

## CARF ワーキングペーパー

CARF-J-078

**“Bubble” or “Boom”?:**  
『法人企業統計年報』個表を通じた、「失われた 20 年」  
研究準備のための 1980 年代後半期日本経済の検討

東京大学大学院経済学研究科  
三輪芳朗

2011 年 11 月  
2012 年 1 月改訂

- ❁ 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・複写することは差し控えて下さい。

**“Bubble” or “Boom”?: 『法人企業統計年報』 個表を通じた、「失われた 20 年」  
研究準備のための 1980 年代後半期日本経済の検討\***

三輪芳朗

**“Bubble” or “Boom”?: Investigation of the Japanese economy  
in the second-half of 1980s with the firm-level data  
from the “Corporate Enterprise Annual Statistics”,  
as preparation for studying the “Lost Two Decades”**

Yoshiro Miwa

Original version in November 2011

Revised in January 2012

---

\* 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、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 各氏の意見・コメント・助言に多くを負っている。『法人企業統計年報』個表を利用した本研究は、「日本の会計の発展過程」研究プロジェクト（代表：大日方隆）の一環を構成する。本研究は文部科学省科学研究費補助金（基盤研究(C)——課題番号 23530271）を受けて実施している「企業間信用の役割および銀行借入・在庫との関連性のマイクロデータを用いた研究」の一環である。

本論文では、「有形固定資産」のうちの「土地」に焦点を合わせて企業の「土地投資」行動を検討している。関連して、「バブル期」については、とりわけ不動産業企業の「販売用不動産」取得行動にこそ注目する必要があるとの指摘（あるいは、批判・助言）を受けた。この指摘を念頭に置いて IV-1-a(補論)と VI-4-a(補論)を新たに挿入したことが今回改訂の中心的内容である。本論文の主要な結論に変更はない。

## [要旨]

本論文は、『法人企業統計年報』の個表を用いた 1980 年代後半の時期を中心とした日本企業の設備投資行動の実相の検討を通じて、この時期および続く「失われた 20 年」と呼ばれる時期の企業行動さらに日本経済の実相の本格的検討の準備を整え、実質的に開始することを目的とする。

1980 年代後半の日本経済については、その直後から「バブルの時代」と呼ぶのが慣例となり、投資行動を中心とする企業・家計の行動を「バブル的」と批判・非難することに性急で、実相を正視してこなかった。本格的研究の対象となることもほとんどなかった。続く「失われた 20 年」と呼ばれる長期停滞の時代についても、「バブル」の後遺症・ツケと診断し、それに基づく処方を採用し続けてきた。日本経済停滞の継続はこの処方の不徹底、規模の小ささによるとする主張にも強い支持がある。

この「通念」の大前提に根本的疑問を提示し、詳細な検討を通じて、「バブルの時代」だとする判定および「バブル」という表現の呪縛から読者を解放することが本論文の第 1 の目的である。さらに、大幅な地価変動との関連で企業の土地関連投資行動に過大な関心を向けがちな「バブルの時代」に替えて、「設備投資ブームの時代」と位置づけることにより、より多くの企業が積極的行動を示した「土地以外の固定資産」に向けた投資行動の実態への読者の関心の移行を促すこと、これによりこの時期の日本経済の実相の的確・適切な検討を可能にすることがより重要な第 2 の目的である。

加えて、「通念」の実質的前提として重要な役割を演じている金融資本市場における銀行融資の圧倒的優位性と借手企業の行動が銀行融資の厳しい制約下にあるとする想定の実実妥当性、および銀行の「不良債権」と企業の「過剰設備」に象徴される「バブル」の後遺症が「失われた 20 年」の原因として決定的に重要だとする想定の実実妥当性の 2 点についても批判的に検討する。

三輪[2011c]および本論文で、いずれの主張についても、fuzzy but colorful な用語を用いたほとんど意味不明な内容であり、論拠・証拠の双方が理解不能あるいは実質的に存在しないこと、および「通説」「通念」が現実からはなはだしく乖離した神話にすぎないことを示した。これにより、「バブルの時代」だとする呼び方、「バブル的」だとする「色メガネ」から 1980 年代後半の日本経済を解放することが可能となり、実相に関する本格的検討の開始が可能となる。「結語」はたとえば次の如く記す。

「失われた 20 年」は、「バブル」、「バブルの時代」、「バブルの後遺症・ツケ」などの表現・イメージに象徴される「バブル論議」に酔い痴れて、人々が時間とエネルギーを浪費し、日本経済を悪化した長期停滞状態のまま放置した時代であった。本論文の基本的役割・位置づけは、日本経済に関わる研究・議論、診断・処方のかかる憂うべき現状からの覚醒・脱出とそれによる「バブル」の呪縛からの解放である。これにより、1990 年代以降の日本経済の停滞状況の原因を「バブル (の時代)」に求めてきた「通説」「通念」の基本姿勢からも解放され、「失われた 20 年」の診断の本格的開始のための条件が整ったことが重要である。

[Abstract]

Using the firm-level data of the “Corporate Enterprise Annual Statistics (*hojin kigyō tokei nenpo*)”, in this paper I investigate the capital investment behavior of Japanese firms. I focus on the second-half of 1980s, and begin what I anticipate will become a full-fledged study of corporate behavior and the Japanese economy during this period and the following so-called “Lost Two Decades.”

Of the Japanese economy in the second-half of 1980s, immediately after the time that is now commonly called “the Bubble Era,” observers have rushed to criticize the investment behavior of firms and households as “bubbly”. They have seldom looked at it squarely, much less subjected it to full-fledged economic study. Observers have tended to diagnose the next long-term stagnation era, called the “Lost Two Decades”, as the aftereffect of that “bubbly” behavior. They have suggested a wide variety of prescriptions, and blamed the long-run stagnation of the Japanese economy on the haphazard enforcement of these prescriptions.

The first aim of this paper is to pose questions about the basic premises of this conventional wisdom, and through detailed empirical investigation liberate readers from the spell cast by the expression of “the Bubble Era.” The expression has led observers to pay excessive attention to land-related investment behavior and land-price fluctuations. Instead, I propose to call the era a “Capacity Investment Boom Era,” and urge readers to focus instead on the investment in “capital assets other than land.” With this background, readers should be better prepared for a serious study of the Japanese economy during this period.

In addition, this paper critically examines two points. First, the validity of two assumptions that have played critical roles as the basic premise of the conventional wisdom: (1) that banks occupy the predominant position and play a defining role in the Japanese financial market; and (2) that firm behavior is strictly conditioned under the binding constraints of bank borrowing. Second, the aftereffects of the “Bubble”, symbolized by bank’s “bad loans” and firm’s “excess capacity”, have been the major cause of the long-run stagnation called the “Lost Two Decades”.

This paper, together with Miwa[2011c], shows that all those popular claims, using fuzzy but colorful expressions, are mostly hard to understand, and rarely provide understandable logical foundation or persuasive evidences. This will then enable readers to escape from their preoccupation with “the Bubble Era”, and begin a more serious study of the period. In the Conclusion, I write as follows.

“The Lost Two Decades” is a period when, getting blind drunk in “bubble talks”, symbolized by such expressions and images as “bubble”, “the Bubble Era”, and “aftereffect or ‘penalty’ of the ‘bubble’”, observers have wasted time and energy,

leaving the Japanese economy in the long-run stagnation. The basic aim and role of this paper is to lift the research and discussion, diagnosis and prescription about the Japanese economy out of such a long-lasting dreadful state. With this, liberated also from the basic stance of the dominant view and the conventional wisdom that have sought in “the Bubble Era” the cause of the long-term stagnation since the 1990s, we are well prepared for fully beginning the study and diagnosis of the “Lost Two Decades”.

## 目次

|   | page |
|---|------|
| I. はじめに   | 7    |
| II. Aperitif  | 15   |
| III. データと変数   | 19   |
| IV. 土地保有額の対総資産比率：水準およびその変化の分布   | 21   |
| IV-1. 不動産業の $lland$ と $dland$ の分布の推移：全規模と規模別  | 21   |
| IV-1-a (補論). 不動産業の在庫/総資産比率と在庫/総資産比変化率の分布の推移   | 28   |
| IV-2. 建設業の $lland$ と $dland$ の分布：全規模と規模別（ただし、 $v4=5, 8, 9$ のみ）                                | 32   |
| IV-3. 卸・小売業の $lland$ と $dland$ の分布：規模別（ただし $v4=5, 8, 9$ のみ）                                   | 35   |
| IV-4. 製造業の $lland$ と $dland$ の分布：全規模と規模別  | 38   |
| V. 金融機関総借入額の対総資産比率：水準とその変化の分布 —— 不動産業を中心に、建設業と卸・小売業、さらに製造業。付録として、娯楽業と宿泊業                      | 43   |
| V-1. 不動産業の $ITLoan$ と $dTLoan$ の分布：全規模と規模別  | 43   |
| V-2. 建設業の $ITLoan$ と $dTLoan$ の分布：全規模と規模別（ただし、 $v4=5, 8, 9$ のみ）                               | 49   |
| V-3. 卸・小売業の $ITLoan$ と $dTLoan$ の分布：全規模と規模別（ただし、 $v4=5, 8, 9$ のみ）                             | 51   |
| V-4. 製造業の $ITLoan$ と $dTLoan$ の分布：全規模と規模別   | 54   |
| V-5 (付録). 娯楽業と宿泊業の $ITLoan$ と $dTLoan$ の分布：<br>全規模と規模別（ただし、 $v4=8, 9$ のみ）                     | 59   |
| VI. $lland/TLoan$ および $dland/dTLoan$ の分布の推移：不動産業、製造業、卸・小売業                                    | 64   |
| VI-1. はじめに  | 64   |
| VI-2. 調査対象企業数の推移：不動産業と製造業   | 65   |
| VI-3. 相関係数を用いない理由   | 70   |
| VI-4. $lland/TLoan$ および $dland/dTLoan$ の分布の推移：<br>全規模と規模別（ $v4=5, 8, 9$ のみ） —— 不動産業、製造業、卸・小売業 | 72   |
| VI-4-a (補論). 不動産業の在庫/総借入比率と在庫/総借入比変化率の分布の推移   | 82   |
| VI-5. $dland/dTLoan$ の分布の推移： $dland < 0$ のケース、<br>全規模と規模別（ $v4=8, 9$ のみ） —— 不動産業、製造業、卸・小売業    | 86   |
| VI-6. $dland/dTLoan$ の分布の推移： $dland > 0$ のケース、<br>全規模と規模別（ $v4=8, 9$ のみ） —— 不動産業、製造業、卸・小売業    | 90   |
| VII. 「土地投資」から「設備投資」への検討の焦点の移行：本論である後半へのまえおき   | 95   |
| VIII. 「土地以外の有形固定資産」の対総資産比率：水準とその変化の分布<br>—— 製造業を中心に、卸・小売業、不動産業、建設業との対比                        | 99   |
| VIII-1. 調査対象企業数の推移：製造業  | 99   |
| VIII-2. $lfixedA$ と $dfixedA$ の分布の推移：全規模と規模別  | 102  |
| IX. $lland$ でクラス分けした $dland$ の分布と $lfixedA$ でクラス分けした $dfixedA$ の分布                            |      |

|  |     |
|--|-----|
|  | 123 |
| IX-1. lland でクラス分けした dland の分布の推移の検討：不動産業と製造業          | 124 |
| IX-2. lfixedA でクラス分けした dfixedA の分布の推移の検討：製造業と卸・小売業     | 124 |
| X. fixedA/TLoan と dfixedA/dTLoan の分布の推移：製造業、卸・小売業、不動産業 | 139 |
| X-1. fixedA/TLoan と dfixedA/dTLoan の分布の推移              | 140 |
| X-2. dfixedA/dTLoan の分布：dfixedA<0 のケースと dfixedA>0 のケース | 149 |
| X-3. TFixedA/TLoan と dTFixedA/dTLoan の分布               | 158 |
| XI. [補論]「法人企業統計年報」の負債項目のうち4つの「その他」の検討                  | 175 |
| XI-1. はじめに   | 175 |
| XI-2. 「金融機関以外からの長期借入金」構成比の分布                           | 178 |
| XI-3. 「その他の固定負債」構成比の分布                                 | 181 |
| XI-4. 「金融機関以外からの短期借入金」構成比の分布                           | 185 |
| XI-5. 「その他の流動負債」構成比の分布                                 | 188 |
| <br>   |     |
| XII. 「過剰設備」と「失われた20年」：「ブーム」あるいは「バブル」の後遺症？              | 192 |
| XIII. 失敗に終わった設備投資の影響と資産価格変動の影響                         | 200 |
| XIV. 結語  | 205 |
| <br>   |     |
| Reference  | 209 |

## I. はじめに

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]

1990年代以降の日本経済を「失われた10年(20年)」(The Lost Two Decades)と呼ぶことが多い。同様に、1980年代後半の日本経済を「バブルの時代」と呼ぶことが多い。しかし、1980年代の日本経済の何に注目して「バブルの時代」と呼び、その発生原因とメカニズムおよびそれと「失われた20年」との関連性はいかなるものか、とすでに20年以上の時間が経過した現時点で改めて問い、途方に暮れた読者が少なくないだろう。

地価や株価を象徴とする各種資産価格の短期間の大幅上昇とその後の急落に注目して「バブル」という表現を受け入れている読者が多い。しかし、高額自動車や高額家電、高額マンションや別荘などの購入や利用の急増、高級レストラン・料理店やホテルの利用、高級ファッション製品などの購入の急増などの消費行動に注目する読者も少なくない。各種リゾート施設・ホテルなどの建設を含む多くの企業の設備投資の激増に注目する読者も多い。金融機関の融資金額の激増に注目する読者も多い。

一方で、大部分の日本人は、このような一連の派手な現象に関わる情報をTV・新聞等で繰り返し見せられていやな気分をさんざん味わった末に、その「後遺症」とされ「失われた20年」にはじっくりと付き合い合われるというひどい目に遭っていることになる。日本人全員が「バブルに熱狂し・・・」などと言われて、「全員じゃない。勝手なことを言いやがって・・・。そういう連中の方しか見ていなかったんだろう。いまさらながら腹が立つ」と不愉快な気分になった読者も多いはずである。

「バブル」の後遺症や「バブル」崩壊期の不適切な対応策などに注目し、「バブル」と「失われた20年」を関連づける見方が多い。たとえば、「バブル」という(あるいは「バブル期」に発生した)病気あるいはその治療の失敗が「失われた20年」の原因として重要だとする見方である。

