経済の的確・適切な理解に重要かつ基本的な設問であり、細部に立ち入った検討が必要である。以下に見る如く、これらの設問の検討から、「不良債権」をキーワードとする「不良債権問題」と「失われた 20 年」に関わる「通説」・「通念」が、曖昧かつきらびやかな用語を羅列する言説の集積物であり、事実誤認と誤解に満ちた、実態からはなはだしく乖離した「神話」であることがわかる。

たとえば、設問（1）に関して、明快な回答が得られず当惑する読者が多いはずである。「通説」・「通念」を象徴する文献にも明快な回答が見られないこと、関連文献間に広範な合意が見あたらないことに困惑する読者が多いだろう。「不良債権」などのキーワードに明確かつ広範な合意に基づく共通の定義・理解が存在しなければ、これらをキーワードとする主張の内容は曖昧かつ不明確・不正確であり、主張の実質的意味は不定・不明である。「不良債権問題」や「失われた 20 年」問題に関する診断と処方としても、ほとんど意味をなさないことになる。

本論文では、「不良債権問題」や「失われた 20 年」問題に関する「通説」・「通念」を、20 年間にわたって大いに盛り上がった「不良債権」を象徴とする曖昧かつきらびやかな用語が乱舞する「宴」にたとえて、IXの末尾に次の如き評価を示す。<sup>6</sup>

今日の通説・通念となっている「不良債権」やその「処理の遅れ」に注目する日本経済の「失われた 10 年（20 年）」論議を構成する多くの文献は、壮大な規模で長期間にわたって繰り広げられた「宴」に供された「▼▼▼▼のようなもの」を話題（素材）とする「△△△△のようなもの」である。Caballero, Hoshi, and Kashyap [2008]（以下、CHK[2008]）や池尾編[2009]所収の諸論文が集大成あるいは象徴的文献として最も著名

---

<sup>6</sup> もっとも、CHK[2008]や池尾編[2009]所収の諸論文に象徴される、「不良債権」やその「処理の遅れ」に注目する日本経済の「失われた 10 年（20 年）」論議を「通説」・「通念」と評することに関してはすでに数名の経済学者から違和感・異議が表明されている。「殖産興業政策、傾斜生産政策、産業政策などの政策を実施した格別に有能な政府や、企業集団、系列、メインバンクなどの『日本的経済システム』などのようなこれまでにあなた方が批判的検討の俎上に乗せてきた一連の見解を『通説』・『通念』と呼ぶことには反対しない。しかし、今回のケースについては私を含めて少なくとも経済学者の間に非同調者が多いように見える」というのである。

である。「不良債権」「不良債権処理の遅れ」「追い貸し」「失われた10年」などが「▼▼▼▼」の代表である。「宴」の内容や雰囲気に関心あるいは批判的な者は参加していない。一時期参加した後に離脱した者も少なくないかもしれない。

### 「政策」としての「不良債権処理」？

冒頭から（あまりなじみのない、あるいは意表をつく）難問の森に読者を誘うことは、ほとんど常に得策ではない。4つの基本的設問の細部に立ち入った検討はIIの課題とする。ここでは、設問（1）に関わる一連の設問から設問(1b)を例示する。

- (1b) 債権者（銀行）であれば、「不良」の意味、判定基準は何か？(i) 過去の融資判断の結果として「損失」が発生したことか？(ii) 今後の融資採算見通しが利益にならないことか？(iii) あるいは、過去の融資で「損失」が発生した融資先に対する融資であることか？(ii)でないとする、その理由は何か？

設問(1b)の回答が(ii)であり、今後の融資採算見通しを基準に融資先と融資額（つまり、融資配分）を銀行が決定するとしよう。「不良債権」の「処理」は債権者である銀行の利益に合致する。たとえば「業界秩序の維持」のために「不良債権処理」の迅速な実施を政府あるいは政府と業界の連合体が妨げてきたとすれば、不良債権処理の推進を掲げる政策の採用は、これを債権者の判断に任せることになったというにすぎない。「政策」（あるいは「政策」の転換）が有効に機能し、経済の資源配分を歪めてきた「不良債権」の累積が解消に向かったとしても、累積の基本的原因は民間経済主体の意思決定・行動であったわけではない。

「不良債権」か否かの判定、さらに金融機関による融資先・金額の配分の判断に際して、各金融機関よりも政府の判断をより優先すべきだと考えるのでなければ、定められたルール・制約の下で、いずれの判断も関係経済主体の自由な決定に任せればよい、というのが標準的な考え方<sup>7</sup>だろう。定められたルール等の制約条件の下で、金融機関は、今後の融資採算見通しを基準に融資先と融資額（つまり、融資配分）を決定するだろう。

「金融システムの安定性」などの目的の実現・達成に向けた政策は金融機関に行動ルール・制約として予め課しておくのが標準的な考え方である。政府は、「金融システムの安定性」のためだからとして事前に課すルールとしてあるいは事後的な対応措置として何をしてもよいわけではない。政策目的の実現のためだからといって、いかなるコストを関係経済主体・消費者に負担させてもよいということはない。「想定外の事態」の発生にも周到に備え、そのような事態が発生したとしても、措置・対応策として有効かつ効率的な政策手段を選択することが求められる。

---

<sup>7</sup> 合理的な意思決定主体の最適化行動と各経済主体間の合意に基づく自発的交換の結果として経済現象を理解し説明するミクロ経済学のことである。

「不良債権」残高を半減させる政策が「目標を見事に達成」し、「2005年には長きにわたった不良債権問題もようやく終息した」（池尾、2009、p.xvii）とする判定から、以下の一連の疑問を抱く読者が少なくないだろう。

- (1) 残高が「半減」したことの具体的内容はいかなるものか？減少したとの判断は、たとえば、銀行のバランスシートから消えたことか、当該融資に基づく借り手の投資案件が解消あるいは消滅したことか？
- (2) その実現に「政策」がどこまで関与したか？なぜ政策が有効に機能したか？
- (3) この「政策」の関与、「政策」目的の実現は、国民経済的にどこまで望ましいか？過剰介入の部分は含まれないか？
- (4) 「目標達成」と「不良債権問題の終息」は合致するか？なぜ合致するか？実施された政策の実質的内容次第では、政策によって終息した「不良債権問題」が的外れの目標をめぐるから騒ぎであり、多くの国民にとって迷惑・有害な「政策」であったかもしれない。政府による設定目標の達成が、政策の望ましさを根拠になるわけではない。
- (5) そもそも、なぜ、政策実施以前に銀行は「不良債権」残高を減少させなかったのか？「市場の失敗」か？
- (6) 「政府の失敗」は重要でないのか？その懸念はないか？この点について、少なくとも事後的には周到に評価されたか？半減したのは、誰が「不良債権」と判定したものの残高か？銀行に採用を実質的に強制した判定基準は、残高を半減させる政策の目的に合致したものか？この点まで含めた、第三者による周到かつ説得的な政策評価は実施されたか？
- (7) 政府は「バブル」崩壊後10年以上にわたって後に「最優先で取り組むべき」政策課題になる状況の発生・存続に有効な対応策を講じてこなかった。この政府が、この時点で「政府の失敗」を懸念する必要がない状態に立ち至ったとする想定を、事後的な評価もなく受け入れることが妥当か？その後の多くの研究成果は、政策評価としてどこまで説得的か？
- (8) 竹中プランを実行した小泉内閣は「市場にできることは市場に任せよう」を政策の基本原則として標榜した。銀行による融資配分はこれに含まれないのか？「市場に任せられない」と「バブル」崩壊10年後に気づいたのか？何が契機か？
- (9) 「不良債権」に注目し、その「処理」の遅れが「不況・デフレからの脱出」を遅らせ「失われた10年」を生み出した一大元凶でありその迅速な「処理」こそが最優先の政策課題だとする見方は、取引当事者の最適化行動の結果およびその合成物である市場を通じる資金配分（さらに、資金を含む資源の配分）に対する不信である「市場不信」と「政府過信」の直裁な表明ではないか？その妥当性がこのケースにあてはまることを示す論拠と証拠は何か？「市場の失敗」とともに「政府の失敗」にも注目する必要がある。前者の重視と後者の軽視に陥る危険性に慎

重であることの重要性がとりわけ過去半世紀にわれわれが得た教訓だったのではないか？

- (10) 「市場原理主義」という表現を愛好する「反市場主義」の誘惑に魅惑される読者・消費者が、危機・不況・停滞の時期に増加するよう見える。「不良債権処理」の遅れに起因する「失われた 20 年」という見方に対する広範かつ持続的な支持はこの帰結ではないか？
- (11) 2007 年以降に顕在化した“Financial Crisis”では多くの国々の銀行が巨額の損失を計上し、政府を困難な状況に陥れた。しかし、銀行の「不良債権」「処理」が 1990 年代以降の日本のように長期間にわたって重大な話題となり続け、最優先の政策課題として重視されて、銀行の意思決定の具体的内容にまで強力に介入することはないよう見える。なぜか？日本の特異性・特殊性か？特異なのは、日本の金融機関の行動か？政府の行動、その基盤となる「政府の能力」、政府と民間企業の関係か？あるいは、新聞・TV に象徴される日本の「世論」か？

#### 「不良債権」「処理」「政策」の望ましさ？

私の如くさまざまな疑問を抱きながら宴（あるいは騒動）を眺めてきた多くの読者は、宴の中心から離れ、遠巻きにしてきた。参加者は宴の内容に関心を抱く人達に限られるという冷厳な現実・メカニズムが 20 年にわたって継続した。異なる見方や批判的な見方が新たに登場しなくなれば、<sup>8</sup>そのような見方は話題にすら上らなくなる。かつて提起された疑問・批判は、その存在すら没却される。遥かな昔に忘却の彼方に放置された見方・視点に読者の関心を喚起するという壮大な挑戦のスタートである。II で読者にこの程度の難問の森に直面していただくことも致し方ない。

「不良債権」を象徴的キーワードとする見方・日本経済観が、「バブル」崩壊後から今日に至る時期の日本経済に関わる議論と政策論議を一貫して支配した。膨大な量の「不良債権」の存在、その「処理の遅れ」が「不況からの回復」「デフレ経済からの脱出」を遅らせ、日本経済の「失われた 20 年」を生み出した元凶だとする見方が、今日も広く受容されている。

この見方の実質的内容は時期により必ずしも一貫しない。各時点での主張の内容も多様であった。ようやく、「不良債権処理政策」が一段落し、関連政策論議と研究の盛り上がりも終息しつつあるかに見える。政策論議と関連研究の集大成の如き存在であり今日に至る状況を現時点で象徴するのが内閣府経済社会総合研究所企画・監修の『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策研究』（全 7 巻）、とりわけその第 4 巻『不良債権と金融危機』（池尾編、2009）である。CHK[2008]はこの見方の集大成であり、今日に至る隆盛を象徴する。

多くの読者が 4 つの基本的設問（さらに II に見るそれらの細部に立ち入る検討）から了

---

<sup>8</sup> 酒好きが集まる酒場に居続ければ、酒を飲まない、あるいは酒飲みの集まる場所の雰囲気嫌いな人類の存在を、忘れてしまうだろう。

解する如く、この見方は、未定義あるいは曖昧なキーワードが乱舞する花見の宴における「通念」のキャッチボールの如きものである。集大成と見られる代表的文献を批判的検討の俎上に乗せるのは、容易ではないし、生産的でもない。

たとえば、CHK[2008]は次のパラグラフで始まる(p.1943)。”Forbearance lending”などの容易には理解し難い、しかしimpressiveで日本経済・日本の金融資本市場に関する「通説」「通念」と整合的な、多くの読者が乗りやすい表現が羅列される (IXで再説する)。<sup>9</sup>

This paper explores the role of that misdirected bank lending in prolonging in the Japanese macroeconomic stagnation that began in the early 1990s. The investigation focuses on the wide-spread practice of Japanese banks of continuing to lend to otherwise insolvent firms. We document the prevalence of this forbearance and show its distorting effects on healthy firms that were competing with the impatient firms.

#### 中心となる論点

私が見るところ、中心となる論点は次の通りである：

- (1) 上記設問(1b)の回答が(ii)であり、今後の融資採算見通しを基準に融資先と融資額（つまり、融資配分）を銀行が決定することの帰結およびその評価。
- (2) 銀行の判断および意思決定に任せたことの帰結が「不良債権処理の遅れ」であり、その処理促進に向けた政府の積極的関与が必要だとする判断の評価。
- (3) 必要だとの判断に基づいて実施された「政策」の実質的内容の解明およびその有効性と望みしきの評価。

つまり、「不良債権」か否かの判定およびその「処理」の必要性と適切な対応策の選択を銀行に任せたことが深刻な「市場の失敗」に帰結したと判断し、早々に政府が積極的に介入すべきであったにもかかわらずこれを躊躇したことが「失われた 20 年」に結果したとする見方（「通説」・「通念」）の妥当性の吟味である。さらに、この「通念」に象徴される、「市場不信」「政府過信」とでも評すべき姿勢・風潮の妥当性の吟味である。

1990 年代半ば頃に至る時期には、後に「市場原理主義」とする批判・非難が流行・集中することになる、標準的な経済学の考え方の日本における本格的定着が始まったとも見られた。これに対抗する「政府原理主義」とでも呼ぶべき考え方・姿勢に対する支持が 1990 年代末頃から勢いを取り戻すのに並行して、「不良債権処理」が政策の最優先課題の 1 つに浮上した。<sup>10</sup>その過程で、以下に見る如き標準的な経済学の考え方が実質的に無視されてき

---

<sup>9</sup> 本論冒頭の“Identifying Zombies”の“A. Defining Zombies”は“*There is a growing literature examining the potential misallocation of bank credit in Japan*”(p.1946)という文章で始まる。

<sup>10</sup> この意味で、「構造改革」の推進を標榜した小泉内閣の目玉政策の 1 つとして「不良債権処理」が進められたのはいささか皮肉に見える。

た。

「不良債権」をキーワードとする見方に対する批判的な主張は 1990 年代初頭から存在した。しかし、曖昧なキーワードが乱舞する宴の如き状況下では、いずれの批判的主張も大きく注目されることはなかった。<sup>11</sup> 主張者が愉快ではない場面に遭遇することも稀ではなかっただろう。本論文は、「宴の後」に、宴の内実を光を当てて見える状態にして読者に提示し、本来の課題の検討・研究に誘う契機にすることを企図するものである。

「バブル」崩壊後の日本経済に関しては、「不良債権処理の遅れ」が「不況からの回復」「デフレ経済からの脱出」を遅らせ、日本経済の「失われた 20 年」を生み出したとする見方が「通説」・「通念」となっている。私は、「不良債権」を象徴的キーワードとするこの見方を、意味不明瞭な用語が基本概念として乱舞する、説得的な論拠と証拠に乏しい、実態からはなはだしく乖離した「神話」であり、適切な問題設定に基づくこの時期の日本経済の理解・解明の妨げ・障害物になると考える。この意味での障害物の除去が本論文の直接の目的である。<sup>12</sup>

本論文では、標準的な経済学的手法を用いた「不良債権」およびその「処理」に関連する論点の「処理」に向けた基本的な考え方を示し、それとの対比で、「通説」「通念」を代表する諸研究の一部を、「障害物の除去」の目的に合致するかぎりにおいて検討の俎上に乗せる。

代表的な研究論文・成果の網羅的な批判的検討を目論むものではない。以下では、池尾編[2009]の諸論文や CHK[2008]を現時点における集大成あるいは象徴的文献として念頭に置いて議論を進める。しかし、以上の設問からも多くの読者が了解される如く、基本的概

---

<sup>11</sup> とはいえ、日本経済学会の 1996 年秋の全国大会のパネルディスカッション「金融危機と制度改革」で「現在の日本の金融の危機的状況」について意見を求められた三輪の、概略次の如き発言に対してさしたる反撥は会場にもなく、むしろ賛同の雰囲気の方が強かったと記憶する。「不良債権がよく話題になります。不良債権とは、普通の感覚で言いますと、不良の部分を除いた価値しかない資産だということになる。要するに、不良債権などといったまでも騒いでいることこそ問題がある。1 億円で買った株式が 1,000 万円に下落したとき、1,000 万円の価値しかない資産だと考えるのが普通の行動……。ところが金融産業で、1 億円を貸した場合は、いつまでも 1 億円と書いてあって、9,000 万円分減ってしまっても、この額にいつまでも引っ張られている……。そういうことを当然のように考える、あるいはそれをある種の状況のもとで政府を含む周囲が強制する、書き替えることを許さない、そういう方にむしろ問題がある。普通であればすんなりいくところがすんなりいかないところが何かおかしいところがある。そういう部分が金融機関に積もっていて、それが騒動の源になるところに問題がある……。不良債権と言うとき、不良債権自体が問題であるより、不良債権にともなって、ある種の現象が起こっていることに問題がある……」(蜷山他、1997、157～58 頁)。

<sup>12</sup> 私は、一時的な混乱が一部に繰り返され登場したとしても、この時期の日本経済が混乱に満ちた異常事態の中で推移したとは考えていない。日本の金融機関が多くの国々の金融機関とは異なる特異・特殊な存在であるとも、異常の行動を長期間にわたって取り続けたとも考えていない。資本市場の機能についても同様である。以上のいずれの点でも、「日本経済特殊(特異)論」に与することを促す説得的な論拠・証拠は見あたらないと考えている。

念が明確に定義されず、曖昧なキーワードが乱舞する感が強いこれらの文献を、正面から評価し批判的に検討することは、容易でないし、生産的でもない。直接的に俎上に乗せるのは先送りにして、後半でやや集中的に取り上げる。

#### 以下の構成

II では「不良債権」に関する 4 つの基本的設問の細部に立ち入って検討し、宴の内実と実質的内容に対する読者の関心・好奇心を喚起し、以下の内容に対する食欲を刺激する。「竹中プラン」とも呼ばれる「不良債権処理政策」が圧倒的成功を収めたとする強烈な「通念」の存在に鑑み、『不良債権』と『不良債権処理』の実相：例示」と題する III では、読者が経済実態に冷静に向き合うために有効な素材を提供する。II と III が本論文を読むための準備パートである。

「論点整理のための理論的検討」と題する IV では、不良債権に関わる論点を俎上に乗せることを想定した簡単なモデルを用いて論点を整理し、続いて「バランスシートの『毀損』・『調整』・『畏』、『バランスシート不況』？」を含む「3 つの追加的コメント」を記す。V では、『想定外の事態』発生の結果である『不良債権』への関係者の対応：ヒアリングに基づくイメージ図」を示す。VI では、政府による「不良債権処理政策」の積極的推進者が暗黙のうちに想定する「不良債権」に関する卓越した「政府の判定能力」について検討し、続いて関連する「倒産予測」関数について詳細なマイクロデータを用いて批判的に検討する。VII では、『不良債権処理』の実相？——『竹中プラン』？」と題して、「不良債権処理」の実相に立ち入る。「不良債権問題」「不良債権処理」「不良債権処理政策」、とりわけ「竹中プラン」と呼ばれることが多い「政策（課題）」の内容・成果がしばしば事実誤認であり、実態と大きく乖離した「神話」であることを示す。

実質的本論の検討は VII で終了する。VIII と IX では、VII までの検討結果に基づき、「通説」・「通念」を象徴する代表的文献について主要な論点に沿って批判的に整理する。『不良債権』と『資金配分の歪み』『資源配分の歪み』さらに『失われた 10 年（20 年）』と題する VIII では、『不良債権』と『資金配分の歪み』、『資金配分の歪み』と『資源配分の歪み』、「通説・通念の根拠：Total Factor Productivity (TFP) 論議」の順に取り上げる。IX では、現時点における通説・通念の集大成あるいは象徴的文献として最も著名であり、今後もその地位を占め続けることが予想される CHK[2008]を取り上げる。X は長大な論文の「結語」として、簡単な要約に続いて、「“An alternative diagnosis”?」、「10 年後、20 年後の予想？」を記す。

## II. 「不良債権」に関する 4 つの基本的設問の細部

冒頭から難問の森に読者を誘うことはほとんど常に得策ではない。一連の設問は、多くの読者の食欲を減退させるかもしれない。「不良債権」「処理」を基本素材とする政策論議

に積極的に関与し、あるいはこれを受容して「宴」を愉しんだ読者の多くを遠ざけるだろう。しかし、「あまり考えたことがないが、本質的で重要な設問だ。途中で小出しに提示されても混乱し、あるいは見過ごすだろう」と私の意図を理解し歓迎する読者も少なくないだろう。

本論文は、「宴の後」に、宴の内実には光を当てて見える状態にして読者に提示し、本来の課題の検討・研究に誘う契機にすることを企図する。その準備として、4つの基本的設問の細部に立ち入って検討し、宴の内実と実質的内容に対する読者の関心・好奇心を喚起し、以下の内容に対する食欲を刺激しておく必要がある。

以下には、設問(1)～設問(4)の具体的内容を構成するそれぞれ5つの設問群を列挙する。「こんな簡単明瞭な設問か・・・？」と考える読者が多いかもしれない。しかし、これらのほとんどについて、「不良債権論議」「失われた20年論議」との関連ではほとんど話題にならなかったこと、結果として、関連文献の中の的確・適切な回答を見つけることが不可能なことに気づいて、驚く読者が少なくないだろう。結果として、「なぜか?」「こんな基本的な設問に回答することなく、何を議論したのか?」と思いつつIIを読み終えれば、最低限の準備は整うことになる。回答は、本論文のIII以下で読者自らが見出すはずである。

#### 設問(1)

設問(1)はさらに以下の如く展開する。

(1a) 「不良債権」は誰にとって「不良」か?債権者か、債務者か、あるいは政府か?

(1b) 債権者(銀行)であれば、「不良」の意味、判定基準は何か?(i)過去の融資判断の結果として「損失」が発生したことか?(ii)今後の融資採算見通しが利益にならないことか?(iii)あるいは、過去の融資で「損失」が発生した融資先に対する融資であることか?(ii)でないとする、その理由は何か?<sup>13</sup>

(1c) 債務者が全額は返済できないから「不良債権」となっているはずだから、債務者にとって「不良」か否かは問題ではないはずだ。違うか?

(1d) 政府が「不良」か否かの判断に関心を有するとして、政府の判断が重要でありこれを重視する理由は何か?いかなる範囲でどの程度に重要か?銀行の「バランスシートの健全性」の維持が「金融システムの安定性」に重要だとして、その具体的内容はどのようなものか?どこまでのどのようなは政策的関与が適切で望ましいか?

(1e) 「会計は企業実態を映す鏡にすぎない。会計的処理をどのように行おうが、企業実態に影響を与えない。不良債権という企業(銀行)実態の悪化はすでに生じてしまった事実である。それを直接償却しようが、間接償却しようが、あるいは償却そのものを

---

<sup>13</sup> 株式投資との対比を念頭に置いて、「第1は過去の投資収益が悪かったというに過ぎない。重要なのは今後だから当然第2だろう。過去の投資パフォーマンスが悪かった銘柄のパフォーマンスが今後も悪いとはかぎらない。第3は『糞に懲りて・・・』の類だ」と考える読者が多いはずである。

しようがしまいが、それは単に帳簿上だけの話であり、そのことにより銀行そのものは悪くなりもよくなりもしない」（井口、2002、116～17 頁）とする有力かつ説得的な見方がある。「不良債権処理（政策）」として、この範囲を超えて実質的に何が実施され結果として実現したか？

## 設問 (2)

設問 (2) は次の如く展開する。

- (2a) (1b)の回答が(ii)であり、今後の融資採算見通しを基準に融資先と融資額（つまり、融資配分）を銀行が決定するとしよう。政府の目的・判断と銀行の判断が食い違うケースで政府の判断を優先すべきケースは存在するか？いかなるケースか？
- (2b) そのケースで、過去の取引が銀行の「損失」に結果した融資先への融資か否かは判定に重要な要因か？
- (2c) すべての融資判断に政府が関与すべきだ（政府が融資配分を管理・決定すべきだ）とする主張とどこがどのように異なるか？
- (2d) 経済全体への資金配分・管理を適切に実行する能力(competence)を政府に期待できるか？予想される弊害・コストはどれほどか？
- (2e) そのような能力を政府に期待できるとしよう。「バブル」崩壊から竹中プランの実施までの「失われた 10 年」の期間の観察事実と整合的か？「政治が邪魔をした・・・」とする解説があるかもしれない。納得するか？この間に、政治・政府に何が生じたか？

## 設問 (3)

設問 (3) は次の如く展開する。

- (3a) なぜ「不良債権」の「処理」が遅れたのか？政府の「不良債権」発生の「認知」の遅れか？「処理」の重要性の「認知」の遅れか？「処理」策の策定の遅れか？「処理」実施の意思決定の遅れか？「処理」実施策の実行の遅れか？「実施」した「処理」が不適切・不十分だったか？<sup>14</sup>
- (3b) 「バブル」崩壊後の 10 年程度の期間については、政府は「不良債権」「処理」の遅れを容認するにとどまらずむしろ助長・奨励する姿勢をとったのではないか？「住専処理」や一部の銀行の「系列ノンバンク」の「処理」・清算に対する金融機関の積極姿勢に批判的な姿勢を維持したのではなかったか？<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> CHK [2008, p.1944]は冒頭で次の如く記す。”Aside from a couple of crisis periods when regulators were forced to recognize a few insolvencies and temporarily nationalize the offending banks, the banks were surprisingly unconstrained by regulators. The only exception is that banks had to comply (or appear to comply) with the international standards governing their minimum level of capital (the so-called Basle capital standards).”

<sup>15</sup> 各種のウワサ話は多いが確たる証拠とともに提示されたものは、事柄の性格上、ほとんど存在しないようである。北海道拓殖銀行（拓銀）、日本長期信用銀行（長銀）、日本債券

- (3c) 「日本の金融機関は破綻しない」と言い、巷間ささやかれ続けた巨大な「不良債権」額についても過大推計だと言いつけたのではなかったか？「不良債権処理」が銀行の破綻につながるケースを想定したインフラが未整備なため、「処理」を急げなかったのではないか？<sup>16</sup>
- (3d) 「失われた 20 年間」にかぎらず、それ以前から「金融秩序」や「金融システム」の安定性が金融行政の「目的」「正当化理由」として強調され続けた。どこかで実質的内容が大きく変化したのではないか？
- (3e) 「失われた 10 年」の後に、変貌あるいは変身したように見える政府に「不良債権」の的確な判定と迅速・適切な「処理」を期待できるか？現在の「政府」はそのために必要な能力(competence)を十分に備えているか？過去の経緯は、能力を備えているとする見方と整合的か？「期待」を支持するか？

---

信用銀行（日債銀）などの巨大金融機関の破綻後に一連の「銀行取締役の善管注意義務違反」事件が提起されて大きな関心を集めた。この過程で提示されて採用された証拠書類や判決文の中に具体的事例に関する記述・言及が少なからず見られる。関心のある読者は、一連の事件の判決文を参照されるとよい。たとえば、日債銀 NTF 支援事件第一審判決（2004 年 5 月 25 日、東京地裁第 28 部）では、日債銀による系列ノンバンク（CLC、NAFS、NTF の 3 社）の支援が、大蔵省銀行局の「管理」あるいは「監視」下に進められたものであり、その内容は、大蔵省銀行局の意向にそったものであったと認定した（判決文、44-49 頁）。長銀ノンバンク支援事件第一審判決（2004 年 3 月 25 日、東京地裁民事 8 部）では、日本リースの保有する「不良債権」2,009 億円を買い取って共同債権買取機構に 420 億円で売却し、差額約 1,589 億円を贈与し、あるいは、日本リースが融資先に対して有する不良債権を肩代わりする目的で受皿会社に融資したり、日本ランディックが所有する不稼動不動産を受皿会社に引き取らせるための買い取り資金を融資したことなどの責任が争点となった。これらの事象の一部については、三輪・Ramseyer[2005]を参照。また、たとえば、鳴り物入りで設立された共同債権買取機構」についても、「業界の不良債権飛ばしである」とし、廃止すべきだとする意見も存在した（岡部[1999, 34 頁]の「財務諸表の 10 大改革」の 3。岡部氏はゴールドマン・サックス証券金融戦略部、ムーディーズの前銀行格付け担当者）。

西村[2009, 273 頁, 注 34]は次の如く記す。「整理回収機構（RCC、前身は住専処理機構）は、『骨太の方針』（01 年 6 月 26 日）を受けて企業再生事業に乗り出した。02 年 8 月には RCC 信託機能を活用し企業再生ファンドを設定している。RTC をモデルとする RCC が、実質的に RFC 化したところに不良債権問題に対する時代の流れを感じ取ることができる

（預金保険機構編『平成金融危機への対応』365 頁を参照）。ただ、竹中経済財政相（当時）は『内閣改造のこの時期に政策面で流れを変えようとする動きが色濃く出された。不良債権処理に本心では反対する銀行をかばって、RCC が不良債権をしかるべき価格で買い取るというものである。しかしこれは、本来市場価格が低下した悪い債権（不良債権）を高く買い取るというものであり、銀行に対するあからさまな補助金に他ならなかった』（竹中、2006、62 頁）と厳しい評価をしている。」

<sup>16</sup> 1997 年晩秋の「平成金融危機」開始後も、1998 年 1 月 12 日に橋本首相が通常国会の金融・経済演説で「日本発の金融恐慌は起こさない」と宣言した。2 月 12 日に金融機能安定化 2 法が成立し、「金融危機時における金融システムの安定化のための制度整備」と「30 兆円の公的資金確保」が実現した。改正預金保険法が成立し、新設合併に対する資金援助が可能になったのは、1997 年 12 月 12 日であった。（以上、西村[2003, 458-61 頁]「金融制度関連年表（1965-2002 年）」による）。

#### 設問 (4)

設問 (4) は次の如く展開する。

- (4a) 竹中プランは掲げた「不良債権残高を半減させる」とする目標を「見事に達成」させたという。実質的に何が起きたか？
- (4b) 銀行のバランスシートの「不良債権残高」が半減したというだけか？そのために（それに伴って）何が起きたか？債権をどこか（たとえば、実質的な関係会社や政府機関）に移動したケースはどの程度含まれるか？債権を売却したケースはどれほどか？債務者への影響はどのようなものか？（BIS 規制との関係で、）「不良債権」を銀行のバランスシートから消すことを優先したのではないか？急いで償却（売却を含む）させ、銀行に追加的「損失」を発生させたのではないか？
- (4c) 今後の融資採算見通し良好な融資先への債権を「処理」させて、銀行のバランスシートを「毀損」させたのではないか？
- (4d) 政策として実施された「不良債権処理」の強制の内容は適切だったか？的外れ・方向違い・行き過ぎはなかったか？政策の有効性・妥当性を評価・確認したか？誰が確認したか？「半減させた」と実績を誇示しただけに終わっていないか？政策目的を有効に達成したか？どの程度のコストでいかなる便益を消費者に与えたか？政策は望ましい成果を収めたか？
- (4e) 「不良債権処理」の効果はどこに、どのように、どの程度明瞭に現れたか？

### III. 「不良債権」と「不良債権処理」の実相：例示

III では、検討課題に関する読者のイメージをより具体的にし、経済実態に冷静に向き合うために有効な素材を例示する。

#### [III-1]. 貸倒引当金戻り益と償却債権取立益

「竹中プランでは、2005年3月末までに不良債権残高を半減させることを掲げていたが、その目標は見事に達成されることになる」「とにかく 2005年には長きにわたった不良債権問題もようやく終息した」（池尾、2009、p.xvii）という。

2006年5月24日の『日経』朝刊は、1面に「大手銀、最終益3兆円」「6グループ前期、最高に」とする見出しの概略以下の記事を掲載した。見出しは「貸倒引当金 戻り益膨らむ」「不良債権比率 1%台に低下」と続き、「合計の連結最終利益は前年の4.3倍の約3兆1千億円と、バブル期を上回り過去最高となった。不良債権処理に備えた貸倒引当金が不要になる『戻り益』が膨らみ利益を押し上げる一方、不良債権比率は1%台に下った」と解説

した。<sup>17</sup>

6 グループ合計の最終利益は、1988 年度に当時の大手銀行が記録した約 1 兆 7,000 億円を上回った。最終利益は 6 グループすべてが過去最高を更新。三菱 UFJ フィナンシャル・グループは 1 兆 1,817 億円と国内首位のトヨタ自動車に次ぐ水準となった。

3 面の関連記事は次の如く解説する。

最高益の陰の主役は、過去数年の不良債権処理の過程で積んできた引当金の『戻り益』だ。／ 05 年 3 月期は 6 グループ合わせて不良債権処理に絡んで 2 兆円近い損失を計上したが、06 年 3 月期は企業業績の改善を背景に引当金が不要になる事例が相次いだ。引当金の戻り益が不良債権の処理費用を上回る奇異な現象も起き、6 グループで差し引き 3,100 億円の利益を生んだ。

「企業業績の改善を背景に」とする解説を銀行の予想通りの事態と見れば、竹中プランの見事な目標達成の帰結が「引当金の戻り益が不良債権の処理費用を上回り」「6 グループで差し引き 3,100 億円の利益を生む」という「奇異な現象」であり、「不良債権処理」政策に行き過ぎの面があったことを示唆する。<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> 不慣れな読者を想定した念のための解説である。貸付金や売掛金などの金銭債権は、計上額すべてを回収できるとはかぎらず、相手の返済不能等による信用リスクを伴う。これについて、企業会計原則は、予想される将来のリスクに備えた会計処理として貸倒引当金の計上を認めている。金融商品に関する会計基準や税法上も計上内容ごとに見積方法が定められている。貸倒引当金の会計処理としては、当期の見積額に応じて借方に貸倒引当金繰入（費用）を、貸方に同額の貸倒引当金（債権科目から控除）を計上する。実際に貸し倒れが生じた場合、当該金銭債権が当期資産の部から控除される。これに対応する貸倒引当金も取り崩される。このとき、貸倒引当金を超える貸し倒れが発生した場合には、その超過分を当期の貸倒損失（費用）として計上する。貸し倒れが生じた場合に、当該金銭債権の全額が回収できないとはかぎらない。回収不能額が対応する引当金を下回れば差額は不要になり「戻り益」となる。また、貸し倒れのリスクが低下して必要な貸倒引当金が減少しあるいは不要になった場合も「戻り益」が発生する。さらに、担保処分などの不良債権の最終処理で評価額以上に回収できた場合には「償却債権取立益」が発生する。俗にいう「不良債権処理」とは貸倒引当金設定を指す場合が多い。実際に貸し倒れが生じる前にあらかじめ費用を計上し（費用を先送りせず）、資産の過大計上を避けるという意味で、健全な会計とも評される。ただし、過度な会計処理による貸倒引当金の計上は、企業の財政状態や経営成績の真実な報告を歪める。会計処理上の貸倒引当金が税務上の算定額と一致するとはかぎらない。前者が後者を上回れば、差額分は算入限度超過額として、当期の損金算入が認められない。簡単には、溝端他[2010]を参照。このことと関連して発生した金融機関の「税効果会計」をめぐる論争・騒動については後述する。

<sup>18</sup> 西村[2009]は、「UFJ との統合直後の 2006 年 3 月期には三菱 UFJ は 6,000 億円もの戻り益が生じたが、その大半は不良債権処理の厳格化が指導され計上された旧 UFJ のものといわれる。『日本経済新聞』06 年 4 月 27 日。『朝日新聞』06 年 5 月 23 日。『読売新聞』06

このような現象は大手銀行グループに限定されない。2006年5月25日の『日経』地方経済面千葉は「過去最高益の実像 地銀決算分析（上）業務純益の伸び低く——不良債権処理進み増益」と題して、千葉県内に本店を置く地方銀行、第二地方銀行3行が、2006年3月期決算で揃って最終利益で過去最高を記録したと報じ、「景気の回復に伴い、不良債権処理に備えた貸倒引当金の戻り益などが発生したのが要因。貸出金の増加など本業による収益拡大はこれからだ」と解説し、以下の如く報じた。

最終利益の伸びに貢献したのは、不良債権処理の進展だ。不良債権の新規発生件数が少なくなれば、個別貸倒引当金の繰り入れや貸出金償却など臨時損益に計上する処理額は減少する。・・・／ また、貸出先企業が業績回復し不良債権が正常債権化すれば、損失として積んでいた貸倒引当金を取り崩し特別利益として戻せる。／ さらに貸出先からの返済や、担保処分など不良債権の最終処理で評価額以上に回収できたことによる償却債権取立益も発生した。千葉銀の場合、92億円の戻り益と40億円の償却債権取立益を計上。千葉興銀は27億円の償却債権取立益を確保した。／ 不良債権処理額と一般貸倒引当金繰り入れ額を合算し、戻り益や償却債権取立益を差し引いたトータルの損失は、千葉興銀が前の期の半分まで減少。京葉銀は3割近く増えたが、これは前の期に計上した一般貸倒引当金の戻り益がなくなった反動。千葉銀は戻り益などが損失を上回るため、不良債権処理を通じて実質21億円の益出しに成功した形になる。

「益出しに成功した」千葉銀行はもちろん、他の2行も今期や前期に「戻り益」を計上している。「最優先で取り組むべき」だとされた「不良債権問題の解決」の中には、必ずしも適切ではない「処理」が少なからず含まれていたことを示唆する。ちなみに、「不良債権」とは「金融再生法上の開示債権」のことである。

このような現象は、竹中プラン（2002年10月に竹中金融相により発表された2002年3月から2005年3月の3年間に「不良債権」を半減させるとする「金融再生プログラム」）の終了以前にも観察された。

竹中プラン発表から1年強後の2003年12月10日の『産経新聞』（朝刊）は、「大手4行、9月中間決算 不良債権処理進展浮き彫り 特別利益2,600億円」と題して、概略次の如く報じた。

巨額の不良債権処理損失にあえいでいた大手銀行で、これまでとは逆に処理に伴い利益が発生するケースが増えている。回収不能に備えて積み立てていた貸し倒れ引当金が、

---

年5月25日などを参照」（263頁、注14）とし、次の如く記す。「当時UFJホールディングスは適切な貸倒引当金の計上により資本不足が生じるとの指摘を受けたため三菱東京FGとの統合を決断したが、その後生じた戻り益の取扱いや税効果会計の計上方法によっては、別の選択をする可能性があったかもしれない。」

企業再生や債権売却などによって利益として戻ってくるもので、平成15年9月期決算では4大銀行グループ合計で約2,600億円の特別利益を計上した。下期も一段の増額を見込んでおり、不良債権処理の進展を浮き彫りにした格好だ。／・・・／処理益の最大の要因は、企業再生によるもの。銀行では、不良債権の債務者区分に応じて、一定の割合（引当率）で引当金を積んでいる。引当率が70%程度の「破綻懸念先」に分類されている債権が、再建に伴い、引当率30%程度の「要管理先」に格上げされると、差額の40%分が取り崩され、利益になる仕組みだ。／・・・／また、債権売却や償却により、不良債権をバランスシートから切り離す最終処理で、利益が発生するケースもある。例えば、70億円の引当金を積んである100億円の債権が、40億円で売却できた場合、損失は60億円で収まり引当金との差額10億円が利益となる。

### [III-2]. 「不良債権」の位置づけ

#### 「不良債権」の範囲と位置づけ？

「失われた20年」の期間中にも、「不良債権」の範囲と位置づけは変化したようである。

「支援を続けるという銀行の方針にもかかわらず、回収できないリスクを客観的に反映させるため不良債権の概念に金利減免債権を含めることとされたのは1995年6月『金融システムの機能回復について』以降である」。不良債権の把握・評価が、「従来のように直接金融機関の経営に及ぼす影響という見地からのみならず、金融システム（あるいは経済・社会）全体としてどの程度存在し、どのように処理すべきか」とする「問題意識が現実的になってきた」ことによる。それ以前には、「不良債権とは具体的には『経営破綻先債権および6ヵ月以上延滞債権』を指し、『金利減免債権』は銀行が融資先企業の再建を図り回収する明確な方針を有しているケースとして、不良債権には含まれていなかった」（以上、西村、2009、259-60頁）。<sup>19</sup>「金融システム」への影響の強さやリスクは、同じ「不良債権」であっても、「債権」を保有する金融機関の財務状況などの諸条件に決定的に依存するだろう。利用者は、この点を強く意識して収集・開示された「情報」を活用したはずである。

2002年10月発表の「金融再生プログラム」とともに、「不良債権の評価は事態を客観的に把握するという以上に、金融機関に不良債権処理を強力に促すための戦略的手段となった感がある。繰延税金資産の取扱いや資産の時価評価など、突如として会計監査法人が企

---

<sup>19</sup> VIIで『「不良債権」？』と題して再論する。「競争制限的な枠組みの下で個別金融機関の破綻そのものを阻止するという旧来型政策から」「離脱」し、「金融機関の破綻を蓋然性の問題として受け入れ、・・・破綻の悪影響が他へ波及してシステム・リスクが顕在化するのを防ぐ」という考え方に替わり、「信用秩序の維持という最終目標の実現」に向けた「中間目標が、『破綻の阻止』から『破綻の隔離』に修正されたのは「金融危機」の過程においてであった（佐藤、2003、63頁）。預金保険制度の創設は1971年であった。しかし1990年度までは発動実績がなく、1994年～1995年度の制度の修正を促す金融破綻の頻発を受けて、預金全額保護制度が制度化され公的資金が導入されたのはようやく1996年度～1998年度の時期であった（同、第3章第3節）。

業の命運を握る存在として注目を浴び始めた」(同上、260頁)。<sup>20</sup>ここでは、個別「不良債権」の「金融システム」に対するリスクが保有金融機関の財務状況などの諸条件に決定的に依存するという簡明な事実はほとんど無視されることとなったようである。

#### 金融庁の監督指針・金融検査マニュアルと「不良債権」

2008年11月7日に、金融庁は「中小企業向け融資の貸出条件緩和が円滑に行われるための措置」を発出し、監督指針と金融検査マニュアル別冊(中小企業融資編)を改正し、併せて、金融担当大臣(中川昭一)から検査・監督担当官に対して改定内容を踏まえた運用を徹底するよう文書で指示した。

「中小企業の皆様へ」と呼びかける金融庁の文書は、「中小企業の資金繰りの支援のため、金融検査マニュアル別冊などを改定しました」とし、「金融機関が条件緩和を行っても、不良債権にならない取扱いを拡充しました」と呼びかけた。「条件緩和」とは、「金利の引き下げ」「金利・元本の支払猶予」「返済期限の延長」「債権放棄」などである。この時の「改正」以前には、「条件緩和」が「不良債権」とならないためには、「3年以内に経営が健全化するような『経営改善計画』(概ね3年後の債務者区分が正常先となること)」が必要であり、『計画』期間中、一定以上の金利を確保する必要があった。この時の「改正」により、中小企業については「経営が健全化するまでの期間を大幅に延長(原則5年、進捗状況が良好な場合は10年まで)」となり、「一定以上の金利を確保する必要」がなくなった。さらに、「大企業と違って中小企業は、大部で精密な『計画』を作ることが困難」だとして、『計画』を作っていない場合でも、今後の経営改善の見通しがあれば同じように取り扱い、『計画』の進捗が遅れていても、その原因を分析し、今後の改善が見通せるならば、『計画』どおりに進んでいる場合」と同じように取り扱うとした。

現状では、金融庁の金融検査マニュアルと「監督」の実質的内容が「不良債権」か否かを決定する。このことを前提として、金融庁の検査官のマニュアルに沿って、各金融機関は「不良債権」か否かを判定し、定められた区分に各債務者を分類する。この内容を、「中小企業向け融資の貸出条件緩和が円滑に行われるため」に大幅に緩和する措置を金融庁が採用したのである。

少なからぬ読者が以下の設問とともに困惑するだろう。

(1)「不良債権」の判定と関連政策は、「金融システム」の安定性への影響を第一に考慮し

---

<sup>20</sup> さらに、評価方法についても実質的に変化があった。「そのような流れのなかで、ビジネスの世界ではファイナンスの手法として従来から用いられてきたが金融行政・金融機関経営の分野では必ずしも一般的ではなかったDCF方式が脚光を浴びるようになった。しかし、金融行政の手法としてDCF方式を金融当局の不良債権評価に適用しうるかどうかは十分検討を要する課題である。」「米国では金融当局を含めDCF方式による不良債権評価が一般的であるとしても、その判定の結果が直ちに政府の介入に結びつくのではなく、まずは高まったリスクに備えるための民間ベースの資本の充実により対応すべきものと考えられている」(同上、260-61頁)。

て決定・実施されているのではなかったか？

- (2) 経営が健全化するまでの期間を大幅に延長することの「金融システム」の安定性への影響はいかなるものでありどの程度に深刻か？影響軽微で問題にする必要がないとすれば、なぜそれ以前には「3年」と限定したのか？「一定以上の金利」を確保することという条件についても同様か？
- (3) 「経営改善計画」の内容についても、「経営改善の見通し」があればよいのであれば、なぜそれ以前には「大部で精密な『計画』」を求めたのか？
- (4) 「不良債権」は「処理」する（減少させる）べきものと考えられてきた（いる）。この「措置」では、条件緩和により「不良債権」ではないと判定して、実質的に従来タイプの「不良債権」を増加させている。なぜか？何が変わったのか？
- (4) なぜ中小企業を特別扱いするのか？<sup>21</sup>
- (5) そもそも、従来の「不良債権」の定義と範囲が広すぎたのではないか？当事者間の交渉による柔軟な「条件緩和」の実現を妨げ続けてきたのではないか？長期間にわたって騒がれ続けた「不良債権処理問題」は、過剰反応だったのではないか？

この『措置』に基づく貸出条件の緩和状況については、措置前の2008年7~9月期に比べて1年後の2009年7~9月期（政権交代直前である）には、「中小企業に対して貸出条件緩和を行った債権」は、合計の件数で28,691件が46,402件へと61.7%増加し、金額でも12,145億円から21,575億円へと77.6%増加した。「主要行等」<sup>22</sup>に限定すると、件数で3,220件から6,681件へと107.5%増加し、金額では2,152億円から4,878億円へと126.7%増加した。「貸出条件緩和を行った債権」のうち「経営改善の見込みがあり、不良債権にならなかったもの」の比率は、合計で、件数で3.6%から39.4%、金額で3.2%から50.8%に大きく上昇し、主要行等に限れば、件数で0%から73.0%、金額で0%から65.7%へ劇的に

---

<sup>21</sup> 2001年4月6日の「緊急経済対策」（VIIで詳述する）が対策の1つとして「経営困難企業の再建およびそれに伴う債権放棄に関する原則の確立」を取り上げたことを受けて「私的整理に関するガイドライン」が2001年9月14日に発表された。対象は中小企業に限定されない。「私的整理ガイドライン」に従って行われた債権放棄は、原則として合理的な再建計画に基づく債権放棄と考えられるため、税務上損金算入が認められない、あるいは株主代表訴訟の対象となるといったリスクはほとんどないと考えてよいというのも利点であると考えられる」（日本総合研究所編、2001、111頁）とされる。「私的整理に関するガイドライン研究会」（事務局は全銀協）が作成した私的なガイドラインであるが、「研究会のオブザーバーに財務省、金融庁、経済産業省、国土交通省といった中央官庁や日本銀行、預金保険機構が含まれていることから分かるように、実際には公的基準に近い性格をもっている」（97頁）とされる。しかし、しかし、個別ケースへの適用は、ガイドラインの対象となる債務者の要件を備えた企業から主要債権者に対してガイドラインに基づく私的整理の申し出が行われ、主要債権者（1社でもよい）が私的整理を行うのが相当と考える場合には、債務者、主要債権者の連名で一時停止の通知をし、さらに第1回債権者集会の案内等を発出することになる（103-4頁）。詳しくは、同、第5章を参照。

<sup>22</sup> 「主要行等」とは、主要行、新生銀行、あおぞら銀行およびシティバンク銀行である。他に、「地域銀行」（地方銀行、第二地方銀行および埼玉りそな銀行）と「信用金庫・信用組合」の区分がある。

上昇した。<sup>23</sup>

### 竹中大臣の基本的な考え方？

2002年9月30日の小泉内閣の改造で金融担当大臣を兼務することになった竹中平蔵経済財政政策担当大臣は、回顧録（竹中、2006、52頁）で、就任前の基本的考え方について次の如く記す。

銀行の資産査定を正しく行って、不良債権、自己資本を明確にする。そのうえで自己資本が不足しているなら、銀行を救済するためではなく金融システム全体の破綻を防ぐ観点から明示的に公的資金を注入する。その際、必要な責任追及を明確に行う——。このような当たり前の政策、世界中で金融不安の際に採られてきた政策を、どうしても行わねばならなかった。<sup>24</sup>

---

<sup>23</sup> さらに、2009年12月施行の「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律」（いわゆる「金融円滑化法」）により、「金融機関は、取引先中小企業が資金繰りに窮し、返済猶予等の貸付条件の変更の申し出があった際には、その申し出について極力応じることに努める義務が課された。」施行日から2010年3月までの実績は、合計で、申込み(A)481,367件（12兆9,882億円）、実行(B)368,074件（10兆2,286億円）、謝絶(C)6,417件（1,982億円）、審査中91,191件（2兆2,485億円）、取下げ15,685件（3,104億円）であった。「実行率」（件数ベース）は、 $B/(B+C)=98.3\%$ 、 $B/A=76.5\%$ である。以上、金融円滑化法実務研究会[2010、10~11頁]。

<sup>24</sup> この時に政策運営上の一大争点をしてクローズアップされたのが「税効果会計」の「厳格化」の是非とその実質的内容・程度であった。前掲注17と同様、この点にも若干の解説を必要とする読者が少なくないだろう。金融機関の判断によるものか「政府」の実質的強制によるものかに関わりなく、貸倒引当金の増加や貸出金の償却は金融機関の資産を減少させ、当期利益を減少させる。当期利益の減少は、政府の当期の法人税収入を減少させる。このためもあって、国税庁の税務上の算定額は貸倒引当金の算定額（「企業会計」と対比して「税務会計」と呼ばれる）をしばしば大きく下回る。税務上は、損失処理するには厳格な要件が必要であり、なかなか損失として認めてくれないとの不満の声が少なくない。税務上の算定額を上回れば、差額は算入限度超過額となり、金融機関が損失処理したとしても損失と認められず課税される（「有税償却」と呼ばれる。「無税償却」とは、税務上も損失として認められる貸付金等の企業会計上の損失処理をいう）。

1997年6月の不良債権償却証明制度の廃止までは、金融機関が不良債権を償却するに際して、この制度に基づき、償却対象債権ごとに大蔵省の検査部署から事前了解をとることが求められ、不良債権の償却に関しても大蔵省の意向が作用する環境に置かれていた。かくして、1997年3月末までは、金融機関による貸出金償却に関しては大蔵省の検査部署が国税庁に代わって債権償却の有税・無税を実質的に判断してきた。不良債権の早期認識・早期償却が重要だとの認識に基づき（このように解説されるが、実質的に誰の「認識」がどのように変化したかという基本的な点は不明である）、1997年度から債権の健全性に関する自己査定が導入され、それと平仄を合わせるかたちで不良債権償却証明制度も廃止された。その結果、1997年末時点で、日本の金融機関は自己査定結果に基づき自らの判断により不良債権の償却を行えるようになった。しかし、その一方で、不良債権償却保証制度の廃止は不良債権の無税償却に際し、金融機関は直接、国税庁から了解を得ることが必要になったことを意味する。国税庁の判断が従来の大蔵省と同様に無税償却に対し抑制的なも

『資産査定を正しく行って、不良債権・・・を明確にする』という表現の正確な意味は何か？」「竹中プランと呼ばれる政策がこの考え方に忠実に実施されたか？」「『不良債権』残高を3年間で半減させるという目標との関連性はどのようなものか？なぜそれが目標と

---

のにとどまれば、不良債権の早期償却による財務内容の改善は「絵に描いた餅」にならざるを得ない（以上、経団連の「貸付債権の売却市場の整備および担保不動産の証券化を促進するための緊急政策提言」1997年12月24日による）。

また、「日債銀判決を批判する。無視された不良資産処理の金融実務」と題して額賀[2004、43頁]は、次の如く記す。「銀行の場合、償却・引き当ては制限されていた。銀行が償却・引き当てを自由に損失として経理処理すると、それを利益隠しと税金逃れのために使うのではないかという懸念があったからである。具体的には、旧大蔵省の金融証券検査官が法的破綻企業向け貸出として証明した金額と貸出総残高の一定比率だけが法人税法上損金として算入することが認められていた。端的に言えば、償却・引き当てではできる限り抑制するのが、行政の長期にわたる基本方針だったのである。／94年2月に出された旧大蔵省通達『金融機関の不良資産問題についての行政上の指針』によって有税償却の道が開かれたが、・・・銀行の自主的判断が尊重されていた。銀行としては、無税とならない（つまり、税法上損金算入できない）償却・引き当てを進めた場合、単に経理上のメリットがないだけでなく、債務免除につながりかねないという懸念を持っていた。」現実にはその後も国税庁の判断の抑制的な姿勢に大きな変化は見られなかった。

その後の「不良債権処理（政策）」の進展とともに、有税償却分が累増した。対応して、企業会計上の利益の割には納付税額が多額になり、税額をそのまま財務諸表に計上すると税引前と税引後の当期利益が大きくズレることになった。そこで、納付税額のうち、次期以降の利益に対応するものについては税引前の当期利益から控除せず（「法人税等調整額」という）に、計算上の前払いの税金として資産に計上（将来への繰延資産であり、「繰延税金資産」という）し、企業会計と税務会計の乖離を調整するための会計制度を「税効果会計」という。とりあえず有税で償却・引き当てするが、貸出先が実際に倒産し、損失が確定した時点で納付済みの税金を銀行に戻す（正確には、損失が確定した時点での納税額を先払いした分だけ減額する）仕組みである。認められたのは1999年3月期決算からである。

「不良債権処理（政策）」の進展とともに、計算上の繰延税金資産が銀行の自己資本（資産一負債）に占める割合が平均40%にもなり、「自己資本のかさ上げ」として問題視されることになった。「税効果会計」の下で、「先払いした納税額」に資産価値があるのは、「将来の利益×税率>先払い分」の場合に限られる。国税庁は一定期間を区切って繰延を許すので、「将来」も近い時点に限られ、将来の納税相殺に使えない分は資産性がないと判断される。税効果会計の「厳格化」は、その期間の見直し、金融機関の将来の収益性をより低く想定すること、さらにそのうち自己資本比率を求める際の分子に含める額の上限の引き下げに関わる。税効果会計の厳格化が早期に行われると繰延税金資産が大幅カットされ、銀行の自己資本比率が国際業務を行うことのできる基準の8%を割ることになるから、政策運営上の一大争点としてクローズアップされることになった。

会計改革の支柱の1つとされる税効果会計は、監査法人と金融当局の裁量あるいは恣意を拡大しただけだとする見方もある。また、もともと厳しいといわれる日本の無税償却の基準の緩和が実現せず、その見通しも困難ななかで、「不良債権処理（政策）」を推進する金融当局（政府）が、「税効果を入れるのだから、有税償却を増やしても利益を不当に圧迫することはない」と説得した過去の経緯を思えば、「今さら何だ」と銀行が怒っても不思議ではないとする解説もある。

なったのか？」<sup>25</sup>などの設問は棚上げしよう。個別銀行の「不良債権」残高、したがって自己資本額を明確に把握して、「金融システム全体の破綻を防ぐ観点から」必要なら公的資金を注入することが基本的な考え方であった。「不良債権」の存続が不良融資先（“zombies”）の存続を通じて経済全体の資源配分を歪めることにより「失われた10年」に帰結したとする「通説」「通念」に沿ったものではないように見える。<sup>26</sup>

II の設問(1e)に触れた如く、「会計は企業実態を映す鏡にすぎない。会計的処理をどのように行おうが、企業実態に影響を与えない。不良債権という企業（銀行）実態の悪化はす

---

<sup>25</sup> 「当時の政策運営上の争点としてクローズアップされた『税効果会計』の『厳格化』も『資産査定を正しく行う』ことの一環か？」「『厳格化』に先行する時期の『政策』についてはどのように評価したのか？」「『必要な責任追及を明確に行う』というが、誰のいかなる責任か？株主ではなく政府が銀行経営者の『責任』を問うというのか？公的資金の注入を要する事態に至るまで状況の展開を放置した監督責任者・政策決定者の責任か？そのような『責任』を果たすことを困難にした法制度の不備などの障害を除去しておかなかった政府・国会の責任か？」などの設問についても棚上げする。「『税効果会計』の『厳格化』が政策運営上の争点としてクローズアップされたことに関連して、「政府とは誰のことか？最優先課題というが、すべての政府部門がそのように判断していたか？」と考え始める読者が少なくないだろう。「不良債権」処理の一環として銀行は貸倒引当金を積んでいたが、税務担当部局の査定が厳しく一部は有税で積み立てていた。税務担当部局の同意・同調を得ることなく「不良債権処理」政策を推進したことによりこの部分が急激に膨張した。これがこの争点がクローズアップされる遠因となった。「税効果会計」及びその政策上の位置づけについて、簡単には『週刊東洋経済』2002年11月9日号、12～15頁を参照。

<sup>26</sup> 当時、「創造的破壊」という表現が広く愛好された。たとえば、2001年6月26日閣議決定の「構造改革と経済運営の基本方針」（「骨太の方針」）は冒頭「新世紀維新が目指すもの——日本経済の再生シナリオ」を「1. 経済再生の第一歩としての不良債権問題の抜本的解決」を掲げる。その「概要」は冒頭で次の如く記す。「創造的破壊としての聖域なき構造改革は、その過程で痛みを伴うこともありますが、構造改革なくして真の景気回復、すなわち持続的成長はありません。おそれず、ひるまず、とらわれず。先ず、不良債権問題を2～3年以内に解決することを目指します。」これに象徴される如く、「不良債権処理」についても、不良債権の額を明確にするにとどまらず、企業の淘汰をしてでも不良債権の迅速な「実体的」処理を求める「創造的破壊」政策として受け止める主張が多かった。たとえば、星[2001]。

「不良債権処理の加速について」と題する文章で、吉川[2002]は、「不良債権の問題は銀行の問題にとどまらない。シュンペーターが喝破したように、問題の本質は『創造的破壊』を通じた資源の再配分にある。すなわち『産業再生』がキーワードになる」と主張する。「『銀行の問題にとどまらない』『不良債権の問題』とは何か？そのうちのいかなる部分が『不良債権処理（政策）』に含まれるか？」が不明である。先行して「シュンペーターは、企業家が生み出したイノベーションを現実のものとし、『創造的破壊』を現実のものとするのが銀行だと言った。銀行は資本主義経済の指令塔なのである。不良債権処理の後れは、この司令塔をマヒさせてしまう」と記し、「シュンペーターが喝破したように」と続ける。「紹介されているようなことをシュンペーターが『言った』として、それがなぜ重要か？『資本主義経済の司令塔』という表現の意味は何か？主張の妥当性を支持する論拠と証拠はいかなるものか？」と困惑する読者が今日の日本では少なくないだろう。1960年代以前ほどではないとしても、少なからぬ人達の間で Schumpeter の名前は特別の意味を持ち続けているようである。関連して、三輪[2008a, 23頁]の注22を参照。

でに生じてしまった事実である。それを直接償却しようが、間接償却しようが、あるいは償却そのものをしようがしまいが、それは単に帳簿上だけの話であり、そのことにより銀行そのものは悪くなりもよくなりもしない。」さらに、「銀行の貸出債権が不良債権であれば、それを会計的に『適正に』処理されなければならない。しかし、それは粉飾決算をしないという、会計のもっとも基本的なルールにすぎない。経営者として、間接償却であれ直接償却であれ、銀行実態を正確に反映する会計処理を粛々に行えばいい」（井口、2002、116～18頁）。「竹中プラン」による「不良債権処理」がこの基本的考え方に忠実であれば、その帰結とした何が期待され、結果として何が実現したか？

#### IV. 論点整理のための理論的検討

IV では、「不良債権」に関わる諸論点を俎上に乗せることを想定した簡単なモデルを提示し、それを用いて論点を整理する。

ここでは「プロジェクトの帰結 $V_1$ が確定値である状況」を想定する。各状況の実現が不確定（既知の分布に従う）なケースや、実現する状況の内容及び実現確率に「情報の非対称性」が存在するケースについても、以下に導かれる結論がほとんどそのままあてはまる。ただし、後者については、好ましくない事態の発生を想定して十分な担保・保証人の提供を借り手に求めるといふ、日本の融資取引でほとんど例外なく採用されている「補助的手段」が活用されていると想定している。<sup>27</sup>

##### [IV-1]. 基本型

###### 会社の設立とプロジェクトの企画・実行

以下の簡単なモデルを用いた検討から始める。

時点： $t=0, 1$

時点 1 で成果が上がる投資（事業）プロジェクトを企画し、その実行のために  $t=0$  で会社を設立する。出資金（自己資金、あるいは自己資本）は  $E_0$ 、必要投資金額は  $I_0$ 。 $I_0 > E_0$  であり、差額は銀行から借り入れる（ $L_0$ ）。したがって、 $L_0 = I_0 - E_0$ 。（以下、とくに断らないかぎり、プロジェクトの規模  $I_0$ 、その出資金  $E_0$  と借入（融資）金  $L_0$  への配分は、**given** と仮定する。）

金融機関（銀行） $i$  の貸出金利は  $roi_i$ 。これが「市場金利」（他の融資対象への融資金利）（ $r_0$ ）を上回り、回収可能であれば、融資取引は銀行  $i$  の利益になる。

---

<sup>27</sup> 詳しい検討内容については、三輪[2010a]のそれぞれ[2-1]、[3]、[4]を参照。「 $V_1$ が確定値である状況」という想定を「非現実的」だと考えて不満な読者は、十分な担保・保証人により借り手の融資債権が確実に保護されている状況だと考えていただきたい。結論は影響を受けない。「補助手段としての担保・保証人等の機能と役割」については三輪[2010a, (1), 33-37 頁]を参照。融資取引に関わる「情報の非対称性」との関連で担保・保証人等の役割に注目する視点は新しいものではない。「情報の非対称性」への対応手段としての担保・保証人等の活用は、金融取引さらに人類の歴史とともに古く、「情報の非対称性」という表現に注目が集まった時期にはるかに先行する。関連して、同上、42 頁の注 43 を参照。また、金融とりわけ中小企業向け融資と並んで、医療とりわけ日本の「医療経済学」分野でも、「市場の失敗」「外部性」「情報の非対称性」がキーワードとして強く偏愛されるはなはだ危険な傾向がある。この点に関心の読者は、三輪[2008b, (1), 69-73 頁]を参照。“bubble”や「不良債権」と同じく、これらの曖昧(fuzzy)、華美(colorful)、魅惑的(beautiful)で、“solid operational definition”に欠ける concepts がキーワードとして偏愛され多用されることと並行して、検討対象の実態と検討課題の発生メカニズムへの関心が低下し、実質的に放棄されることが多い。関連して、本論文後掲注 96 を参照。

## 投資プロジェクトの収益性

t=1 で実現する投資価値（企業収益）は確定値  $V_1$  である。このことを誰もが知っている。

t=1 での元利返済金  $L_1$  は  $L_1 = L_0(1 + r_{0i})$ 。これが上限である。

t=1 での投資家の取り分  $E_1$  は  $V_1 - L_1 = V_1 - L_0(1 + r_{0i})$  である。

投資家（出資者）は、投資を取り止めて、「市場金利」で運用することができる。その際の t=1 での取り分は  $E_0(1+r_0)$  である。

金融機関にも「市場金利」で運用する代替的機会があるから、金融機関が融資取引を選択するために必要な条件は  $r_{0i} \geq r_0$  である。したがって、 $L_1 = L_0(1+r_{0i}) \geq L_0(1+r_0)$ 。債権者の請求権が優先されるから、融資が実行されるために  $V_1$  が満たすべき条件は次の(1)で表わされる。

$$V_1 \geq L_0(1 + r_{0i}) \quad (\geq L_0(1 + r_0)) \quad (1)$$

投資家が融資を受けて投資を実行するために必要な条件は、次の(2)で表わされる。

$$E_1 = V_1 - L_0(1 + r_{0i}) \geq E_0(1+r_0) \quad (2)$$

$r_{0i}$  は  $L_0(1 + r_{0i})$  という形でのみ(1)(2)の双方に現われ、符号は逆である。 $r_{0i}$  はプロジェクトが実行されるか否かに影響し、実行された場合には当事者間の分配にのみ影響する。

条件(2)は、次の条件(2a)に等しい。

$$V_1 \geq L_0(1 + r_{0i}) + E_0(1 + r_0) \quad (2a)$$

## プロジェクトが実行されるために必要な条件

自由な市場における取引は、取引当事者双方の合意に基づいて成立する (voluntary exchange by agreement)。融資取引についても同様である。融資取引の実行には、条件(1)と条件(2)の双方が満たされる必要がある。

一見して明らかな如く、条件(2a)、したがって、条件(2)が満たされれば、条件(1)はつねに満たされる。つまり、投資家が融資を受けて実行を望むプロジェクトは、つねに銀行の利益に合致する。このため、銀行は融資要請に喜んで応じる。<sup>28</sup>

図 1. 投資プロジェクトの帰結  $V_1$  と「貸し渋り」・「借り渋り」

<sup>28</sup> この結論は  $r_{0i} \geq r_0$  を前提としている。

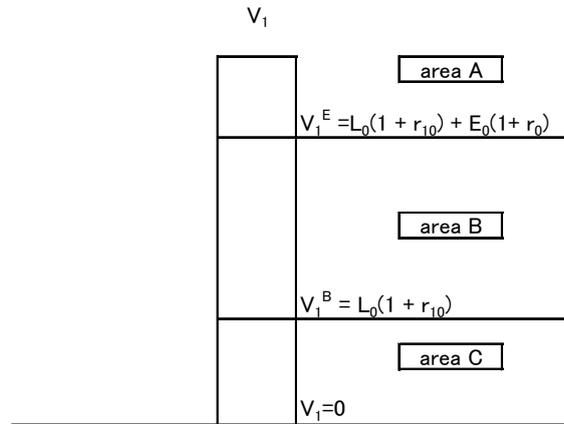


図1は、投資プロジェクトの帰結  $V_1$  の水準を3つに分割して示す。

条件(2)が満たされるためには、 $V_1 \geq V_1^E$  でなければならない。

条件(1)が満たされるためには、 $V_1 \geq V_1^B$  でなければならない。

図1のarea Aでは双方の条件が満たされて、融資・投資プロジェクトが実施される。Area Cでは双方の条件が満たされず、融資・投資プロジェクトは実施されない。Area Bでは条件(1)は満たされるが、条件(2)が満たされないため、融資・投資プロジェクトは実行されない。<sup>29</sup>

### プロジェクトの社会的望ましさと市場の screening 機能

投資プロジェクトの実行に必要な資金は  $I_0$  であり、その社会的コストは  $I_0(1+r_0)$  である。プロジェクトの実行が社会的に望ましいと判定されるためには、結果として実現する社会的便益(social benefit)が社会的コストを上回ることが必要である。検討中のケースでは、社会的便益と私的便益は一致し、その値は  $V_1$  である。したがって、当該プロジェクトの実行が社会的にも望ましいために満たすべき条件は、次の条件(3)である。

$$V_1 \geq I_0(1+r_0) \quad (3)$$

(3)の右辺は  $(L_0 + E_0)(1+r_0)$  であり、条件(2a)の右辺である  $L_0(1+r_{0i}) + E_0(1+r_0)$  を下回る。したがって、条件(2)を満たすプロジェクトは、その実行が社会的にも望ましい。