病気であれば、その実質・実態と発生原因・メカニズムの特定・解明(診断)および適切な治療法(対処方法)が何であるかという点に関心が向かい、これら問題設定に沿った



検討が進む（と期待する）のが自然だろう。しかし、この20年間の関連研究・政策論議を振り返ると、「バブル」という表現だけが目立ち、これが実質的に何を意味するのか、いかなる現象のどのような側面に注目して「バブル」という表現を用いているのか、注目する時期・現象と「失われた20年」をどのように関連づけているかなどの点に関して、具体的かつ詳細な情報がほとんど得られないことに気づく。「バブル」を強調する論者への、「何に注目してバブルと表現しているのですか？」という質問への回答は、上のリストの一部に言及した紋切り型のものであることが多い。「それだけですか？」とフォローすれば別の項目が追加される。「それでお終いですか？」とさらに問えば、「どうしてそんなことをいまさら問うのか」と陰しい目つきで睨まれるのが通例である。

冒頭引用の Garber [2000]が指摘する如く、“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”である。意識的にあるいは無意識に“one can make whatever one wants of it”というこの言葉の魅力に浸りきる人も多い。研究者・読者、政策担当者・メディア関係者を問わない。もちろん、日本に限らない。<sup>2</sup>

Fuzzy but colorful なこの表現を用いて、「バブル」だったと強調することにより、「異様な熱気に満ちた狂気の時代であり、多かれ少なかれほとんどの日本人が狂気に取り付かれた」とし、「深く反省して、二度と繰返さないと再発防止を心に誓う」ように唱導するいささか説教じみた主張を展開する「良識派知識人」が時代のヒーローとしてもはやされてきた。とりわけ、政府を中心とする政策担当者・関係者、「バブル」的な雰囲気・ブームを enjoy したメディア各社を含む企業・団体・消費者は、過去の誤りの反省を踏まえた前向きへの対応の重要性を強調することにより、この時期の実態を「バブル」という表現とともに棚上げし忘却することに魅力を感じてきたように見える。多くの国民も、狂気に満ちた時代（忌まわしい過去）の実相を思い出したくないと考え、「狂気の時代だから・・・」と寛容の精神で回顧するにとどめ、細部に深く立ち入るようなことはしない。<sup>3</sup>もちろん、これもこの時期の日本に特有のことではない。

---

<sup>1</sup> たとえば、内閣府経済社会総合研究所の研究成果である『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策』（全7巻）に、「バブル期」そのものに焦点を合わせた volume は含まれないし、第2巻の『デフレ経済と金融政策』（吉川編、2009）所収諸論文の中にも、「バブル期」そのものあるいはこの時期の特定の現象に焦点を合わせた文献は含まれない。とはいえ、各巻の帯には、「バブルの発生から崩壊、その後のデフレとその克服への対応・・・貴重な反省・教訓を後世に伝える画期的研究シリーズ」と銘打たれている。

<sup>2</sup> 日本で「バブル」という表現が爆発的に流行したのは、1990年初頭からの株価急落時が最初である。地価の大幅下落が現実化した時期に先行する。当時の雰囲気に関心の読者は、三輪[1991]の第5章を参照。

<sup>3</sup> 先の戦争に関する「一億総懺悔」とも表現された状況と似ているかもしれない。一部の人々の極端な行動を話題として、「本当にひどい連中がいたが、そういう連中の活動を放置し、さらに利用・便乗した側面もあった・・・」と反省してしまうのも同様である。もちろん、このような人々の話題となった行動の「バブル」の発生メカニズムとの関連や貢献度などはほとんど話題とならない。

われわれ (J. Mark Ramseyer と三輪) <sup>4</sup>は一貫して「バブル」と呼ぶことに違和感 (さらに反感) を覚えてきた。そのためもあって、「バブル」と記し、1980年代の日本について、いわゆる「バブルの時代」とか、「バブル」と呼ばれている時代と表現してきた。

次表はその一例である。Miwa and Ramseyer [2005]の表の一部から三輪・ラムザイヤー [2007]に転用したものである。詳しくは原論文を参照されたい。金融機関を除く東証第一部上場全企業 (1000 社余) を、1986-90 年 (つまり、「バブル期」) の (総資産) 成長率の高さで 4 つに区分し、それぞれのグループに属する企業について前後を含む 3 つの期間の各指標の平均を示した。

|       | 成長率 (A) |         |         | 利益率 (B) |         |         | 借入総額増加率 (C) |         |         |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|
|       | 1980-85 | 1986-90 | 1990-94 | 1980-85 | 1986-90 | 1990-94 | 1980-85     | 1986-90 | 1990-94 |
| 非常に低い | 19.5    | 11.5    | 10.8    | 5.8     | 3.6     | 3.3     | 59.5        | -3.2    | 37.2    |
| 低い    | 25.2    | 39.0    | 17.0    | 6.6     | 5.2     | 4.2     | 58.5        | 22.1    | 449.7   |
| 高い    | 30.1    | 63.7    | 18.8    | 7.2     | 5.3     | 4.2     | 21.5        | 62.5    | 96.1    |
| 非常に高い | 33.3    | 157.2   | 30.4    | 8.4     | 7.1     | 5.2     | 85.5        | 347.1   | 1193.8  |

A: 総資産成長率。期間中の総資産の増加率である。

B: 営業利益/総資産の期間平均 (%)。

C: 期間中の金融機関借入金総額の増加率。

資料出所: Miwa and Ramseyer [2005].

「バブル期」と呼ばれる期間に成長率が高かった企業は、期間中の利益率も高かったし、借入総額増加率も高かった。

重要な点は、「バブル期」に成長率が高かった企業は、バブル崩壊後の期間 (1990-94 年) にも成長率が高かったし、利益率も高く、借入総額増加率も高かったという点である。また、そのような企業は、「バブル期」に先行する時期にも、成長率、利益率、借入総額増加率のいずれもが高かった。「非常に低い」企業に関する第 1 行を見ると、その逆が成立していることもわかる。

東証第一部上場企業に限定されるが、普段なら銀行融資が受けにくいような企業群が、優良融資先の「銀行ばなれ」の結果生じた銀行「余資」をかき集めて急成長し、バブルの破裂とともに銀行に「不良債権」の山を築きあげさせたとする「常識」「通説」「通念」とは異なり、投資機会に恵まれた「優良」企業が借入金を増加させつつ成長し、利益を実現したことと、「優良」企業としての地位は 3 期間を通じて安定していたという図式を示唆している。この意味では、1980 年代後半の日本経済は異様・異常でも特異・特殊でもない。

われわれの究極の関心事・目標は「失われた 20 年」と呼ぶのが通例となっている 1990 年代以降の日本経済の長期停滞の状況の実相とその原因の解明および現状からの有効な脱出策 (政府による「政策」が中心に位置し重要な役割を果たすとはかぎらない) の導出である。

この目標に向けた作業の一環を構成する三輪 [2011c] では、銀行の「不良債権」と「失わ

<sup>4</sup> 本論文は、実質的に三輪・Ramseyer の共同研究プロジェクトの一環を構成する。「法人企業統計」個表の利用ルールに従い個表を用いた作業およびその成果である本論文の作成作業は三輪が単独で担当するが、多くの点で本論文の内容は共同作業に依存している。その点を明示する意味で、しばしば「われわれ」という表現を用いる。

れた 20 年」の関連性に焦点を合わせて検討し、「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」と結論した。

本論文の検討の焦点は、「バブルの時代」と呼ぶのが通例となっている 1980 年代後半の時期の日本経済の土地関連投資を含む企業の設備投資行動である。1990 年代初頭から「バブル」という *fuzzy but colorful* な表現が広く愛用され続けた。「バブル」あるいは「バブルの時代」が「実質的に何を指すか?」「何に注目した表現か?」「何を意味するか?」「これらの表現を用いた実態認識は的確か?」「的確であることを示す証拠は何か?説得的か?」などの点の検討は読者に任せる。

重要な点は、「バブル」という *fuzzy but colorful* な表現が広く愛用され続けたこともあって、「バブル」および「バブルの時代」と特徴づけられた (ことになっているはずの) 1980 年代後半の時期の日本経済を特徴づける (はずの) 諸現象の実相がほとんど検討されず、明らかにされず、知られていないことである。「バブルの時代」と呼んで、「多くの大失敗を犯し、今もその後遺症に悩まされる、振り返りたくもない忌まわしい過去」と位置づけるのが通例となり、結果として、ほとんど誰も直視せず、本格的に振り返らない (振り返るような研究に注目しない) 時代にしてしまった。当然、『失われた 20 年』は『バブルの時代』のツケ・後遺症だ」とする広く愛されている表現も、その実質的内容は *fuzzy* となる。

「あんな異様な熱気に満ちた狂気の時代のツケだから・・・」とする「反省とあきらめの気分」が、この *fuzzy* な表現の受容を容易にし、長期停滞の現状の実相とその発生原因に対する実質的関心を弱めているのかもしれない。

「バブル」あるいは「バブルの時代」という表現からわれわれが連想して注目するのは、企業の土地関連投資の異様な盛り上がりだろう。「どのような分野のどの規模のどれほどの数と比率の企業がどこまで『土地関連投資』を増加させたか?」「優良融資先の『銀行ばなれ』の結果生じた銀行の『余資』をかき集めたタイプの企業が活躍したとされる。その数と比重はどれほどか?」「『バブル期』とその崩壊後ではそのパターンに顕著な差があったか?」などと問う企業の「土地関連投資」の実相の検討が第 1 の焦点である。結果は、ほとんどの読者の期待を裏切り、驚かせるはずである。

銀行等金融機関の「不良債権」との関連で少なからぬ数の企業や個人の名前が大きな話題となった。これらのケースの多くで「不良債権」となった銀行融資はレジャー関連施設、オフィスビル、マンション、ホテルなどを建設・取得する「不動産関連投資」であった。しかし、これらの企業や個人の名前のリストは長いものではない。企業全体に占める比率は微々たるものであった。結果として、このような「土地関連投資」に注目して時代を特徴づけるのは、ごく一部の特別な企業・人物の特異な行動によって経済全体の動向と企業全般の行動を判断し、1980 年代後半の日本経済を誤解し、実態から乖離した「神話」の世界に多くの国民を誘い押し込める結果になったおそれがある。

企業の保有する有形固定資産を「土地」と「土地以外の有形固定資産」に分離すると、

後者の比重が高い企業の比率が前者の比重が高い企業の比率を圧倒的に上回る。両者の変動分について見ても同様である。たとえば、製造工場や商業店舗の保有が「土地以外の有形固定資産」を象徴し、工場等の新規建設がその「変動分」に相当する。これを（狭義の）「設備投資」と呼ぼう。工場の新規建設に工場用土地の購入が必要だとすれば、これも「設備投資」の一部である。このような「土地関連投資」をも含めて広義の「設備投資」と呼べば、以下に詳細に見る如く、企業の有形固定資産投資の圧倒的部分が「設備投資」であることになる。一部の「土地関連投資」からの連想で 1980 年代後半の時期の日本経済を「バブルの時代」と呼ぶことにより、このような企業の設備投資行動についても、異様な熱気に満ちた狂気の時代の企業行動だとする色メガネを通して見ることになりかねない。

本論文では、「バブルの時代」に替えて、1980 年代後半の日本経済を「設備投資ブームの時代」と呼ぶことにする。このことを想定して、冒頭から「B の時代」と呼ぶ。企業の「設備投資行動」の実相の検討が本論文の第 2 の焦点である。

「バブルの時代」とその後遺症・ツケとしての「失われた 20 年」という「通説」「通念」の実質的基盤としてその一環を構成するのが、企業が (strictly binding) financial constraint の下にあり、銀行融資獲得可能量により各企業の行動が決定的に条件づけられているとする想定である。この想定を基盤として、優良貸出先の「銀行ばなれ」により発生した銀行「余資」をかき集めた企業が「バブル」的土地関連投資に暴走したとされる。この想定を基盤として、「不良債権」の山により銀行が「貸し渋り」を余儀なくされ、行動が強く制約され「失われた 20 年」に結果したとされる。この、企業が (strictly binding) financial constraint の下にあるとする想定の有効性の検討が本論文の第 3 の焦点である。

本論文の検討の焦点は以上の 3 点である。いずれも、1980 年代後半の時期を中心にその後今日に至る時期の日本企業の有形固定資産投資行動の実相の検討が焦点である。直接この実相に焦点を合わせた前 2 者が本筋であり、第 3 はいわば付随する論点である。

検討の第 1 の焦点に関する結論は次の通りである。1980 年代後半の時期に限定しても、土地関連投資で目立った積極的行動を展開した企業は、その数と当該企業グループに占める比率のいずれの点でもごく限られ、この時代の企業行動全般を特徴づけるとはいえない。結論は、各企業の総資産に占める土地保有額の比率、および土地保有額の変化額の対総資産比率の双方の検討から導かれる。

この結論は、不動産業、卸・小売業、建設業、さらに娯楽業や宿泊業などの「不動産関連業種」に限定しても変わらない。また、各分野の、比較的小規模な企業に限定しても変わらない。同様の結論は、1980 年代後半に続く、「バブル崩壊」から「失われた 20 年」に至る時期についてもあてはまる。

（異常な熱気に満ちた狂気の時代）を象徴する土地関連投資に邁進する企業（や個人）の行動が 1980 年代後半期日本経済を特徴づけるという時代のイメージが「通念」として広く受容されてきた。第 1 の焦点に関する検討は、このイメージが実態に対応していないとする結論を導く。第 1 の焦点に関するこの結論を踏まえて、第 2 の焦点である（狭義の）設備投資行動の検討に進む。「バブル」や「バブルの時代」という的外れで誤った時代イメ

ージを連想させる表現を棚上げし、この時期を「設備投資ブームの時代」呼ぶこととする。同時に、「異常な熱気に満ちた狂気の時代」だったとする先見的判断も棚上げする。

「土地以外の有形固定資産」保有額およびその変化額の双方に注目すると、1980年代後半の時期にはその前後の時期に比して目立って大きな盛り上がりが見られる。設備投資を増加させた分野の広がり、各分野における増加させた企業の比率、増加幅のいずれを見ても、「ブーム」と呼ぶにふさわしい盛り上がりであった。製造業や卸・小売業はもちろん、不動産業や建設業、さらに娯楽業や宿泊業についても同様である。比較的小規模企業でとりわけ著しいということはない。