条件(1)の2番目の不等式と条件(2)の左辺の和は両者の右辺の和よりも大きいから、条件(1)と条件(2)から条件(3)が導かれる。このことから、条件(3)を満たすプロジェクトについては、 $r_0^*(\geq r_0)$  が存在し、 $r_{0i}=r_0^*$  の時、つまり融資金利として  $r_0^*$  を採用すれば、条件(1)と条件(2)の双方が満たされ、取引当事者間の合意に基づき、融資が実現し、プロジェクトが実

<sup>29</sup> 双方の意見が一致しない area B のプロジェクトを有する投資家(企業)の陥る状態は、「貸し渋り」よりも「借り渋り」と呼ぶのが適当だろう。そうであれば、ここで検討に用いているモデル上では、「借り渋り」は発生しても、「貸し渋り」は発生しない。

行される。<sup>30</sup>

条件(3)を満たさないプロジェクトについてはこのような  $r_0^*$ は存在しない。したがって、融資取引が成立せず、プロジェクトも実行されない。

この状況下では、当事者間の合意に基づく融資取引を通じて実行されるプロジェクトが社会的にも望ましく、すべての社会的に望ましいプロジェクトが市場取引を通じて実行される。この意味で、市場取引が社会的に望ましいプロジェクトとそうではないプロジェクトを識別する **screening** 機能を有効に果たす。

### ここでのプロジェクトの実行は、事業の継続、企業の存続と等しい

企業はプロジェクトを実行するために設立され、存続する。同様に、既存企業が事業を継続するのは、継続が自らの利益に合致するためである。既存企業が存続するのは、既存事業を継続し、あるいは新規プロジェクトを実行することにより、存続が自らの利益に合致するためである。<sup>31</sup>これらのケースには、以上の検討内容をそのまま適用できるから、検討結果もそのままあてはまる。<sup>32</sup>

各プロジェクト実行の社会的望ましさに関する検討についても、事業の継続や企業の存続の社会的望ましさにそのまま適用できる。その実行が資源配分の観点から社会的に望ましくないプロジェクトを実行する企業の存続や事業の継続は、より望ましい資源配分が市場に用意されているにもかかわらずその実現を妨げるから、望ましくない。そのような事業の継続、企業の存続は、より望ましい資源配分の実現を妨げる。そのような事業・企業の「再編成」や「倒産」の「防止」は、以上の意味で社会的に望ましくない。

### [IV-2]. 「不良債権」の発生と関係経済主体の「不良債権」への対応

[IV-1]に見たケースで、想定通りに事態が進展すれば、 $V_1$ の実現値が条件(2)を満たす( $V_1 \geq V_1^E$ で、図1の **area A**)から、「不良債権」は発生しない。

想定通りに事態が展開しなかったとしても、 $V_1$ の実現値が条件(1)を満たせば( $V_1^E > V_1 \geq V_1^B$ で、図1の **area B**)、「不良債権」は発生しない。

借り手が、 $t=0$ で約束した金額(元利合計である  $L_0(1+r_{0i})$ )を貸し手に返済できない状況

<sup>30</sup> このような  $r_0^*$ の上限を上回る  $r_{0i}$ を設定すれば、条件(3)と条件(1)を満たしても、条件(2)を満たさないから融資は要請されず、プロジェクトも実行されない。このような高い融資金利の設定は金融機関の利害に反する。

<sup>31</sup> 標準的な経済分析に通暁した読者にはこのような解説は不要と映るだろう。ここでは、調達・保有する資金を用いて実行するビジネス・アクティビティを「プロジェクト」と呼んでいる。新工場の建設、研究開発、石油開発、マンション建設などのプロジェクトの開始にかぎらず、従来の事業の継続や、現在苦境にある企業を存続させて将来に備えあるいは期待することなども含まれる。

<sup>32</sup> たとえば、事業継続のケースのイメージに合わせることに熱心な読者は、 $I_0$ を  $V_0$ と置き換え、 $E_0$ を  $t=0$ における自己資本の価値と読み替えればよい。

(以下、「想定外の事態」)が  $t=1$  で発生するのは、 $V_1^B > V_1$  (図 1 の area C) のケースである。このケースで、 $L_0(1+r_{0i})$  が「不良債権」となる。 $T=0$  で想定した  $V_1$  と区別するために  $V_1^*$  と記すことにする。

「不良債権」の実質価値あるいはその回収可能額については、以下の[Case 1: 基本型] のように考えるのが標準的だろう。「想定外の事態」発生後の  $t=1$  においても、[IV-1]に見た基本型の内容がそのままあてはまる。

[Case 1: 基本型]に続いて、基本型の解説を目的とする[Case 2a]~[Case 2c]を補論として置く。先を急ぐ読者は読み飛ばしても実質的支障はないだろう。

### [Case 1: 基本型]

「想定外の事態」発生後の  $t=1$  に債権者が取得するのは売却可能な資産であり、その市場価値は  $V_1^*$  である。この Case 1 では、「不良債権」のうち回収できず「損失」となるのは  $L_0(1+r_{0i}) - V_1^*$  である。債権者は回収した  $V_1^*$  を最も有利な運用先に振り向ける。

企業  $j$  がプロジェクトを実施(継続)するには  $L_1$  の資金が必要であり、その結果、 $t=2$  での価値は  $V_{2j}$  となる、と仮定する。 $L_1$  の資金の  $t=1$  での投入によって  $t=2$  に  $j$  番目の運用先で実現する価値が  $V_{2j}$  だから、銀行は最大の  $V_{2j}$  を実現する  $j$  番目の運用先に資金を振り向ける。 $L_1$  の融資先の選択に、 $j$  番目の運用先が前期 ( $t=0$  から  $t=1$  に至る期間) に損失を蒙った融資先であるか否かは影響しない。融資先が前期と同一であったとしても、「誤った資金配分」に帰結する「追い貸し」として特別扱いする必要はない。<sup>33</sup>

運用先  $j$  に資金を振り向けるために必要な条件は (4) である。

$$V_{2j} \geq L_1 (1+r_1) \quad (4)$$

ここで  $r_1$  は  $t=1$  から  $t=2$  までの期間の「市場金利」である。(4) は前出 (1) に対応する(実質的に同じである)。銀行の融資行動は、[IV-1]に見た基本型の内容と変わらない。 $T=1$  に至る過去の経緯(たとえば、過去の融資のパフォーマンス、とりわけ「損失」)は、 $t=1$  における銀行の融資行動に影響を与えない。<sup>34</sup>

<sup>33</sup>  $L_1 - V_1^* > 0$  としよう。融資先企業  $j$  が前期に損失を蒙った融資先であれば、差額が「追加融資」となり、これが「追い貸し」と呼ばれるのかもしれない。企業  $j$  が既存取引先の新規プロジェクトであれば、 $L_1$  全額が既存取引先への「追加融資」となり、回収資金  $V_1^*$  に「差額」が上乘せされることになる。企業  $j$  が新規取引先であれば、 $L_1$  全額が「新規融資」となる。

<sup>34</sup> CHK[2008, p.1944]は、BIS 規制との関連で銀行が「不良債権」化した融資を継続(「追い貸し」)したとして、次の如く記す。“The fear of falling below the capital standards led many banks to continue to extend credit to insolvent borrowers, gambling that somehow these firms would recover or that the government would bail them out.”さらに、“By keeping these unprofitable borrowers (which we call “zombies”) alive, the banks allowed them to distort competition throughout the rest of the economy.”過去の融資が「不良債

#### [解説のための補論(1) : Case 2a] 融資規模 $V_1^*$ の継続

「想定外の事態」発生後の  $t=1$  に債権者が取得するのは融資先企業の経営権（支配権）であり、その市場評価（売却価格）は  $V_1^*$  である（融資先企業を清算する方が価値が高ければ、 $V_1^*$  は清算価値である）。

企業を現状のまま存続させた場合に、 $t=2$  に実現する価値を  $V_2$  とする。経営者の交替の有無にかかわらず、経営権を譲渡した場合に債権者が獲得する価値は  $V_1^*$  であるとする。

当該銀行が回収可能資金  $V_1^*$  を存続企業に振り向けるために必要な条件は、実質的に(4)と同じ(4a)である。（より有利な運用先  $j$  が他に存在すれば、存続企業ではなく  $j$  を選択するだろう。しかし、ここでは、「他の運用先（選択肢）」は「市場」でありその収益率は  $r_1$  と仮定している。）他の銀行も同様の条件で行動すると考えられるから、当該銀行が融資先として存続企業を確保できるとはかぎらない。

$$V_2 \geq V_1^* (1+r_1) \quad (4a)$$

このような存続企業向け融資を、「誤った資金配分」に帰結する「追い貸し」として特別扱いする必要はない。

以上の検討結果は、「想定外の事態」発生後の  $t=1$  で、「不良債権」化した融資債権のうち、 $V_1^*$  を上回る部分 ( $L_0(1+r_0) - V_1^*$ ) の状況には依存しない。たとえば、この部分のバランス・シートからの消去(オフバランス化)が最優先で取り組むべき政策課題として推進された「不良債権処理」の核心であったとすれば、的外れであったことになる。「会計は事業実態を映す鏡にすぎない。会計的処理をどのように行おうが、企業実態に影響を与えない。不良債権という企業（銀行）実態の悪化はすでに生じてしまった事実である」(井口、2002、116頁)。

#### [解説のための補論(2) : Case 2b] 投資家の努力水準 $e$ の導入

---

権」化した融資先 (“insolvent borrowers”) への継続（あるいは追加）融資が“gambling”だとする主張が、彼らが採用する「分析上の仮定」か「分析に基づいて導出された結論」のいずれであるかは不明である。前者であれば奇妙・不可解で現実離れた仮定だとして、この仮定に基づく検討結果を受け入れない読者が多いはずである。後者であれば、「たとえば、ほとんどの企業が債務超過に陥った戦後の荒廃と混乱の中から多くの企業が復活したのも“gambling”の結果か？ 奇妙な結論だ。証拠を見せてくれ」と不満な読者が多いだろう。IXに見る如く、この主張（おそらくは「仮定」）は、CHK[2008]全体の大前提となっている。“[U]nprofitable borrowers (which we call “zombies”) alive”という表現が、「過去の融資が『不良債権』化した融資先」というにとどまらず、「今後も“unprofitable”な借り手であると判断（あるいは、「仮定」）している（つまり、(4)式に示される条件を満たさない）。CHK[2008]全体がこの「仮定」の上に構築されているから、その relevance・説得力もこの「仮定」の妥当性に全面的に依存する。

「前出(2)に対応する、投資家（企業家あるいは経営者）が銀行に融資継続を求めるとともに必要な条件はどうか？」「実現する  $V_2$  の全額が貸し手銀行に帰属するとすれば、投資家はなぜ企業を存続させ、 $V_2$  の実現に努力するのか？なぜ銀行は  $V_2$  の実現を期待するのか？」とする疑問を少なからぬ読者が抱くだろう。

(4a)で厳密な不等式が成立するケースを想定しよう。銀行にとっては、少なくとも等号が成立すれば企業存続が望ましく、差額の一部を投資家に分配することになっても、状況に変化はない。

投資家の努力水準を  $e$  で表わし、投資家は  $e$  の水準に依存する不効用  $g(e)(g(e)>0, g'(e)>0)$  を負担するとしよう。 $T=2$  で実現する価値は  $V_2(e)$  であり、そのうち一定額  $V_2^*(V_2(e) > V_2^*)$  を銀行が取得するものとする。投資家の取り分  $V_2(e) - V_2^*$  が  $g(e)$  を上回れば、 $V_2(e)$  の実現に努力することは経営者の利益に合致する。経営者の目的関数  $U(e) = V_2(e) - V_2^* - g(e)$  を最大にする  $e=e^*$  が経営者にとって最適な選択となる。この  $e^*$  は  $V_2(e) - g(e)$ 、つまり、双方の実質的取り分の合計値を最大にする  $e$  でもある。

銀行融資に必要な条件、企業存続に必要な条件は、それぞれ(4b)と(5)となる。

$$V_2^* \geq V_1^* (1+r_1) \quad (4b)$$

$$V_2(e^*) - V_2^* \geq g(e^*) \quad (5)$$

このケースでも、このプロジェクトを実行する社会的コスト  $V_1^* (1+r_1) + g(e^*)$  を社会的便益が上回れば(4b)と(5)の双方を同時に満たす  $V_2^*$  が存在し、双方の合意に基づいて、融資は継続され、企業は存続してプロジェクトを実行し、 $V_2(e^*)$  が実現する。このような存続企業向け融資を、「誤った資金配分」に帰結する「追い貸し」として特別扱いする必要はない。

ここで、 $V_2^* = V_1^* (1+r_{1i})$ 、 $r_{1i} \geq r_1$  としてもよい。このケースでは、 $t=1$  の(4b)と(5)が  $t=0$  の(1)と(2)に対応することがいっそう容易に理解できるはずである。

$T=0$  で  $t=1$  に返済すると約束した金額（元利合計である  $L_0(1+r_{0i})$ ）がそのまま「不良債権」として計上されていれば、 $t=2$  での請求予定金額はこれに第1期の金利分  $r_{1i}$  を反映した  $L_0(1+r_{0i})(1+r_{1i})$  となり、 $V_2^*$  を大きく上回ることが予想される。 $L_0(1+r_{0i})(1+r_{1i}) - V_2^*$  の金額分を  $t=2$  で請求しないことを明示することが、貸し手金融機関の最適な選択の一環を構成する。「債権放棄」である。かかる「債権放棄」を「不良融資先に対する補助金の供与」と呼ぶことは分析者の自由だとしても、「誤った資金配分」に帰結する「補助金」として批判するのは適切でない。<sup>35</sup>

<sup>35</sup> このような「債権放棄」がなければ、借り手企業は  $V_2(e^*)$  に向けた努力をせず、結果として企業活動、さらに経済全体の停滞に帰結するとして、「不良債権」の大量存続を日本経済の「失われた10年(20年)」の基本的原因の1つとして重視する見方が有力である。Debt overhang 論である。しかし、そのような状態の存続は貸し手と借り手の双方の利益に反する。たとえば、「債権放棄」によるそのような状況の発生回避が双方の利益に合致する。このため、Debt overhang 論に基づく主張、政策論議は、日本の貸し手と借り手の双方が合

Case2a とは異なり、Case2b では、融資継続によるプロジェクトの実行を通じる双方に望ましい状態  $V_2(e^*)$  の実現のために「債権放棄」が必要である。必要な「債権放棄」額は  $V_2(e^*)$  に依存する。 $V_2(e^*)$  が高くプロジェクトが極めて有望であるにもかかわらずその点に関する市場の評価が低いケースでは、 $V_1^*$  が低く、「不良債権」化した融資債権のうち  $V_1^*$  を上回る部分  $(L_0(1+r_{0i}) - V_1^*)$  の全額を「放棄」する必要がないこともある。双方にとって望ましい選択結果として「債権放棄」額も決定されるから、「不良債権」処理を「政策」として進める必要はない。

### [解説のための補論(3) : Case 2c] 融資金額 $L_1$ の選択

「しかし、存続企業と融資銀行の双方にとって、融資金額  $L_1$  を回収可能金額  $V_1^*$  を継続・維持する水準に留めることが合理的か？たとえば、 $t=0$  の  $I_0$  に対応する、 $t=1$  での最適な投資規模をなぜ選択しないのか？」という疑問も浮上するだろう。

$V_2$  が投資家の努力水準  $e$  とともに投資規模  $I_1$  に依存するとする。すなわち、 $V_2 = V_2(I_1, e)$ 。さらに、 $E_1$  を自己資本として新たに調達するとしよう。 $I_1 > E_1$  であり、差額  $(L_1)$  は銀行から借り入れるとする。

Case 2b の延長線上で考えよう。貸し手は、 $V_2^*$  に加えて  $(L_1 - V_1^*)(1+r_{1i})$  を  $t=2$  で受け取ることにする。「追加融資」の金利は  $r_{1i}$  ( $r_{1i} \geq r_1$ ) である。 $(L_1 - V_1^*)$  は正負いずれであってもよい。<sup>36</sup> この取引条件の下では、双方の合意に基づいて最適規模のプロジェクト  $I_1^*$  を採用し、借り手企業は最適な努力水準  $e^*$  を選択する。

銀行融資に必要な条件、企業存続に必要な条件は、それぞれ(4c)と(5a)となる。

$$V_2^* + (L_1 - V_1^*)(1+r_{1i}) \geq L_1(1+r_1) \quad (4c)$$

$$V_2(I_1^*, e^*) - V_2^* - (L_1 - V_1^*)(1+r_{1i}) \geq g(e^*) + E_1(1+r_1) \quad (5a)$$

(4c)の左辺は、(4b)の左辺に「追加融資」の元利額を加えたものであり、右辺は、(4b)の右辺に「追加融資」額を「市場金利」で評価した追加融資コスト分を加えたものである。(5a)の左辺は、 $t=2$  で実現する価値から銀行の取り分 ((4c)の左辺) を差し引いた、投資家の取り分であり、右辺は、その実現に要するコストである。これまでのものと、実質的に同じである。

$V_2^* = V_1^*(1+r_{1i})$  のケースでは、(4c)の左辺は  $L_1(1+r_{1i})$  となり、(5a)の左辺もこの値  $(L_1(1+r_{1i}))$  を  $V_2(I_1^*, e^*)$  から差し引いた値になる。このケースでは、 $t=1$  の(4c)と(5a)が  $t=0$

---

理的に行動せず、そのような非合理的行動の大量発生が長期的に存続して「失われた10年(20年)」に結果したと主張していることになる。多くの読者が困惑するはずである。この点に関して詳しくは、三輪[2010a, (1), 16-18頁]を参照。竹中[2006, 34-36頁]は、debt overhang 論がいわゆる「竹中プラン」の基礎としても重要であったとする。

<sup>36</sup>  $V_1^*$  の一部を回収して、残存部分を継続して融資するケースでは、「追加融資額」 $(L_1 - V_1^*)$  は負になる。

の(1)と(2)に対応することがいっそう容易に理解できるはずである。

[Case 1 : 基本型]の(4)の右辺が  $L_1(1+r_1)$  である点を想起されたい。「(4)は前出(1)に対応する(実質的に同じである)。銀行の融資行動は、[IV-1]に見た基本型の内容と変わらない。」

$L_1 - V_1^* > 0$  のケースでは、「不良債権」となった融資先に対する「追加融資」だとして厳しい批判が向けられるかもしれない。しかし、これまでのケースと同様、たとえば、「誤った資金配分」に帰結する「補助金」として批判するのは適切でない。

### 「不良債権」「処理」「政策」が必要だとする主張の根拠？

先行する時期に「融資」に伴う「損失」や「不良債権」が発生したか否か、どの程度発生したかに関わりなく  $t=0$  の融資配分は取引当事者間の交渉(「融資取引市場」)を通じて最適な状況が実現する。

同様に、発生した「不良債権」の「処理」を含む対応策の選択に関しても、取引当事者間(および「市場」)の交渉を通じる選択によって最適な状況が実現する。

$T=1$  で「不良債権」化した融資の借り手企業に対する融資を特別視する根拠はない。そのような企業に対する継続融資(さらに「追加融資」)が経済の資源配分を歪めると考えることにも、そのような「追い貸し」の横行が日本経済の「失われた10年(20年)」に結果したとする主張に根拠があるとは思われない。

「想定外の事態」発生の結果  $t=1$  で融資金融機関に残された「不良債権」の処理を含む  $t=2$  までの時期の融資配分を当事者間の交渉(「市場」)に任せず、政府が強力に介入する必要があるとする主張がある。「バブル」崩壊後に残され長期間にわたって放置された大量の「不良債権」の「処理」が21世紀初頭の日本政府の最優先課題だったとする「通説」「通念」が象徴例である。この主張が、強力な政府介入が必要だとするのは「不良債権」処理にかぎらない。「不良債権」の「処理」は、金融機関の資金(融資)配分の一環である。政府の介入は  $t=1$  における金融機関の資金配分全体、さらに行動・意思決定の全般に及ぶはずである。 $T=0$  における資金配分についても同様であることになる。

標準的な主張によれば、資金(融資)配分についても取引当事者間(および「市場」)の交渉を通じる選択(「市場機能(メカニズム)」)によって最適な状況が実現する。これに対して、『市場』はしばしば失敗する。資金(融資)配分についてはその可能性が高く、失敗のコストも高い」と対立する立場を採用していることが1つの可能性である。もう1つの可能性は、市場の機能に関しては標準的な主張を採用し、そのうえで、異なる資金配分が社会的には望ましく、その実現のために政府介入が必須だとする主張である。これらのいずれ(あるいは、双方)を根拠とするかは不明である。しかし、資金(融資)配分に関する市場機構の機能とその帰結に関する評価が基本的な論点・対立点である。不可解な主張だと考える読者が多いだろう。<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> 昭和20年代から30年代の「資金調整活動」を想起して、「変わらないものだ・・・」と

政府の強力な介入の根拠として「市場の失敗」を重視する立場は、資金(融資)配分にとどまらず、「市場機能」全般に対する不信(「市場不信」)につながる。同時に、「政府の失敗」の可能性をも考慮した政府介入のコストとの関連では、政府の機能と役割に対する信頼の高さ(「政府過信」)を反映する。資金(融資)配分との関連では、「市場を通じる資金配分はしばしば『失敗』するかもしれない。しかし、より望ましい配分を政府に実現できるのか?この時期の資金配分への政府の強力な介入政策は、結局、『成功』したのか?」という疑問に対応する必要がある。市場の帰結とは異なる資金配分の実現のために政府が関与することを根拠とするとすれば、「そのような目的の実現を目指す政策の正当性はどこにあるのか?」とする検討課題が浮上する。

いずれの根拠によるにせよ、「政府はより『よい』資金配分を実現する能力(competence)を有するか?その基盤となる関連情報を収集・加工し判断・利用する能力があるか?」とする基礎となる設問に誰もが直面せざるを得ない。関連情報の圧倒的な部分を金融機関に依存せざるを得ないという政府に、このような能力およびその適切な利用を期待することには悲観的であるのが自然だろう。<sup>38</sup>とりわけ、1990年代以降の日本政府の金融規制・金

---

苦笑する読者も多いだろう。国家総動員法や臨時資金統制法などの戦時統制法規の撤廃に対応して政府が決定した「金融機関資金調整に関する措置要綱」とその一部である「金融機関資金融資準則(融資準則)」に始まり、全銀協の融資自主規制委員会(1951年)、1955年の資金委員会法案の衆議院通過という状況下で全銀協が設置した投融资委員会(1955年)、さらに銀行不信の強まりに対応して発足した資金調整委員会(1957年)、そして1965年の「銀行融資に関する共同準則」(全銀協)などと延々と続いた(簡単には、三輪[1993, 226-34頁]を参照)。1990年代の「土地関連融資の適正化」や貸金業規正法の成立・改正を含む「ノンバンク『問題』」などをめぐる論争・騒動、さらに「不良債権(処理)」騒動の基盤・背景の中に同質の「金融規制」の見方・意見(「金融規制必要論」)が受け継がれている。関連して、三輪[1993]第3章、第4章を参照。

ただし、有効な資金配分規制の実行可能性にも注意する必要がある。「信用(credit)は、耐久性があり(durable)、目に見えず(invisible)、他のもので代替できる(fungible)。きわめて多様な形態での取引が可能であり、価値のある資産を有するすべての経済主体が供与できる。瞬時に裁定(サヤとり)が実現可能である。割当(rationing)の有効な実施がもっとも困難な財・資産である」(三輪・ラムザイヤー、2007、30頁)。また、資本市場が厳しい規制下に置かれた状況から離脱したのは1980年代の「自由化」以降であり、最近のことだとする誤解が今日でも有力である。おなじみの教科書は、次の如く主張している。「1970年代半ば以前には銀行借入以外に資金調達の方法がなかった」(Ito、1992、p.119)。「銀行しか資金調達できるところがなかった(banks “were the only game in town”)(Hoshi and Kashyap、2001、p.310)。高度成長期に関してもこの見方が「誤解」であり、実態からはなはだしく乖離した「神話」である点に関しては、Miwa and Ramseyer [2004]、簡単には三輪・ラムザイヤー[2007]第2章～第4章を参照。「貿易自由化」を象徴とする「自由化」の実態とその背景については、三輪・ラムザイヤー[2002、4-4]を参照。

<sup>38</sup> 20世紀最重要の社会的・経済的実験であったソ連型行政指令経済の失敗が旧ソ連邦の崩壊として象徴的に現実化した1990年前後以降の時期の日本で、この点に関して楽観的な読者は多くはないだろう。この点に関心の読者は、Stalin独裁下のソ連と戦時期の日本に焦点を合わせた、三輪[2008a]のIntroductionを参照。

融行政の経過を観察してきた日本国民の多くが否定的な回答を導くはずである。<sup>39</sup> 関連情報に関わる論点については次節で立ち入る。

#### [IV-3]. 3つの追加的コメント

「このようなあまりにも明白かつ単純な話を延々と展開して・・・」と不機嫌な読者が多いかもしれない。しかし、「不良債権」を象徴的キーワードとする「失われた10年(20年)」の原因を「不良債権処理」の遅れに求める見方が「通説」「通念」として長期間にわたって広く受容されてきた。この観察事実に照らせば、このような不満を抱く人々が多いとすれば、歓迎すべき大発見ということになる。

ここでは、3点についてのみ簡単に追加的コメントを記す。

#### 検討結果は、採用した分析上の仮定に依存している

以上の検討結果は、もちろん、採用した分析上の仮定に依存している。たとえば、 $t=1$  で取得した経営権を譲渡すれば、その価値は  $V_1^*$  であると仮定した。譲渡先に関わりなく  $V_1^*$  は一定とする仮定は、たとえば、他の企業あるいは他の経営者に経営権を譲渡し経営を委ねることにより、会社の保有する資産・資源のより有効な活用を実現できる可能性を排除している。

この仮定は、「想定外の事態」発生の結果である「不良債権」に対する  $t=1$  における銀行の対応策の検討を簡単にするために採用したものである。この仮定を棚上げしても結論は実質的には変わらない。融資債権の「不良」化により融資先企業の経営権を取得(掌握)する option を取得した銀行は、「option を行使するか否か」「取得した経営権を自ら行使するか、他の経済主体に譲渡するか」などの多面的な選択肢の中から、自らの利益の実現に最適な組み合わせを選択する。たとえば、投資家(経営者)の活動を支援しつつ取引先企業への融資を継続する、経営権を掌握して新しい経営陣の下で企業を存続させ変貌させる、経営権を譲渡して譲渡先企業に実質的経営を任せる、清算して債権を回収するなどである。

この際に、必要だと考えれば、融資先企業の経営者の交替や既存事業の一部からの撤退も対応策の一環として実現するだろう。融資先企業への融資を継続し、さらに融資額を増額したとしても、そのことが経営能力に欠陥のある企業への「追い貸し」を通じて資源配分の歪みを助長することにはならない。

たとえば、IX に詳しく見る如く、CHK[2008, p.1960]は次の如く記す。

A zombie firm is defined to be a firm that does not adjust the project selection rules

---

<sup>39</sup> 被規制企業の提供する関連情報に決定的に依存することになる規制機関は、あたかも被規制企業(産業)の囚われ人(captive)のように行動するようになるとする captive view が広く受け入れられている。

when a (negative) shock hits the industry, consistent with the discussion above. A non-zombie firm adjusts the project selection rules following the shock.

この“zombies”と「想定外の事態」の発生の結果 $t=1$  で返済される予定だった融資債権が「不良債権」化した融資先企業とは必ずしも対応しない。“Zombies”とは、shockへの対応能力がないために営業赤字になり、融資金融機関の「支援」を受けてようやく存続する企業のことであるという。Shockへの対応能力と、今後の時期の（平時の）経営能力とがいかに対応するかは不明あるいは独立と考える読者は困惑するだろう。“Project selection rules”を“shock”後に“adjust”できるか否かが、CHK[2008]の議論（したがって結論）を左右する。CHK[2008]は、non-zombiesにはadjustできるがzombiesはadjustできないと仮定する。決定的に重要な仮定であり、致命的な仮定だとする私の見方に賛同する読者が多いだろう。<sup>40</sup>

#### バランスシートの「毀損」・「調整」・「罨」、バランスシート不況」？

世紀の変わり目の頃から、「バランスシート」という表現が話題になる機会が増え、今日に至っている。「バランスシート調整」「バランスシート調整の遅れ」「バランスシートの罨」「バランスシート不況」「バランスシートの毀損」などである。しばしば「不良債権処理（の遅れ）」や debt-overhang などの表現と連動している。「不良債権処理（の遅れ）」や debt-overhang をキーワードとする「失われた 10 年（20 年）」の解説がほとんど理解不能なのと同様、一連の「バランスシート」論議もほとんど理解不能である。もちろん、私にとって理解不能であることは、それらの主張が誤りであることを意味しない。理解不能な主張を要約して検討の俎上に乗せることはできないから、読者自らが試みればよい。

小林・加藤[2001, 163 頁]<sup>41</sup>は、「第 4 章 バランスシートの罨——日本経済が陥った『停滞均衡』」で次の如く記す。「『不良債権』とは何か？」「その『処理』とは何か？」「『半ば日常的に行われてきた』その『処理』の『先送り』とは何のことか？」「定義と具体的証拠は何か？」「『先送り』はどの程度の規模で行われたか？どの程度に重要か？なぜか？」と戸惑っている本論文の読者の多くには、ほとんど理解不能だろう。「『不良債権処理』あるいは『バランスシート調整（資本ストックの減価）』の『先送り』こそが問題だといわれても、『バランスシート調整（資本ストックの減価）』の意味、これと『不良債権処理』との関連性はどのようなものか？」という難問の前に苦笑する他ない。もちろん、「不良債権処理」の「先送り」が存在しなければ、その発生メカニズムの解明は空振りに終る。

90 年代を通じて行われてきたケインズ政策にもかかわらず、日本経済はいまだに持続的な回復基調を見せていない。そこには、従来の理論が想定していなかった「何か」が

<sup>40</sup> 先注 28 を参照。CHK[2008]の全体が特殊・特異な主張（おそらくは「分析上の仮定」）に依拠している。「仮定」採用の理由と根拠はいずれも不明である。

<sup>41</sup> 代表的文献として、他に高田・柴崎[2003]、Koo[2008]がある。

働いているのではないか？／・・・われわれは「不良債権処理」の「先送り」こそが、その「何か」の根本原因だと考える。つまり、「不良債権処理」あるいは「バランスシート調整（資本ストックの減価）」の「先送り」が、総需要を収縮させ、GDPギャップを拡大していると考えなのだ。／「不良債権処理（バランスシート調整）」の「先送り」は、プリンシパル・エージェント問題などを重視する最近のマクロ経済学でも、これまで想定されてこなかった現象である。だがそうした「先送り」は、90年代の日本において半ば日常的に行われてきた。そして、「先送り」が存在する限り、・・・日本経済均衡のための「必要条件」が満たされることはない。

内閣府経済社会総合研究所の「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策」シリーズ第4巻所収の小川[2009]のタイトルは「バランスシートの毀損と実物経済——1990年代以降の実証分析」であり、第2節～第6節のタイトルは「バランスシートの毀損と」の後にそれぞれ「企業行動——理論的整理」「企業行動——先行研究のサーベイ」「設備投資行動」「雇用調整」「研究開発投資」と続く。

「バランスシートの毀損」という表現に関して、『バランスシートの毀損』とは何か？」「なぜ『毀損』と呼ぶのか？」「金融取引との関連で見ると、貸し手と借り手のいずれの側の『毀損』により注目するのか？」「『毀損』という変化分と『毀損』した状態のいずれに注目するのか？」「なぜそれが重要か？」と困惑する読者が多いだろう。「たとえば、東京の地価が上昇したとしよう。企業や家計のバランスシートは『x x（毀損の逆）』したと表現するか？その帰結としての実物経済への影響が興味深い検討課題となるか？」「企業の目的関数である利潤関数にはどのように現れるか？標準的な理解では、wealth effect は現れないはずだが・・・？」「この時期の日本に特有の問題設定か？」など設問が続くだろう。

小川[2009, 347頁]は、冒頭に次の如く記す。

バブルの崩壊とともに経済主体のバランスシートは、大きく毀損した。債権者にとっては不動産関連の貸出が不良債権化し、債務者側では借入債務の多くが返済不能になり、過剰債務の状況が発生した。各経済主体のバランスシートの悪化は、経済主体の行動にも多大な影響を及ぼした。とくに、巨額の不良債権を抱えた銀行部門に対しては、マスコミにも「貸し渋り」、「貸し剥がし」、「追い貸し」ということばが登場し、不良債権が金融仲介機能へ及ぼす影響について大きな関心が寄せられた。

営業上の損失、土地投資や研究開発の失敗、税金・配当・賃金・退職金・年金などの支払額の増加などによる、対前期比での純資産額の減少分（変化分）、あるいはその結果としての純資産額の減少や自己資本比率の低下した状態のいずれを「毀損」と呼ぶにしても、そのような事態の発生が、たとえば、企業の設備投資行動に与える影響は一様ではない。<sup>42</sup>

<sup>42</sup> 小川[2009, 352頁]は、「理論的には銀行のバランスシートへの負のショックが、貸出に

標準的な理解では、企業の投資機会（投資資金の需要曲線）はそのような事態の発生・有無によって影響されないから、この曲線と設備投資資金の限界調達コスト曲線の交点に設備投資額が決まる。「問題の事態」の発生によって資金の限界調達コストが大きく影響されることは通常はないから、設備投資額も大きくは影響を受けない。<sup>43</sup>

戦争による破壊と混乱、戦後も繰り返された不況の到来に伴う利益の減少、石油ショックや震災などの結果として発生した企業利益の減少などが、つねにすべての企業の設備投資や研究開発投資を減少させたわけではない。また、純資産の少ない企業はつねに投資を抑制するとすれば、新規参入企業や **venture business** の登場は困難を極める。

そのような利潤の減少一般ではなく、「借入債務」が「返済不能」になるような「毀損」だと反撥する読者が少なくないかもしれない。しかし、[IV-2]で詳細に見た如く、貸し手に魅力的に映る投資機会を有する企業は、債務超過であっても資金調達に困らない。従来の債権者が融資を拒んだとしても、同様である。**Debt-overhand** 理論の適用可能性を強調する主張は、その結果が債権者の利益に反する点を無視している。

さらに、「借入債務」が「返済不能」になるような「毀損」こそが重要だとする主張は、そのような企業の経済全体に占める比重は小さいという日本経済の実態、そのような企業が結果として動けないとしても新規参入企業を含めた競合企業がビジネスチャンスを奪い取ることが多いという市場経済の現実を没却している。会社の重要メンバーがスピンオフして新規設立企業や他企業にビジネスチャンス実現の場所を求めるという選択肢も残されている。

そのうえで、「バランスシート毀損」の帰結が、大多数の日本企業の行動を 10 年間の長期にわたって決定的に制約し続けるという解説を妥当だとして受け入れるか否かの選択も読者に任せよう。<sup>44</sup>

---

及ぼす効果を確定することはできず、優れて実証的な問題といえる」として、注 9 で「銀行のバランスシートへの負のショック」が「貸出を抑制するという命題を支持する実証研究」と「貸出を促進するという追い貸しを支持する実証研究」をリストアップしている。しかし、以下の 3 つの設問から、このような試みに大きな意味があるとは思われない。(1) 結論が、他の条件に依存しないか？そのため、**black-and-white type** の区分けに意味があるか？(2) 融資の変化分が「不良債権」か否か、どの程度が「不良」かという点の検討は不要か？(3) たとえば、増加に区分される福田等は、非上場企業への融資の金額を調べただけではないか？

<sup>43</sup> 簡単には、三輪・ラムザイヤー[2007, 25-29 頁]を参照。もっとも、資金配分規制や産業政策への適用を念頭に置いたものである。

<sup>44</sup> 「不良債権」と融資資金配分の歪み、資源配分の歪み、「失われた 20 年」などとの関連性については VIII で再説する。西村[2009]は最後の節を「資本毀損の時代と資本不足解消策」と題して、「バブル崩壊後の金融問題の本質がまさに『資本毀損の時代』であったことをいっそう明確に認識する必要がある」(277 頁)とする。日本の資本市場および世界の資本市場における日本の金融機関(少数の個別銀行ではなく、ほとんどすべての金融機関、「金融部門」全体のことである)が 10 年以上の長期間にわたって関連政策の責任者にとっても手の打ちようがない状況であり続けたとする彼等の認識やそのような事態に対する準備もなかったという状況に関する評価も読者の課題の一環である。また、小川[2009]の基礎とな

## BIS (Bank of International Settlement)規制

「BIS 規制の存在が『バブル』崩壊後の日本の金融機関の行動、とりわけ『不良債権』処理を大きく制約した。この点を無視する以上の議論は、的外れだ・・・」と不満な読者が多いかもしれない。[IV-2]までの内容を受け入れて、「BIS 規制の影響はどのようなものか？これこそが『不良債権処理問題』『貸し渋り（騒動）』の実質的主役だとする『通念』は妥当か？」と考え始めたかもしれない。

「BIS 規制の影響」という話題も具体的内容は必ずしも明確ではない。「BIS 規制の影響が決定的だった・・・」とする主張も例外ではない。

たとえば、「『不良債権』を『処理』すると、『自己資本』が大きく減少し（毀損され）、融資の総額を大幅に削減しなければならなくなった・・・」とする解説がある。「だから『不良債権』処理が進まなかったのだ・・・。相当部分が回収不能であるにもかかわらず、バランスシートに資産として全額計上され続け、市場で売却（処理）して $V_1^*$ を回収し、他の運用先へ振り向けることができなかった」という。<sup>45</sup>

生じた事態にこの解説が正確に対応しているとしよう。そのうえで、「BIS 規制は本当に binding だったか？」「影響は重要だったか？」「なぜ重要だったか？」「どの程度重要か？」と問い、さらに以下の設問群に自問自答して欲しい。

(1) 以上に見た如く、計上され続けた「不良債権」の大きな部分が「粉飾」だったとしても、この点を指弾され対応を強要されることがなければ、企業行動に影響はない。この状態の継続で、誰が困ったか？なぜ困ったのか？規制に強制力があつたか？政府部内の関係部署の担当者が、「国際信義上放置できない・・・」と判断したのか？「政府」のメンツのためか？

(2) 「竹中プラン」が実行に移されるまでの長期間にわたってこの状態が「放置」された。なぜこの時点で「処理」を実行しなければならぬと判断したのか？「想定外の事態」の結果である緊急事態だとして、現状の容認を各国に求めることはできなかったのか？

(3) 銀行の自己資本不足が「政策」上も決定的に重要であつたとしよう。なぜ公的資金を注入しなかったか？この点に関して「世論」「政治」が容認しなかったとする解説があるかもしれない。かかる状況を解決せず（できず）10年が経過した。同じ政府が「不良債権」処理を急がせることに違和感はないか？

(4) 「不良債権」の実質価値が  $V_1^*$  であることは広く市場で認識されていた。そのためも

---

った小川[2007]の、日銀短観の「金融機関の貸出態度」DIを「資金供給側の状態を表わす代理変数となる」として展開する研究とその結果に関する疑問と批判的検討については三輪[2011c]のIXを参照。

<sup>45</sup> たとえば、CHK[2008, p.1944]は次の如く記す。“The fear of falling below the capital standards led many banks to continue to extend credit to insolvent borrowers, gambling that somehow these firms would recover or that the government would bail them out.”

あって、一部の銀行の「健全性」・存続について市場が疑心暗鬼になり、銀行の増資計画の実現が容易ではないと考えられてきた。銀行および政府による情報開示と、政府の対応が不透明あるいは予想不能であったことがその原因ではないか？

(5) 「銀行が公的資金の注入に抵抗していたから、『不良債権』処理を強要して、公的資金を受け入れざるを得ない状況に追い込もうとしたのだ」とする解説があるかもしれない。これが本当の狙いだとしよう。妥当な「政策」か？

(6)  $V_i^*$ 部分を早期に回収して他の融資先に廻すことができたなら「失われた 10 年 (20 年)」は回避できたか？より有利な資金運用先が豊富に存在したとすれば、当該融資先の事業を縮小してでも有利な投資先に資金を振り向けることが、貸し手と借り手の双方の利益に合致する (先の、**debt-overhang** 論の欠陥と同じである)。こんな状況が長期間にわたって大規模・大量に存続して、日本経済を長期的停滞に押し留めたとする主張は説得的か？「不良債権処理の遅れ」に伴って“**credit misallocation**”が発生したとして、そのうちのどの部分が“**resource misallocation**”に帰結したのか？その重要性の程度はどれほどか？

(7) どの程度の数の金融機関でこのような深刻な事態が大規模に発生したか？取引銀行が融資総額面で **seriously bound** であれば、多くの優良借入先は他の金融機関や市場へ逃げただろう。なぜ、継続したのか？「不良債権」処理の遅れは、「不良債権」比率が高い金融機関を競争上不利にしなかったのか？

(8) (7)のような銀行間の競争が十分に機能しないとしよう。自己資本不足により融資総額面で **seriously bound** であれば、当該銀行への投資の期待収益率が高く、増資による自己資本の増強が容易だったはずである。長期間にわたって自己資本不足のおそれが「不良債権」処理を遅らせ、「貸し渋り」を激化させたとする主張は説得的か？

(9) 「BIS 規制は本当に **binding** だったか？」「影響は重要だったか？」「なぜ重要だったか？」「どの程度重要か？」「BIS 規制に関する『通説』『通念』は妥当か？」

V. 「想定外の事態」発生の結果である「不良債権」への関係者の対応：

ヒアリングに基づくイメージ図

1980 年代後半に発生・膨張した「バブル」が 1990 年代初頭に大崩壊するという「想定外の事態」の発生<sup>46</sup>により多くの金融機関が膨大な額の「不良化」した「融資債権」への対応を迫られることになった。その後、今日に至る 20 年間にわたって本論文で検討の俎上に乗せている「不良債権」論議が賑やかに展開された。「不良債権処理の遅れ」が今日に至る「失われた 20 年」の有力な原因だとする主張が「通説」「通念」として広く受容され続

<sup>46</sup> もちろん、すべての日本国民（さらに、世界中の人々）にとって「想定外の事態」だと主張するのではない。「全ての日本国民がバブルの熱気に浮かれた・・・」とする解説が稀ではないが、そうであれば、土地・株式・絵画などの取引は成立せず、「バブル」の膨張・崩壊も早期に完了したはずである。

けている。

「バブル」崩壊後の時期の日本にかぎらず、いずれ時期のいずれの国についても、融資債権が不良化する事態への対応プロセスの実態に関する情報ははなはだ乏しい。膨大な量の日本の「不良債権」論議、その大半を占める「通説」に与する主張・研究も例外ではない。詳細な実態に関する情報はもちろん、具体的事例に即したヒアリングなどに基づく記述もほとんど見られない。「研修用テキスト」を含めた関連情報の入手可能性を少なからぬ金融機関の実務家に打診したが、回答はいずれも悲観的なものであった。

私は、少なくとも過去 20 年間にわたって、機会を見つけて関連情報の収集に努めた。しかし、具体的事例に関する情報を豊富に有するよう見える人物からの情報収集は例外なく困難であった。多くの場合に入手できる情報は、具体性に乏しく概ね似た内容であった。具体的かつ詳細な情報がほとんど得られない状況の下で私が入手した情報の多くは、「通説」「通念」を構成し広く流通し受容されている情報とはなはだしく乖離する。<sup>47</sup>かかる観察事実に鑑み、以下に、ヒアリング等を踏まえた「不良債権」への対応プロセスの実態について私なりの整理を試みる。

当然、ケース（とりわけ貸し手の側の内部ルールなど）により時代により、対応プロセスの実態は大きく異なる可能性がある。機関あるいは業界の共通ルール・作法として公開・公表されるものではない。ルール・作法、具体的事例のいずれについても、関係経済主体である貸し手・借り手のいずれにも公開・公表の誘因がない。公開・公表することのコストが大きいかもしれない。また、融資契約の内容によっても異なるだろう。あくまで、大雑把なイメージ図である。

### まずは、1対1の融資取引

融資金融機関相互間の競争、相互依存関係を考慮すると複雑になるから、1対1の融資取引を想定した検討から始める。

融資取引契約期間の終了時点で元利返済するのが原則である。

ほとんど例外なく、借手企業は原則として終了時点でも存続する。当該融資を用いて実行している事業もこの時点で終了するわけではない。多くのケースで、特段の注目すべき事情がなければ、同様あるいは類似の条件で融資取引を継続する諒解を双方が共有する。この相互了解がなければ、借り手はその後の計画が立てられず、たとえば、他の借入先を確保しなければならない。その都度、白紙状態で審査して融資の可否を決定するというルールを明示的に採用する金融機関は顧客を失うだろう。

融資先企業の資産内容の悪化、関連市場のビジネスの将来予想の変化、あるいは、融資額拡大や融資条件変更の要請などの事態が発生すれば、契約期間終了に先行して対応策が検討されるだろう。融資継続要請を貸し手が受け入れないと結論する場合にも、借り手企

---

<sup>47</sup> 一世を風靡した「メインバンク」論議についても同様である。たとえば、三輪・ラムザイヤー[2007]の第7章、とりわけ 180-84 頁を参照。

業を対応可能にしなければ、貸し手は他の顧客をも失うことになる。

契約期間中に「バブル」の崩壊のような大きなイベントがあり、終了時点での元利返済が容易でなくなったとしよう。債務超過で返済が不可能なケースにかぎらない。返済を強行すれば、たとえば、工場などの事業資産や特定事業部門の売却、さらに進行中の工場建設の延期などが必要になる（あるいは、そのような結果になる担保権の行使）など、存続企業の現行事業計画に重大な影響を及ぼすケースまで含む。元利返済の強行に伴う追加「コスト」の発生は、借り手・貸し手双方の利益にならない。

この状況への対応方法のメニューは多様である。遠くない将来での回収がほとんど確実に見込めれば、貸し手の融資継続の追加コストはほとんどゼロである。返済強行によって借り手が蒙るはずのコスト増を回避できるから、その一部を貸し手に追加的に支払ってでも借り手は融資取引の継続を望むだろう。融資継続は、双方の利益に合致する。たとえば、融資を継続して、前期分の金利を継続融資分から回収する。それでは事業継続に支障が出るのであれば、融資額を増額する。必要なら、追加担保や追加保証人の徴求などの対応策をとる。子会社等の関係会社のケースでは、親会社が保証を入れ（増強し）、あるいは親会社や既存株主が追加出資するかもしれない。

金融円滑化法施行前には、返済条件の変更（いわゆる、「リスク」）を行うと不良債権と見なされ、一部引当てを積む必要があった。このため、「リスク＝不良債権の増加」となり、慎重な面があった。円滑化法施行後は、不良債権に認定する基準を緩めましょうという方針の下、各銀行の判断で認定基準の緩和を実施することになり、リスクの実施は増加した。

リスクとしては、元本返済の一時停止や、返済期限の延長を行うこととなる。もちろん、リスクはリスクジェーリングであって、返済の免除あるは軽減ではない。利息については約定どおり支払い、利払いの停止は原則行われない。利払いが停止すると、延滞債権と見なされ不良債権になる。<sup>48</sup>

銀行側の経理では、金利利払いの遅延は、利息収入を PL に計上し収益として認識し、BS に未収利息として資産計上する。ただし、不良債権となるから、元本に対し一定割合を引当金に計上する。企業側では、支払うべき金利は PL に費用計上し、未払い分を BS に未払い利息として負債計上する。金利を費用計上しないケースは上場企業であれば会計監査

---

<sup>48</sup> CHK[2008, p.1947]は、次の如く記して、末尾に注 8 を付す。ここで“table”とは、“subsidized credit”受領企業を判別するために検索した新聞記事等を整理したものである。“Shows”とする判断と *Financial Times* (September 14, 2001) の記事の妥当性およびこの記事の内容と CHK の結論との関連性の吟味は読者の課題である。当然、新聞記事等のリストははなはだしい sample bias を含むはずである。“As the table shows, between interest rate concessions, debt-equity swaps, debt forgiveness, and moratoriums on loans principal or interest, most of these packages involve reduction in interest payments or outright debt forgiveness for the troubled firms.”注 8 は次の通りである。“These patterns are consistent with the claim by Tett and David Ivison that almost one-half of the public funds injected into the banking system in 1998 and 1999 were allowed to be passed on to troubled construction companies in the form of debt forgiveness (“Tokyo May Have to Support Banks”).”

を通らないのでまずない。上場企業でなくとも、会計士には先ずバレるし、銀行にもバレるから、インセンティブが働かないだろう。

リスクは、多様な他の対応策が実質的に選択不能であり、しかも融資継続が貸し手にも有利な状況でしか実現しない。しかも、特別の事情がなければ、リスクの実行の外部への公開・公表は、取引当事者主体のいずれの利益にも合致しない。このため、新聞等に見られるものは、(a) 実態を反映しないケース（ガセネタ、根拠のないウワサ）、(b) 複数あるいは多数の貸手の一部が意図的にあるいは誤って情報を漏らしたケース、(c) 大事になり関係経済主体間で「再建策」などについてようやく合意ができたケースで、銀行株主との関係等の事情から状況について説明（公表）されたケース、(d) たとえば、政府の積極的関与の前提として「再建策」が公表されるケースなどとなる。新聞記事等を拾っても、実態を知る情報源としての有効性は限られる。<sup>49</sup>

### “Detecting Zombies”?

利払いが停止すると延滞債権と見なされ不良債権になることもあり、利息については約定どおり支払い、利払いの停止は原則行われぬ。金利利払いの遅延についても、企業側では支払うべき金利は PL に費用計上し、未払い分を BS に利息として負債計上する。しかも、金融円滑化法によって条件が緩和されたのは中小企業に限られる。

検討対象を上場企業に限定して現実の支払金利が“the minimum required interest payment for each firm each year”を下回ったか否かを基準にした CHK[2008]の“detecting zombies”の結論が次のようなものであることには、驚き呆れる他ない。数名の銀行関係者の反応も同様である。先行して“we concentrate on credit assistance that involves a direct interest rate subsidy”(p.1947)と記す。

“[T]he percentage of zombies hovered between 5 and 15 up until 1993 and then rose sharply over the mid-1990s so that the zombie percentage was above 25 percent for every year after 1994” (p.1950).

用いた data、その加工方法と内容、採用した判定基準とその適用方法、その他の要因などのどこに存在する問題・欠陥によるものかは知る由もない。しかし、実態に関する多少の知識とビジネスに関するいささかの常識（日本のものにかぎらない）を有する読者は、この部分だけで論文を放り投げて、結論を含む論文全体の受け入れを拒否するだろう。たとえば、「毎年 25%の上場企業に対して金利減免する銀行が存続できるか?」「残る 75%の借り手企業が、従来通りに利息を支払うか?融資取引を継続するか?」と自問してみればよい。

---

<sup>49</sup> CHK[2008]冒頭部分の新聞記事検索作業の結果が実質的・具体的情報をほとんど含まないとしても、驚くにあたらない。

「特別の理由もなく銀行が金利を減免し債権を放棄すれば、銀行経営者の責任放棄として背任に該当しないか?」「その点でも日本は特殊か?」「そんな銀行行動が日常化してきたのであれば、金融・資本市場を通じる資金配分は正常に機能せず、中長期的にも日本の経済発展は実現しなかったのではないか?」と考える読者が少なくないはずだ。<sup>50</sup>

利息の免除や軽減はもちろん元本の軽減や免除などは、「バブル」崩壊以前の日本では実質的にほとんど行われなかった。「バブル」崩壊後にも極めて稀であった。つまり、そのような「援助」を受ける借り手企業 (firms “receiving subsidized credit”, CHK, 2008, p.1947) は、1990年代においても存在するとしても極めて稀であった。

“[T]he wide-spread practice of Japanese banks of continuing to lend to otherwise insolvent firms”が事実であるとしても、これが“the prevalence of this forbearance lending”であることを意味しない。ここから直ちに“its distorting effects on healthy firms that were competing with the impaired firms”(p.1943)とはならない。しかるに、CHK[2008]は上の方法で、“zombies”を detect できるとして、作業を進める。

“Insolvent firms”、つまり、債務超過や即座には支払い不能の状態にある企業への融資を継続することは、前節に見た如く銀行の合理的行動の一環である。当然、日本の銀行に特異な行動ではなかろう。これらの企業への融資が“subsidized credit”だと判定すること、“subsidy”が含まれるとして“forbearance lending”と呼ぶ理由は不明である。このような企業を“impaired firms”と呼んで、これらの企業と競合する “healthy firms”に“distorting effects”を与えるとする推論は想像を絶して理解不能である。

以上の如き実情・実態を無視して、「日本では・・・」と日本の特殊性を強調して、支払金利水準が“the minimum required interest payment”を下回る企業を“subsidized credit”を受領したとして“detect”するのは、的外れの被疑者を特定化する識別ミスではないかと考える読者が少なくないはずだ。

現実に「倒産」は頻発した。三輪・ラムザイヤー[2001、47頁]に見た如く、負債総額1,000万円以上のケースだけで、長期間にわたって「倒産」件数が年間1万件を超えている。「倒産」に値すると債権者が判断するケースのほとんどは「倒産」し、極めて例外的なケースとして“zombies”と彼らが認定しかねない債権者の選択が観察されるということになる。もちろん、そのような選択肢を採用するのは、その方が債権者の利益になるという理由によるはずである。

---

<sup>50</sup> 日本の金融機関の行動に関して CHK[2008]の如き不信を表明する主張の支持者の多くが、しばらく前まで、日本の金融機関に格別の能力がありそれを用いて融資先企業に対して積極的に関与したとし、さらにそのような銀行の関与が日本経済の良好な performance を現実化し続けたとする「メインバンク論」(われわれの評価では「メインバンク神話」)の熱烈な支持者であった点に留意する必要がある。衆目の一致するところ、CHK [2008]の共著者である、Hoshi、Kashyap 両教授がその代表である。「メインバンク神話」について詳しくは三輪・ラムザイヤー[2001]、簡単には三輪・ラムザイヤー[2007、Part II]を参照。

## 複数の金融機関対1つの借り手——金融機関相互間の利害調整

三輪・ラムザイヤー[2001、35～46頁]で青木建設、熊谷組、そごうなどの「バブル」崩壊後の「不良債権」をめぐるトラブルの代表的事例を用いて具体的にみた如く、融資金融機関は多数であり、「メインバンク（群）」の融資比率は合計でもはなはだ低かった。「バブル」の膨張過程では、多くの金融機関が融資額増大を競った。その事後処理だから、主要融資銀行間の利害調整だけでもはなはだ複雑になったはずである。（三輪・ラムザイヤーのシナリオ・イメージ図については、同、43～44頁を参照。）

貸手金融機関が単数でなくなると、「不良債権」への対応プロセスは一挙に複雑になる。融資取引は、金額、期限、融資条件、担保・保証人などの各側面で一様ではない。（株式が持分権であり、その意味で一様であるのとは根本的に異なる。）融資先企業や産業の将来の収益性に関する予想も一致しない。さらに、各金融機関は自らの予想を正直に表明する誘因に乏しい。そういう金融機関相互間（しかも、多数）の意見交換・利害調整・交渉は複雑であり難航するだろう。調整役の少数の銀行（「メインバンク」？）の意見・意向に他の金融機関の多くが実質的に同意したとしても、少なからぬ金融機関はそのことを表明せず、より多くの譲歩を調整役金融機関に要求するだろう。

金融機関相互間の意見交換・交渉の開始に先行して、一部の金融機関（たとえば、主要取引先金融機関や先に融資期限が到来した金融機関）と借り手企業の間で、返済猶予などの話し合い・交渉が行われるかもしれない。（全金融機関との交渉が一挙に表面化するケースの方が稀だろう。）その際にも、返済猶予や追加融資実行の前提として、他の金融機関への対応も話題になるだろう。結果として、少なくとも主要な融資金融機関の間では関連情報は迅速に伝わるはずである。他の金融機関への返済資金や利子支払資金の融資（つまり、肩代わり）を実行するとすれば、当該金融機関だけが格段に楽観的な見通しを有して、「肩代わり」を歓迎するケースである。典型的には、他金融機関の前倒し返済要請の拒絶はもちろん、類似条件での融資継続をを求めることを融資継続の前提として要求するだろう。個別金融機関との交渉が進まないと、銀行間での話し合いに進み、「融資銀行団」の会合が持たれるケースが出てくる。

融資銀行の多くが借り手企業の事業継続を得策と考えたとしても、事業の継続・発展を可能にする資金調達の実現は必ずしも容易でない。よほど楽観的な見通しが多くの金融機関で共有される、あるいはよほど大幅な譲歩を「メインバンク」を含む主力行（複数）が提示して初めて実現可能だろう。「倒産」させて裁判所の関与を求め応分の資金を回収する代替的選択肢が存在するから、あまりに極端な譲歩を主力行（複数）に求めることは多くの金融機関の利益にならない。非主力行相互間の利害調整も容易でない。

いったんは成立した融資金融機関間の合意が、事態の予想外の推移により（一部の参加者には予定通りかもしれない）維持不能になった場合には再検討を余儀なくされる。その際には、先の合意成立時に、合意形成を主導した主力行の約束の実行、実質的内容の具体化が話題になるだろう。たとえば「バブル」崩壊後に実現した状況下で、数年後には地価・

株価が大きく回復し、回収可能債権額が増加する（さらに、全額回収可能になる）とする主力行の見通しに債権者の多くが共鳴して融資継続で合意したとすれば、数年後に見通し大幅修正の必要性を痛感する金融機関が増加したであろう。その時点では、回収可能債権額はさらに減少した。

実際、1992～1993年頃の状況は、「希望的観測」もあって、融資継続に関する合意はかなり得やすかったようである。<sup>51</sup>しかし、1994～1995年頃には、楽観的見通しに対する支持はかなり弱まった。次々と到来する融資期間の終了や、各金融機関の返済要請の前倒しに直面する「銀行団」は、常時、話し合い・交渉の必要性に迫られることになった。たとえば、1993年頃の話し合いの場で、会合の呼びかけ人である主力行が楽観的見通しに言及して合意を取り付けたとすれば、1995年頃には主力行の「責任」を問う声が強くなったであろう。主力行の実質的役割の明確化、さらに他金融機関債権の主要部分の肩代わりなどが話題として表面化した事例が熊谷組に対する住友銀行のケースであり、乗り出したが持ちこたえられず銀行が破綻した事例がそごうに対する日本長期信用銀行のケースである。主力行（「メインバンク」？）が特段の理由もなく他金融機関債権を肩代わりケースはないであろう。

もちろん、この段階で、融資継続・企業存続で関係金融機関がいったんは合意した企業が倒産に至るケースも少なくないであろう。しかし、話題性に乏しいためか、新聞等に華々しく登場することは稀である。上場企業の倒産もとりわけ「バブル」崩壊後には少なくなかった。<sup>52</sup>

---

<sup>51</sup> 住専（「住宅金融専門会社」）や（「系列」）ノンバンクに対する金融機関の膨大な額の「不良債権」の「処理」に関連して、「母体行責任」「メインバンク責任」などを強調し、金融秩序の維持などを口実として、金融機関（債権者）の意思決定に対する行政・政治の介入が事実上実行された。これに起因する「不良債権」処理の遅れにも、異なる視点からの検討が必要だろう。関連して、三輪・Ramseyer [2004, 2005]を参照。介入時点ではほとんどの「識者」が地価の回復を予想したのであり、地価の低迷がかくも長期的かつ深刻であるとは誰も言わなかったとし、状況判断・投資判断およびそれに基づく意思決定の正当化を試みる介入担当者（政府）が存在するようである。たとえば住専騒動当時の大蔵省銀行局長が退官後に刊行した西村[1999, 75頁]は、「大体あの頃（91年頃）、地価の下落がその後8年も継続し、当時の半分以下になるなどと思った人はほとんどいかなかった。」「91年9月に地価下落の兆しが見えたとき、多くの人は列島改造後の経験を思い出し、地価は直ぐに反転すると思った」と記す。政策担当者・関係者のこのような判断・主張および介入・政策の妥当性の評価や「責任」などについても慎重な検討を要する。この点に関しても三輪・Ramseyer [2005, Part I, 19頁]を参照。

<sup>52</sup> 「倒産という言葉は、もともと日常用語であり、その厳密な定義（とくにどの時点をとらえて倒産とするか）は困難であり、・・・その必要もない。」「債務者の決定的な経済的破綻を倒産という。すなわち、弁済期にある債務を一般的に（特定の債務ではなく、どれもこれも）弁済することができなくなり、ひいては経済活動をそのまま続行することが不可能となった事態である」（青山他、1979、1頁）。もちろん、「倒産」即「清算」ではない。印象的かつ象徴的な例は、そごうの倒産である。倒産時点の主要店舗は、現在も百貨店店舗として操業中である。「企業の『倒産』『清算』と『残存資産をバラバラにしてゴミ・ガラクタの山にすること』の関係」については、三輪[2010a, (1), 24-26頁]を参照。

## VI. 政府の判定能力と「倒産予測」関数

### 政府の「不良債権」に関する判定能力：一般論

「金融機関の融資債権が『不良』か否か」「『不良』化した債権の実質的回収価値はどれほどか?」「『不良債権』に対する最善の対応策と対応プロセスはいかなるものか?」などの設問に、債権者である金融機関よりも政府の方がより適切な回答を与える能力(competence)を持ち、実際に与えると考える読者は、今日の日本では多くないだろう。世論や「政治」などという環境条件の制約から「能力」を発揮しにくいという理由よりも、「能力」の限界あるいは欠如を重視する読者が多いはずである。

「不良債権」の実質価値の評価は、評価時点における融資先企業の技術面や経営面などでの実力と収益力、実行中のプロジェクトおよび関連市場の動向などの将来見通しに決定的に依存する。その時点における「清算価値」についても評価(予想)は容易でないが、企業を存続させた場合の実質的価値の評価は、当該企業の経営者や株主にとってすら容易でない。関連情報入手面でより劣位の立場に位置する債権者(主力行も例外ではない)にとってはより困難であり、必要な情報の入手をほとんど全面的に融資金融機関に依存せざるを得ない「政府」にはさらに困難である。<sup>53</sup>

利害が必ずしも一致しない金融機関からの情報に決定的に依存することになる政府は、「欲しい情報が適切なタイミングで入手できるか?」「金融機関の実質的『情報管理・操作』のおそれにとどこまで対応可能か?決定的に制約されないか?」「そもそも、『いかなる情報をどのタイミングで収集すべきか?』という基本的設問に的確に対応可能か?」などという誰もが予想する難問に直面する。さらに、「得られた情報の適切な活用に不可欠な人材を獲得しノウハウを蓄積できる(できている)か?」という根本的疑問にも悩まされる。

たとえば、[IV-2]の[解説のための補論(3): Case 2c]を想起してほしい。t=2で期待される価値  $V_2(I_1^*, e^*)$  およびその実現に必要な最適規模のプロジェクト  $I_1^*$  と借り手企業の最適な努力水準  $e^*$  に関する的確な情報の把握と判断の面で、政府が融資金融機関以上の良好なパフォーマンスを達成するのはとうてい無理だろう。

このことの帰結として、「不良債権」か否かの判定、「融資先企業の清算・債権売却・『追い貸し』などのいずれの選択肢を採用すべきか?いかなるタイミングでの採用が『不良債権』の『処理』方法として金融機関の利益に合致するか?」「『不良債権』の適切な評価方法は何か?実質価値をいかに評価するか?」などの設問への回答についても、政府の方が、融資先企業の経営者や株主はもちろん融資金融機関よりも的確な結論を導くと考える読者

<sup>53</sup> 政府が金融機関の合理的判断を通じる資金(融資)配分とは異なる基準に基づく配分を目指す場合にも、政府が格別の情報収集・判断能力を要することに変わりはない。このケースでは、情報源としての金融機関の有用性はさらに低下するから、政府はより大きな困難に直面する。政府にこのような役割を explicit に期待する読者が多いとは思われないから、ここでは、このケースの検討は棚上げする。

は稀だろう。<sup>54</sup>

### 「倒産予測」関数？

『不良債権』に関連する一連の設問・課題に貸手金融機関を含む関係当事者よりも政府の方がより適切な判断を下す能力(competence)を有することはない。一般論としては確かにその通りかもしれない」と考える読者の中にも、次の如く考える人達が少なくないかもしれない。

たとえば大幅な債務超過に陥った企業のように、公開情報から倒産が時間の問題であり、そのタイミングもほとんど確実に予測できるケースが少なくない。とりわけ、「バブル」崩壊後の日本ではそういうケースが少なくなかった。にもかかわらず、内部事情による金融機関の悪あがきのような「追い貸し」によってその正常かつ自然な秩序・プロセスが乱されていた。「不良債権処理」政策として政府が実行したことは、市場の正常な秩序の回復策である。特別なことではない。

少なくとも「バブル」崩壊後の少なからぬ日本企業については、公開情報に基づく「倒産予測」関数とでも呼ぶべきものを容易に求めることができ、政府はこれに基づいて的確・適切な「不良債権」処理が実行できたというのである。そうであれば、政府は、借り手企業に関する情報の提供を融資金融機関に依存する必要はない。<sup>55</sup>

### 「倒産予測」関数に関する一般論

本論文の読者の多くが、「有効かつ有用な倒産予測モデルは成立するか？」と問い、即座に“NO”という重要な結論を、「バブル」崩壊後の日本に限定されない一般論として導出するだろう。

「一定の状況（たとえば、債務超過）になれば、3年以内に確実に倒産し、株式価値はゼロで、債権は一部しか回収できない」とする「倒産予測」関数が得られるとしよう。この通りに「倒産」が発生すると確信すれば、現時点の株主や債権者はどのように行動するか？

3年後の株価は0だから、株価はそれ以前の時点（3年以内）で0になる。3年後に確実に0になる企業の株式に1年後に0以外の価値を認めることは合理的でない。したがって、潜在的株主を含む関係者全員がこの「倒産関数」を信頼すれば、債務超過に陥った時点で株価は0になる。確実に3年後に無価値になるから、増資要請に応じる株主も登場しない（増資に応じた分が倒産時点の企業価値を増加させたとしても、倒産時点の債権者の取り

<sup>54</sup> 『不良債権』額の決定とその『格付け』の判定、貸倒引当金必要額の決定などにどこまで政府が介入・関与すべきか？」という設問についても同様だろう。

<sup>55</sup> 「倒産」しても融資債権が無価値になるわけではないから、その際の回収可能額の予測という難題が消えるわけではない。しかし、ここではこの点は棚上げする。

分を増加させるにすぎない)。

債権者(融資債権者である金融機関や社債権者である投資家)は、期待回収可能額の現在価値が投資金額を上回る水準まで金利が引き上げられなければ、投資しない。支払金利の引き上げは、実質的に期待回収可能額の前倒し回収であり、呼称の変更にすぎない。元本と利子のフローの割引現在価値が現時点の融資額(投資額)に満たない借り手は、貸し手を見つけれない。

同様に、遅くとも3年後には確実に倒産する企業は、ほとんどの従業員にとっても魅力がない。たとえば、倒産時まで待てば減額されることになる退職金等を受け取って他の職場に移る機会を早めに求めるだろう。取引相手についても同様である。取引関係の継続や関係特殊な設備投資や熟練の形成のための誘因が低下するだろう。

「一定の状況(たとえば、債務超過)になれば、3年以内に確実に倒産し、株主価値はゼロで、債権は一部しか回収できない」とする「倒産予測」関数が得られるとすれば、株主・債権者・従業員・取引相手などの利害関係を有する経済主体はいずれも当該企業からの早期の脱出を選択するから、「倒産」が確実に「予測」された段階・時点で「倒産」が現実化するだろう。想定されているような有効な「倒産予測」関数は成立しない。<sup>56</sup>