1990年代以降の時期は1980年代後半の時期に比べれば全体として設備投資の水準が低下するが、一貫した低下傾向にあったのではなく、下降と上昇の波を繰り返したし、すべての企業が低水準に「停滞」したままであったということもない。

以上の如く、1980年代後半の時期に「ブーム」と呼ぶに値する盛り上がりがあったことも含めて、1980年代以降の日本経済の「設備投資」の状況が際立って特異・特別な状況にあったようには見えない。「設備投資ブーム」と見れば、この時期の「ブーム」が先行する「岩戸景気」や「イザナギ景気」と呼ばれる「ブーム」よりも華々しく大規模であったということはないし、その後に来た「昭和40年不況」や石油ショック後の「構造（調整）不況」に比してより深刻だったということもない。

検討の第3の焦点は、(strictly binding) financial constraint の想定の妥当性である。この想定は、今日に至るまで一貫して、戦後の日本企業の行動に関するほとんど自明の基本的な前提として採用され続けている。その意味で、日本経済・日本の市場の working mechanism と日本企業の行動に関する「通説」「通念」の大前提の妥当性について、1980年代後半の日本経済、とりわけ日本企業の土地関連投資を含む設備投資行動という「実験室」で観察事実に基づいて吟味・確認することになる。

土地関連投資、(狭義の)設備投資、その合計である広義の設備投資のいずれに焦点を合わせても、(strictly binding) financial constraint の想定を支持する結果は得られない。1980年代後半の時期に限定せず、1980年代から現時点に至る全期間のいずれの時期に限定しても、この結論は変わらない。産業分野を限定し、あるいは企業規模を限定しても結論は変わらない。たとえば、1980年代後半の時期には、銀行の「余資」をかき集めることができるようになったような中小規模の企業が「土地関連投資」に狂奔し「バブル」を発生・膨張させたとするおなじみの「通念」も支持されない。1980年代後半のみならず、「失われた20年」の時期についても同様であって、この想定に基づく、「バブル」のツケあるいは「設備投資ブーム」の後遺症として「失われた20年」の時期の長期停滞を説明する「通念」についても同様である。

以上の検討に加えて、さらに「過剰設備」および保有資産の値下がりに伴う「資産効果」の影響に焦点を合わせて「Bの時代」と「失われた20年」とも呼ばれる時代との関連性について検討する。この検討までが「失われた20年」の本格的研究の準備と位置づける本論文の内容である。「失われた20年」の実相とその発生原因、さらにその状態からの脱出策の検討は次の段階の研究課題である。「結語」はたとえば次の如く記す。

「失われた 20 年」は、「バブル」、「バブルの時代」、「バブルの後遺症・ツケ」などの表現・イメージに象徴される「バブル論議」に酔い痴れて、人々が時間とエネルギーを浪費し、日本経済を悪化した長期停滞状態のまま放置した時代であった。本論文の基本的役割・位置づけは、日本経済に関わる研究・議論、診断・処方のかかる憂うべき現状からの覚醒・脱出とそれによる「バブル」の呪縛からの解放である。これにより、1990 年代以降の日本経済の停滞状況の原因を「バブル（の時代）」に求めてきた「通説」「通念」の基本姿勢からも解放され、「失われた 20 年」の診断の本格的開始のための条件が整ったことが重要である。

「バブル」や「バブルの時代」という表現と、「バブルの時代」の後遺症・ツケとして「失われた 20 年」を説明する「通念」の 2 つの呪縛の双方から解放され、ようやく「失われた 20 年」と呼ぶことが通例となっている日本経済の長期停滞の実相とその発生原因・メカニズムに関する本格的研究の準備が整うことになる。

本論文では、1983 年度～2009 年度の期間の『法人企業統計年報』の個表を用いる。当然の帰結として、本論文の検討対象は、1980 年代後半を中心とする時期から現代に至る日本経済のうち、非金融分野の「法人企業」の活動という側面に限定される。

詳しくは以下に見るが、われわれは、企業行動に関するかぎり、「B の時代」の実質的側面は、設備投資ブームであり、「Bubble の時代」というよりも、「Business の時代」、「Boom の時代」とでも呼ぶほうが適切だと考えている。以下の検討内容はこの判断と整合的である。企業（とりわけ「土地投資関連 3 業種」などを中心とする分野の企業）の土地関連投資を強く意識した「バブルの時代」「バブル経済」「バブル的企業行動」などの表現とこれに沿った日本経済論議およびその基礎となる一連の問題設定は、この時期を中心とした日本経済・企業の分析・理解の妨げとなる。この点に鑑み、「設備投資ブーム」という側面に焦点を合わせる「本論」は本論文の VII 以下の後半部分とし、前半部分では「通説」「通念」に沿った主張の妥当性について検討する。

「バブル」の定義が存在せず、これが「バブル」と呼ぶべき現象だとして特定化されているのでもない。もちろん、「バブル」か否かという点について本論文で検討するのではない。以下で、「バブル」として言及されるような現象が観察されないとする結論を導くとしても、直接ここから「バブル」（の時代）ではなかったと結論するものではない。

あまりの長大さと同時に内部構成の複雑さに驚き呆れ、腹立たしいと考える読者が少なくないかもしれない。しかし、その原因の一端は、検討の焦点の第 1 と第 3 である「通念」の広範な受容と圧倒的影響力を長期間にわたって放置した多くの読者のものであり、その呪縛からの解放にはこの程度に立ち入った検討を要するはずである。また、「失われた 20 年」の日本経済の長期停滞は 1980 年代後半の時期の発生事象の「後遺症」・ツケだとして理解し説明する姿勢・習性からの解放も容易ではない。複数の難題を組み合わせた構築物の徹底的破壊が 1990 年代以降の 20 年間の日本経済の本格的検討開始の準備として必要で

ある点を、本論文読了時に少なからぬ読者が了解されるというのが私の希望である。

政府統計の個表利用に際しては、DPなどの形で公表したものを引用するのがルールであり、後追いの追加調査に時間と手間を要する。このこともあって、当面直接的に必要なものに加えて、予想される（かもしれない）読者の反応を考慮した網羅的な内容とする必要がある。このことが、論文をさらに大部なものとした。

## Structure and Roadmap

IIは、「失われた20年」の期間を通じて受容され「通念」（のようなもの）として支配的地位を占め続けた見方・イメージに強い親近感を抱き、本論文の問題設定・基本視角に違和感を覚え反撥する読者を想定したAperitifである。ここに示す4つの図は、「バブル」の生成・膨張・崩壊からその後の長期停滞の時期の企業の土地保有行動に関して多くの読者が抱くイメージと関連統計が提示する情報との間に大きな乖離が存在することを示す。さらに、関連する3つの注目点を示して、読者の健全な食欲を刺激する。IIIはデータと変数に関する基本情報を提供する。IVでは、「土地関連投資」の実相の検討に向けて、「土地関連保有額の対総資産比率：水準およびその変化の分布」について詳細に見る。V、VI、Xが(strictly binding) financial constraintの想定の妥当性の吟味に関わる。Vは「金融機関総借入額の対総資産比率：水準とその変化の分布——不動産業を中心に、建設業と卸・小売業、さらに製造業。付録として、娯楽業と宿泊業」である。総借入額とは、短期借入金と長期借入金の合計額である。VIとXが対である。VIは、「land/TLoanとdland/dTLoanの分布の推移：不動産業、製造業、卸・小売業」であり、企業の土地関連投資と金融機関借入の関係について検討する。<sup>5</sup>

後半部分冒頭のVIIは『土地投資』から『設備投資』への検討の焦点の移行：本論である後半へのまえおきである。VIIIは、IVに対応し、『土地以外の有形固定資産』の対総資産比率：水準とその変化の分布——製造業を中心に、卸・小売業、不動産業、建設業との対比である。娯楽業と宿泊業についても検討する。IXは、「一部の特異な企業が土地保有額（有形固定資産保有額）を極端に大きく変化させたというよりも、総資産に占める土地保有額（有形固定資産保有額）の高い企業の土地保有額構成比がより大きく変化しすぎないのではないか」という視点に基づく、「llandでクラス分けしたdlandの分布とlfixedAでクラス分けしたdfixedAの分布」である。この視点を支持する検討結果は、1980年代後半の時期の日本経済を特異・特殊・特別な時代だとする「通念」にさらなる疑問を提示する。XはVIに対応する、「fixedA/TLoanとdfixedA/dTLoanの分布の推移：製造業、

---

<sup>5</sup> 本論文では、「有形固定資産」のうちの「土地」に焦点を合わせて企業の「土地投資」行動を検討している。関連して、「バブル期」については、とりわけ不動産業企業の「販売用不動産」投資が積極化したはずだから、これにも注目すべきだとの指摘（あるいは批判・助言）を受けた。この指摘を受け、不動産業については、在庫（製品又は商品、仕掛品、原材料・貯蔵品の合計）が基本的に販売用不動産に対応する（あるいは、その上限値）であると想定して、不動産業についてのみ、追加的検討を加え、IV-1-aとVI-4-aの2つの補論を改訂版で挿入した。

卸・小売業、不動産業」であり、(狭義の)設備投資と金融機関借入の関係について検討する。XIは「『法人企業統計年報』の負債項目のうち4つの『その他』の検討」と題する「補論」である。「『自己資本』と『金融機関借入』以外の資金調達源・ルートとして何が現実に利活用されているのか？」という誰もが抱く疑問に向けた回答の一部である。「その他」に一括分類されている項目を大きな資金源とする企業の多さを指摘して、それらの内容に対する関心を喚起し、さらなる調査と情報提供を期待する旨の意向表明である。

「『過剰設備』と『失われた20年』:『ブーム』あるいは『バブル』の後遺症？」と題するXIIでは、「過剰設備」に焦点を合わせて「Bの時代」と「失われた20年」の関連性について検討する。「バブル」のツケ・後遺症、その象徴としての銀行の「不良債権」と企業の「過剰設備」の影響を「失われた20年」の原因として重視する「通念」の具体的内容と言得力について検討し、強い疑問を提示する。そのうえで、XIIIでは「失敗に終わった設備投資の影響と資産価格変動の影響」について検討する。XIVは、1970年代のアメリカ経済との比較を念頭に置いた「結語」である。

## II. Aperitif

「失われた20年」の期間を通じて広く受容され「通念」(のようなもの)として支配的地位を占め続けた見方・イメージが存在する。このためもあって、多くの読者が本論文を読み進んで内容に冷静な関心を向けることに大きな抵抗を覚えるだろう。以下の内容に結びつく問題設定・検討課題自体に深刻な違和感を覚えるかもしれない。

「バブル」の定義が曖昧であり、何に注目して1980年代後半の時期の日本経済を「バブルの時代」と呼ぶかという点に関して広範な合意は存在しない。そのために、「通念」を代表する文献を参照しながらの作業を断念し、多くの読者が抱くイメージを念頭に置いて、以下の4つの図を *aperitif* として提示し、簡単な検討を試みる。読者は自らの明快かつ具体的なイメージとの対比を試みればよい。

1980年代の日本の金融資本市場と企業行動に関して、次の如き「通念」が広く受容されているようである。<sup>6</sup>1980年代前半に日本の金融資本市場の自由化が大きく進展した。結果として、大企業の内外資本市場の積極活用が大きく進展した。他方、これにより大企業の銀行融資はなれが大きく進展し、とりわけ大銀行の優良貸出先向けの融資が大きく減少した。優良な有力貸出先を失った大銀行が資金の振り向け先として重視し融資を拡大したのが従来あまり重視しなかった中小企業やかならずしも「優良」ではない融資先であった。そのような融資先(企業)が、「バブル」発生・拡大(・暴走)の原動力であった。

「バブル」崩壊後の状況の進展についても、「通念」は次の如く展開する。資本市場の積極活用が可能となった優良大企業、従来に比し格段に有利な条件で大量の銀行融資を獲得できるようになったその他の企業の双方が「バブル」的な活動(とりわけ、土地関連投資)を積極化させた。とりわけ後者の企業グループの中に「バブル」崩壊により大きな損失を

---

<sup>6</sup> この「通念」の妥当性の吟味に関心の読者は、三輪・ラムザイヤー[2007]第1章を参照。

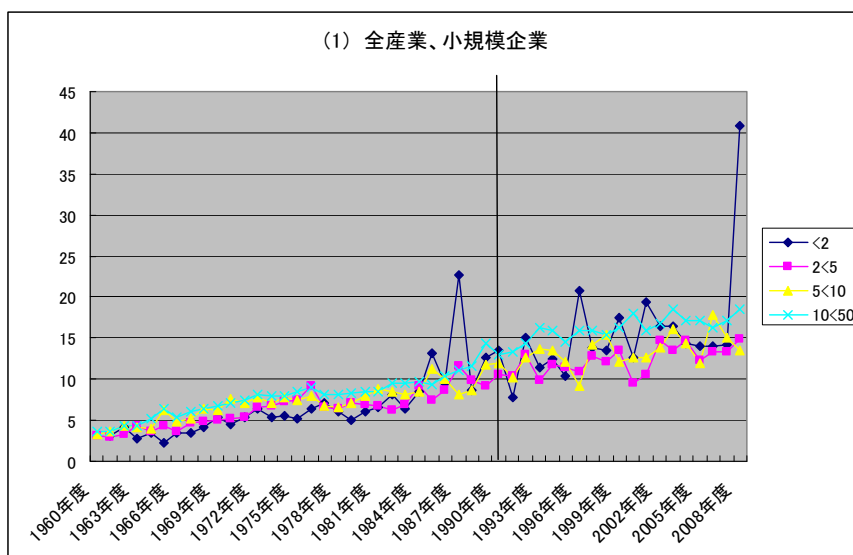


実現した企業が少なくなく、その多くで銀行融資が返済不能となり、結果として銀行の不良債権となった。この不良債権「処理」の遅れがさまざまなルートを通じて日本経済の回復を遅らせ、「失われた 20 年」の有力な原因となった。<sup>7</sup>