#### 「債務超過」転落などの情報の「倒産予測力」?

「すべて、あるいは多くの企業に関して有効な『倒産予測』関数は成立しないかもしれない。しかし、たとえば、債務超過状態に至った(転落した)企業は遅かれ早かれ倒産することになるから、債務超過企業に関しては有効な『倒産予測関数』というか、倒産が確実に予測できるのではないか?たとえば、何年で倒産に至るかは過去のデータに照らせば分かるだろう。債務超過転落企業は3年以内に倒産したなどとする検討結果が存在するはずだ」と考える読者が少なくないかもしれない。しかし、多くの読者は、「同じことだ。そんな関係が存在すれば、債務超過転落時点で倒産するはずだ」と考えるだろう。

「だから、債務超過企業は長くは存続しないし、債務超過転落前にメインバンクなどの融資金融機関や親会社・取引先などが手を打って、経営を再建し、増資等によって債務超過転落を回避しあるいは吸収合併などを実現するだろう。回復の可能性が高ければ、債務超過転落以前に何らかの手が打たれるはずだ……。だからこそ、債務超過転落以前の、営業利益や経常利益の赤字転落やその継続期間に注目し、無配転落や特別利益・特別損失の動向にも注意を払う。有効な『倒産予測』関数といってもその程度のもの、倒産の可能性に関するシグナル、融資債権の回収可能性に関する格付け情報という程度のものだろう」と反撥する読者が少なくないかもしれない。

---

<sup>56</sup> もちろん、有効な「倒産予測モデル」が導出可能であり、導出に成功したと確信する人達の存在を否定するのではない。とはいえ、「営業赤字になると・・・」、「債務超過になると・・・」、あるいは「元利返済がいったん滞れば・・・」という判定基準を採用して、基準を満たす企業への融資継続は“zombie lending”だと呼ばば、恣意的な「塗り絵」と苦笑する読者が多いだろう。

「その程度のもを政府はどのように有効活用するのか？有効活用のノウハウはどこから入手するのか？内部に蓄積されているか？不要か？有効活用の失敗のリスクはどの程度か？そのコストはどのようなものと予測されるか？」と問い、「そのような公開情報の活用は有効か？」と入り口の設問に立ち戻る読者が多いだろう。

「たとえば、『債務超過』状態に転落する企業がかなりの数にのぼり、かなりの期間にわたって『債務超過』債務超過状態のまま存続する企業が少なくなく、さらに倒産することなく『債務超過』から『生還』する企業が少なくないことなどがデータによって明確に示されれば、こういう曖昧かつ漠然とした『倒産予測関数』願望（期待・幻想）によって悩まされ混乱することはなくなる・・・」と期待する読者が少なくないだろう。

#### 「債務超過」状態になった企業のその後：「法人企業年報」個表による検討

いかなる理由によるにせよ「消滅」する企業に関する情報を収集することは容易でない。「消滅」企業に関する data が得られなければ、「消滅」プロセスに関する実証研究は実行不能である。事前に予測できなければ、「消滅」することになる企業を事前に選択して情報を収集することはできない。事後的な情報収集は、「消滅」と同時に（あるいはそれ以前から）当該企業が関連情報とともに「消滅」するから、情報収集先と関連情報のいずれについても接近すらはなはだ困難になる。「消滅」情報を「消滅」時点で洩れなく把握することは、政府を含め誰にとっても容易でない。「倒産」に伴う融資債権の「不良化」を懸念する金融機関や取引企業も例外ではない。「倒産」を事前に予測できるケースでも、「倒産」という事象の迅速な把握と対応策に必要な情報の収集に関心は限定される。当然、「消滅企業」の「消滅」プロセスの研究を想定した政府統計は存在しないし、この目的に向けた利用を想定した統計は存在しない。当然、「倒産」についても同様である。

2007年から2008年早春にかけて「法人企業統計」年報と季報の1984年度～2002年度の個表を利用した研究を実施した。<sup>57</sup>「理想的な」data setが得られない状況下で、<sup>58</sup>現時点で考えられる最良のものと考えられる「法人企業統計年報」の個表を活用した関連研究がその一環である。その一部を以下に紹介する。「法人企業統計」のようなdata setが利用できなければ導けない結果である。上場企業のもを除けば、借り手企業に関するこのようなバランスの取れた良質のdata setは他に存在しない。

「法人企業統計調査」では、資本金規模6億円以上の調査対象企業については全数調査が行われ、それ以下の規模の企業のような調査対象の入れ替えは行われない。この点に注目して、全数調査が毎年度実施される期首の資本金規模が6億円を超えるほぼ6,000社の

<sup>57</sup> 大日方隆・大森裕浩両教授との共同研究であり、その成果「消滅企業の消滅に至るプロセスの検証およびその結果を利用することによる補正手段の研究」は財務省財務総合政策研究所のHPからダウンロードできる。以下で用いる部分はその第1報告書のPart I（三輪、2008b）である。三輪[2008c]はPart IIとPart IIIに基づく。

<sup>58</sup> もちろん、ほとんどの実証研究は「理想的な」data setが得られないという状況下で行われるから、このケースが例外的だということはない。

非金融企業の 1984 年度～2002 年度のパネルデータ（ここでは年報の年次データであって四半期データではない）を利用した。

表1. 債務超過転落、債務超過からの生還:stage1 dummy

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	average	av.88-02
y13<0	174	165	184	180	156	163	176	203	250	297	363	378	401	442	428	385	331	332	314	280	
stage111				125	24	23	36	27	19	29	35	57	65	71	71	65	50	46	46	49	44
stage112				107	17	16	28	17	14	18	26	42	55	52	58	53	44	32	27	38	33
stage113				88	13	11	22	14	8	16	20	37	52	47	46	47	39	25	14	31	27
stage114				80	9	9	19	14	5	15	15	35	50	43	40	38	35	23	13	28	24
stage115				71	8	7	17	11	5	12	13	32	42	41	34	32	31	21	12	24	21
stage121	40	38	54	46	31	46	52	79	95	102	116	97	94	107	104	107	93	105	107	80	
stage131	21	27	23	27	31	21	27	21	32	28	31	36	43	28	56	67	62	33	55	37	
all	3,270	3,385	3,530	3,695	3,983	4,317	4,758	5,108	5,372	5,652	5,897	6,081	6,290	6,382	6,441	6,449	6,491	6,520	6,575	5,273	

表 1 は、債務超過状態へ「転落」した企業の転落後と債務超過状態からの「生還」状況を見るために作成したものである。

まず、作成方法である。法人企業統計年報の各年度の調査対象企業数（ここでは、資本金規模 6 億円超）が表の最下段(all)に示される。回答率は、2003 年度で、資本金規模 10 億円以上規模クラスで 94.3%、1 億円以上 10 億円未満規模クラスで 86.0%である。6 億円以上規模クラスではおおよそ 90%をやや上回ると考えてよいだろう。その数が、1984 年度の 3,270 社から 2002 年度の 6,575 社に倍増する。

第 1 行が当該年度末の債務超過(y13<0)企業数を示す。1980 年代は 100 台の後半の水準であった。1990 年代に入ると急増し、1997 年の 442 をピークに急減した。（ちなみに、1983 年度末は 172 社である。）平均の 280 社は、検討対象企業総数の 5%弱にあたる。1990 年前後の時期に 4%前後に低下し、1990 年代後半の時期に一時期 7%を超えたことがわかる。

債務超過状態に新たに転落した企業の転落後の状況推移を見るための工夫が stage111～stage115 である。“Stage11x”は、債務超過状態に新たに（登場）転落したことを示し、x(=1～5)は登場後の経過年数を示す。<sup>59</sup>たとえば、1995 年度の列の数字は、1995 年度末の 4 年前の 1991 年度末に新たに債務超過状態に転落した（少なくとも 1990 年度末には債務超過ではなかった）企業の 1995 年度末までの債務超過状況を示す。Stage111 の 57 は、1995 年度末までの 5 時点の数字が連続して得られる企業のうち、1990 年度末に債務超過企業が 57 社であったことを示し、stage115 はうち 32 社が 1995 年度末までの 5 期連続で債務超過状態が継続したことを示す。したがって、25 社が 1995 年度末までの 4 時点の少なくとも 1 時点で債務超過から「生還」したことを示す。

最右端の 2 列に平均値(average)の数字を示した。右端から 2 列目が期間全体の平均値、最右端がうち 1987 年度の数字を除外した平均値である。債務超過転落企業のほぼ半数が 5 期間債務超過状態のままであることがわかる。1987 年度の数字を含めたものと除外したものであるが、パターンはほとんど変わらない。<sup>60</sup>

<sup>59</sup> 5 年に設定したのは、上の問答に関して 3 年間では短すぎるのではないかと戸惑う読者を想定することによる。

<sup>60</sup> 利用可能なデータは 1983 年度末（1984 年度期首）以降である。型通りの作業を通じて 1987 年度の数字を求めるためには 1982 年度末の数字が必要である。1987 年度の列の大きな数字は、1983 年度に新たに債務超過に転落した企業ではなく、1983 年度末に債務超過状

第7行(stage121)は当該年度に債務超過に転落した企業数を示す。(ここでは、当該年度に至る連続5時点で数字が得られるというstage11xで適用した制約は課されていない。<sup>61)</sup>1991年度の79社が、1990年度末に $y_{13} \geq 0$ であり1991年度末に $y_{13} < 0$ となった。1980年代の数字と比較すると、1990年代には債務転落企業数が2倍程度に増加したことになる。(この比率を大きいと見るか、そんなものかと見るかは、読み手が事前に抱くイメージによる。)また、第1行の当該時点での合計債務超過企業数(平均280社)に対するstage121の平均80社という数字の比率についても、評価は分かれるだろう。

79社と1995年度末のstage111の57社との差である22社が、1995年度末までに調査対象企業のリストから消えたことになる。倒産、合併、さらに調査への回答を(期間中一度でも)取りやめた、などのいずれの「原因」によるものかは不明である。当然、倒産によるものだと判断すべき根拠はない。最右欄のaverageの数字を見ると、各時点での債務超過転落企業数80のうち、5年後にも調査対象企業として存続する企業は49社であり60%を超える。かりに5年間にリストから消える企業の半分が「倒産」によるものとしても、債務超過転落企業のうちその後の5年間に「倒産」する企業は20%程度にすぎないことになる。

第8行(stage131)は当該年度に債務超過状態から「生還」した企業数を示す。1990年代後半以降(とりわけ1998年度から2000年度)に増加したが、30前後の水準で安定的に推移している。

債務超過状態に転落した時点は不明だから、第2行から第7行に示した数字との直接の比較はできない。とはいえ、上に見た「倒産」したと推定される企業数(80社 $\times$ 0.2=16社)を大きく上回る。

たとえば、次の2点は注目に値する。

- (1) Stage121の数字との対比(新規に債務超過に転落する企業の数と、債務超過状態から生還する企業の数の対比)で見ると、前者が増大して後者が減少した1990年代前半を除いて、比率はほぼ2:1で安定的に推移している。(もっとも、stage131には、5年前には調査対象企業のリストに含まれなかった企業が含まれる可能性がある。)
- (2) また、新規に債務超過に転落した企業で5年後にも存続した企業の数と比較すると、債務超過状態が2年継続した企業の数に概ね対応する(たとえば、1994年度、1995年度のstage112の数字26、42と、1990年度、1991年度のstage131の数字27、21との対比)。

---

態にあった(どの時点で転落したかを問わない)企業であり1987年度末にも存続していた企業に関する数字のようである。そうであれば、第1行に対応する172社のうち1987年度末にも存続した企業は125社であり、うち107社は1984年度末にも債務超過であった。71社は1987年度末まで一貫して債務超過状態であり続けた。

<sup>61</sup> たとえば、当該年度末までの前々年度末からの3時点の数字を連続して得られ企業の比率の期間平均は87.7%であった。

## 債務超過転落と企業の消滅：「消滅か否か」、および「消滅」までの年限

「債務超過転落企業が、その後消滅したか否か、消滅したとすれば転落後どれほどの時間が経過した後か？」という設問について検討する。前述の如く、「消滅」は検討対象企業のリストからの消滅であって、倒産に対応するわけではない。また、次項に見る如く、「消滅」する企業がすべていったん「債務超過」に転落するとはかぎらない。

表 2 は、当該年に債務超過に転落した企業を示す stage121=1 を満たす企業群について検討した結果を示す。

表2. 債務超過転落と企業の消滅：消滅か否か、消滅までの年限

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Sum	
stage121	N	40	38	54	46	31	46	52	79	95	102	116	97	94	107	104	107	93	105	107	1513
	grp_event	21	29	31	30	14	26	27	38	38	41	46	31	37	42	30	23	9			513
	d5year(5)	14	12	23	18	8	14	15	21	28	29	34	31	37	42	30	23	9			388
	d5=1(5年)		2	2	2		1		1	9	5	2									33
	d4=1(4年)	3		2	4		2	4	5	2	6	8	9	1	1						47
	d3=1(3年)	3	4	2	2	2	3		6	2		6	5	11	2						48
	d2=1(2年)	2	2	6	3	1	2	3	7	6	6	4	12	18	2						80
	d1=1(1年)	2	2	4	5	1	3	2	2	5	4	2	4	10	11	16	2				75
	d0=1(0年)	4	2	7	2	4	3	6		4	4	7	7	3	10	12	21	9			105

第 1 行は、条件を満たす企業数である。第 2 行は、うち検討対象期間中に「消滅」した企業数を示す。第 3 行は、5 年後までに「消滅」した企業数を示す。第 4 行から第 9 行までは、5 年目、4 年目、3 年目、2 年目、1 年目、当該年度中に「消滅」した企業の数を示す。

1992 年度末に新たに債務超過に転落した 95 社のうち、期間中に「消滅」した企業は 38 社であり、そのうち 28 社が 5 年以内に「消滅」した。内訳は、1992 年度中に「消滅」した（このため、翌年にはリストに残っていない）企業が 4 社、翌年度中に 5 社、その次が 6 社などと続き、5 年目にあたる 1997 年度中に 9 社である。

最右欄の数字は平均ではなく、合計の数字を示す。

債務超過転落企業（ここでは、債務超過転落後 5 年後に存続した企業に限定する stage11x のケースとは異なり、当該年に債務超過に転落した企業がすべて検討対象になっている）合計 1,513 社のほぼ 1/3 にあたる 513 社が検討対象期間中に「消滅」し、その 3/4 にあたる 388 社が債務超過転落後 5 年以内に「消滅」している。（つまり、債務超過転落企業の 1/4 が転落後 5 年以内に「消滅」した。もともと、検討対象期間中に「消滅」した企業の比率である点に注意が必要である。観察期間を 2003 年度以降に延長すれば、この比率も多少は上昇するだろう。）

5 年後までとは、0～5 年の、債務超過転落の年も含めた実質 6 年間のことである。当該年度中を含めた 2 年後までの 3 年間で、 $260/388=67.0(\%)$ 、つまり 2/3 だから、5 年以内に「消滅」するか否かの決着（債務超過転落企業の命運？）は債務超過後比較的早く決ると考えてよいようである（検討期間中であれば  $260/513=50.7(\%)$ 、つまり約半数である）。

現時点から 5 期前までの 6 年間債務超過ではなかった（自己資本がプラス）が、その後

## 消滅した企業の数

「債務超過に転落することなく消滅する企業は存在するか？過去数年間債務超過ではなかった企業は、今後どの程度の期間について消滅を心配する必要がないか？」という設問に沿って検討する。過去数年間（たとえば過去 5 年間）にわたって債務超過状態に陥ったことがない企業で、たとえばその後の 5 年間に消滅する企業がかなり多いとすれば、企業が消滅に至る過程に差し掛かった兆候（有効な「倒産予測」関数）の有力な候補として債務超過状態に注目することに重大な疑問が生じる。債務超過状態に陥ることなく消滅する企業の方が多ければ、事態は深刻だろう。

当該時点で存続して、当該時点および先行する 5 年間（当該時点を含む 6 年間）のいずれでも債務超過ではなかった企業に注目する。表 3 が検討結果である。

表3. 現時点から5期前までの6年間債務超過ではなかった(自己資本がプラス)であって、その後消滅した企業数。

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Sum
.delist=1	476	460	443	432	438	472	531	534	491	496	470	440	397	331	249	161	95	1		6917
d5year=1	179	181	176	163	176	209	253	275	260	311	416	438	397	331	249	161	95	1		4271
d5=1	23	24	26	25	23	38	28	45	45	87	138	56	1							559
d4=1	29	25	30	28	30	31	51	31	50	50	94	142	62							653
d3=1	23	23	27	29	37	38	39	53	30	57	60	98	138	61						713
d2=1	46	25	31	25	32	41	42	44	48	33	58	59	99	128	65	5				781
d1=1	30	46	27	33	24	34	55	52	45	46	29	55	60	92	117	76	5			826
d0=1	28	28	35	23	30	27	38	50	42	38	37	28	37	50	67	80	90	1		729

第 1 行は、このような企業のうち以後の検討期間内に消滅した企業の数を示す。第 2 行は当該年および続く 5 年間の合計 6 年間に消滅した企業の数を示す。第 4 行から第 9 行までの数字は、5 年後、4 年後、3 年後、2 年後、1 年後、当該年度内に消滅した企業数を示す。

1990 年度を含むそれまでの 6 年間一貫して債務超過ではなかった企業のうち、531 社が 1990 年度以降の検討対象期間中に消滅した。うち当該年度および続く 5 年間に消滅した企業は 253 社である。1990 年代初頭までは、後者の比重は半分以下であった。<sup>62</sup>

うち 38 社が当該年度中に消滅し（1991 年度の数字が報告されなかった）、1991 年度中に 55 社、1992 年度中に 42 社、さらに 1993 年度に 39 社、1994 年度に 51 社、1995 年度に 28 社が消滅した。

最右欄の合計値は、機械的に合計した数字である。たとえば、1995 年度まで債務超過に陥ることなくこの年度中に消滅した企業は、1995 年度までの毎年第 1 行に計上され、1990 年度から 1995 年度まで毎年第 2 行に計上され、さらに 1995 年度の第 9 行、1994 年度の第 8 行・・・1990 年度の第 3 行に計上されている。

とはいえ、当該年度中に消滅すれば、最下段の数字に反映され、同時に第 1 行、第 2 行に計上される。現時点から 5 期前までの 6 年間債務超過ではなかった企業で当該年度中に消滅した企業の数がそれを下回ることはない。その合計は 729 社である。<sup>63</sup>

<sup>62</sup> もっとも、その後比率が上昇するのは、「検討期間内」かつ「続く 5 年間」以降の期間が短くなることによる部分が大きいだろう。

<sup>63</sup> 当該年度は消滅せず、翌年度消滅した企業のうち、翌年も債務超過でなければ、翌年の

表1のstage121(当該時点で債務超過に転落した企業)の合計(平均ではない)が1,513社であり、stage131(当該時点で債務超過から生還する企業)の合計が669社であることに注目する。この差844社が債務超過転落を経由した消滅企業に概ね対応するはずである。この数字が729社を大きく上回るわけではない。(2002年度時点で存続する企業ももちろん少なくない。2002年時点で債務超過企業は314社。)少なくとも、消滅企業が、消滅に先行して債務超過状態に転落するというのが典型的なパターンだとすることには、慎重である必要がある。<sup>64</sup>

#### 債務超過転落と営業利益の赤字：先行して営業赤字が何年続いていたか？

債務超過状態への「転落」が「倒産予測」の有効な指標とならないとすれば、営業利益の赤字「転落」や営業赤字状況の継続などの他の指標の有効性はさらに低いだろう。ここでは、営業利益の赤字「転落」に限定して、それと債務超過状態への「転落」との関係およびそれと消滅との関係について見ておく。<sup>65</sup>

まず、「債務超過転落に先行して営業利益の赤字が数年間にわたって継続したか？」という設問に沿って検討する。

当該年に債務超過に転落したstage121の企業群について、当該年および先行するx年間について営業利益の赤字が連続した期間の長さを見ればよい。表4が検討結果である。

表4. 債務超過転落と営業利益の赤字：先行して営業赤字が何年続いていたか？

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Sum
stage121	40	38	54	46	31	46	52	79	95	102	116	97	94	107	104	107	93	105	107	1513
v15>=0(当期黒字)	14	13	12	15	8	9	12	20	14	17	24	16	18	18	23	33	27	34	36	363
v15<0(当期赤字)	26	25	42	31	23	37	40	59	81	85	92	81	76	89	81	74	66	71	71	1150
2期連続赤字	11	8	16	12	8	18	18	21	41	44	60	38	34	41	54	49	36	30	37	576
3期連続赤字		2	4	7	6	9	6	8	21	20	36	25	17	28	29	32	22	23	19	314
4期連続赤字			2	3	6	5	1	6	8	9	16	14	12	21	13	21	17	19	15	188
5期連続赤字				3	3	2	1	5	6	4	9	7	9	14	6	18	10	11	9	117
6期連続赤字					1	2	0	1	4	2	5	5	6	10	4	16	8	9	4	77

第1行がstage121の企業数(当該年に債務超過に転落した企業数)を示す。次の2行は、そのうち、当該年に営業利益が黒字の企業と赤字の企業の数それぞれを示す。最右欄の合計値に示す如く、全体の(363/1,513=)24%の企業が債務超過転落時点で営業黒字を計上した。時期によってこの比率に大きな差は見られない。営業赤字に反映されるもの以外の要因(たとえば特別損失)によって債務超過に転落する企業が少なくないことを示唆する。

4行目以下は、2期、3期、4期、5期、6期と連続して営業赤字を計上し続けた企業の数

d0=1にも計上される。しかし、翌年は債務超過であれば、729社には含まれない。当該年度から5期前までの6年間債務超過ではなかった企業のうち、当該年度を含む6年間に消滅する企業が729社をどの程度上回るかは不明である(ただし、4,271社以下)。

<sup>64</sup> 1999年度の最下段の数字(80)、1998年度の下から2段目の数字(117)、さらに1997年度の下から3段目の数字(128)、1996年度の下から4段目の数字(138)・・・が目立って大きい。これらの数字は相互に関連する。しかし、現時点では、関連の仕方、メカニズムは不明である。

<sup>65</sup> 経常利益の赤字や無配などの他の変数に関するさらなる検討に関心の読者は、三輪[2008b]を参照。

を示す。

1995 年度に債務超過に転落した企業 97 社のうち、81 社が 1995 年度に営業赤字を計上した。うち 1994 年度にも営業赤字を計上した企業は 38 社、うち 1993 年度にも営業赤字を計上した企業は 25 社であった。さらに、うち 1992 年度にも営業赤字を計上した企業は 14 社、1991 年度にも営業赤字を計上した企業は 7 社であり、1990 年度から 6 年連続して営業赤字を計上した企業は 5 社であった。

当該年度を含めて 2 期連続で営業赤字の企業は、 $576/1,513=0.381$  にすぎない。債務超過転落が営業赤字によるとすれば、その現実化は予想外に早いということのようである。

1990 年代後半になると連続営業赤字期間の長い企業の債務超過転落が増加した。<sup>66</sup>。

### 営業利益赤字転落、営業利益黒字化

営業利益赤字転落に関する stage32x を設定して、当該時点まで x 期間営業利益の赤字が継続した企業数を調べた (表 5)。Stage321 が当該時点で営業利益が赤字に転落した企業数である。

表 5 営業利益赤字企業数: 営業利益継続期間別

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Sum
stage321	138	199	281	185	178	214	257	328	542	566	392	380	375	555	762	432	413	808	484	7489
stage322	219	67	108	134	93	118	124	161	226	405	346	238	203	243	345	342	209	203	337	4121
stage323		146	43	59	63	62	99	84	120	179	247	236	159	138	178	198	156	123	107	2397
stage324			112	25	37	37	46	72	69	82	124	157	156	118	97	109	111	98	77	1527
stage325				91	31	36	43	60	77	76	96	126	139	147	125	94	88	102	84	1415
y15<=0	357	412	544	494	456	514	619	765	1107	1407	1313	1255	1185	1400	1750	1415	1195	1522	1266	998.7

1995 年度に営業利益が赤字に転落した企業は 380 社、前年度に営業赤字に転落し今期も営業赤字を継続した企業が 238 社、前々年度に営業赤字に転落して今年度まで営業赤字を継続している企業が 236 社である。

1995 年度に営業赤字に転落した 380 社のうち、翌年度も存続して営業赤字を継続したのは 203 社、同様に翌々年度も営業赤字を継続したのは 138 社、1999 年度でも営業赤字を継続中の企業は 94 社で、当初の 380 社の 1/4 を下回った。

最右欄の合計を見ても、同様の傾向が観察される。

表の最下段には、当該時点で営業利益の赤字を計上していた企業数を示す。最右欄の数字 (999 社) は合計ではなく期間の平均である。1992 年度以降激増したが、この増加のスピードは、調査対象企業数の増加スピードを上回る。(調査対象企業数については表 1 を参

<sup>66</sup> 融資先企業の債務超過転落により「不良債権」と判定されることを嫌う銀行 (債権者) の意向で、(収益力が低下し) 営業赤字を継続して計上しているにもかかわらず債務超過転落を「先送り」してきた企業が、銀行の「あきらめ」あるいは「方針転換」でこの時期に債務超過に転落したとする見方と矛盾はしない観察事実である。そうだとすると銀行が「グズグズした」のであって、銀行による「救済」(bank rescue) operation の破綻という見方が積極的に支持されるわけではない。もちろん、債務超過転落企業のすべてが倒産したわけではない。

照。)

表1の調査対象企業の期間平均5,273社に対する999社の比率は19%弱である。比率は、1995年度で20.6%となり、突出したピークの1998年度で27.2%となる。CHK[2008]の判定によれば、上場企業に占める“zombies”の比率が1994年から25%を超える。上場企業に比してより小さな企業を数多く含むこの調査サンプルでも、営業利益が赤字の企業の比率でもこの比率を下回ることになる。<sup>67</sup>

## VII. 「不良債権処理」の実相? —— 「竹中プラン」?

処理された不良債権は、本来、経済的減耗した資本として資本ストック額から除去すべきである。内閣府のデータでは、不良債権処理額は資本ストック額から適切に除去されていないため、このデータを用いて資本係数やTFP成長率を計測するとバイアスが生じる。本稿では、処理された不良債権額を資本ストック額から除去して新たな資本系列を作成し、資本係数とTFP成長率の再計測を行った。その結果、1990年以降の資本係数は、ほぼ横ばいかむしろ低下している可能性があること、また、資本の測定誤差を調整しない場合には、失われた15年のTFP成長率を約38%程度過小評価してしまうことが明らかになった。そして、不良債権額相当額が健全な融資に配分されていたときのGNPを計算した結果、不良債権問題は、1993年から2005年までの12年間の実質経済成長率を年率換算で最大1.2%程度押し下げた可能性があることが明らかとなった(櫻川・渡辺, 2009, 387頁)。

「不良債権で失われた資本と雇用」と題する池尾編[2009]第11章の「要旨」である。「一般に資本ストックには、汎用性が乏しく特定の用途にしか使用できないものが多い。その場合、需要構造との適合性を失ってしまった資本ストックについては、物理的減耗(physical depreciation)はまったく起こっていなかったとしても、経済的には意義がなくなっているという意味で、非物理的減耗(moral depreciation)が起こっていると把握しなければならない。」編者は、この前置きに続いて、ほぼ「要旨」に沿って櫻川・渡辺[2009]の内容を紹介し、「これらの分析から、不良債権の発生が日本経済に及ぼした悪影響の大きさは改めて確認される」(池尾、2009、p.xix)と結論する。<sup>68</sup>

<sup>67</sup> CHK[2008]では“A simple model of the effects of zombie firms on restructuring” (pp.1953~)で、“As a benchmark we first model all decisions being governed purely by the operating profits from running a firm”として“operating profit”を重視している。もっとも、日本の営業利益とアメリカの“operating profit”が同じだというわけではない。

<sup>68</sup> 「これらの分析」とは、深尾[2009]、小川[2009]、櫻川・渡辺[2009]の3論文のことである。「『不良債権』となった融資による資本ストックのすべてでmoral depreciation (あるいは、functional obsolescence)が起こったわけではないし、『不良債権』となった融資によらない資本ストックでもmoral depreciationは起こっただろう。『不良債権』とmoral depreciationの間にはいかなる関係があるというのか? Moral depreciationが起こっている

「不良債権（問題）」およびその「処理」の遅れが「失われた10年（20年）」の最重要原因の1つだとする主張が「通説」「通念」として広く受容されている。しかし、「通説」を形成しあるいはこれに沿った各主張の内容は実質的に多様であり、明確な内容を細部に至るまで正確に識別するのは容易でない。「通説」を論理的基盤とその妥当性を基礎づける証拠となると、多くの読者が絶望的な気分になるだろう。また、たとえば池尾編[2009]の小川[2009]や櫻川・渡辺[2009]を代表的文献として位置づければ、少なからぬ通説支持者の反撥を招くだろう。<sup>69</sup>

『不良債権』とは何か？」「問題の『不良債権』とは何のことか？」「『不良債権』が資金配分をどのように歪めたか？歪みはどの程度重大か？」「『不良債権処理』により歪みは解消したか？どこまで解消したか？」「『不良債権』の存続は資金配分の歪みを通じて資源配分の歪みに帰結したという。いかなるメカニズムによるか？どの程度深刻か？証拠は？」「資源配分の歪みの深刻さは『不良債権処理』によって大いに改善したか？」「この点との関連で、『竹中プラン』はどのように評価されるか？」などの即座に浮かぶ設問群に的確な回答を用意して通説を支持する文献の存在を指摘できる読者は稀だろう。要旨を見るかぎり、櫻川・渡辺[2009]はほとんどすべての設問をスキップしている。

VIまでの内容を理解し、少なくとも一部について同意した読者は、これらの設問に明確な回答を用意しない主張を検討の俎上に乗せることの困難さ・不毛性を理解し、通説の受け入れを躊躇するだろう。前節までの内容から明らかな如く、通説の基盤となる論理が理解不能でありこれを支持する説得的証拠も見あたらない。このため、ここで通説を代表する（ような）文献に沿って具体的に疑問を提示し批判することはしない。

VIIとVIIIでは、通説に沿った主張の少なくとも一部に見られる基本的な疑問点・問題点に関する情報を提示し、読者の的確な理解に向けた試みに資する。VIIは、次節の準備として、「不良債権」概念の明確化と、「不良債権処理」政策を象徴する「竹中プラン」の実質的内容の検討である。

### 「不良債権」？

「不良債権とは『返済される見込みの乏しい債権』であるといえる」（西村、2009、254頁）としても、「いつまでに、どの程度の金額が返済されなければ、『不良債権』となるか？」「見込みがどの程度乏しいことが必要か？」「乏しさの程度は誰が判断するか？」などの設問が即座に浮上する。「不良債権」の定義も判断基準も多様であること、「不良債権」金額

---

として、その比重はどれほどか？100%とする想定は妥当か？さらに、銀行借入れが向けられるのは、資本ストック形成にかぎらない。在庫投資、研究開発、技術導入、広告・宣伝、販路開拓、接待・供給、人材育成、給与支払い、従業員福祉、さらに各種浪費などである。「借入れ・自己資金と違って、カネに変わりがあるわけじゃなし・・・」と前置き・解説に困惑する読者も多いだろう。

<sup>69</sup> 前節までの内容および本節冒頭に引用した櫻川・渡辺[2009]の「要旨」、さらに本節の内容を見て多くの読者が状況を理解するだろう。

とそのうち回収できない金額のいずれについても判断に大きなバラツキが生じること、誰か（いずれか）の定義や判断基準が広く受け入れられるとしても、全員がその受け入れに同意しかつ広く受容されている定義・基準の実質的内容が広く理解されている保証がないこと、さらに、広く受け入れられている定義と判断基準が一貫せず時期により大きく異なるかもしれないことは容易に理解できるだろう。登場する「不良債権」額に大きなバラツキが存在しても不思議ではないし、少ない（大きな）金額を「公表」する主体が少なく（大きく）することを意図した結果だと推測することが適切だとはかぎらない。

「不良債権とは具体的には『経営破綻先債権および6ヵ月以上延滞債権』を指し、『金利減免債権』は銀行が融資先企業の再建を図り回収する明確な方針を有するケースとして、不良債権には含まれていなかった。ただし、大蔵省では、『経営破綻先』、『金利減免・棚上先又は元本の返済猶予を行っている先』、『6ヵ月以上の延滞先』に対する債権の額から担保または保証により保全されている額を控除した額について『管理債権』として報告を求め計数を把握していた。<sup>70</sup>「支援を続けるという銀行の方針にかかわらず、回収できないリスクを客観的に反映させるため不良債権の概念に金利減免債権を含めることとされたのは1995年6月『金融システムの機能回復について』以降である。」「その後02年に竹中金融相により『金融再生プログラム』が発表されると、不良債権の評価は事態を客観的に把握するという以上に、金融機関に不良債権処理を強力に促すための戦略的手段となった感がある」（以上、西村、2009、260-61頁）とする解説もある。<sup>71</sup>

---

<sup>70</sup> この点に関する西村[2009, 259頁]の解説は以下の通りである。「大蔵省、さらに日本政府の考え方を示すか？西村個人の思い込みではないか？誰が決めたか？一貫したか？」「有効に実施されたか？（『タテマエ』としての説明用の決まり文句・呪文のようなものにすぎないのではないか？）」「各金融機関はこのような考え方に従って行動したか？」「『政策』は有効に機能したか？」（そして、「解説の意味は明確か？」）などの疑問を抱く読者が少なくないだろう。「戦後の金融システムは、景気循環やリスクに対して平準化・安定化の機能を果たすいわば『国家的保険システム』と考えられてきた。不良債権処理や企業淘汰に関する姿勢も金融を市場原理に基づく創造的破壊の手法と考える近年の米国とはおのずから異なり、経営回復が見込める融資先についてはむしろ時間を与えることによって支援することにこそ銀行の社会的使命があると考えられてきた。金融行政は社会全体としてこれを実現することを目的としており、（不良債権処理を促進し）金融機関の破綻処理を迅速に行うことなどという発想はほとんどなかった（ただし金融機能維持のための破綻处理的合併促進は重要な機能とされた）。」

<sup>71</sup> 西村[2009, 261頁]は「少なくとも80年代までの日本では、金融機関の安定性の最後のよりどころは（資本というよりも）国家ないし金融システムであることが（暗黙のうちに）前提されていた。現在では日本の金融においても建前としては市場原理がとられているが、国民の意識は必ずしも根底から変わったとはいえず、したがって金融機関経営者・金融行政もその手法を大きく変えることができないのが実情だろう」として、「前提とされていた」に次の注を付す。「金融の基本法の1つである『銀行法』第1条第1項ではまず『この法律は、銀行の公共性にかんがみ、・・・国民経済の健全な発展に資することを目的とする』と規定し、銀行が収益を目的とする一般企業と異なることを強調している。そのうえで第2項において『この法律の運用に当たっては、銀行の業務の運営についての自主的な努力を尊重するよう配慮しなければならない』と付け加えられている。このような銀行の位置づ

## 「不良債権」額？

原則として誰もが「不良債権」額を推計し公表（「開示」？）することができる。事実、「失われた 20 年」のとりわけ前半期には各方面から推計値が公表された。<sup>72</sup>

一般に「不良債権」という場合、金融再生法開示基準やリスク管理債権における債権区分によって算出された金額を指している。<sup>73</sup>前者は、金融再生法（「金融機能の再生のための緊急措置に関する法律」、1998 年 10 月成立・施行）に基づき、後者は銀行法に基づく。いずれも銀行の保有する不良債権等の状況を開示する義務に基づき、それぞれ「金融再生法開示債権」「リスク管理債権」と呼ぶのが通例である。

前者は、「破産更正債権及びこれらに準ずる債権（以下、「破綻更正債権」）「危険債権」「要管理債権」「正常債権」に分類してそれぞれの金額を開示することとされ、後者は「破綻先債権」「延滞債権」「3 ヶ月以上延滞債権」「貸出条件緩和債権」に分類し、それぞれの金額を開示することとされている。前者は、貸出金のほか支払承諾見返なども対象となり、分類は要管理債権を除き債務者単位で行う。後者は貸出金のみが対象であり、分類は個別の貸出金単位である。前者の「要管理債権」は「3 ヶ月以上延滞債権（元金または利息の支払が約定支払日の翌日を起算日として 3 ヶ月以上延滞している貸出債権）」と「貸出条件緩和債権（経済的困難に陥った債務者の再建または支援を図り、当該債権の回収を促進すること等を目的に、債務者に有利な譲歩を与える約定条件の改正などを行った貸出債権）」（いずれも「破産更正債権」および「危険債権」を除く）、つまり後者の 3 番目と 4 番目の分類に概ね対応する。<sup>74</sup>

「不良債権処理」（政策）が大きな話題となった時期には「金融再生法開示債権」を念頭

---

けは市場原理を強調する近年の風潮とはやや異なる。しかしこれを改正すべしとの議論は今のところ起こっていない。「このような環境の整備に邁進し続け、それ以外の意見を実質的に無視・封殺し続けてきたのは誰か？」「本当に、法改正を求める意見を含め、異なる意見は存在してこなかったというのか？裸の王様よりも不幸な立場に安住している幸せな人達ではないか・・・？」と考える読者が少なくないだろう。前出注 31 に見た昭和 20 年代から 30 年代の「資金調整活動」を想起されたい。ちなみに、私が『金融行政改革』（三輪、1993）を刊行したのは 1993 年であり、当時の金融制度調査会の中心に位置した高名な経済学者と法学者の双方から積極的な賛成意見をいただいた。ちなみに、金融規制の根拠等については同、第 3 章と第 4 章、とりわけ「曖昧な金融機関の『公共性』『社会性』」については第 4 章第 7 節を参照。

<sup>72</sup> たとえば、西村[2009, 253-59 頁]を参照。本項の開示制度に関わる記述は全国銀行協会の「不良債権の開示と処理」による。

<sup>73</sup> さらに「銀行の自己査定に基づく債権区分」があったが、2002 年 9 月期よりその数字が未公表となったため、分類債権額などの把握は不可能となった（UFJ 総合研究所、2003、1 頁）。とはいえ、後述の如く、特別監査などの実務の現場では重用され続けている。前掲注 24 に見た如く、銀行の自己査定は、1997 年 6 月の不良債権償却証明制度の廃止に伴って開始された。

<sup>74</sup> 「概ね」と記すのは、前者の分類が原則債務者単位であること、および「危険債権」と「延滞債権」が異なることなどの理由により「除外される」部分が異なるためである。

に置いて「不良債権」論議が展開されたから、以下でもこれに従う。

第1に、「金融再生法開示債権」の分類及び分類別金額に基づくとしても、どこまでを「不良債権」に含めるかという論点が残る。

第2に、分類が原則債務者単位であることもあり、債務者企業の「破綻」などの影響は、担保や引当金の積み立て状況などにより大きく異なる。回収可能金額の比率も大きく異なる。

ちなみに、「全国銀行」の「金融再生法開示債権」がピークに達した2002年3月時点で、「破綻更正債権」が7.4兆円、「危険債権」が19.3兆円、「要管理債権」が16.5兆円であり、この3分類の合計残高は43.2兆円であった。金融庁から「不良債権の状況等」として公表されるこれらの金額には「銀行に対するアンケート調査により把握したもの」とであると付記されている（2009年3月時点の対象金融機関数は120行）。

### 特別検査

この時期、通常検査に加えて実施された金融庁の特別検査が大きな話題になった。<sup>75</sup>2002年3月時点での「危険債権以下」の「不良債権」が「特別検査の影響」で大きく増加したことや三菱東京FGとUFJの経営統合の直前のUFJ銀行に対する特別検査が大きな話題となった。<sup>76</sup>

---

<sup>75</sup> 金融庁の通常検査は決算日時点の銀行査定を事後チェックするものである。これに対し、特別検査は銀行査定を事前チェック（銀行の自己査定期間に立ち会う形式で実施）するものであり、検査結果を決算に反映させることができる。

<sup>76</sup> 前者についてはUFJ総合研究所[2003, 6-7頁]、後者については、『週刊ダイヤモンド』2004年3月6日号98-102頁、同7月3日号30-41頁、および同7月24日号14-17頁、さらに2005年6月4日号28-41頁を参照。「金融機関・中小企業を追いつめる金融庁の横暴」と題する最後の記事は最初の目次「“新基準”導入で不良債権にルール変更、裁量駆使の恐怖」に続く部分を「3割ルール」に関する記述で始める。「公的資金注入が経営健全化計画の収益目標を2年連続で3割以上回った場合には、経営者の首が飛ぶ。ところが、UFJはなんと3年連続でルールに抵触しかねないことが明らかになってきた。」2004年3月期に3,400億円の最終赤字に陥ったことで「3割ルール」の適用を受けて頭取が責任を取って辞任したばかりだった。「UFJは検査で、多額の貸倒引当金の積み増しを求められ、赤字幅が拡大しかねない状況にさらされていた。・・・今回の検査でUFJを追い込んだのは、金融庁が導入した新しい基準だった。その名は『基準金利』。「UFJは大筋、言い分を認めさせ、すんでのところ3年連続3割ルールの適用は免れたものの、『こうまでして銀行を追い込む検査の姿勢は横暴以外のなにものでもない』（別のメガバンク幹部）と銀行側の心中は穏やかではない」とし、さらに、「金融機関関係者が・・・恐れを抱くのも無理はない。前身の金融監督庁から数えて7年になる金融庁の歴史を振り返れば、ルール変更や裁量駆使によって、金融機関を追い込んだ“実績”には事欠かない」と解説する。続く部分には「検査手法に不満続出！ 金融庁には届かない本音」など見出しが見られ、「わずか7年間で3倍強にふくれ上がった金融庁の人員が、自らの組織維持のために仕事をつくり出していく可能性はないのか」とする。

「金融庁の検査（および担当検査官）の検査方法・手法および結果の妥当性は誰がどのように確保しているのか？」という設問に興味を抱く読者が少なくないだろう。

2001年4月6日に経済対策閣僚会議は「緊急経済対策」をとりまとめ次の基準により、銀行が不良債権のオフバランス化を進めることを求めた。

[原則]主要行は、以下の原則に基づき、オフバランス化（債権放棄などにより貸借対照表上の不良債権を落とすことをいう）を進める。

- (1) 破綻懸念先以下の債権に区分されるに至った債権について、原則として3営業年度以内にオフバランス化につながる措置を講ずる。
  - (2) 既に、破綻懸念先以下の債権に区分されているものについては、原則として2営業年度以内にオフバランス化につながる措置を講ずる。
- ・なお、以上の措置は本年4月1日に開始した営業年度より実施する。
  - ・主要行に対して、不良債権のオフバランス化の実績を毎期公表するよう要請する。

2001年10月の「改革先行プログラム（10月26日閣議決定）」は、不良債権の迅速な解決を図るために、次のことを掲げた。政府が2002年10月の「金融再生プログラム——主要行の不良債権問題解決を通じた経済再生——」（いわゆる「竹中プラン」）をまとめる1年前である。

- (1) 銀行に対する特別検査を実施し、企業の業績や市場のシグナルをタイムリーに反映した適切な債務者区分及び償却・引当を確保する。
- (2) 上記特別検査で破綻懸念先に区分されるに至った債務者については、速やかに、  
(i) 私的整理ガイドラインなどによる徹底的な債権計画策定、(ii)民事再生法などの法的手続きによる会社再建、(iii)RCC（整理回収機構）などへの債権売却など、のいずれかの措置を講じることを求める。
- (3) 預金保険機構・RCCは、不良債権の買い取りについて、価格決定方式を弾力化のうえ、2003年度末までに集中的に実施する。また、預金保険機構・RCCは、企業債権積極的に取り組む。

たとえば、2002年3月期の債務者区分の見直しに帰結した特別検査について、金融庁は、「主要行に対して、企業業績や市場のシグナルをタイムリーに反映した適切な債務者区分及び償却・引当を確保することを目的として、市場の評価に著しい変化が生じている等の債務者に着目した特別検査を実施した」とし、以下の如く解説した。

[概要] (1) 対象行：主要行13行。(2) 日程：2001年10月29日着手、2002年4月11日検査結果通知。(3) 検査内容：株価や外部格付などの著しい変化が生じている等の大口債務者について、原則としてメイン行において検証。検査は、外部監査人との共同作業により実施。

[結果等] (1) 検証債務者数及び与信額：149先、12.9兆円（うち4業種<sup>77</sup>で、98先、10.5兆円）。(2) 下位遷移債務者数及び与信額：71先、7.5兆円（うち4業種で、47先、6.3兆円）。(3) 破綻懸念先以下とした債務者数及び与信額：34先、3.7兆円（うち4業種で、26

<sup>77</sup> 建設業、不動産業、卸小売業、その他金融業の4業種を指す。

先、3.3兆円)。

以上の「対策」「プログラム」「特別検査」では、上記の「金融再生法開示債権」の4分類ではなく、「破綻先」「実質破綻先」「破綻懸念先」「要管理先」「要注意先」「正常先」の6分類が採用されている。前者の破産更正債権が自己査定「破綻先」債権と「実質破綻先」債権に相当し、「危険債権」が自己査定「破綻懸念先」債権に相当する。<sup>78</sup>さらに、「要注意先」のうち返済が停滞している債権を「要管理先」という。上記「下位遷移債務者数」はこの分類上の「下位遷移」数である。

必要な貸倒引当金が債務者の分類によって異なり、とりわけ「破綻懸念先」以下への「下位遷移」に伴って銀行には多額の積み増しが必要になる。必要な引当金は、「実質破綻先」以下の2分類で「債権(無担保部分)の100%」であり、「破綻懸念先」で「同70%」であるが、「要管理先」では「同15%」、「要注意先」では「債権額の3~5%」である。

この時の特別検査では、2001年9月時点で0社であった「破綻懸念先以下」の債務者が2002年3月時点で34社(3.7兆円)に激増した。結果として、主要行は多額の貸倒引当金の積み増し等の対応策が必要となった。

特別検査の結果公表と同日(4月12日)、「より強固な金融システムの構築に向けた施策」の要旨を公表し、これまで不良債権の最終処理目標を3年以内としてきたが、それを1年以内5割、2年以内に8割と細分化した。

関連して、次の2点が注目に値する。

- (1) 以上の「対策」「プログラム」「特別検査」は対象を主要行に限定したものである。<sup>79</sup>
- (2) 判定基準、政策方針、政府の能力などのいずれによるか識別する術はないが、2002年3月の「特別検査」の結果、「不良債権」額が大幅に変化(増加)した。<sup>80</sup>

#### 「不良債権処理」政策? : 「竹中プラン」の実相?

「不良債権処理政策」としての「竹中プラン」の評価の前提として、「竹中プラン」の実態・実相を確認しこれに基づく「不良債権処理政策」の実質的内容を識別する必要がある。以下に見る如く、「竹中金融担当大臣」のイメージが強烈であり、「竹中プラン」という表

<sup>78</sup> 『平成15年度年次経済財政報告』「第2節 金融の再構築」による。

<sup>79</sup> 「主要行に限定した理由は何か?これによって新たな歪みを創出したのではないか?」

『不良債権』処理の遅れが融資資金配分の歪み、さらに資源配分の歪みを生み出し、『失われた10年』に帰結したとする主張は、この限定に言及していないように見えるが、なぜか?」などと困惑する読者が少なくないだろう。

<sup>80</sup> 「バブル崩壊後15年間」の不良債権に関連して、西村[2009, 258頁]は次の如く解説する。『この間にそれぞれの時点で不良債権として認識され処理された』。したがってそのなかには、業況が回復し契約どおり返済されたり、引当金を計上したが後に利益として繰り戻したものも含まれている。」IIIに見た如く、とりわけ「竹中プラン」が成功裏に終了したとされる時点直後をピークにこのことが現実化した。結果として膨大な額のこのような「返済」「繰り戻し」が直後に実現することになった「不良債権」「処理政策」の妥当性・望ましさに疑問を抱き始める読者が少なくないはずである。

現が一人歩きしている。

「不良債権とは『返済される見込みの乏しい債権』である」から、「不良債権」の実質的定義は無限に多様でありうる。個別金融機関の保有する「不良債権」についても同様である。「不良債権」か否かにかかわらず、融資先の選択・融資条件や金額などの融資資金運用方法の見直しは、銀行の資産運用の一環であり、常時実施される。「不良債権」「処理」もその一環である。したがって、「不良債権」「処理」「政策」の有効性・望ましさなどの評価の前提として、「処理」「政策」貢献分を識別する必要がある。

「竹中プランでは、2005年3月末までに不良債権残高を半減させることを掲げていたが、その目標は見事に達成されることになる」「とにかく2005年には長きにわたった不良債権問題もようやく終息した」（池尾、2009、p.xvii）とする記述に象徴される如く、「竹中プラン」「竹中金融担当大臣」のイメージが強烈であることもあって、この時期に発生した「不良債権」額の変化と「処理政策」の効果を区別して後者を識別することに対する関心はなはだ弱く、同一視するケースが多いように見える。

竹中経済財政政策担当大臣が金融担当大臣を兼務することになったのは2002年9月30日であり、「金融再生プログラム——主要行の不良債権問題解決を通じた経済再生」（いわゆる「竹中プラン」）が公表されたのは1ヵ月後の10月30日である。竹中大臣は、大臣就任直後に金融分野緊急対応戦略プロジェクトチーム（特別チーム）を新たに設置して「中間報告」を作成した。22日の記者会見で予定した「中間報告」の公表は、当日の自由民主党8役と竹中大臣の会合で批判の集中砲火を浴びて、中止された。記者発表を予定された内容は、「割引現在価値（ディスカунテッド・キャッシュフロー）の導入による資産査定厳格化」「繰り延べ税金資産の自己資本繰り入れの上限は中核的資本（Tier 1）の10%か課税所得の1年分の低い方」「優先株の普通株転換」「新たな公的資金注入の検討」などとされる。<sup>81</sup>「竹中プラン」が実行に移された「政策」だとすれば、この「中間報告」とは大

---

<sup>81</sup> 「首相にも口頭説明のみ」の見出しで始まる鈴木[2002]は「中間報告」は「一度も公表されない“幻の案”となったが、新聞は大きく報道した」とする。朝刊各紙が報じた22日の夕刻に竹中担当相と自民党8役が院内の総裁室で向き合った。中間報告案の骨子は次の4点とされる。(1)繰延税金資産（税効果会計）の資本計上を10%に制限する。(2)自己資本比率が基準を下回った場合は普通株として公的資金を投入し同時に経営陣の退陣を求める。後継経営者は銀行外の民間人をあてる。(3)銀行経営者は今年いっぱい辞めれば退職金を払うが、来年までやれば退職金は払わない。(4)RCC（整理回収機構）は融資機能拡充のため日本政策投資銀行の傘下に置き、改組する。「竹中氏がこの『中間報告案』の中身を金融庁、財務省にも知らせず、秘密主義を貫いたことで疑心暗鬼が広がった。」(1)について、「今8兆円ある繰延べ税金資産を1割の8,000億円にします、というのは無謀だ」とする自民党堀内総務会長のコメントも伝えられるが、中核的資本（Tier 1）に対する比率が大手行の連結中核資本の約半分を占めるまでに膨らんでいた（残りのほとんどの部分を「公的資金」が占める銀行が少なくなかった）状況下でこれを10%にすることの帰結は容易に想像できる（『週刊東洋経済』2002年11月9日号14頁。帝国データバンク『TDB Watching』2002年6月14日によれば、大手13行の資本算入比率は47.1%であった）。30日に政府が公表した「改革加速のための総合対策案」は、税効果会計の見直しは「速やかに検討する」と

大きく異なるはずである。

前項に見た如く、破綻懸念先以下の主要行の債権について、既存債権は 2 年以内、新規区分債権については 3 年以内にオフバランス化とする「対策」を打ち出したのは竹中大臣誕生の 1 年半前の「緊急経済対策」である。「対策」の前倒しを決めた「プログラム」や多くの「下位遷移債務者数」を生み出した 2002 年 4 月終了の特別検査も竹中大臣誕生前のことである。

「特別検査の結果」について 2002 年 4 月 12 日の記者会見で柳澤金融担当大臣は、自己資本比率が各行別で 8%台から 10%台、13 行平均で 10%代半ばという結果に関連して、概略次の如く発言した。「自己資本比率がゆったりしているというつもりはない。しかし、これだけの自己資本比率を持っていれば、健全性の指標としての自己資本比率を確保していると思っている。これを前提とすれば、公的な資本でこれを補強しなければならない状況にあるとは認識していない。」<sup>82</sup>

竹中大臣金融担当誕生までの経緯と誕生後の 1 ヶ月間の「竹中プラン」公表までの経緯はここでの関心事ではない。<sup>83</sup>「主要行の不良債権処理問題解決を通じた経済再生」を副題とする「金融再生プログラム」は、具体的内容およびこれまでに発表・推進された「対策」「プログラム」とは異なる新たな内容のいずれの点でもはなはだ貧弱である。「3. 新しい金融行政の枠組み」についても同様である。この文書から「竹中プラン」の実質・核心の識別は容易でない。「不良債権処理政策」としての「竹中プラン」の評価も容易でない。

たとえば、上述の「対策」「プログラム」「特別検査」に加えて、以下の観察事実は竹中大臣就任前のものである。(1) 全国銀行、とりわけ主要行の不良債権残高が 2002 年 3 月末にかけて激増した。この時期に増加が著しかったのは「危険債権」である。(2) いわゆる「大手 30 社」問題が「ゾンビ企業」などの表現とともに大きな話題となったのは 2001 年

---

して、実施時期を明記しなかった。「銀行の憂鬱」と題する『週刊ダイヤモンド』2002 年 10 月 26 日号の「特集」は、「金融システムは『健全である』と強調し続けてきた柳沢行政が、『病んでいる』と言い切る竹中行政に一夜にして方向転換したのだから」、「金融庁の事務方は途方に暮れ、半ば諦めの表情を浮かべている」のも「無理はない」とする。竹中大臣自ら立ち上げた「金融分野緊急対応戦略プロジェクトチーム」の民間メンバー 5 人のうち金融庁が推薦したのは奥山章雄日本公認会計士協会会長 1 人のみという。

<sup>82</sup> 「今回の特別検査は、自己査定は本当に大丈夫かな、あるいは金融検査は大丈夫かという疑問に答えようとして始めたのであり、結果は、これまでの自己査定や検査が甘かったことを示唆するのではないか？」とする質問に対しても、「自己査定という作業に参加した特殊な検査でやったのであって、自己査定を検査したのではない。71 社が下位に遷移したが、それは 9 月期の債務者区分がそういうふうになりましたということであり、当然、時間の経過に従った業況の悪化も反映しているだろう」と回答している。また、大臣交代とともに特別検査の内容と役割も大きく変化したのかもしれない。検査対象銀行・担当検査官により検査の内容・役割にバラツキがあるのかもしれない。たとえば、前掲注 73 の『週刊ダイヤモンド』の記事を参照。

<sup>83</sup> 前掲注 81 で言及した『週刊ダイヤモンド』の一連の記事、および、たとえば、竹中[2006, 第 2 章]、久米[2009, 228-34 頁]などを参照。

秋以降であり、2002年3月の特別検査にも影響を与えた。<sup>84</sup> (3) 全国銀行、とりわけ主要行で、2002年3月以降、不良債権残高が大きく減少した。全国銀行の危険債権以下の「不良債権」の「オフバランス化」額で見ると、2003年3月までの2年間で24.3兆円が減少したが、うち16.5兆円は2002年9月末までのものである。

さらに、この期間の「不良債権」に関連して次の3つの観察事実が目を引く。第1に、主要行と主要行以外の「不良債権残高」（「金融再生法開示債権」）および総与信額に占める不良債権の比率およびその変化パターンの違いである。主要行の「不良債権残高」は2000年9月期の17.3兆円から2002年3月期の26.8兆円に激増し、2003年3月期には20.2兆円に急減した。主要行以外では、2000年9月期の15.6兆円から2002年3月期に16.4兆円に上昇し、2003年3月期には15.1兆円に減少した。比率も同様に变化した。<sup>85</sup>

2001年4月の「対策」以来、一貫して重視されたのは主要行の「不良債権」のオフバランス化（債権放棄などにより貸借対照表上の不良債権を落とすこと）であった。第2に、発生時期別に見ると、発生時期の早いものほどオフバランス化の進捗が速やかであり、2002年4月の特別検査後の「対策」実施前倒しもあって、2002年9月時点で、2001年9月以前に発生したものの進捗率はいずれも50%を超え、2002年3月発生分も40%に達していた。2003年3月には、2005年3月末までにオフバランス化することになっていた2002年3月発生分も70%に達し、2002年9月発生分も50%に達した。<sup>86</sup>一連の政策の焦点であった主要行に限定すると、竹中大臣就任までに、不良債権の半減が実現していたことになる。

「オフバランス化」の実態や「オフバランス化」の進行とたとえば「融資資金配分の歪みの是正」さらに「資源配分の歪みの是正」との関連性の解明には慎重な検討を要する。「オフバランス化とは、本来バランスシートから完全に切り離すことを指すが、不良債権処理においては債務者の業況改善や債権計画策定により債権回収の可能性が高まった場合など、債権分類が格上げ（上位遷移）された場合にもオフバランス化と見なされる」（UFJ総合研究所、2003、5頁）。第3点として注目すべき観察事実は、とりわけ2003年3月期にまでの半年間のオフバランス化に占める「債権流動化」の比重の高さである。主要行のオフバランス化の処理形態ごとの内訳では、この時の「債権流動化」は3.5兆円を超え、オフバラ

---

<sup>84</sup> 特別検査に関する記者会見（2002年4月12日）で、柳澤大臣は、特別検査が始まる時期に大きな話題になった大口貸付先に対する大手30社問題との関連について、「そういう市場の評価が厳しくなっているものについては、この149社の中で全てこれを取り込んで検査の対象にした」と回答した。「大手30社」の多くは当時「ゾンビ企業」の宣告を受けたが、その後、株価は大きく回復した。関連して、西村[2009, 262頁]は、「いわゆる『大手30社』などへの引当金を適切に積み上げれば債務超過になるとの指摘を受けて、実質国有化あるいは退場を余儀なくされた銀行がある」と記す。ちなみに、「過剰債務を抱える『大手30社リスト』で一躍勇名を馳せた論客で、金融行政批判の急先鋒として知られた「日本銀行OBでKPMGフィナンシャル社長の木村剛氏は」、竹中大臣の「金融分野緊急対応戦略プロジェクトチーム」の5人の民間メンバーの1人となった（『週刊ダイヤモンド』2002年10月26日号27頁）。

<sup>85</sup> 比率についてもUFJ総合研究所[2003, 3頁]参照。

<sup>86</sup> UFJ総合研究所[2003, 5頁]図表8による。

ンス化全体（7.8兆円）の半分弱を占めた。<sup>87</sup>西村[2009, 265頁]の図表8-6によれば（各金融機関公表資料を金融庁で合計したと断られている）、2002年4月～2005年3月の3年間の危険債権以下の「オフバランス化」33.9兆円のうち、「債権流動化」が13.5兆円、回収返済が12.1兆円、業況改善が4.1兆円（破産更生等債権では、14.0兆円のうち、それぞれ9.2兆円、6.3兆円、0.2兆円）である。「清算型処理」、「再建型処理」、「再建型処理にともなう業況改善」などの比重はいずれも小さい。

#### 「竹中プラン」「不良債権処理政策」と「不良債権処理」

（金融再生法開示債権の意味での）「不良債権」について、以上に見た如く、「竹中プラン」による「不良債権処理政策」は「不良債権処理政策」のごく一部である。「不良債権処理政策」による「不良債権処理」は「不良債権処理」のごく一部である。「不良債権処理」の大きな部分は「オフバランス化」と呼ばれたが、その大きな部分は「債権流動化」および「回収返済」「業況改善」によるものであり、「清算型処理」「再建型処理」などによる部分の比重は小さかった。

本節冒頭に引用した櫻川・渡辺[2009]の要旨冒頭の「処理された不良債権は、本来、経済的減耗した資本として資本ストック額から除去すべきである」とする主張に困惑する読者が多いただろう。「これらの分析から、不良債権の発生が日本経済に及ぼした悪影響の大きさは改めて確認される」（池尾、2009、p.xix）とする解説についても同様だろう。「不良債権処理の遅れ」が「融資資金配分の歪み」さらに「資源配分の歪み」を生み出し、「日本経済の失われた10年（20年）」に結果したとし、「不良債権処理」を急ぐべきだとして「竹中プラン」を高く評価する見方が今日も通説・通念として広く受け入れられていることについても同様だろう。

#### VIII. 「不良債権」と「資金配分の歪み」「資源配分の歪み」さらに「失われた10年（20年）」

ここまで読み進んだ読者の多くが、冒頭に紹介した、「不良債権処理の遅れ」が「不況からの回復」「デフレ経済からの脱出」を遅らせ日本経済の「失われた20年」を生み出したとする広く受容されている「通説」・「通念」を懐かしい気分で回想しているだろう。「あれは一体何だったのか？」「なぜあんな見方を受容して熱心に支持し続けたのか？」と困惑している読者も多いかもしれない。

「バブル」崩壊後から今日に至る時期の日本経済に関して、「不良債権の処理」、その「不

---

<sup>87</sup> 同上、図表9と12を参照。誰にいかなる条件で債権が譲渡された（債権流動化）かという点に関する情報は得られない。大銀行の破綻後に取締役が経営責任（善管注意義務違反）を問われたいくつかの事件で明らかになったような（新たに設立した）買手企業等を買取資金を融資して高値で買い取らせたような（「飛ばし」）ケースの有無については不明である。

足」と「遅れ」、「処理」を促進し「解消」させるための「政策」が一貫して広く話題となった。「処理の遅れ」は、「不良債権の累積」による「銀行バランスシートの毀損」やその隠蔽工作としての「飛ばし」や「貸し渋り」に連なり、さらに「金融システムの不安定性」「バランスシート不況」、その対応策としての「銀行救済」とその帰結としての「zombie banks」と続く。「処理の遅れ」は、さらに、「貸倒引当金の積み立て不足」「追い貸し」「zombie lending」へとつながり、「融資債権の切捨て」を通じる「不良債務者の援助」による「製品市場の資源配分の歪み」や「追い貸し」による「融資資金配分の歪み」につながるとされてきた。だからこそ、「竹中プラン」を象徴とする「不良債権処理政策」（あるいは「不良債権問題の解決」）が「構造改革」の中心の 1 つに位置づけられ、「最優先課題」として推進された。「しかし、・・・？」

I に示した如く、『不良債権』『不良債権処理の遅れ』『追い貸し』と『失われた 20 年』：日本の経験からの教訓？」と題する本論文の中心となる論点は次の 3 点である。その検討は VII までで基本的に終了した。

- (1) 上記設問(1b)の回答が(ii)であり、今後の融資採算見通しを基準に融資先と融資額（つまり、融資配分）を銀行が決定することの帰結およびその評価。
- (2) 銀行の判断および意思決定に任せたことの帰結が「不良債権処理の遅れ」であり、その処理促進に向けた政府の積極的関与が必要だとする判断の評価。
- (3) 必要だとの判断に基づいて実施された「政策」の実質的内容の解明およびその有効性と望ましさの評価。

VII まででは、池尾編[2009]の諸論文や CHK[2008]を現時点における集大成あるいは象徴的文献として念頭に置いて議論を進めてきた。「基本的概念が明確に定義されず、曖昧なキーワードが乱舞する感が強いこれらの文献を、正面から評価し批判的に検討することは、容易ではないし、生産的でもない」とする I に示した判断の意味を了解した読者も多いだろう。とはいえ、これらの文献を含む「通説」・「通念」を「理解」しその妥当性を自ら評価する企図に挑戦する（さらに、長期間にわたった誤解・混乱の原因を明確化して、過去の亡霊を払拭するとともに再発防止に備える）読者は、同質の困難に直面するだろう。そのような読者を想定して、VIII と IX では、追加的・補助的な情報を提供する。「もう十分。たくさんだ」と考える読者は X に進んで支障はない。

VIII では、『不良債権』と『資金配分の歪み』、『資金配分の歪み』と『資源配分の歪み』、「通説・通念の根拠：Total Factor Productivity (TFP) 論議」の順に取り上げ、IX では現時点における通説・通念の集大成あるいは象徴的文献として最も著名であり、今後ともその地位を占め続けることが予想される CHK[2008]を取り上げる。

#### 「不良債権」と「資金配分の歪み」

「不良債権」の処理の遅れが、「追い貸し」などと表現される融資資金配分の歪みを生み出し、本来向けられるべき分野への融資資金の再配分を妨げ（遅らせ）、これが日本経済の「失われた 20 年」の主要な原因の 1 つとなったとする「通念」の前半部分から取り上げよう。

「不良債権」の発生とその「処理」の遅れが「融資資金配分の歪み」に帰結したとする見方が理解不能・意味不明であることについては IV で詳細に見た。貸し手金融機関・借り手企業のいずれでもない第三者が一定の基準に従って（あるいは、恣意的・勝手に）「不良債権」と判定する融資先への融資の継続や追加融資を「追い貸し」と呼んで「融資資金配分の歪み」だと判定すること、そのような融資先と融資をそれぞれ“zombies”、“zombie lending”と呼ぶことに合理的根拠はない。したがって、そのような「不良債権処理」を政策として急がせ促進することにも同様に根拠はない。

さらに、重要なのは、「融資資金配分の歪み」とする判定の基盤となる考え方の危険性・欠陥である。検討の焦点は「歪み」の意味であり、その防止策である。たとえば、「不良債権」と化した融資は、失敗した投資プロジェクトだから、早々にプロジェクトを清算し、融資資金を引き揚げて、他のプロジェクトに再配分すべきである。「不良債権」と化した融資の継続（「追い貸し」）は、失敗したプロジェクトを継続させるものであり、融資資金配分と同時に資源配分を歪めるものであり、望ましくないというのが「通説」・「通念」である。この主張の欠陥についても IV で詳細に見た。資金源は融資資金のみならず、企業間信用や社債、増資によるものを含む自己資金などと多様・豊富である点が重要である。資金コスト以上の収益を獲得できないプロジェクトを「失敗プロジェクト」と定義すれば、「不良債権」以外に「失敗プロジェクト」の資金源は多様である。資金配分の継続などの意思決定は基本的に経営陣に任されている。融資資金の配分だけを特殊視し特別扱いしとする主張に合理的な根拠はあるか？

まして、スタート後の（短）期間の採算性だけでプロジェクトの成否を判断すること、この点で正当な意思決定者である経営陣の判断を無視あるいは軽視することに合理的根拠があるとは思われない。新製品や新技術の研究開発プロジェクトや、新たな分野への参入などを含め、リスクを伴わないビジネスに利益はないし、適切なリスクをも冒さない企業に将来性はないというのがビジネス社会の通念・常識だろう。

上記の「通説」・「通念」は、「資金配分の歪み」の発生防止のために、「失敗プロジェクト」の存続の可否を含めて政府の強力な監視・管理下に置くべきだとする 1960 年代頃までの日本で流行した誤った考え方の亡霊の反映ではないか？

#### 「資金配分の歪み」と「資源配分の歪み」

「追い貸し」や“zombie lending”などの表現に象徴される「融資資金配分の歪み」が発生し存続したとする主張に根拠がなければ、その結果として発生したとされる「資源配分の歪み」が深刻であったとする主張やそれが日本経済の「失われた 20 年」の重大な発生原因

の1つだとする「通説」・「通念」のいずれもが根拠を失う。「不良債権」と「融資資金配分の歪み」に関する上の検討結果を受け入れれば、「不良債権」が「資源配分の歪み」に結果したとする主張の受容は不可能だろう。

IVに見た如く、「不良債権」化は予期せぬ事態の発生<sup>88</sup>であり、その後の計画の見直し(t=1)では、改めて投資プロジェクトの収益性が評価され、有望なプロジェクトのみが貸し手・借り手の双方にとって継続に値すると判断される。有望なプロジェクトであるかぎり、「追い貸し」だとの批判やBIS規制等の影響でこれまでの貸し手金融機関が融資継続を拒否(あるいは、断念)したとしても、他の金融機関や投資家から必要資金を調達できるから、「資源配分の歪み」が生まれることはない。市場の混乱などによって短期的に「歪み」が発生するとしても、それが大規模かつ継続的に発生して「失われた20年」の重大な原因の1つとなることはなからう。