### 保有土地価額／総資産額の比率の推移：『法人企業統計年報』の集計値、規模グループ別

『法人企業統計年報』<sup>8</sup>の集計値（公表されている）から作成した以下の 4 つの図を見ていただく。公表されている 7 つの資本金規模グループ別の集計値を用いて、保有土地価額／総資産額の比率を規模グループ別に求めて、1960 年度～2008 年度のほぼ 50 年間にわたって図示したものである。最初の 2 つ（(1) と (2)）が全産業をカバーし、残る 2 つ（(3) と (4)）がそのうち製造業をカバーする。資本金規模は 200 万円以下から、10 億円以上の 7 グループであり、図の all が全企業を対象とする。単位は 100 万円であり、たとえば 10<50 は 1,000 万円～5,000 万円規模であることを示す。このクラス以下を「小規模企業」として 1 つの図に示し、それ以上のクラス（「大規模企業」）と全体(all)をもう 1 つの図に示す。縦軸の単位は%である。縦線は 1990 年度を示す。

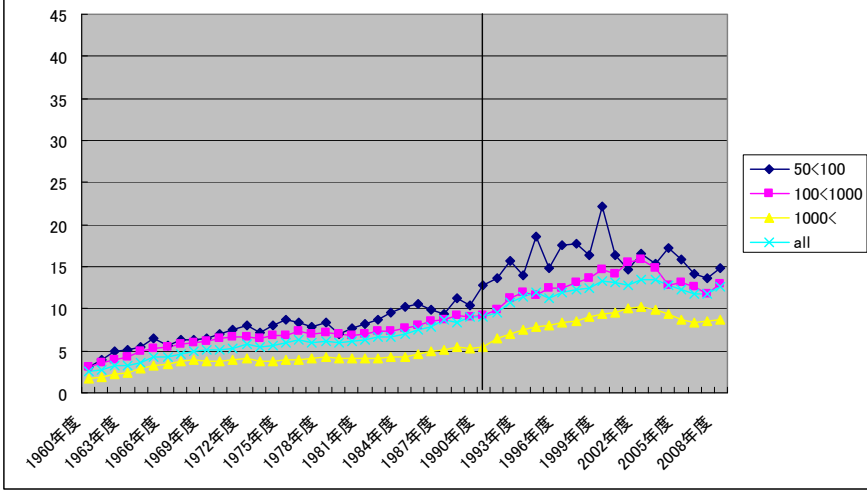
次の 4 点に留意されたい。(1) 比率であって規模ではない。(2) 集計値の比率であって、各企業の比率のたとえば単純平均値ではない。(3) 各年度の比率を示したものであり、同一企業を集計対象とした比率ではない。(4) さらに、たとえば 1960 年代と 2000 年代とでは資本金 1 億円規模の企業といっても、産業内・日本経済内における相対的位置・イメージが同じではない。



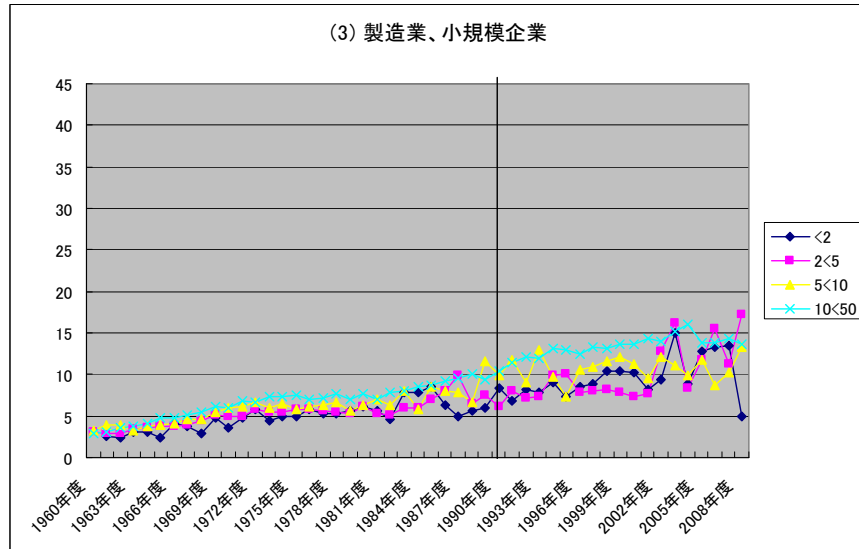
<sup>7</sup> Caballero, Richard J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap [2008]や小川[2009]が、「不良債権」「処理」の遅れが「失われた 20 年」につながったとする「通説」「通念」を象徴する。これらの文献を含む「通説」「通念」の妥当性・批判的検討に関心の読者は、三輪[2011c]を参照。

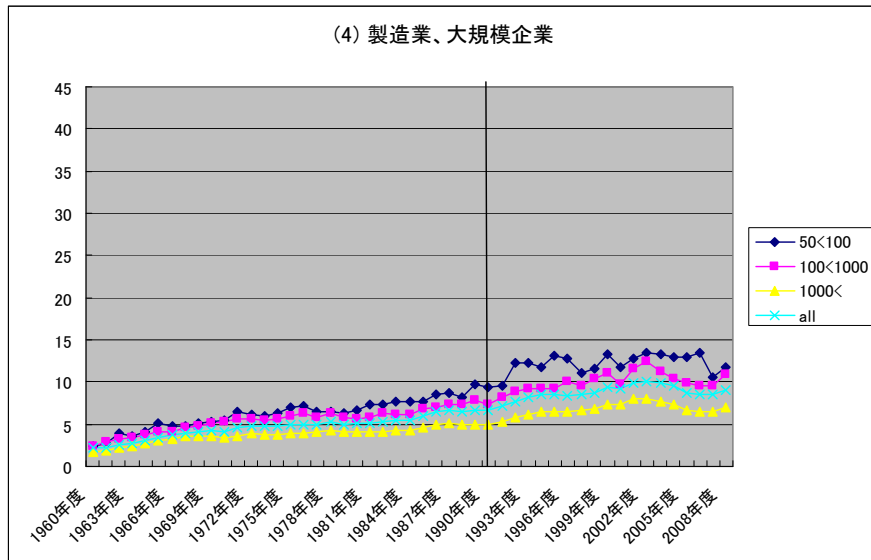
<sup>8</sup> 本論文で用いるのは『法人企業統計』の年報であって、季報ではない。以下では、特に断らないかぎり、『法人企業統計』とは、その年報のことである。

(2) 全産業、大規模企業



(3) 製造業、小規模企業





各規模クラスの比率を示すグラフが次の2点ではほぼ50年間にわたってほとんど同じパターンを示すことに気づく。共通のパターンは、(1) 比較的大規模な企業の最近10年程度の期間を除いて、比率は一貫して上昇傾向を示す。(2) 10億円規模以上グループで少し水準が低いことを例外として、各時点の比率の水準が各規模でほとんど同じである。たとえば、製造業では、1960年代の3%程度の水準から2000年後の10%強の水準まで一貫して上昇し、全産業では、製造業をやや上回る水準で推移する。

たとえば、1980年代後半の時期には、企業の土地投資が活発化したから、その前後の時期に比して一時的に比率が上昇したはずだと予想・期待する読者は、一貫した上昇傾向に驚くだろう。以前の時期に比して上昇することもないし、その後の時期に低下することもない。1990年代を通じて一貫してさらに上昇したことに驚く読者が多いだろう。「大企業についてはともかく中小企業については・・・」と期待する読者は、どの規模クラスをとっても（「中小企業」をどのように定義しても）結論が変わらないことに落胆するかもしれない。「1980年代後半は『バブルの時代』などと呼ぶべき特別の時代ではなかった」と結論する読者もいるかもしれない。しかし、IIはAperitifであり、まだ『法人企業統計』の個表は用いていない。

比率の一貫した上昇傾向は、「右肩上がり」の地価上昇傾向を反映しているにすぎないと考える読者が少なくないかもしれない。しかし、企業は相対価格が上昇する生産要素の利用を節約するし、並行して賃金上昇に対応した設備投資を増加させたはずである。地価の上昇傾向が総資産に占める保有土地価額の比率を上昇させるとはかぎらない。さらに、もし比率が地価に並行するとすれば、1980年代後半の時期に地価上昇が加速し、1990年代には地価が大幅に下落したから、1980年代後半に比率の上昇が加速し、1990年代には大幅に低下したはずである。

### 注意深い読者の3つの注目点

注意深い読者の関心は、以下の各点に向けられるだろう。

第 1 に、土地取引には買手と売手の双方が必要である。調査対象企業間で取引が行われれば、保有土地価額の総額に変化はない。調査対象企業の土地取引がすべて調査対象企業間で行われれば、保有土地価額の変動はすべて地価の変動を反映した結果となる（比率の変動がそうだというわけではない）。土地取引の買手側に限定してわれわれの関心が集中する傾向がある。図に示された比率は、この種の関心に的確に対応したものではない。

第 2 に、「通説」「通念」は、全産業や製造業などの包括的分野の全企業や、特定資本金規模クラスの全企業などが一様に行動したと理解し主張しているのではない。特定分野 and/or 特定規模クラスの企業群が特異・特別で特徴的な行動をし、これが「バブル」に帰結したと主張している。上の図に見た如き平均像を反映した比率は、この種の関心に的確に対応していない。

第 3 に、「通説」「通念」は、特定分野 and/or 特定規模クラスの企業のうちでも、一部の企業が特徴的な行動を示したと理解している。当然、特定分野 and/or 特定規模クラスの企業に限定しても、その平均像を反映した指標では、この種の関心に的確には対応しない。

たとえば、次の(1)~(3)を同時に満たすとする主張である。(1)不動産会社を典型とする一部の企業の行動が「バブル」の発生・持続・拡大・崩壊に大きな役割を演じた。(2)しかも、伝統ある大規模な不動産会社ではなくこの時期に従来に比して格段に大きな規模の資金調達が可能になった中小規模の不動産会社が主役であった。(3)さらに、そのような不動産会社の（ごく）一部が極端に特徴的な行動を示し、それが「バブル」の発生・膨張・崩壊に大きな役割を演じた。

「バブル」崩壊後に銀行に大量の「不良債権」を発生させたとして大きな話題になった一連の企業のいくつかがこのイメージに合致するようである。「しかし、このような例示にとどまらず、体系的かつ明快・説得的な証拠とともに主張が展開されたことがあったか？」と自問して YES と回答する読者は稀だろう。「バブル」発生・膨張・崩壊の過程で目立った存在であったとしても、これらの話題になった少数の「不良債務」不動産企業がその主役であり、あるいはこれに大きな貢献をしたと考える読者も稀だろう。

たとえば、不動産業を含む不動産関連 3 業種向けの融資規制が強力に実施された（とされる）ことに注目して、個表を利用して各企業の行動の分布を見れば、よりの確な分析・検討が可能になると考えるようになった読者は、以下の検討内容に関心・食欲が湧くだろう。そのような企業は、多くの場合それ以外のカテゴリーの企業・団体・家計から土地を取得したのであり、分布を見れば、その一部の企業の行動にも焦点を合わせることができよう。

### III. データと変数

本論文で主として利用するのは 1983 年度～2009 年度の『法人企業統計年報』の個表データである。資本金規模別に利用可能なデータのうち、資本金規模 1,000 万円以上規模の 5 クラスを用いる。1,000 万円～2,000 万円、2,000 万円～5,000 万円、5,000 万円～1 億円、1 億円～10 億円、10 億円以上の 5 クラスである。以下では、資本金規模を示す変数 v4 を用い

て、それぞれを  $v4=5\sim 9$  で示す。たとえば、 $v4=8$  とは、資本金規模 1 億円~10 億円クラスであることを示す。

$v4=9$  を除いて、調査対象企業が毎年度交替するのが原則である。さらに、とりわけ 1980 年代には  $v4=9$  の企業数が激増し、さらに回答率がかなり高かったとはいえ 100%ではなかった。以上の如き事情を考慮して、本論文では、データの利用は、年度初めの変数間の比率と変数の年度間の変化額の年度初めの変数の値（ほとんどのケースで総資産額）の比率の 2 つのタイプの変数を用いたクロスセクション分析に限定し、年度を超える変数の変化に焦点を合わせた検討（たとえば、1986 年度初めから 1989 年度末までの期間の土地保有価額の変化の 1986 年度初めの総資産額に対する比率）や、パネルデータとしての利用は試みない。

以下で用いる変数の一覧表である。

| 変数表                |                                 |  |   |
|--------------------|---------------------------------|--|---|
|                    | 残高(t期末)                         | level variable<br>依存度<br>構成比                 | difference variable<br>依存度変化率<br>構成比変化率                       |
|                    | at time t                       | at time t                                    | at time t   |
| 例示: 変数 $y^i$       | $y^i_t$                         | $l^i_t = y^i_{t-1} / w_{t-1}$                | $d^i_t = (y^i_{t-1} - y^i_t) / w_{t-1}$                       |
| 1 土地保有額            | $land_t$                        | $lland_t = land_{t-1} / wealth_{t-1}$        | $dland_t = (land_{t-1} - land_t) / w_{t-1}$                   |
| 2 土地以外の有形固定資産保有額   | $fixedA_t$                      | $lfixedA_t = fixedA_{t-1} / w_{t-1}$         | $dfixedA_t = (fixedA_{t-1} - fixedA_t) / w_{t-1}$             |
| 3 総有形固定資産保有額       | $TFixedA_t = land_t + fixedA_t$ | $ITFixedA_t = TFixedA_{t-1} / w_{t-1}$       | $dTFixedA_t = (TFixedA_{t-1} - TFixedA_t) / w_{t-1}$          |
| 4 金融機関総借入金 *       | $TLoan_t$                       | $ITLoan_t = TLoan_{t-1} / w_{t-1}$           | $dTLoan_t = (TLoan_{t-1} - TLoan_t) / w_{t-1}$                |
| 5 「金融機関以外からの長期借入金」 | $y^5_t$                         | $l^5_t = y^5_t / w_t$                        | $d^5_t = (y^5_{t-1} - y^5_t) / w_t$                           |
| 6 「その他の固定負債」       | $y^6_t$                         | $l^6_t = y^6_t / w_t$                        | $d^6_t = (y^6_{t-1} - y^6_t) / w_t$                           |
| 7 「金融機関以外からの短期借入金」 | $y^7_t$                         | $l^7_t = y^7_t / w_t$                        | $d^7_t = (y^7_{t-1} - y^7_t) / w_t$                           |
| 8 「その他の流動負債」       | $y^8_t$                         | $l^8_t = y^8_t / w_t$                        | $d^8_t = (y^8_{t-1} - y^8_t) / w_t$                           |
| 9 在庫 * *           | $TInventory_t$                  | $ITInventory_t = TInventory_{t-1} / w_{t-1}$ | $dTInventory_t = (TInventory_{t-1} - TInventory_t) / w_{t-1}$ |
| 10 総資産             | $w_t$                           |  |   |

v4: 企業規模 (=5, 6, 7, 8, 9)

\*: 金融機関総借入金 = 金融機関短期借入金 + 金融機関長期借入金

\* \*: 在庫(棚卸資産) = 「製品又は商品」+ 「仕掛品」+ 「原材料・貯蔵品」である。  
不動産業についてのみ、販売用不動産を示すものとして用いる。

変数番号 1~4 およびそれらを組み合わせたものが基本となる。変数 1~変数 4 の対総資産( $w_t$ )比率 (level variable) と変数 1~変数 4 の期中の変化額の対総資産( $w_t$ )比率 (difference variable) が基本である。加えて、変数 1~変数 3 の変数 4 に対する比率が検討対象の中心となる。たとえば、土地保有額 / 金融機関総借入金 の level variable (=  $lland / ITLoan$ ) と difference variable (=  $dland / dTLoan$ ) である。変数 5~変数 8 は XI の補論でのみ用いる。また、変数 9 は、IV-1-aV と IV-4-a の 2 つの補論でのみ用いる。

Level variables は年度初めの総資産額に対する比率である (ただし、XI においては年度末の比率である)。たとえば、「土地保有額」と「その他の有形固定資産」の比率は同じ分母に対する比率だから、直接の相互比較が可能である。異なる規模クラスの企業間の比較についても同様である。

i 番目の変数( $y^i_t$ )の difference variable は  $d^i_t = (y^i_{t-1} - y^i_t) / w_{t-1} (*100)$  だから、年度中に  $y^i_t$  が増加すればマイナスになる点に注意していただきたい。

また、調査の性格上、調査対象が単体ベースの企業である点についても注意されたい。たとえば、関係会社の銀行借入に対する保証の提供、関係会社を通じた土地取得のいずれもが調査対象になっていない。

#### IV. 土地保有額の対総資産比率：水準およびその変化の分布

本論文で一貫して用いるのは、level 変数と difference 変数の分布の、p10、p25、p50、p75、p90 (p はパーセンタイル)の推移表である。

土地保有額について、保有額の対総資産比率 (lland) と期中の土地保有変化額の対総資産比率 (dland) の分布の推移を見ることから始める。「土地投資関連 3 業種」向けの銀行融資の激増が「バブル」の発生・膨張・崩壊を象徴し、その後遺症が「失われた 20 年」に大きく貢献したとする「通念」を念頭に置いて、まず不動産業について、lland と dland の分布の推移を示す。続いて、建設業と卸・小売業について示し、最後に、以上の 3 業種との対比を念頭に置いて製造業について見る。

##### IV-1. 不動産業の lland と dland の分布の推移：全規模と規模別

縦軸の目盛りが多少異なる点を除けば、不動産業の lland と dland の分布の推移に関する検討結果のパターンは、続く 3 業種のものと同様である。

全規模の不動産業企業の lland と dland の分布を示す表に続いて、5 つの資本金規模別クラス毎の lland と dland の分布を示す表を最小規模クラス v4=5 から順に示す。いずれも、lland の表と dland の表を組み合わせ示す。図の縦線は 1991 年度を示す。lland では、1990 年度末、つまり 1991 年 3 月末時点の比率である。

lland の分布の推移を示す表から次の 4 点がわかる。

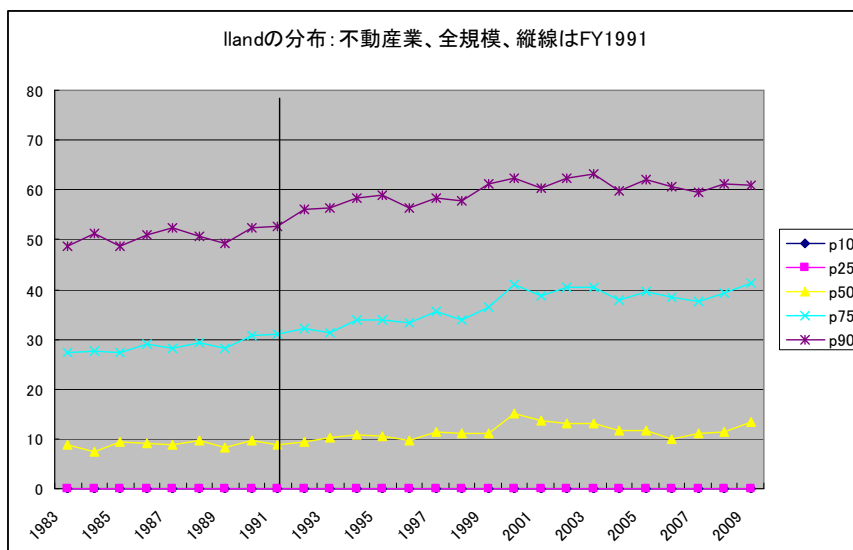
- (1) 分布の推移表には、企業規模による顕著な差は見られない。
- (2) 一貫して、比率は大きくばらついている。
- (3) ほぼすべての企業規模で p25 は 0 である。ほとんど例外なく、(とりわけ「B の時代」には) p50(median)は 10%~20%の間にある。
- (4) II に見た全産業や製造業の平均値のケースと同様、不動産業でも「B の時代」を通じて、さらに 1990 年代を通じて lland の比率は一貫して上昇した。この意味で「B の時代」が特別の時代であったわけではない。企業規模別に見ても、各規模別の図の p50, p75, p90 などの推移を見ても同様である。一部の企業が(集団で)特別の動きをしたということもない。<sup>9</sup>

dland の分布の推移を示す表から、次の 4 点がわかる。とはいえ、当該年度中の土地保有額の変化が dland の分子である点に注意する必要がある。たとえば、「B の時代」には地価が激しく上昇したが、貸借対照表上の評価がこの地価上昇分を適宜反映したか否かは不明である。保有土地の価額変動分を除くと、期間中の土地関連取引分が比率の変化に反映されることになる。規模の大きな不動産会社に比して小規模企業の売買頻度は低いかもしれない。

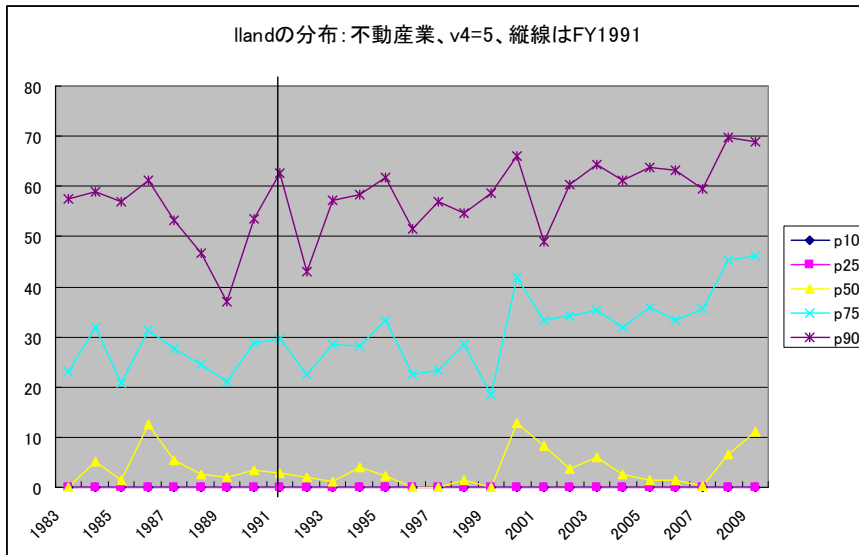
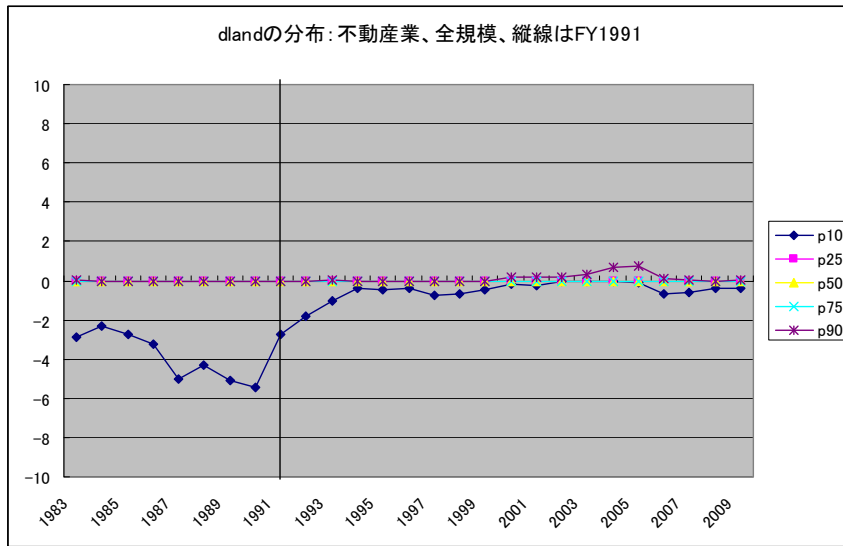
---

<sup>9</sup> もっとも、たとえば、p90 の上方に位置する全体の 10%以下の数の企業の特別の動きが存在したとしても、これらの図には反映されない

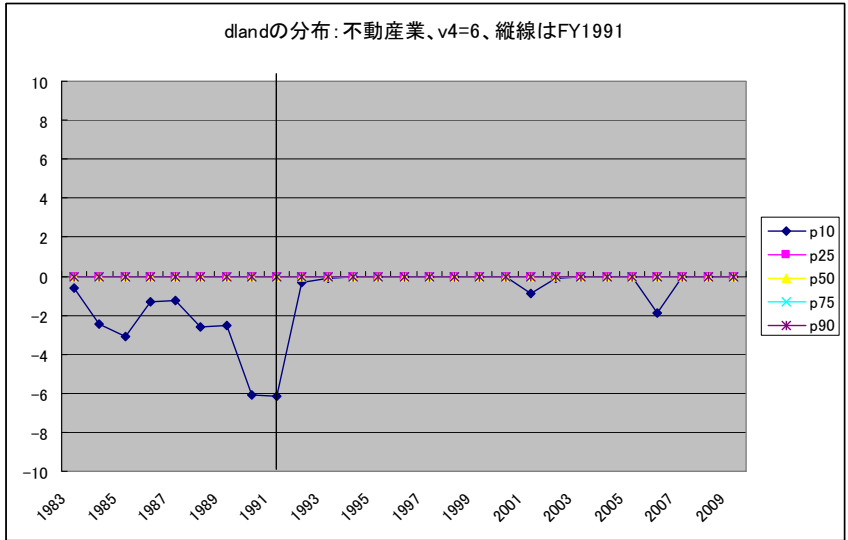
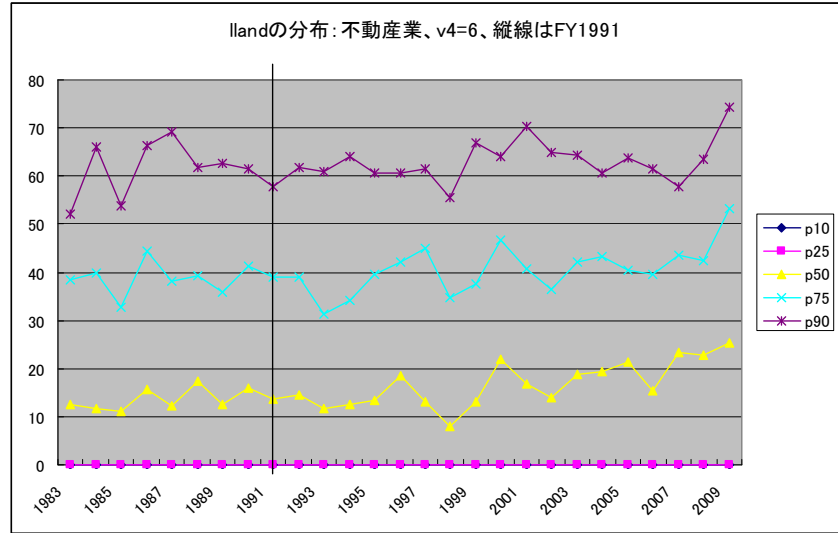
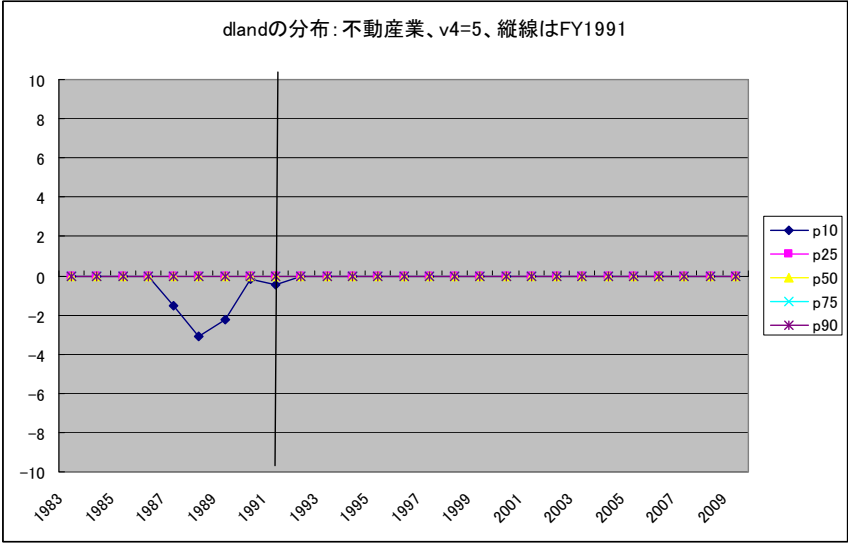
- (1) いずれの図を見ても、1990年代末までの時期を通じて、0から乖離するのは、ほとんど例外なく、p10のみである。ほとんどの企業のdlandは一貫して0である。つまり、期間中の土地売買はネットで0であった。<sup>10</sup>
- (2) たとえば、小規模企業の中には、売買頻度は少ないが、巨額の新規土地投資を実施した極端な会社が多数存在した少なくなかったという「通念」が想定するイメージが妥当するとしても、その企業の比率はp10にも反映されない、極めて少数のものであった。
- (3) dlandの分布の推移が最も大きく0から乖離するのは、「Bの時代」の大規模企業、とりわけv4=9である。v4=9では、p10のみならず、p25も0から乖離した。とはいえ、その値がp10で-10、p25で-3を下回ることはなかった。
- (4) dlandのp90がプラス方向に0から乖離するのは、2000年代前半の時期のv4=9と8においてであって、それ以外の時期にはほとんど見られない。