いかなる理由によるものにせよ、有望なプロジェクトを有しない投資プロジェクト(企業)に金融機関が融資を配分するようなことがあったとしよう。借り手企業は有望ではないプロジェクトに投資するよりは、他の用途に資金を振り向ける(他になければ、国債や他行への銀行預金)のが合理的である。そのような「流用」の阻止が貸し手金融機関の利益に合致することもない。つまり、金融機関が「融資資金配分の歪み」を生み出しても、それが「資源配分の歪み」を発生させることはないし、それが大規模かつ継続的に発生して「失われた20年」の重大な原因の1つとなることはない。

「不良債権」化して回収の見込がない「融資債権」をBIS規制等の制約との関係で銀行が処理しないとしても、それは「単に帳簿上のだけの話」である。「会計は企業実態を映す鏡にすぎない。会計的処理をどのように行おうが、企業実態に影響を与えない」(井口、2002、116-17頁)。これが融資資金の配分を実質的に歪めることはないし、資源配分を歪めることもない。

また、「追い貸し」が「過剰設備」や非物理的減耗(moral depreciation)が起こった設備の存続を可能にして、「失われた20年」を発生させたとする主張も珍妙なものである。将来の収益に貢献しないとしても、その「処理」に追加資金・資源の投入を要すれば、当面は放置するのが合理的かもしれない。さらに、第三者が将来の収益に貢献しないと判定しても、意思決定者である経営者は異なる判断をしているかもしれない。競合企業や業界関係者の入れ知恵に基づき政府が「過剰設備の処理」の推進(あるいは特定企業の設備処理の促進)を唱導しているのかもしれない。<sup>89</sup>

「不良債権処理」促進政策が「資源配分の歪み」の是正、さらに「失われた20年」のデフレと停滞の状況からの脱出に貢献する(した)とする通念は、次の3点を見過ぎてい

---

<sup>88</sup> これはIVで想定したモデルに対応する表現である。不確実性を伴うプロジェクトを想定して、結果として悪い状態が現実化したと考えても結論は変わらない。

<sup>89</sup> 本論文冒頭の定期試験問題を想起されたい。誰も住みそうにない空き家だからといって、政府がその取り壊しを家主に迫るべき理由はなからう。

る。第 1 に、政策の核心である「不良債権のオフバランス化」の最大の手段は「債権流動化」であった。直接的には、銀行から他の経済主体へ債権が移動したというにすぎない。「資源配分」への影響は不明である。第 2 に、再建型処理のケースについても「資源配分」への影響は不明である。たとえば著名百貨店のケースでは、「再建」後も主要店舗の多くはそのまま維持されている。第 3 に、清算型処理のケースでも、「資源配分」への影響は不明である。保有資産のうち有用・有価値な資源・資産は新たな利用者を見出すだろう。つまり、「不良債権」処理政策の推進により「資源配分」に大きな影響が生まれるとすれば、その「資源」の従来の利用状況がほとんど無価値に等しいケースにかぎられる。しかし、そのような「資源」は保有企業、貸し手金融機関にとってもほとんど無価値だったはずだから、「不良債権処理」を通じる当該資源の有効利用の企図が企業価値や経済全体の価値に大きな影響を持つことはありそうにない。<sup>90</sup>

「不良債権」と「資金配分の歪み」に関して見た如く、資金配分あるいはその歪みが「資源配分の歪み」を発生させるとすれば、融資資金の配分だけを特殊視・特別視することに根拠はない。通説・通念は、1960 年代ごろまでの日本で流行した誤った考え方の亡霊の反映かもしれない。

#### 通説・通念の根拠？ : Total Factor Productivity (TFP) 論議

「しかし、『バブル』崩壊後の日本経済では生産性上昇率ははなはだしく低下し、『失われた 20 年』と評されるほど一貫して停滞感が強かった。産業分野別の TFP(Total Factor Productivity)の上昇率を見ると、『不良債権』との間に関係がありそうな気がする。通説を支持する証拠としてそのような関係に注目する研究も少なくない・・・」と不満な読者が少なくないだろう。

たとえば、『失われた 10 年の真因は何か』の共編者の 1 人は、TFP 上昇率を産業別に 1990 年代と 1980 年代で比較すると、上昇率では、ほとんどの産業で下回り、22 産業のうち 8 産業は、TFP が上昇から下落へ転じているとして、次の如く主張する(宮川、2003、43-44 頁)。<sup>91</sup>

吉川[2000]によれば、TFP 上昇率の産業別格差が持続することは、新古典派経済学の現実妥当性に大きな疑問を提起することになるが、ここではそうした点ではなく、

---

<sup>90</sup> 関連して前掲注 52 を参照。

<sup>91</sup> 編者による「はしがき」は、Hayashi and Prescott [2002]を下敷きにして、1990 年以降の日本経済は、労働時間の減少と TFP 上昇率の低下により、労働成長経路が下方に移動したために、停滞を余儀なくされていると主張する林[2003]と対比して、宮川[2003]を次の如く紹介する。「林論文では、TFP 上昇率の低下がなぜ生じたかについては具体的な説明が与えられていない。林論文を補完する解釈を与えているのが・・・宮川論文である。宮川論文では、産業別のデータを利用して、労働市場や資金市場での資源配分の非効率性に TFP 上昇率低下の一因があるとしている」(岩田・宮川、2003、p.iv)。

TFP 上昇率の格差があるにもかかわらず、それが生産要素の適正な配分につながっていないことに注目する。図 2-2 は、90 年代の産業別 TFP 上昇率と就業者別構成比の変化を見たものである。これをみると、必ずしも生産性上昇率の高い産業で雇用が増加しているわけではない。とりわけ建設業では、90 年代に生産性が大きく低下しているにもかかわらず、就業者比率は逆に上昇している。このことは、日本において必ずしも各産業の生産性上昇率に応じた適正な資源配分がなされていないことを意味している。

また、CHK[2008]は、産業分野別の TFP 上昇率と「不良債権」残高の対総借入残高比率の間に負の相関があることを重視して、「追い貸し」である「不良債権」残高が“zombies”の支援を通じて当該分野の競争を歪めて分野別の資源配分を歪め、TFP 上昇率を低下させ、日本経済の「失われた 10 年」に結果した主張する。

これらの主張の詳細な吟味には関心はない。産業分野別の TFP 上昇率に注目したこれらの主張の基盤に関わる論点を提示して、読者自身による吟味の補助とする。中心となる検討課題は、「不良債権処理」の遅れや「資金市場での資源配分の非効率性」がなければ TFP (上昇率) は各産業分野で均等化するとする基本的見方の妥当性である。

第 1 点は、TFP およびその上昇率が何を示すかという点に関わる。「TFP は、生産物の成長率のうちインプットである K、L の成長率では説明できない『残差』にはかならない」(吉川、2000、85 頁)。これを、最初に計測した Solow になぞらえて「Solow 残差(residual)」と呼ぶことがあり、「生産性上昇率」さらに「技術進歩率」の指標と見るのが一般的となっている。しかし、「残差」は「残差」である。1950 年代～1960 年代に、労働と資本の生産への貢献分を除く「残差」が圧倒的であることに注目が集まったが、せいぜいのところ「われわれの無知の尺度 (a measure of our ignorance)」(Abramowitz, 1956, p.11)と考えられた。「Total factor productivity として記録されているものの多くは実際には測定誤差 (measurement error) である」(Berndt and Hulten, 2007, p.8)とする有力な見方もある。<sup>92</sup> 「残差」、「a measure of our ignorance」、「measurement error」のようなものが各産業分野で均等化するか?いかなるメカニズムによるか?<sup>93</sup>

<sup>92</sup> この点に関心の読者は、Triplet [2007, pp.574-76]、さらに Griliches [1996]を参照。関連して、三輪[2011b, 158-62 頁]を参照。

<sup>93</sup> 「吉川[2000]によれば、TFP 上昇率の産業別格差が持続することは、新古典派経済学の現実妥当性に大きな疑問を提起することになる」とする宮川[2003, 43 頁]の言及内容の妥当性の吟味も読者に任せる。吉川[2000, 324 頁]は、「TFP は資本、労働などインプットの増加では説明できないアウトプットの増分、つまり『残差』として定義される。したがってその具体的内容はあくまでブラック・ボックスのうちにある。TFP の中身は一体何なのか」と最後の部分でまで繰り返し強調している。宮川からは吉川[2000]の該当箇所に関する情報が得られない。著者と引用者のいずれか(あるいは、双方)に曖昧さ・混乱・誤解があったかもしれない。宮川[2003]に対する指名された 3 名の討論者のコメント、吉川を含めたコンファレンス参加者の討議でも、引用した「吉川[2000]・・・注目する」とする宮川の基本

第2点は、「TFPが『技術進歩』の適切な指標だとしても、『技術進歩率』は各産業分野で均等化するか？」という基本的設問に関わる。たとえば、情報通信技術の進歩の恩恵を受けやすい分野とそうでない分野があるとすれば、これを反映して、たとえば、理髪業とコンビニエンスストア業界では「技術進歩率」に大きな違いが現れるだろう。個別産業分野や個別企業の「技術進歩率」が当該分野や当該企業の外部に位置する諸要因に大きく依存するケースが多いから、各産業分野や各企業間で「技術進歩率」が均等化するためには、そのような要因の影響が存在しないか、存在しても影響が均等化して現れるとする仮定が必要だろう。この仮定が満たされるとはかぎらない。

第3に、TFP上昇率の高い分野により多くの生産要素が引き寄せられるというメカニズムの有無に関わる。確かに、(労働のような)生産要素は当該生産要素の限界生産性のより高い分野に引き寄せられるだろう。それが要素所有者と要素使用者双方の利益に合致する。しかし、TFPは「残差」であって、その実質的構成要素について同様のメカニズムが機能するか否か、「残差」の構成要素と労働や資本のような「生産要素」の生産面での関連性(両者を含む生産関数の構造)は不明である。また、TFPと「限界生産性」の関係も明らかでない。さらに、たとえば、情報処理技術や自動化技術の採用によるTFPあるいは「生産性」上昇を実現するプロセスのように、当該生産要素の「雇用」が大幅に減少するかもしれない。

第4に、上に見た如く、「不良債権処理」の遅れとTFP上昇率を含む「資源配分(の歪み)」の間には理論的關係は存在せず、得られた結果は「見かけ上の相関」にすぎないかもしれない。

次の3つの表を見ていただこう。Gordon[1996]のAppendix Table 2より作成した三輪[2011b]からの引用である。

表6. 各分野のMFP(multifactor productivity)上昇率(年率、%) : アメリカ、1960-1992

	民間								
	FIRE	非農業部門	製造業	PNFNM	建設	utilities	運輸通信	流通	サービス
1960-73	-0.54	1.25	2.52	0.73	-2.60	2.94	3.43	0.90	0.70
1973-79	-0.19	-0.24	-0.11	-0.02	-1.71	-1.47	2.21	-0.20	0.12
1979-92	-2.50	0.38	1.43	-0.02	0.37	-0.36	3.00	0.78	-0.77

FIRE: finance, insurance, real estate, PNFNM: private non-farm, non-mining, non-manufacturing.

資料出所: Gordon [1996] Appendix Table 2より作成した。

表7. 各分野のMFP(multifactor productivity)上昇率(年率、%) : イギリス、1960-1992

	民間								
	FIRE	非農業部門	製造業	PNFNM	建設	utilities	運輸通信	流通	サービス
1960-73	0.56	2.32	3.60	1.51	0.82	3.97	4.43	1.20	0.68
1973-79	0.89	1.16	1.26	0.41	-1.17	2.47	1.65	-0.91	-0.16
1979-92	0.12	1.22	3.68	0.49	1.62	2.27	3.33	1.17	-2.62

資料出所等については表6を参照。

的主張に対する疑問・異論は提起されなかったようである。コンファレンス議事録である岩田・宮川編[2003]にはその形跡は見あたらない。

表8. 各国の金融・保険・不動産業(FIRE)のMFP上昇率(年率、%)、1960-1992

	アメリカ	オーストラリア	カナダ	日本	フランス	ドイツ	イギリス
1960-73	-0.54	--	0.17	--	1.99	0.95	0.56
1973-79	-0.19	-3.05	0.73	0.22	1.51	1.43	0.89
1979-92	-2.50	-1.41	-0.09	0.74	0.78	1.05	0.12

資料出所等については表6を参照。

ただし、カナダは1961-1991、日本は1971-1990、ドイツは1960-1991、

イギリスについては1960-90についてのみdataが利用可能。

アメリカとイギリスに関して各分野のMFP(multifactor productivity)を3つの期間に区切って比較した表と、各国の金融・保険・不動産業(FIRE)を同じく3つの期間に区切って比較したものである。両国で産業分野ごとのMFP(TFP)が大きく異なり続けていることも目を引くが、ここで注目してほしいのは、「金融革命」が華々しかった1979~1992の時期のアメリカとイギリスのFIREのMFP上昇率である。いずれの国でも、話題の分野のMFP上昇率は製造業を含む多くの分野と比して目立って低かった。さらに、FIREについて見ても、両国のMFP上昇率は日本、フランス、ドイツよりも低かった。<sup>94</sup>

#### IX. Caballero, Hoshi, and Kashyap [2008]の吟味：a symbolic illustration

「・・・。しかし、高名な3名の経済学者による長大な論文、Caballero, Hoshi, and Kashyap [2008]、が権威ある*American Economic Review*に掲載された。タイトルも、“Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”だ・・・」と戸惑い、今後の対応に思い悩む読者が少なくないかもしれない。「何を馬鹿なことを言ってるんだ。CHK[2008]や池尾編[2009]を知らないのか・・・」と息巻く読者がここまで読み進むことはないだろう。<sup>95</sup>

IX では現時点における通説・通念の集大成あるいは象徴的文献として最も著名であり、今後もその地位を占め続けることが予想されるCHK[2008]を取り上げる。VIIIの冒頭に記した如く、VIIまででは、池尾編[2009]の諸論文やCHK[2008]を現時点における集大成あるいは象徴的文献として念頭に置いて議論を進めてきた。「基本的概念が明確に定義されず、曖昧なキーワードが乱舞する感が強いこれらの文献を、正面から評価し批判的に検討する

<sup>94</sup> 労働生産性上昇率を用いても結論は変わらない。より詳しくは、三輪[2011b, 158-62頁]を参照。前掲注2に言及した今後の検討課題との関連では、これらの表から示唆されるTFPなどの指標の計測の基礎になるoutput, inputの数量と価格などに関する情報(SNA統計)の信頼性の再検討や改善策の検討が重要である。多くの「サービス分野」ではinputsに関する情報をoutputsの関する情報の代用としている。数十年前に便宜上の理由から採用したこの便法の影響が、サービス経済化の進展により一層深刻な「問題」を提起しているおそれが大きい。この点に関する政府の統計作成部局等の姿勢・体制などについても三輪[2011b]を参照。「失われた20年」の相当部分が統計作成上の誤差あるいは作成統計の結果によるなどという記述が将来の日本経済論の教科書に見られるかもしれない。

<sup>95</sup> 読み進んだうえでこのように息巻く読者には「おめでとう。元気が何より」とでも言えばよい。

ことは、容易ではないし、生産的でもない」とする I に示した判断の意味を理解した読者も多いだろう。とはいえ、これらの文献を含む「通説」・「通念」を「理解」しその妥当性を自ら評価する企図に挑戦する（さらに、長期間にわたった誤解・混乱の原因を明確化して、過去の亡霊を払拭するとともに再発防止に備える）読者は、同質の困難に直面するだろう。VIII と同様に、そのような読者を想定して、追加的・補助的な情報を提供する。

VIII までの各所ですでに多くの論点に関して CHK[2008] に批判的に言及した。ここでは、可能な限り繰り返し・重複を回避し、この文献（および池尾編[2009]所収諸論文）に象徴される「通説」・「通念」を「理解」しその妥当性を自ら評価する企図に挑戦する読者に有用な追加的・補助的な情報を提供する。

以下に簡単に見る如く、CHK[2008]は、一貫する明快な論拠と説得的な証拠を示して明確な結論を導くタイプの研究論文ではない。基本概念の定義が曖昧であると同時に、たとえば、“zombies”の「定義」らしきものが一貫せず、論文を構成する各 parts 間の整合性・一貫性が保たれていない。本論文を執筆し、「通説」・「通念」を「理解」しその妥当性を自ら評価する企図に挑戦する読者への追加的・補助的情報の提供を企図することがなければ、私が読み通すことはなかった。読み通したからといって、「理解」できたということはない。

CHK[2008]をすでに読み終えた読者は、次の 2 つの設問について自問してほしい。

「この論文が何を成し遂げたか？」

「何を成し遂げたと著者達が主張しているか？」

これから読もうとする読者は、これらの設問への自らの予想回答を念頭に置き、「何が示されれば著者達の主張を受け入れるか」という点に留意して読み進んでほしい。

Introduction に続く“I. Identifying Zombie”の冒頭で“our story”について次の如く宣言する(p.1946)。「どこまでこの宣言に沿っているか?」「どこまで成功しているか?」「2 つの parts は実質的連結・連動に成功しているか?連結・連動の内容は説得的か?」などの設問の点検・確認も読者の課題である。

Our story can be divided into two parts. First, the banks misallocated credit by supporting zombie firms. Second, the existence of zombie firms interfered with the process of creative destruction and stifled growth. Our measure of zombie should not only capture the misallocation of credit but also be useful in testing the effect of zombies on corporate profitability and growth.

### “Zombies”と“zombie lending”

CHK[2008]の最重要のキーワードは“zombies”と“zombie lending”である。これらのキーワードの定義が曖昧であり、あるいは「定義」(らしきもの)が一貫していなければ、論文全体が混乱する。論文は整合性に欠ける雑多な主張の集積となり、実質的に意味を失う。

当然、研究論文としては理解不能となる。<sup>96</sup>

冒頭の abstract は次の文章で始まる(p.1943)。

Large Japanese banks often engaged in sham loan restructurings that kept credit flowing to otherwise insolvent borrowers (which we call zombies).

この文章に関連して、次の7つの設問について自問自答し、さらに続く(8)以下の設問についても自問していただきたい。

(1)「不良債権」となった融資先への継続融資(「追い貸し」?)は sham loan restructuring に含まれるか?そのままの継続だから loan restructuring に入らないか?

(2) “Otherwise insolvent borrowers”でなければ“zombies”でないのか?他の貸し手や追加出資や保証などの提供が期待できるような将来有望な事業プロジェクトを有する融資先は、どうなるのか?

(3) “Otherwise insolvent borrowers”か否かを誰が判定するのか?借り手、融資金融機関、投資家、政府(あるいは、この3人の研究者)のいずれか?融資金融機関の判定と政府の判定が対立したケースでは、いずれを優先するか?

(4) “Otherwise insolvent borrowers”に対するものでなければ、“zombie lending”でないのか?いわゆる「不良債権」のうち、“zombie lending”に含まれるのはどの程度か?

(5) 現時点(融資期限到来時点)での元利返済は不可能だとしよう。即時回収よりも多くの金額の回収を将来的に見込めると融資金融機関が判断するケースは、これに含まれるか?そのために必要(あるいは有利)と判断して利子あるいは元本の返済を先送りしたケースは、“zombie lending”か?

(6) 企業と同様、政府もしばしば判断を誤る。“Otherwise insolvent borrowers”との政府の判定の誤りが後に判明した際には、“zombies”はその時点で“zombies”でなくなるのか?

---

<sup>96</sup> Calomiris and Mason [2004, p.409]によれば、Kane[1998]が“zombie banks”という表現を“can continue almost indefinitely, and it is very hard to measure their insolvency”という意味で初めて使用した。“Its ability to renew its deposit funding and its foreign debt depends entirely on the continuing credibility of the explicit and implicit government guarantees that official policies attach to its obligations”が a “zombie” institution に関する解説である (Kane, 1998, p.5)。タイトルに「ゾンビ銀行」を含む深尾[1998]では「いったん破綻した後、経営規律がないまま営業を続ける、いわばゾンビとなった金融機関」(50頁)という解説とともに用いられている。“Zombie lending”は借手の“obligation”ではなく貸手の“lending”に注目した表現である。Kane の“zombie banks”とCHK[2008]の“zombie lending”の関連性、および “zombie institution”に関する Kane の解説と“zombie lending”の定義等の対比・検討は読者に任せる。“Zombie”の定義およびその識別は容易な作業ではなかろう。しばらく前にヒットした映画が zombie という表現を日本でも有名にしたことと、「不良債権」の蔓延およびその「処理」の遅れが日本経済の長期停滞からの脱出を困難にしている(した)とする「通説」・「通念」が共鳴し、“zombie lending”という表現の流行と、タイトルがこれで始まる論文に象徴される主張の広範な受容に帰結したように見える

(7) “Large Japanese banks often engaged...”は事実か？日本の巨大銀行に特有か？巨大銀行はどこでも似たようなものか？この記述は証拠に基づく事実判断か？分析上の仮定か？前者だとすれば、事実判断を支持する説得的な証拠を見たか？後者だとすれば、これを現実の現象（観察事実）の分析への適用を正当化する根拠を見たか？日本の巨大銀行がなぜそのような行動を選択・採用する（という）のか？

Introduction 部分に次の記述が見られる。「不良債権」処理の遅れが経済の資源配分に悪影響を与えて“Depressed Restructuring in Japan”だとする主張の基本的なリンクに関わる(p.1944)。

By keeping these unprofitable borrowers (which we call “zombies”) alive, the banks allowed them to distort competition throughout the rest of the economy. The zombies’ distortions came in many ways, including depressing market for their products, raising market wages by hanging on to the workers whose productivity at the current firms declined, and more generally, congesting the markets where they participated.

(8) “Zombies”の「定義」は上のものと同じか？整合的か？“These unprofitable borrowers”とは正常な企業なら支払うはずの水準の金利を支払わない企業のことのようにある。そのような企業に関する“The zombies’ distortions”以下の記述は妥当か？理解可能かつ受容可能か？

(9) このような“zombies”と過去の融資が「不良債権」となった企業との関係はいかなるものか？同一か？

“Firms receiving subsidized credit”のための簡単な情報収集作業の結果から、金利補助を含む“credit assistance”に焦点を合わせることにして、“B. Detecting Zombies”(pp.1947~)では、正常な企業が支払うはずの支払金利の下限を設定し、それを下回る企業は“interest rate subsidy”を受ける “zombies”だとする。

(10) この”zombies”の定義、それを判別するための基準は上に見た定義と整合的か？

“II. A Simple Model of the Effect of Zombie Firms on Restructuring” (pp.1953~)では、“As a benchmark we first model all decisions being governed purely by the operating profits from running a firm”として model を提示し、その後の検討では分析の基礎として参照する。

(11) 他の部分に登場する「定義」(らしきもの)と整合的か？たとえば、“operating profits”が一定水準を下回る企業と“otherwise insolvent borrowers”はどのようなものか？同一か？

理論的検討部分の一部 (F. A Firm as a Collection of Projects”(pp.1960~)では、新しい「定義」らしきものが登場する。

“A zombie firm is defined to be a firm that does not adjust the project rules when a (negative) shock hits the industry, consistent with the discussion above. A non-zombie firm adjusts the project selection rules following the shock.”

(12) これまでに見た“zombie firm”の「定義」(らしきもの。たとえば、abstract の文章のもの) と整合的か? いかなる関係があるか?

(13) なぜ“zombie firm”は、“non-zombie firm”と異なり、to “adjust the project rules”をしないのか? To “adjust the project rules”する正常な企業とは異なる行動(戦略)を採用する企業のことを“zombie firm”と呼ぶのか? そのような企業と「不良債権」といかなる関係があるというのか?

“III. Empirical Evidence for Zombie Distortions” (pp.1963~)では、産業分野別の TFP 上昇率と上掲設問 (10) に結びついた“B. Detecting Zombies”の検討から導かれた“zombie index”の関係の検討から、次の “the novel prediction of the theory: that the rising zombie congestion should harm the non-zombies”を導出する。

(14) この“the novel prediction of the theory”は理解可能かつ受容可能か?  
さらに、関連して、次の如く解説する。

Note that for the investment (employment) specification one might normally expect that as the percentage of sick firms in the industry rises, the healthy firms would have more (relative to the sick ones) to gain from investing (expanding employment) (p.1967).

(15) ここで用いられている “zombie”、“non-zombies”、“sick firms”、“healthy firms”などはそれまでに用いられてきた「定義」(らしきもの) と整合的か?

(16) 正常な企業が支払うはずの支払金利の下限として設定された水準以下の金利を支払う企業は“sick firms”か? そのような企業の投資収益率はより低いのか?

各 parts 間の関係は一貫しているか?

CHK[2008]を構成する各 parts 相互間の関連性の本格的検討は読者に任せよう。検討の素材は、多くの論点についてすでに前節までに提示した。

上に見た如く、中心に位置する最重要のキーワードである“zombie”と“zombie lending”の定義あるいは「定義」らしきものが一貫していない。論文全体が混乱し、論文は整合性に欠ける雑多な主張の集積となり、実質的に意味を失うとしても不思議ではない。

CHK[2008]の中央に位置する理論的検討部分の“zombie firm”の「定義」(らしきもの)が、設問 (12) と (13) に見た如く、その前後のものとはほとんど無関係であることが象徴

的である。また、設問 (14) ~ (16) に見た如く、“III. Empirical Evidence for Zombie Distortions”の部分と先行部分の連結・連動にも重大な疑問がある。

#### 各 parts の検討内容の妥当性？

論文全体の一貫性と同時に、各 parts の内容にも重要な疑問が少なくない。3 点だけ指摘しておく。

すでに見た如く、上場企業のうち firms “receiving subsidized credit”の比率がそれまでの 5%~15%の水準から 1994 年以降は 25%を上回る水準に上昇するとする“Detecting Zombies”の検討結果は多くの読者を苦笑とともに呆れさせるだろう。第 1 に、そんな銀行がその時点まで存続して、日本の経済成長をいかにして支えたというのか？第 2 に、利払を停止すると延滞債権と見做されて不良債権となるというルールとの関係もあって、融資返済を「猶予」することがあるとしても、それは元本の返済スケジュールの変更であって、金利返済の「猶予」はほとんど行われぬというのが、業界関係者の「常識」である。この点は、簡単なヒアリングで確認できる。第 3 に、25%という水準は、この頃の資本金 6 億円以上規模企業に占める営業利益赤字企業の比率をも上回る。たとえば、営業利益赤字企業のうちごく一部が債務超過に陥るにすぎず、融資返済を「猶予」される企業があるとしてもそれはそのごく一部だというのが「常識」だろう。“Detecting Zombies”の検討作業自体に重大な欠陥があるのではないか？

また、最後の部分の基礎になる TFP 上昇率と zombie index の関係に注目した検討は、VIII に見た如く TFP 上昇率に関する基本的考え方に問題があるし、zombie index にも以上の如き欠陥があるように見える。

関連して、zombies の比重の高い分野では”the banks allowed them to distort competition throughout the rest of the economy”(p.1944)という主張の根幹にかかわる見方に関する簡明な論拠と説得的な証拠が見あたらない。これが、“Second, the existence of zombie firms interfered with the process of creative destruction and stifled growth”(p.1946)の大前提として採用されている。

#### CHK[2008]で著者達は何をしたのか？

本論文の VIII までの内容を受け入れない読者の多くも、本節の以上の内容に沿って自問自答すれば、「CHK[2008]で著者達は何をしたのか？」と考え始めるだろう。以上の設問の如き基本的論点を気にせず CHK[2008]を読み通して主張に賛同した読者、*American Economic Review*に掲載された高名な著者達による大論文だという観察事実から abstract (および Introduction) を見て主張を受容した読者、噂を聞いてこれから読もうと企図する読者も例外ではないだろう。

CHK[2008]は次の文章で始まる(p.1943)。

This paper explores the role of that misdirected bank lending in prolonging in the Japanese macroeconomic stagnation that began in the early 1990s. The investigation focuses on the wide-spread practice of Japanese banks of continuing to lend to otherwise insolvent firms. We document the prevalence of this forbearance and show its distorting effects on healthy firms that were competing with the impatient firms.

たとえば、“the wide-spread practice of Japanese banks”に関連する参考文献等の supporting evidences は示されていない。“I. Identifying Zombies”の”A. Defining Zombies”は次の文章で始まる。この部分についても同様である。

There is a growing literature examining the potential misallocation of bank credit in Japan (see Toshitaka Sekine, Keiichiro Kobayashi, and Yumi Saita (2003) for a survey). Much of the evidence is indirect. For instance, several papers (including Hoshi (2000), Mitsuhiro Fukao (2000), Kaoru Hosono and Masaya Sakuragawa (2003), Yuri Sasaki (2004)) study the distribution of loans across industries and note that underperforming industries like real estate or construction received more bank credit than other sectors that were performing better (such as manufacturing).

「CHK[2008]で著者達は何をしたか？」という設問への回答は、それぞれの読者が選択すればよい。とはいえ、この論文が広く読まれ基本的文献として受容され参照されている基本的理由が、“the wide-spread practice of Japanese banks”だと彼らが主張する「常識」・「通念」によるとする見方に賛同する読者が少なくないだろう。池尾編[2009]所収の諸論文の多くをはじめとする膨大な量の文献が形成し支持する「通説」・「通念」についても同様だろう。<sup>97</sup>

---

<sup>97</sup> CHK[2008]が *American Economic Review (AER)* に掲載された理由についても同様だろう。3名の高名な著者達によることも理由の1つだろう。Editorによる reviewers の選任と掲載の選択が「通念」に大きく左右されたとしても驚くにあたらない（もっとも、最近では、有力な academic journals の中で、日本に関わる事象を検討対象とする論文（「日本モノ」）の取り扱いの点で *AER* は特異かもしれない）。本節の内容や本論文の内容を英語にして、たとえば *AER* に送るべきだとする意見があるかもしれない。いかに工夫しても *AER* が掲載する可能性がないことは多少なりとも事情を理解する読者にはほとんど自明だろう。他の academic journals についてもほとんど同様である。さらに、main bank、Keiretsu、industrial policy などに関わる（日本経済特殊論）の「通説」・「通念」が事実誤認であり実態からはなはだしく乖離した「神話」であることを指摘したわれわれ（私と共著者の Professor J. Mark Ramseyer）の主張は、英語圏（とりわけ研究者の間）ではすでにかなり広く受容されている。本論文のような内容のものを英語で書くことの追加的価値

少なからぬ読者が次の見方に共鳴・賛同するだろう。<sup>98</sup>今日の通説・通念となっている「不良債権」やその「処理の遅れ」に注目する日本経済の「失われた10年(20年)」論議を構成する多くの文献は、壮大な規模で長期間にわたって繰り広げられた「宴」に供された「▼▼▼のようなもの」を話題(素材)とする「△△△△のようなもの」である。CHK[2008]や池尾編[2009]所収の諸論文が集大成あるいは象徴的文献として最も著名である。「不良債権」「不良債権処理の遅れ」「追い貸し」「失われた10年」などが「▼▼▼▼」の代表である。「宴」の内容や雰囲気に関心あるいは批判的な者は参加していない。一時期参加した後、離脱した者も少なくないかもしれない。<sup>99</sup>

## X. 結語

During both the “bubble” expansion and its collapse, real interest rates moved in the same direction as housing prices rather than in the opposite direction. As a consequence, a competent clinician should be wary of the diagnosis that interest rates were an underlying cause of the crisis insofar as they led to a housing bubble.

The aforementioned diagnoses seem less susceptible to empirical examination because they are mainly related to “excessive” or “inadequate” degrees of unknown phenomena. Their plausibility, however, can be judged with the help of some elementary principles of finance and economic development. The following are

---

値はさほど大きくはない。このため、日本語で書くことの方が圧倒的に重要だと考えた。ちなみに *The Fable of the Keiretsu* (Miwa and Ramseyer, 2006) を書く頃には、これでシリーズの最後にしようと考えていた論文を報告したセミナーで、終了後に参加者の1人(共著者の古くからの友人である)から「Mark、いつまでこんな・・・な連中を相手にするのか? 取り上げている主張の荒唐無稽さは、問題提起を聞いた段階ですぐに分かるよ・・・。退屈だろう。もっと面白い研究課題に目を向けろよ・・・」。本節の内容に関しても同様の反応を予想できる読者が少なくとも英語圏には少なくない。

<sup>98</sup> 「ようやく書く気になったか。長く待たせやがって・・・」とする不満もあるかもしれない。

<sup>99</sup> この見方に共鳴・賛同する読者は、次の引用文にも共鳴し、“bubble”を「不良債権」に置き換えつつ、Garberの主張に賛同するだろう。“Bubble is one of the most beautiful concepts in economics and finance in that it is a fuzzy word filled with import but lacking a solid operational definition. Thus, one can make whatever one wants of it. The definition of bubble most often used in economic research is that part of asset price movement that is unexplainable based on what we call fundamentals. Fundamentals are a collection of variables that we believe should drive asset prices. In the context of a particular model of asset price determination, if we have a serious misforecast of asset prices we might then say that there is a bubble. / This is no more than saying that there is something happening that we cannot explain, which normally call a random disturbance. In asset pricing studies, we give it a name — *bubble* — and appeal to unverifiable psychological stories” (Garber, 2000, p.4).

four such principles that will be useful in this task:

1. The total value of all debt is zero.
2. The total value of all derivative contracts is zero.
3. Financial markets are forward looking.
4. A country's prosperity is positively related to the extent of economic liberalization (Roll, 2011, p.12).