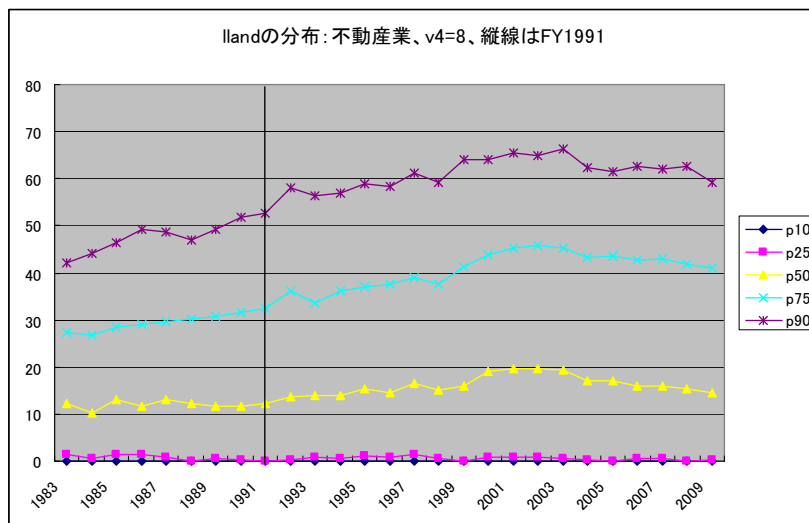
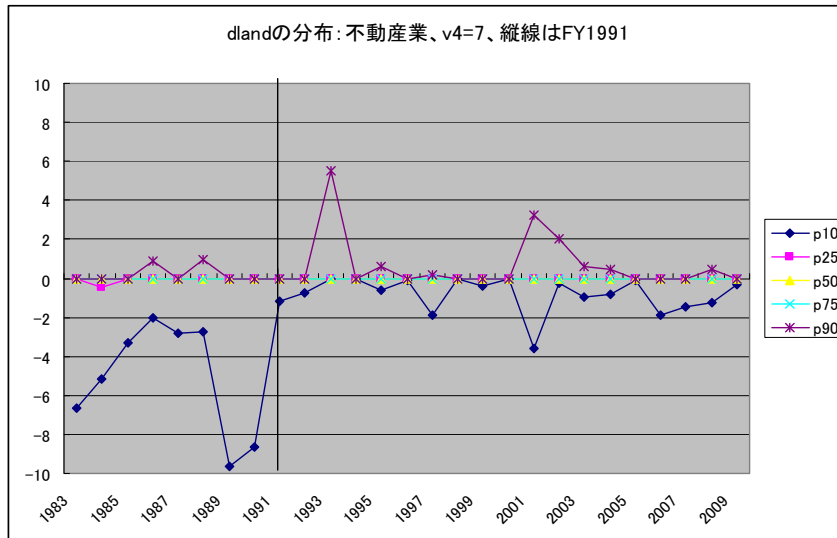
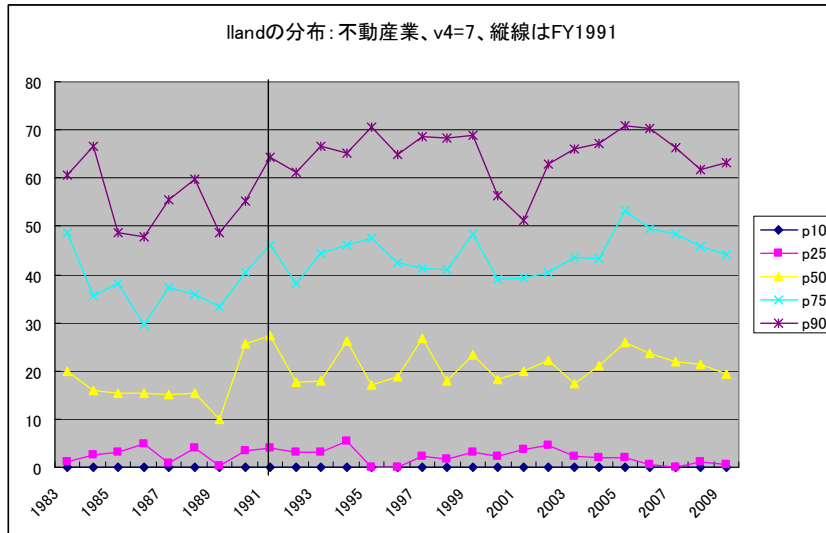


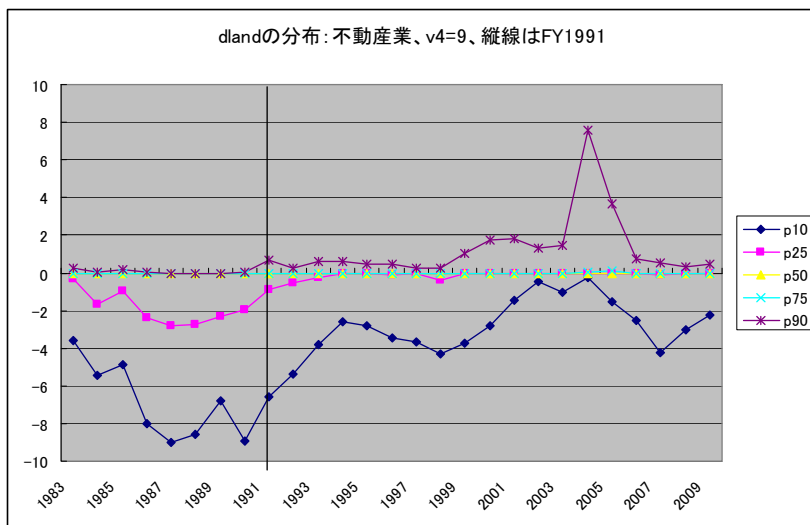
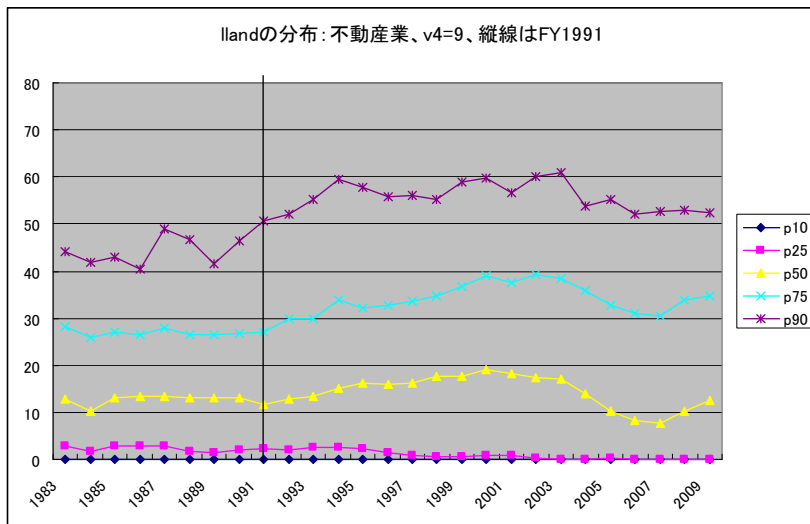
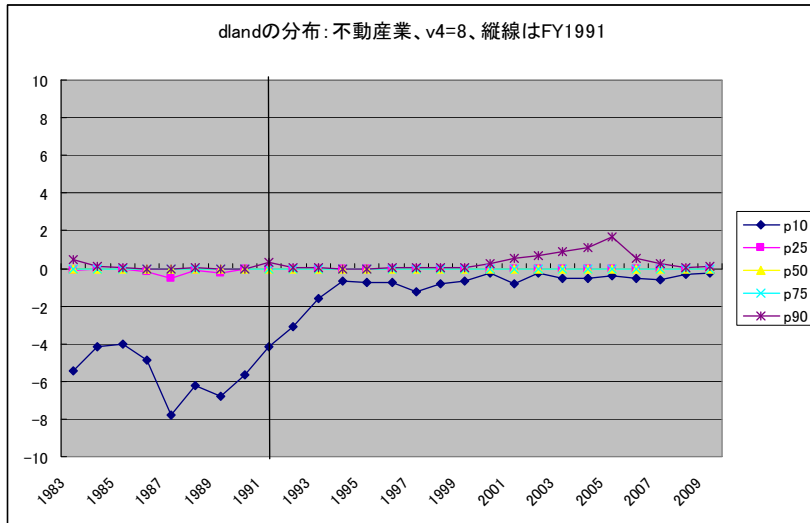
<sup>10</sup> 期首と期末の残高の比較だから、これに反映されない売買や、売買の仲介まで行われなかったということは意味しない。











若干の解説あるいはコメント

不動産業に属する企業といっても企業・事業の内容は多様である。読者のイメージも多

様だろう。ここで用いているデータは『法人企業統計』である。分類・格付けもこれによる。もちろん、各読者のイメージとの間にズレが生じても不思議ではない。

期首・期末の土地保有残高に注目する対総資産比率の **lland** と **dland** の分布の推移では特徴がつかみにくい企業も数多く含まれるかもしれない。土地資産の販売仲介を事業活動の中心とする不動産会社では、期首の土地保有残高およびその変化額はほとんどゼロだろう。住宅やマンションなどの回転が速い不動産の分譲中心であっても、同様だろう。土地を借り受けて、その利活用を事業の中心とするケースでも同様だろう。したがって、値上がり期待で土地に投資し保有することを事業活動の中心とする（株式投資ファンドのような）不動産会社であるとすべての企業について（暗黙のうちに）想定すれば、大きな誤解と混乱に結果するだろう。**lland** と **dland** の分布の推移にのみ注目することは、実質的に、「不動産会社」による不動産投資という一側面に注目して見ていることになるという点に留意する必要がある。

とりわけ資本金規模の小さな企業では、土地保有残高が 0 のところが少なくない。**v4=5** では **lland** の **p25** は一貫して 0 だし、**p50** でも数%の水準である。**v4=7** でようやく **p25** が 0 ではなくなり、**p50** が 20%程度水準になる。**v4=8, 9** でも、**p50** が 20%を超えることはない。

「バブル」崩壊によって、**lland** が低下したのではない点が特に印象的である。このことは、いずれの規模企業にもあてはまる。とりわけ **v4=8, 9** では、1980年代から一貫してこの比率が上昇する。この点は、特に **p75, p90** に顕著である。**v4=8** では **lland** が 1980年代末の 30%から 2000年代初頭の 45%程度まで着実に上昇する。

上昇傾向が転機を迎えるのは 2003年から 2004年頃である。**v4=8** の **p75** で 45%程度から 40%程度へ低下し、**p90** でも同程度の幅で低下した。**v4=9** についても同様である。このような低下傾向は **v4=5, 6** では観察されない。（後述の如く、このような低下傾向は **lland** の高い大規模不動産会社でとりわけ顕著であった。）

**dland** の分布について、激しい動きが観察されるのは **v4=7** 以上の規模クラスである。1980年代後半と、2000年代半ばの時期に変動が顕著であるが、2つの時期の変動の方向は逆である。もちろん、1980年代には「増加」、2000年代には「減少」した。

**v4=5** と **6** では **dland** は **p10** 以外は一貫して 0 であった。「Bの時代」の **p10** についても、変動幅は、より大きな規模の企業に比して小さかった。小規模不動産会社が土地投資に邁進して「地価バブル」を主導・推進したという「通念」の基本イメージとは整合的でない。（もっとも、保有土地残高が増加するとはかぎらない「土地ころがし」のイメージのあてはまりについては、これでは検討できない。）

相対的に変動が激しかったのは、**v4=8** と **9**、とりわけ後者である。**v4=9** では **p25** も 1980年代後半に大きなマイナスとなった。2004年度の「減少」も目立つ。「不動産会社」による「土地投資」に注目するなら、**v4=8** と **9**、とりわけ後者の、「大規模不動産会社」であることになる。

**dland** で見ても、「バブル」崩壊時、その時期の融資規制などの影響は見られない。

ちなみに **v4=9** の企業数は、1983 (139)、1985 (164)、1990 (284)、ピークの 2000年

で 420 社である。

#### IV-1-a(補論). 不動産業の在庫/総資産比率と在庫/総資産比変化率の分布の推移

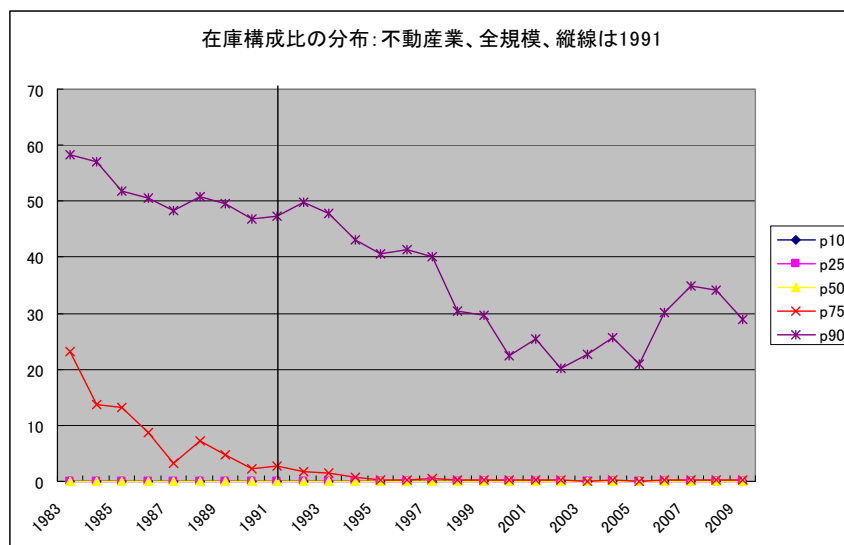
IV-1-a(補論)では、不動産業においては在庫（棚卸資産）（＝「製品又は商品」＋「仕掛品」＋「原材料・貯蔵品」）が「販売用不動産」におおむね対応する（あるいはその上限値である）と想定して、在庫/総資産比率と在庫/総資産比変化率の分布の推移についてみる。その他の産業（たとえば、製造業や卸・小売業）についてはこの想定はあてはまりそうにないこともあり、この検討は不動産業に限定する。VI-4-a(補論)の検討についても同様である。

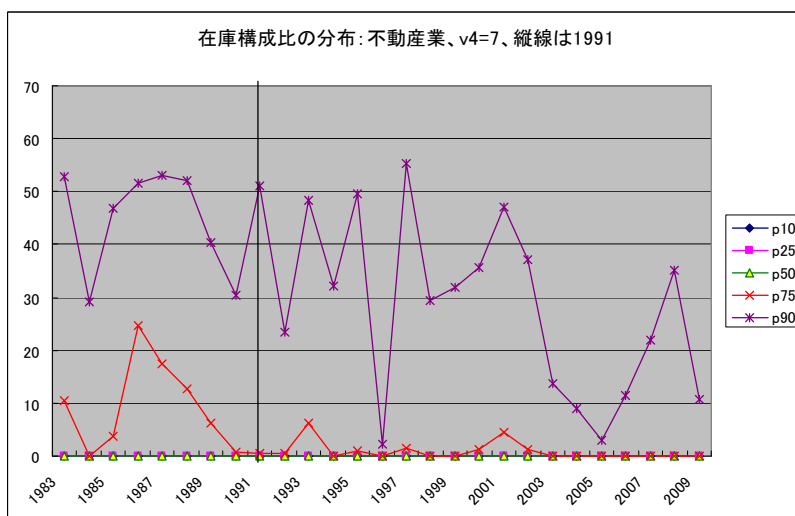
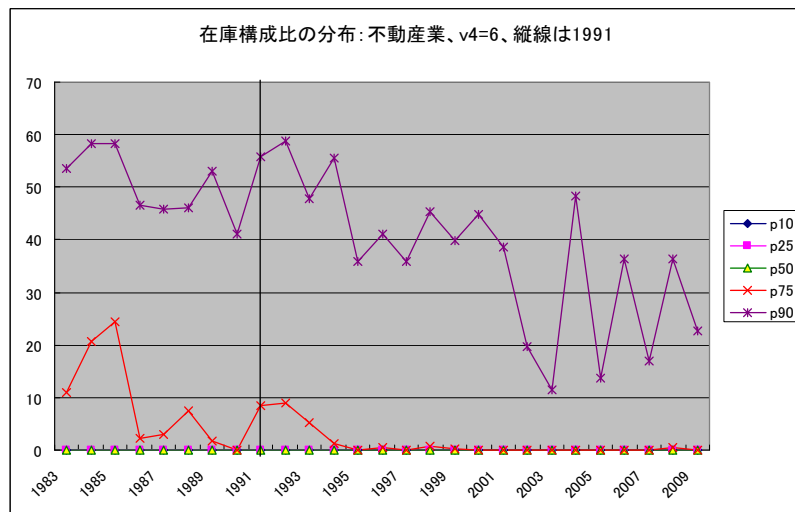
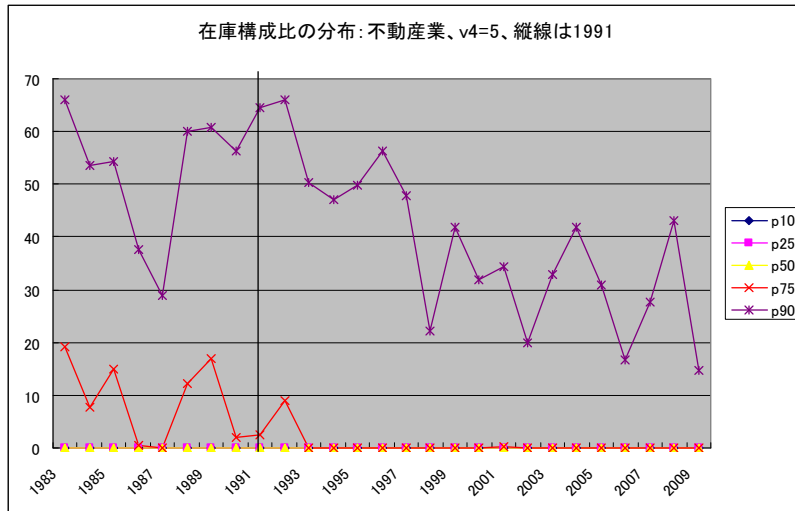
「在庫/総資産比率」については、(1)「バブル期」にとりわけ小規模企業で比率が急激に高まるようなことはなかったし、(2)多くの不動産企業でこの比率が高水準にあるということもなかった。

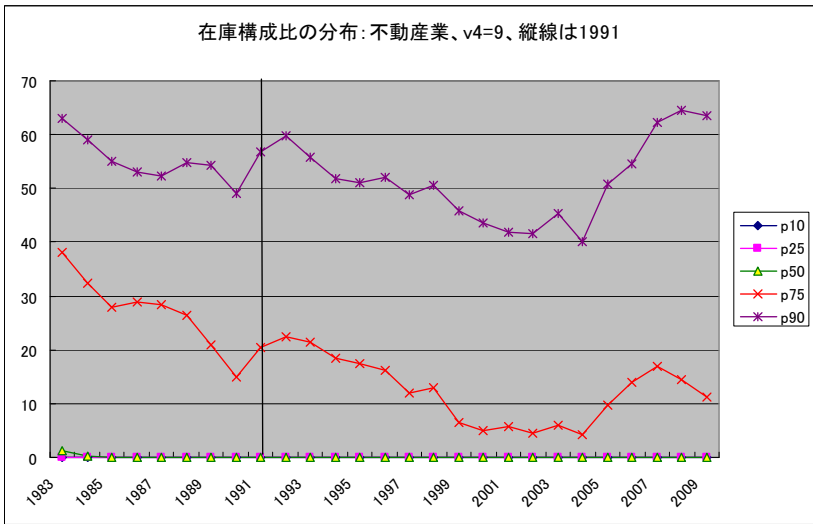
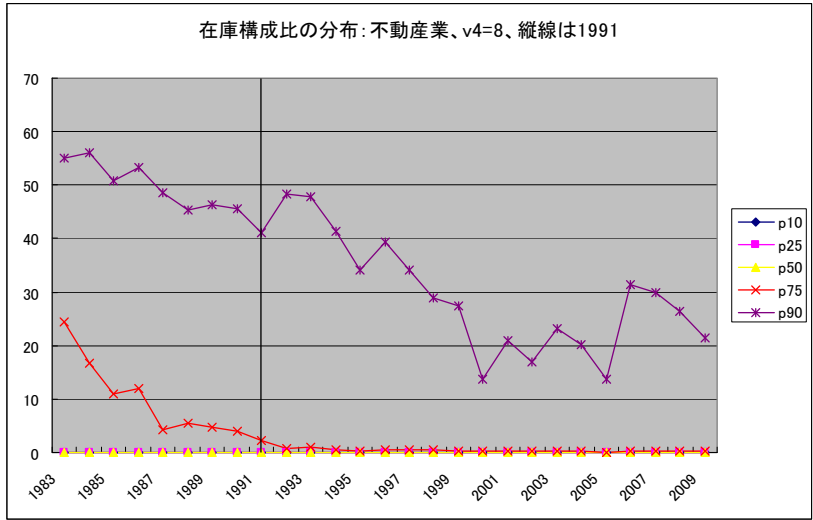
同様に、在庫/総資産比変化率の分布についても、とりわけ興味深い現象は観察されない。

「販売用不動産」に注目した検討が、有形固定資産の「土地」に注目した本論文の基本的結論に影響を与えることはないと判断し、「補論」として検討結果を収載するにとどめる。

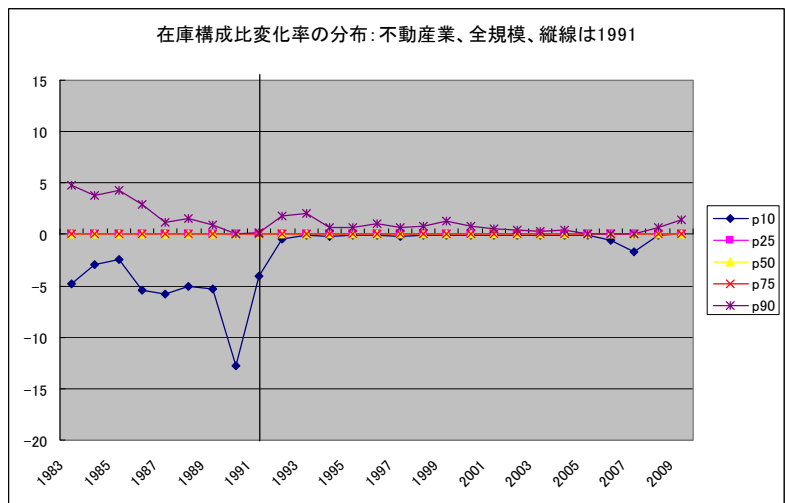
[不動産業の在庫/総資産比率(=Inventory<sub>t</sub>/TInventory<sub>t-1</sub>/w<sub>t-1</sub>)の分布]

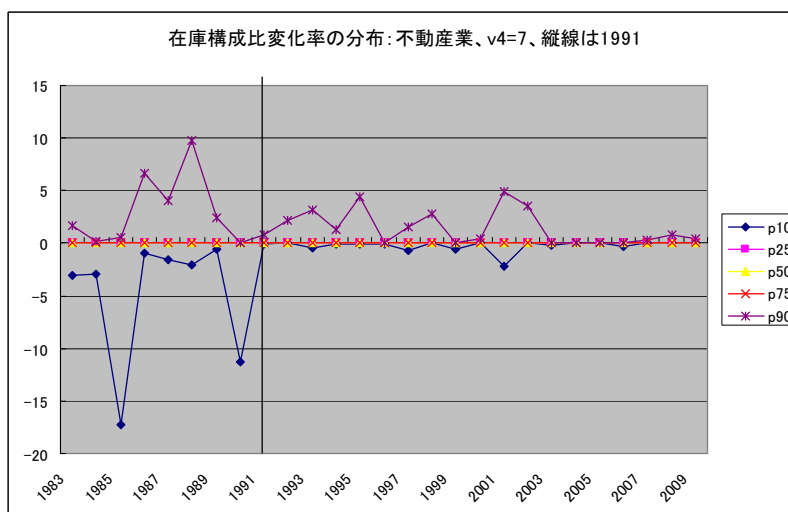
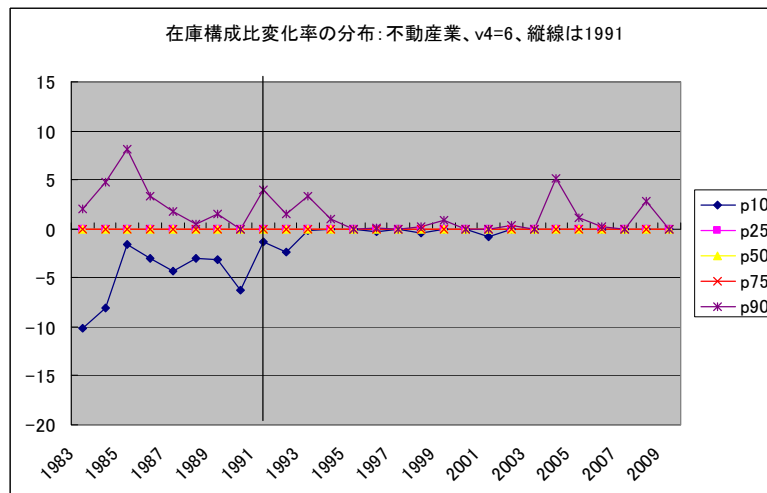
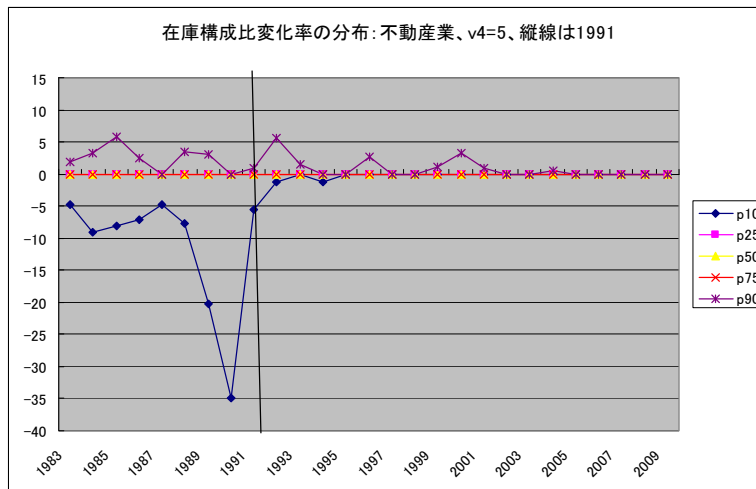




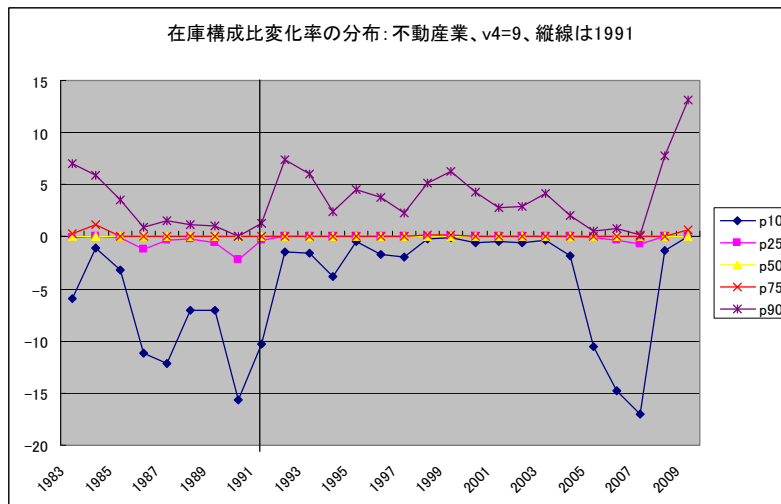
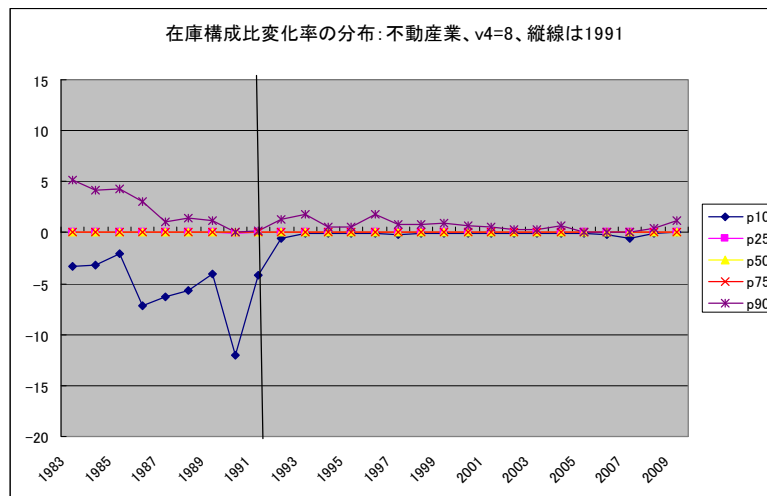