“The 2007-08 financial crisis”に焦点を合わせた“The Possible Misdiagnosis of a Crisis”と題する Richard Roll の論文の一部である。“The aforementioned diagnoses”には、the subprime mortgage meltdown, too much leverage in financial institutions, inadequate regulation, excessive use of complex derivatives, excessive risk taking induced by agency conflicts, a housing bubble induced by lax mortgage underwriting standards, easy money (i.e., low interest rates triggered a housing bubble)などが並ぶ。Abstract は “Most explanations of the 2007-08 financial crisis... are inconsistent with elementary principles of finance. The author explains the inconsistencies and suggests an alternative diagnosis that is fully compatible with rationality”である。

いささか象徴的に表現すれば、Roll[2011]のfour “elementary principles of finance and economic development”、とりわけその (1) と (3) を適用して、「不良債権」およびその「処理」の遅れあるいは「追い貸し」が日本の「失われた 10 年 (20 年)」に結果したとする「通説」・「通念」を診断し、誤診であることを論拠とともに示すことが本論文の内容である。Roll[2011]のfour “elementary principles”が「標準的な経済学的手法」と私が呼ぶものに対応する。“The 2007-08 financial crisis”について広く流布されている診断が “possible misdiagnosis”だとすれば、対応する「不良債権」関連の金融現象が 1997~1999 年の「金融危機」の時期を含む 20 年間もの長期間にわたる日本経済の「停滞」の主要な原因だとする診断について“possible misdiagnosis”ではないかと考えて本格的検討を開始するのが自然だろう。そのような試みは長期間にわたってほとんど存在しなかった。このことを異様・異常と考え、「宴」が一段落した段階で開始した検討の成果がこの論文である。<sup>100</sup>

多岐にわたる論点の検討から「不良債権」関連の金融現象が 20 年間もの長期間にわたる日本経済の「停滞」の主要な原因だとする「通説」「通念」は誤診であるとする本論文の内容を改めて要約する必要はなかろう。I の最後の部分を再録しておく。

「バブル」崩壊後の日本経済に関しては、「不良債権処理の遅れ」が「不況からの回復」「デフレ経済からの脱出」を遅らせ、日本経済の「失われた 20 年」を生み出した

---

<sup>100</sup> 三輪[2011a]では、1997 年末から 1999 年初頭にかけての日本の「金融危機」・“Credit Crunch”について、「金融危機」が「金融機関の危機」との混同による騒動であったと結論した。

とする見方が「通説」「通念」となっている。われわれは、「不良債権」を象徴的キーワードとするこの見方を、意味不明瞭な用語が基本概念として乱舞する、説得的な論拠と証拠に乏しい、実態からはなはだしく乖離した「神話」であり、適切な問題設定に基づくこの時期の日本経済の理解・解明の妨げ・障害物になると考える。この意味での障害物の除去が本論文の直接の目的である。

アメリカ経済を中心に発生した“the 2007-08 financial crisis”に関する Roll[2011]は 6 頁の簡潔な論文であり、多くの実務家を含む広範な読者を想定した *Financial Analyst Journal* に掲載された。日本の「不良債権」をキーワードとする「失われた 10 年 (20 年)」と銘打った「宴」への内外の参加者・聴衆の多さと継続期間の長さ、およびこれまで散々見せつけられてきた「日本経済特殊論」の生命力の強さから、日本のケースに関しては少なくとも本論文の程度の内容と長さのものが必要と考えた。

「王様は裸だ」と叫ぶ子供が登場する余地・必要がない状況と、そういう「子供」の声が出ると大多数の人達が驚愕する状況とでは、研究者の行動も異なって当然だろう。本論文に対する反論もほとんど登場しないことにさえ驚く読者は多くないだろう。<sup>101</sup>

#### “An alternative diagnosis”?

Roll[2011]の“an alternative diagnosis”に対応する診断を示すことに関心がないわけではない。しかし、現時点では「できればそうしたい・・・」と言って肩をすくめて、「次の検討課題としたい」と記すにとどめる。関連して次の 3 点に読者の注意を促したい。

第 1 は、いずれの研究分野でもほとんど例外なく、現時点では明確な診断を下せない「症状」、治療不能な「病気」が存在する。<sup>102</sup>たとえば、貧困状態を脱せない（脱出の契機すらつかめない）国や地域について、「原因は何か？どうすれば経済発展の軌道に乗せることができるか？」という問いへの的確・適切な回答に対する強い需要がある。「しかし、適切な回答が容易に見つかれば貧困国は存在しないはずだ・・・」と考えて、次々と提示される「処方箋」にも慎重に対応する必要がある。<sup>103</sup>原因は、説明対象としての現象の確認・識別が適切にできていないこと、検討課題の設定が不適切なこと、有効な検討資料の入手可能性や適切さ、分析手法の不適切さなどと多様だろう。<sup>104</sup>明確な診断が下せていない現状

---

<sup>101</sup> 「宴」の参加者・参観者・積極的支持者の間では、本論文の内容のみならず、その存在についても explicit な話題になることは稀だろう。この点も、一連の「日本経済特殊論」に関わる「宴」と共通だろう。

<sup>102</sup> そうでなければ、当該研究分野は有能な研究者を引き止められず、有望な若者を研究者として引き付けることもできないから、衰退するだろう。

<sup>103</sup> 19 世紀のドイツ、スウェーデン、アメリカ、さらに明治維新後の日本などで急速な経済発展が実現した原因、他の多くの国々でそうならなかった原因は何かという問いへの回答についても同様だろう。

<sup>104</sup> VIII の注 94 で言及した如く、「サービス分野」を中心に生産物の数量・価格・品質に関する基本統計に年来の重大な検討課題があり、結果として生産活動の指標がはなはだしく

の確認が新たな検討への推進力となることもある。誤った診断に満足しあるいは既存の診断の適切さについて曖昧さを残すことはより適切な診断・処方の妨げになる。

第2に、診断を求められる「症状」、処方求められる「病気」、需要されている「説明」の内容など、つまり「検討課題」が必ずしも明確ではないことが少なくない。「通説」を形成しあるいは「通念」に沿う膨大な量の文献が、「検討課題」を共有し共通の分析手法・基盤の上に研究活動を展開した成果とはかぎらない。

たとえば、『不良債権と金融危機』の編者は編者「序」の冒頭に（つまり、各論文の紹介に先行して）次の如く記す。

わが国が1990年代に経験した金融危機は、その本質において「銀行危機」であった。それは、日本の金融システムが銀行優位の間接金融体制を中軸としたものにとどまり続けていたからである。そして、こうした金融システムのあり方と実体経済の変化との間のずれが、危機を準備したと見なされる面がある。このかぎりでは、1980年代における金融制度改革の挫折が90年代の金融危機の遠因となったといえる（池尾、2009、p.xiii）。

「所収各論文の『検討課題』との関連性はどうか？」「主張の内容を研究会で提示して議論したか？」「研究会で意見の相違は顕在化しなかったか？」「顕在化した対立・食い違いなどはどこでどのように処理されたか？読者は見ることができる？」「このような設問に対する回答を提示して読者の混乱・困惑を回避する努力はなされているか？」などの直接的な疑問と同時に、「主張の意味は明確か？」『見なされる面』とか『このかぎりでは』『遠因』の正確な意味は何か？何が実現していれば金融危機の何がどの程度回避できたというのか？「あれは日本特有の現象だということか？どこまで特有か？」『日本の金融システムが銀行優位の間接金融体制を中軸としたものにとどまり続けていたから』という記述の意味は明確か？参加者は理解し賛同したか？「参加者は検討課題を共有し、共通の基盤の上に、正確な理解に基づいた確かな議論を展開したか？」という疑問を抱く読者が少なくないだろう。

『金融制度改革の挫折』というが、誰の『挫折』か？関係審議会の事務局である大蔵省か？審議会メンバーである池尾か？『挫折』の実質的内容は何か？原因と発生メカニズムは何か？説明されているか？『制度改革』論議の進め方と関連意思決定システムを前提とすれば、結果は予定通り（観察者にとっては予想通り）であって、『挫折』と呼ぶのは不正確ではないか？「多くの関係者・観察者が困った事態だと考える現象が発生すると、

---

過小に推計されている可能性がある。この過小推計のおそれの重大さは「サービス経済化」の進展とともに増大したはずである。「失われた20年」とも評される日本経済の「停滞」の実態もこのことによる過大評価あるいは幻影かもしれない。しかし、利用可能な基本統計に関わるissueであり、この視点の可否と重要性の検討・確認は当面できそうにない。これも「明確な診断を下せない」ケースの一例である。

『ほら見たことか。私が言ったことを無視するからだ・・・』という声が後から出てくることが多い。その類ではないのか？」などの疑問が続くだろう。<sup>105</sup>

第3に、共通の関心事である現象（のように見える一連の観察事実）の発生原因は1つだとはかぎらない。また、提示されている他の原因候補が排除されたからといって、残った診断が適切だということにはならない。最後の1つも排除されて、有効な診断が下せない状況であるにもかかわらず、最後の1つだという理由で残された原因候補を採用して診断を下すのは不適切だろう。

例示である。林[2003]は「Hayashi and Prescott[2002]を下敷きにして、1990年以降の日本経済は、労働時間の減少とTFP上昇率の低下により、均衡成長経路が下方に移動したために、停滞を余儀なくされていると主張している」（岩田・宮川、2003、iv頁）。これに対して吉川[2003、22頁]は、「不十分なデフレ？」と題して次の如く主張する。

「不況」は短期であれ長期であれ需要不足によって生じると多くのエコノミストは考える。しかし林氏は「需要不足説は次のような理由で失われた90年代を説明するには不適當だ」という。すなわち「総需要を強調するケインズ経済学でさえも、需要不足は長期的には価格の調整を通じて解消される。ケインズ経済学は、景気循環のような短期の経済変動を説明するには有効かもしれないが、90年代の日本のような長期の停滞を説明するには無理がある」。これはまさに「教科書の見解」ではあるが、「需要不足は長期的には価格の調整を通じて解消される」という命題そのものを私としては問題にしたい。この命題は、価格が十分に下れば実質貨幣量が増大して「不況」は解消されるとするロジックに基づくものだが、現在の日本の問題を「不十分なデフレ」に求める「ガッツある」経済学者がどこにいるだろうか？政府、日本銀行、エコノミストか？アービング・フィッシャーの指摘した「健全な常識」すら兼ね備えていないスタンダードな経済学がおかしいのである。

続いて「金融の問題な二義的？」で「1997～98年にクレジット・クラッシュが生じたとは私は考える・・・が、林氏は、不良債権をはじめ『金融』の問題が90年代に与えた影響は二義的だと主張する」とし、「成長会計による説明は本当の『説明』か？」に続く。「教科書の見解」を「問題にしたい」とする「見解」、「『ガッツある』経済学者」の存在に関わる「見解」、「スタンダードな経済学がおかしい」とする「見解」などの吟味はここでの関心事で

---

<sup>105</sup> 私の知るかぎり、池尾は一貫して制度改革論議の現場の中心に位置した。「『改革』を叫ぶばかりで一向に変わらず、関係業界間・内部の利害調整に終始するばかりの『論議』に同調し協力的な『学識経験者』の代表」と冷ややかな眼で見ていた読者も少なくないだろう。「いやあ、われわれにとっては便利でありがたい存在です・・・。正論しか吐かない三輪さんとは違います」というのが40年来の友人である事務局元幹部の笑顔での解説である。ちなみに、池尾編[2009]所収の池尾[2009b]のタイトルは「銀行破綻と監督行政」であって、たとえば「金融制度改革の挫折と金融危機」ではない。

はない。106林論文の内容に対する「批判」が適切だとしても、「林氏は、不良債権をはじめ『金融』の問題が90年代に与えた影響は二義的だと主張する」が「1997～98年にクレジット・クラッシュが生じたと私は考える・・・」とする「見解」が妥当だとする根拠にはならない。107

### 10年後、20年後の予想？

「鳴り物入りで進められた竹中プランの不良債権処理が終わってからもかなりの時間が経過したのに、不況・停滞とデフレの克服が進んでいるようには見えない・・・。しかし、済んでしまった過去のことここまでする必要があるのか」と不満な読者が多いかもしれない。

明治維新以降の経済発展が政府主導型だとして富国強兵策や殖産興業政策の果たした役割を強調する見解、戦時統制や戦後の傾斜生産政策において計画・統制が有効に機能し大きな役割を果たしたとする見解、産業政策が戦後の経済成長に大きく貢献したとする見解、二重構造・系列・メインバンクなどの「日本的経済システム」が日本の経済発展を可能にした原動力であったとする見解などの一連の見解のいずれもが事実誤認であり、実態からははだしく乖離した「神話」である。これらの点の指摘から今日までのわれわれ（私と共同研究者である Professor J. Mark Ramseyer）の経験と観察事実を照らせば、本論文の有無に関わりなく、20年後にも「不良債権」をキーワードとする「失われた10年（20年）」論議が「通説」・「通念」として広く受容されている可能性が高い。

「通説」・「通念」は、今日に至る20年間の時期を通じて支配的地位を保持して「研究」と政策論議、さらに現実の政策形成とその実施プロセスに圧倒的な影響力を発揮・維持した。“Alternative diagnoses”に関する議論や研究の展開にも抑圧的で破壊的な影響を与えた。呪術が支配する社会で多くの住民に近代医学の恩恵が届きにくいように、誤診に基づきおそらくは役にも立たない（しかも、弊害を伴う）「政策」が、「通説」・「通念」の圧倒的な支持の下に立案・実行される社会の住民には、経済学を中心とする社会科学の進歩とそれに基づく各国の経験から得られた知見・「教訓」の恩恵が届きにくい。代替的な見方や対応

---

106 ちなみに、私は、少なくとも引用されている部分に関しては林の「教科書の見解」に賛同し、吉川の「見解」には理解可能性も含めて首を傾げる。「教科書の見解」に関心の読者は、Barro [2008, p.397]の“Chapter 16. Money and Business Cycles II: Sticky Prices and Nominal Wage Rates”の“Prices Adjustment in the Long Run”の冒頭の次の記述および続く部分を参照。“Our analysis of the new Keynesian model applies in the short run, when we do not allow for adjustments in the prices,  $P(j)$ , set by each firm  $j$ . In the longer run, the prices adjust, and these adjustments tend to undo the real effects from a change in the nominal quantity of money,  $M$ .”

107 いささか高揚したトーンで書かれたかに見える吉川[2003]の著者は、林[2003]の説明が「本当の『説明』ではないからという理由で『クレジット・クラッシュが重大な影響を与えた』と主張しているのではない。単に、スペースの都合であり、この文章が林論文に対するコメントであることによるにすぎない」と解説するかもしれない。多くの読者がそのように読むとはかぎらない。

方法の模索・検討に向けるべき時間・エネルギー・資源が「通説」をめぐる「宴」に浪費されてしまうだろう。潜在的不満の保有者を含む多くの人達を、「通念」の支配的影響（「呪縛」？）から解放し、「こんな説明・理解で満足するわけにはいかない」と考える人の数を増やす必要がある。<sup>108</sup>

日本の金融・資本市場における銀行を中心とする金融機関の地位と役割の決定的重要性が日本の研究・政策論議の大前提となってきた。三輪[2011a, 2011c]で詳細に示した如く、大前提となってきたこの見方は、少なくとも1960年代以降の長期間にわたって、事実誤認であり実態からはなはだしく乖離した「神話」であった。「不良債権」をキーワードとする「失われた10年（20年）」論議の「宴」は、同じ大前提の上に繰り広げられたから、「日本型経済システム」の「神話」グループに新メンバーとして歓迎されたとしても不思議ではない。「政府主導型経済発展」や「日本型経済システム」の「神話」のケースと同様、子守唄・亡霊の如き「通念」の支配が継続して、「失われた30年（40年）」を嘆き・呪う声の満ちた情景を見る破目になるかもしれない。「バブル」崩壊後に展開された一大ドラマの幕は未だ下りていない。放置すれば、今後も同じことが繰返されるだろう。<sup>109</sup>

その実質的内容と役割はともかく、「『バブル』崩壊後の日本の経験が大いに参考にされた」と記録され続けるかもしれない。<sup>110</sup>かかる「記録」に対して、「参考にされたのは日本

---

<sup>108</sup> 「豪華な宮殿あるいはその前の広場で繰り広げられた盛大な『宴』を楽しんでいたはずなのに、目覚めれば砂漠に横たわる瓦礫の山の周辺に砂まみれに横たわっている自らを発見する。しかし、友人・仲間を含めた周囲の大多数の人達は相変わらず幸せそうに夢を見続けている・・・」というどこにもありそうな体験をする人の数を増やそうというのである。私にとっても愉しい役割ではない。

<sup>109</sup> たとえば、『現代マクロ経済学とは、すなわちDSGEモデル体系である』・・・、現在の学界においてマクロ経済学という学問分野は事実上存在していない（5頁）と冒頭に宣言する加藤[2007]は、「不完全資本市場型DSGEモデルと日本経済」と題する第3章第1節の冒頭で次の如く記す（99頁）。「日本の1990年代の経験は不完全資本市場の重要性を多くの人々に実感させるのに十分なものだったと思われる。いわゆる『失われた10年』の原因についての議論は現在でも完全な結論は見えていないと思われるが、1990年代の日本経済において、金融問題・不良債権問題が何らかの足枷となっていたという見方自体に対する異論の余地は少ないだろう。」「実感させるのに十分なものだったと思われる」「何らかの足枷」「異論の余地は少ないだろう」などの曖昧きわまりない表現を並べつつ、自ら確認する過程を経ずに、いささかの疑いも抱くことなく「宴」に参加しているように見える。もちろん、特別・特異な観察事実ではない。

<sup>110</sup> 大恐慌期アメリカの金融危機とそれへの政府の対応の歴史的過程に対する批判的評価を踏まえて1990年代の日本の経験との比較評価を試みようとした（「試みた」としないのは、コンファレンスの趣旨・共通テーマに急いでいささか強引に引き寄せたこともあり、比較の基準としたアメリカの大恐慌時の経験の検討に比して、完成度があまりに低いと評価し、今後のさらなる進展を期待することによる）論文で、Calomiris and Mason [2004, p.409] は次の如く記した。“In 1999, two of the most informed authorities on Japanese bank accounts and solvency, Takeo Hoshi and Hugh Partick (2000,p.20), thought that Japanese banks had turned a corner: ‘Late 1998 and early 1999 was a significant turning point. The “crisis” in the banking system is finally over, though most banks still have substantial restructuring problems. Japan is now in the process of building a new

の経験から導かれた別の教訓だ。われわれ日本人も別の教訓を得た」と苦笑する人の数が増加しているというのが私の希望的観測である。

「通説」・「通念」となった支配的見解の地位と影響力が圧倒的となり他の見解が目に入りにくい状況となりやすく、しかもかかる状況が長期間継続しやすいというのが日本社会の特徴の1つである。“The 2007-08 financial crisis”に関して「通説」・「通念」とは大きく異なる見方を提示・討議した大規模なコンファレンスの議事録から編者の一人による問題提起論文の一部を参考に引用して本論文の終わりとする。

*What were the critical mistakes and deficiencies in the account we have just reviewed? The media, participants, and politicians have put forth a host of favorite culprits, usually shifting blame to someone else: MBSs, rating agencies, excessively compensated CEOs, CDSs, deregulation, greed, mark-to-market accounting, predatory lenders, repeal of Glass-Steagall, hybrid ARMs, short selling of bank stocks, borrower fraud, dishonest mortgage brokers, inadequate consumer protection for financial products, and so on. It would take a lot more time than I have to try to deal with each of them, and it's probably unnecessary. Some are minor or even irrelevant to the cause of the crisis, whatever their independent merits, but I will try to take up the more salient in three broad categories: defects in financial products, defects in risk management, and defects in government policy (Scott, 2009, pp.300-301).*

---

financial system.” “The most informed authorities on Japanese bank accounts and solvency”という「常識」・「通念」の妥当性にも慎重な吟味が必要である。多くの人々が信頼し権威あるものとして受容しているものを受容する「権威主義(authoritarianism)」に対する警戒が不要だということはない。Carnegie Mellon 大学の著名な心理学者が次に述べる如く、珍しい現象ではない。「まったく正常な人たちが権威 (authority) を受け入れる傾向を持つ…。現実には、この傾向があまりに強いために、われわれは本当の権威 (authorities) であることの証明 (prove) を権威者に対して強く要求しなくなっている。ほとんどいつも、ほとんどあらゆる文脈 (contexts) で、われわれのほとんどが『はっきり見せてくれ“show me”』という科学的態度 (scientific attitude) を採用していない」(Dawes, 1994, 202-3 頁)。ちなみに、同書のタイトル *House of Cards* の標準的日本語訳は「砂上の楼閣」である。関連して、三輪・ラムザイヤー[2002, 517-19 頁]を参照。Hoshi and Patrick が「本当の権威であることの証明」に関心の読者は Miwa and Ramseyer [2006, Chapter 4]を参照。

さらに、Calomiris and Mason [2004, p.408]の“Additionally, Japanese banks have much closer relationships with affiliated firms than American banks have had traditionally, and Japanese banks own substantial equity positions in those firms”とする文章で始まるパラグラフ以下の内容、およびかかる伝統的日本経済観に基づく日本の経験からの lessons の評価も読者に任せる。「伝統的日本経済観」という表現に興味の読者は、三輪・ラムザイヤー[2001]あるいは Miwa and Ramseyer[2006]を参照。Calomiris and Mason [2004]が報告された conference でもこのような内容に対する疑問は提示されなかった。日本経済に関する「通説」・「通念」についてある程度了解した読者についても同様だろう。本論文の読者については知らない。



## 引用文献

- Abramovitz, Moses [1956] “Resources and Output Trends in the U.S. since 1870,” *American Economics Review*, May, pp.5-23.
- 青山善充・伊藤真・井上治典・福永有利[1979]『破産法概説』有斐閣.
- Barro, Robert J. [2008] *Macroeconomics: A Modern Approach*, Thomson South-Western.
- Berndt, Ernst R. and Charles R. Hulten [2007] “Introduction”, in Berndt and Hulten ed. [2007].
- Berndt, Ernst R. and Charles R. Hulten eds. [2007] *Hard-to-Measure Goods and Services*, The University of Chicago Press.
- Caballero, Richard J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap [2008] “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, *AER*, 98:5, pp.1943-77.
- Calomiris, Charles W. and Joseph R. Mason [2004] “How to Restructure Failed Banking Systems: Lessons from the United States in the 1930s and Japan in the 1990s”, Takatoshi Ito and Anne O. Krueger eds. *Governance, Regulation, and Privatization in the Asia-Pacific Region*, The University of Chicago Press.
- Dawes, Robyn M. [1994] *House of Cards: Psychology and Psychotherapy Built on Myth*, New York: Free Press.
- 深尾光洋[1998]「ゾンビ銀行が5年も存続すると健全銀行まで死滅する」『週刊エコノミスト』7月21日号48-50頁.
- 深尾光洋[2009]「長期不況と金融政策・為替レート・銀行信用」池尾編[2009].
- Fukao, Mitsuhiro ed. [2000] *Kin'yu Fukyo no Jissho Bunseki (Empirical Analysis of Financial Recession)*, Nihon Keizai Shimbun-sha.
- Garber, Peter M. [2000] *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, MIT Press.
- Gordon, Robert J. [1996] “Problems in the Measurement and Performance of Service-Sector Productivity in the United States”, *NBER Working Paper*, 5519, March.
- Griliches, Zvi [1996] “The Discovery of the Residual: A Historical Note,” *Journal of Economic Literature*, 34 (September), pp.1324-30.
- 林文夫[2003]「構造改革なくして成長なし」岩田・宮川編[2003].
- Hayashi, Fumio and Edward C. Prescott [2002] “The 1990s in Japan: A Lost Decade,” *Review of Economic Dynamics*, pp.206-35.
- 星岳雄[2001]「不良債権、一気に最終処理」『日本経済新聞』9月26日.
- Hoshi, Takeo [2000] “Naze Nhon wa Ryudosei no Wana kara Nogarerarenainoka?” (Why is the Japanese Economy Unable to Get Out of a Liquidity Trap?) in Mitsuhiro Fukao and Hiroshi Yoshikawa eds. *Zero Kinri to Nihon Keizai (Zero Interest*

- Rate and the Japanese Economy*), Nihon Keizai Shimbun-sha.
- Hoshi, Takeo and Anil Kashyap [2001] *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, The MIT Press.
- Hoshi, Takeo and Hugh Patrick eds. [2000] *Crisis and Change in the Japanese Financial System*, Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Hosono, Koru and Masaya Sakuragawa [2003] “Soft Budget Problems in the Japanese Credit Market,” Nagoya City University Discussion Papers in Economics 345.
- 井口秀昭[2002]「不良債権処理を進めても日本経済は活性化しない」『週刊東洋経済』11月9日号.
- 池尾和人[2009a]「序 不良債権と金融危機」池尾和人編[2009].
- 池尾和人[2009b]「銀行破綻と監督行政」池尾和人編[2009].
- 池尾和人編[2009]『不良債権と金融危機』慶応義塾大学出版会.池尾
- Ito, Takatoshi [1992] *The Japanese Economy*, MIT Press.
- 岩田規久男・宮川務[2003]「はしがき——失われた10年の真因を探る」岩田他編[2003].
- 岩田規久男・宮川務編[2003]『失われた10年の真因は何か』東洋経済新報社.
- Kane, Edward J. [1998] “Capital Movements, Asset Values, and Banking Policy in Globalized Markets”, NBER Working Paper 6633, July.
- 加藤涼[2007]『現代マクロ経済学講義』動学的一般近郊も出る入門』東京経済新報社.
- 金融円滑化法研究会編[2010]『貸出条件緩和先の債権管理・回収の実務』銀行研修社.
- 小林慶一郎・加藤創太[2001]『日本経済の罨——なぜ日本は長期停滞を抜け出せないのか』日本経済新聞社.
- Koo, Richard [2008] *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, Wiley.
- 久米郁男[2009]「公的資金投入をめぐる政治過程——住専処理から竹中プランまで」池尾和人編[2009].
- 溝端浩人・妙中茂樹・松本栄喜[2010]『平成22年度版 会社取引をめぐる税務Q&A』全国法人会連合.
- 三輪芳朗[1993]『金融行政改革——「役所ばなれ」のすすめ』日本経済新聞社.
- 三輪芳朗[2008a]『計画的戦争準備・軍需動員・経済統制——続「政府の能力」』有斐閣.
- 三輪芳朗[2008b]『『消滅』企業の動向に関する検討』『消滅企業の消滅に至るプロセスの検証およびその結果を利用することによる補正手段の研究』の第1報告書のPart I (<http://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/summary/ron/ron2.pdf>).
- 三輪芳朗[2008c]「“Credit Crunch”? 『法人企業統計季報』個表にみる1997-1999年『金融危機』の実相」CIRJE-J-202.
- 三輪芳朗[2008d]「Health Economics への招待：二木立・田中滋・池上直己・西村周三・遠藤久夫編『講座 医療経済・政策学』の書評を中心に(1)(2)」『経済学論集』第74

- 巻第 3 号、第 4 号.
- 三輪芳朗[2010a] 『貸し渋り』・『借り渋り』と『信用保証』: 1998.10~2001.3 の特別信用保証を中心に (1) (2) 『経済学論集』第 76 巻第 2 号、第 3 号.
- 三輪芳朗[2010b] 『法人企業統計季報』個表を用いた日本企業の資金調達行動の研究——1994~2009』: Introduction and Summary』 CIRJE-J-222.
- 三輪芳朗[2010c] 「低い『銀行依存度』とさらなる『銀行ばなれ』の進行」 CIRJE-J-223.
- 三輪芳朗[2010d] 「“Credit Crunch”、“Financial Crisis”、あるいは各種『緊急』経済対策などの短期の shocks の実態と深刻さ——三輪 [2008] の follow-up など」 CIRJE-J-224.
- 三輪芳朗[2010e] 「企業間信用の実態、および企業間信用と金融機関借入・在庫などの関係・関連性・連動性の検討: (1) 企業間信用に関する一般的考察および相互関係の予備的考察」 CIRJE-J-225.
- 三輪芳朗[2010f] 「企業間信用の実態、および企業間信用と金融機関借入・在庫などの関係・関連性・連動性の検討: (2) 変数間の相関係数の検討と多重回帰分析」 CIRJE-J-226.
- 三輪芳朗[2011a] 『銀行ばなれ』と『金融危機』(騒動) の実相——『法人企業統計季報』個表を通じた日本企業の資金調達行動、1994~2009 年度—— 『フィナンシャル・レビュー』平成 23 年第 6 号 (通巻 107 号)、5 月.
- 三輪芳朗[2011b] 「統計委員会基本計画部会第 2 ワーキンググループ参戦 (あるいは探訪) 記」 『統計と日本経済』 ([http://www.cirje.e.u-tokyo.ac.jp/research/03research\\_j.html](http://www.cirje.e.u-tokyo.ac.jp/research/03research_j.html)) 第 1 巻第 1 号、4 月、156-76 頁.
- 三輪芳朗[2011c] 「中小企業の資金調達と金融機関の中小企業向け融資 (中小企業金融)」 『経済学論集』第 77 巻第 1 号.
- 三輪芳朗+J. マーク・ラムザイヤー [2001] 『日本経済論の誤解: 「系列」 の呪縛からの解放』 東洋経済新報社.
- 三輪芳朗+J. マーク・ラムザイヤー[2002] 『産業政策論の誤解: 高度成長の真実』 東洋経済新報社.
- 三輪芳朗+J. マーク・ラムザイヤー [2007] 『経済学の使い方: 実証的日本経済論入門』 日本評論社.
- 三輪芳朗・J. Mark Ramseyer[2004] 「銀行取締役の善管注意義務と『メインバンク』神話——長銀イ・アイ・イ第一次訴訟第一審判決批判 上、下」 『判例時報』1871 号、1872 号(<http://www.e.u-tokyo.ac.jp/~miwa/Use-front.htm> からダウンロード可能).
- 三輪芳朗+J. Mark Ramseyer [2005] 「銀行取締役の善管注意義務と『母体行責任』——長銀ノンバンク支援事件第一審判決批判 Part I, PartII」 『判例時報』1878、1880、1881、1883 号(<http://www.e.u-tokyo.ac.jp/~miwa/Use-front.htm> からダウンロード可能).
- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer [2004] “Directed Credit? The Loan Market in High-Growth Japan,” *Journal of Economics & Management Strategy*, 13-1,

- pp.171-205.
- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer [2006] *Fable of the Keiretsu: Urban Legends of the Japanese Economy*, The University of Chicago Press.
- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer [2008] “The Implications of Trade Credit for Bank Monitoring: Suggestive Evidence from Japan”, *Journal of Economics & Management Strategy*, 17-2, pp.317-43.
- Miwa, Yoshiro[2011] “A Study of Financing Behavior of Japanese Firms with Firm-Level Data from Corporate Enterprise Quarterly Statistics – 1994~2009: Introduction and Summary,” CIRJE-F-785.
- 宮川務[2003] 『失われた 10 年』と産業構造の転換——なぜ新しい成長産業が生まれないのか』岩田・宮川編[2003].
- 日本総合研究所編[2001] 『不良債権処理促進 Q&A : 緊急経済対策に伴う金融再生への指針』銀行研修社
- 西村吉正[1999] 『金融行政の敗因』文春新書.
- 西村吉正[2003] 『日本の金融制度改革』東洋経済新聞社.
- 西村吉正[2009] 「不良債権処理政策の経緯と論点」池尾編[2009].
- 額賀信[2004] 「日債銀判決を批判する——無視された不良資産処理の金融実務」『週刊エコノミスト』8月17日号 42-44 頁.
- 小川一夫[2003] 『大不況の経済分析——日本経済長期低迷の解明——』日本経済新聞社.
- 小川一夫[2007] 「金融危機と設備投資——1990 年代における日本の経験」林文夫編『金融の機能不全』勁草書房.
- 小川一夫[2009] 「バランスシートの毀損と実物経済——1990 年代以降の日本経済の実証分析」池尾和人編[2009].
- 岡部真治[1999] 「不信を生む企業決算——財務諸表の欠陥が生む銀行不信」『週刊東洋経済』、1月23日号.
- 蠟山昌一・大田弘子・黒田巖・三輪芳朗[1997] 「金融危機と制度改革——パネルディスカッション」大山道広・西村和雄・林敏彦・吉川洋編『現代経済学の潮流 1997』東洋経済新報社.
- Roll, Richard [2011] “The Possible Misdiagnosis of a Crisis,” *Financial Analyst Journal*, 67-2, March/April.
- Sasaki, Yuri [2004] “Japanese Banks’ Behavior under Basle Capital Standards,” Unpublished.
- 佐藤隆文[2003] 『信用秩序政策の再編——枠組み移行期としての 1990 年代——』日本図書センター.
- Scott, Kenneth E. [2009] “The Financial Crisis: Causes and Lessons,” in Scott et al eds. [2009].
- Scott, Kenneth E., George P. Schultz, and John B. Taylor eds. [2009] *Ending*

- Government Bailouts: As We Know Them*, Hoover Institutions Press.
- Sekine, Toshitaka, Keichiro Kobayashi, and Yumi Saita [2003] “Forbearance Lending: The Case of Japan,” *Monetary and Economic Studies*, 21-2, pp.69-92.
- 鈴木棟一[2002]「新・永田町の暗闘 自民幹部にも秘匿された不良債権処理『竹中案』発表 当日までの舞台裏」『週刊ダイヤモンド』11月16日号 160-62頁.
- 高田創・柴崎健[2003]『金融不況脱出』日本経済新聞社.
- 竹中平蔵[2006]『構造改革の真実——竹中平蔵大臣日誌』日本経済新聞社.
- Triplett, Jack E. [2007] “Zvi Griliches’s Contributions to Economic Measurement,” in Berndt and Hulten eds. [2007].
- UFJ 総合研究所[2003]「不良債権問題の現状 (4)」『調査レポート』03/61、9月9日.
- 吉川洋[2000]『現代マクロ経済学』創文社.
- 吉川洋[2002]「不良債権処理の加速について」『週刊東洋経済』11月23日号.
- 吉川洋[2003]「過ぎたるはなお及ばざるが如し?!」岩田・宮川編[2003].