[不動産業の在庫/総資産比変化率 $\{(d\text{Inventory}_t=(\text{Inventory}_t-\text{Inventory}_{t-1})/w_{t-1})\}$ の分布]







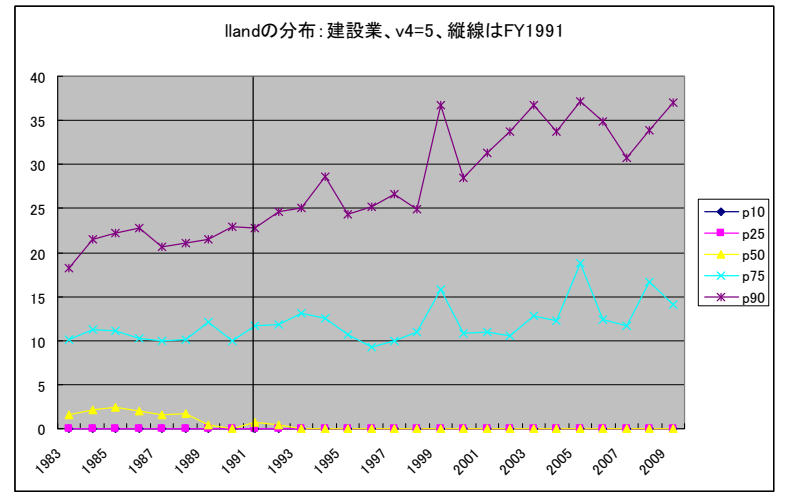
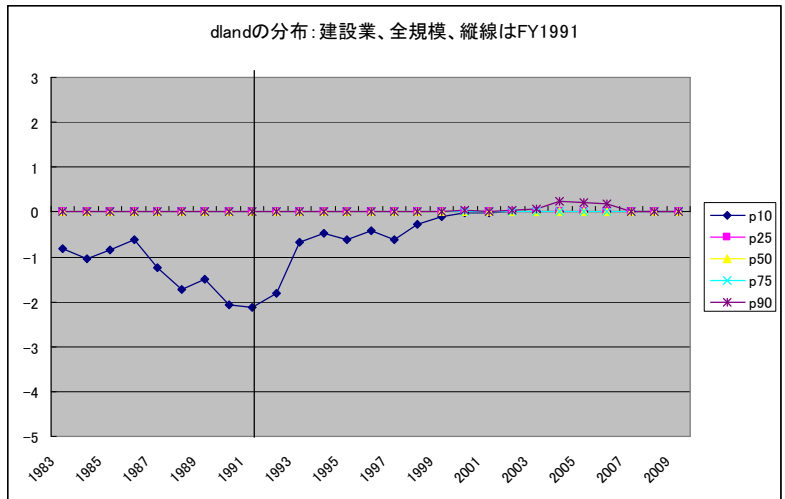
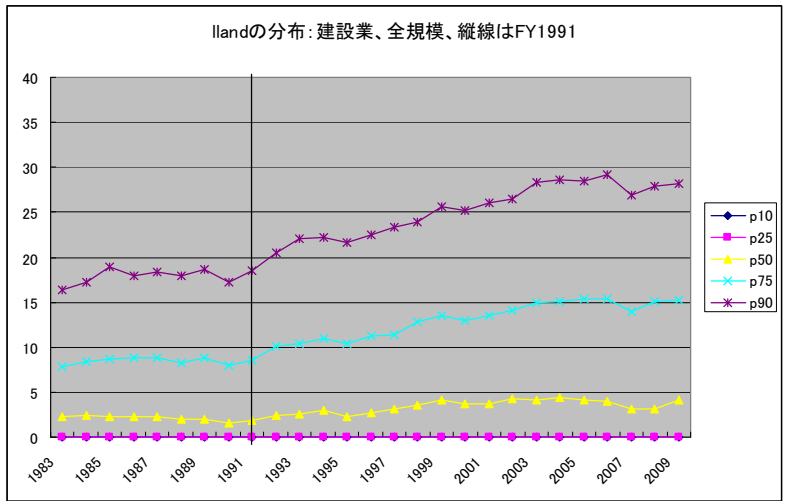


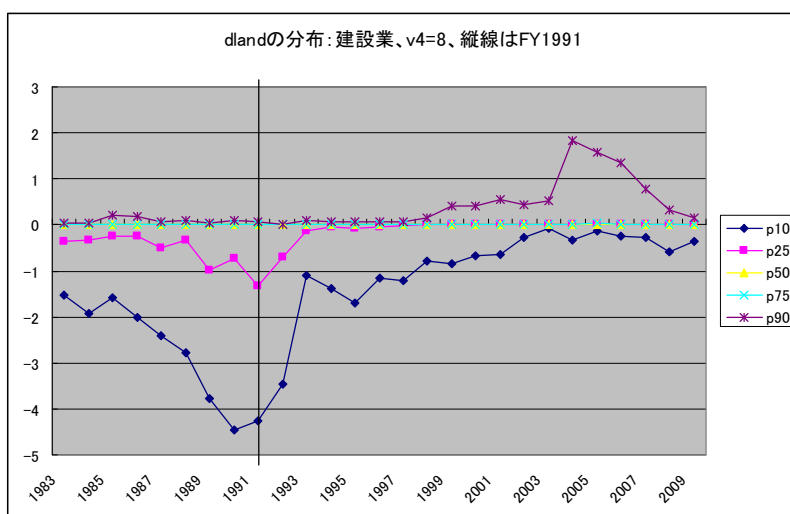
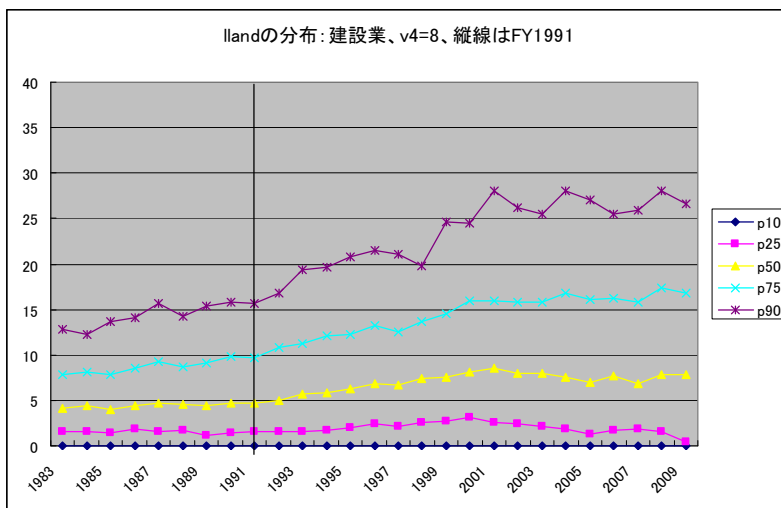
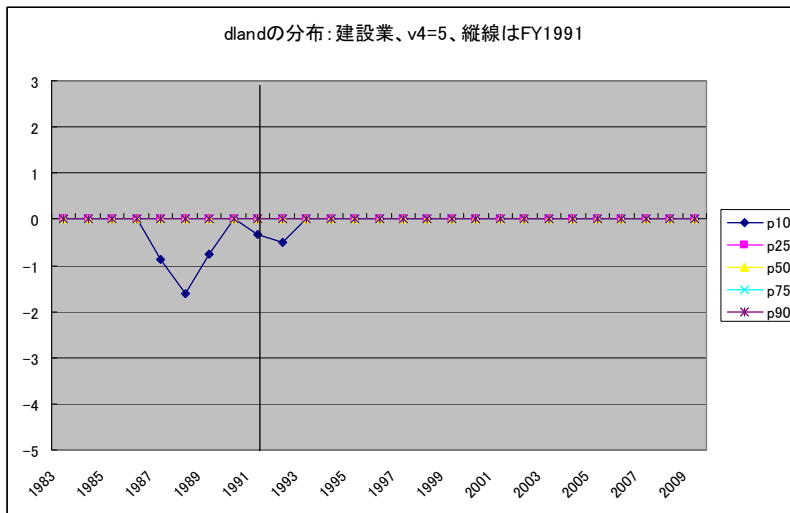
IV-2. 建設業の lland と dland の分布：全規模と規模別（ただし、v4=5、8、9のみ）

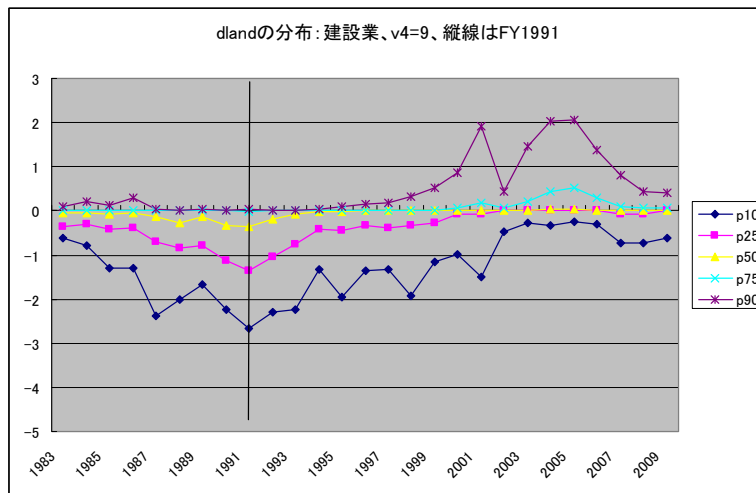
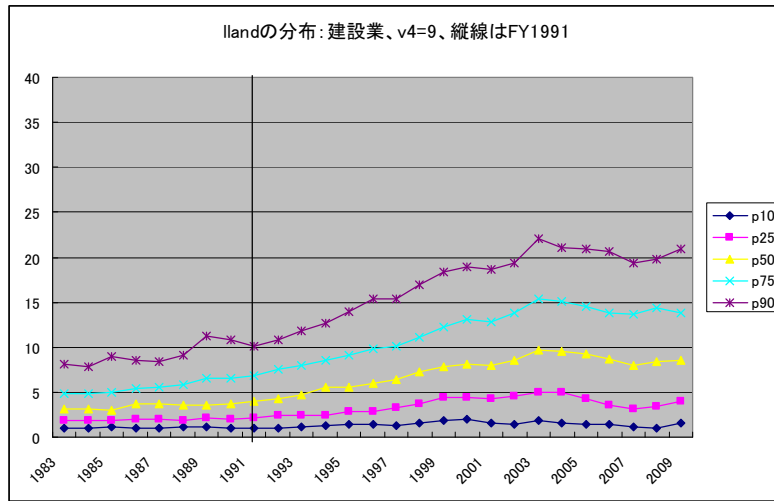
「土地投資関連 3 業種」として、不動産業とともに世論・メディア・行政・政治などから批判の目を向けられ、厳しい土地投資関連融資規制の対象となった建設業と卸・小売業について見てみよう。

IV-2 の建設業と IV-3 の卸・小売業については、規模別の図は v4=5、8、9 の 3 クラスに限定する。建設業、卸小売業のいずれも（さらに、IV-4 の製造業についても）、IV-1 に見た不動産業とパターンは変わらない。もっとも、縦軸の目盛り（の絶対値）は、不動産業が他の 3 業種に比してやや大きめである。

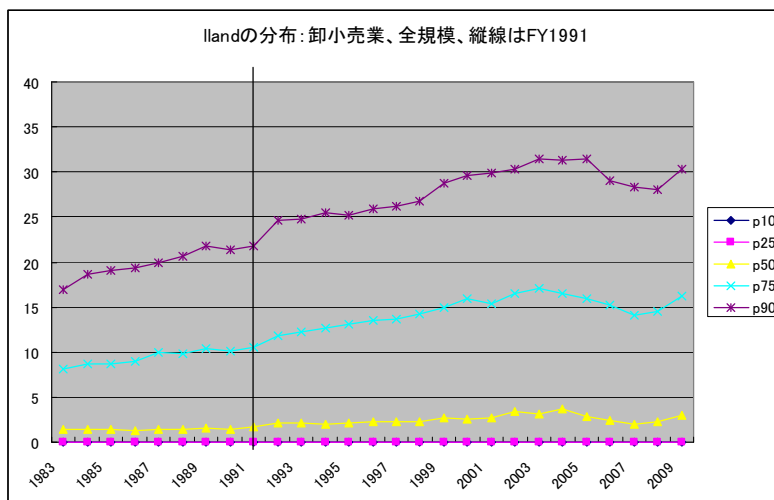
建設業と卸小売業のいずれについても、特記すべき顕著な観察事実は見あたらない。

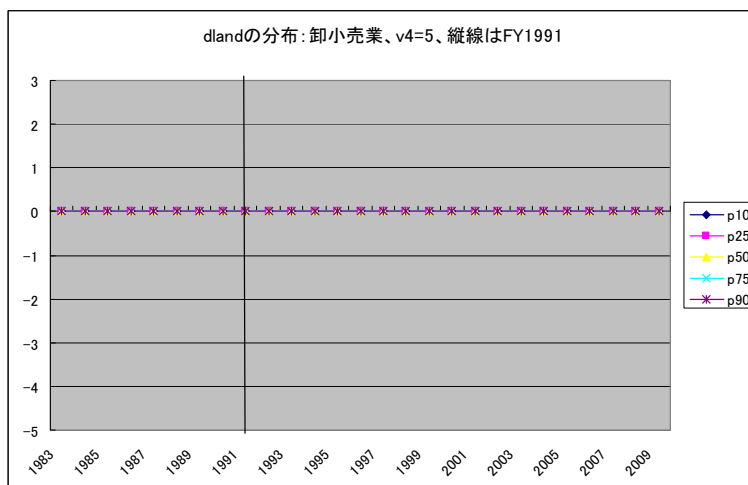
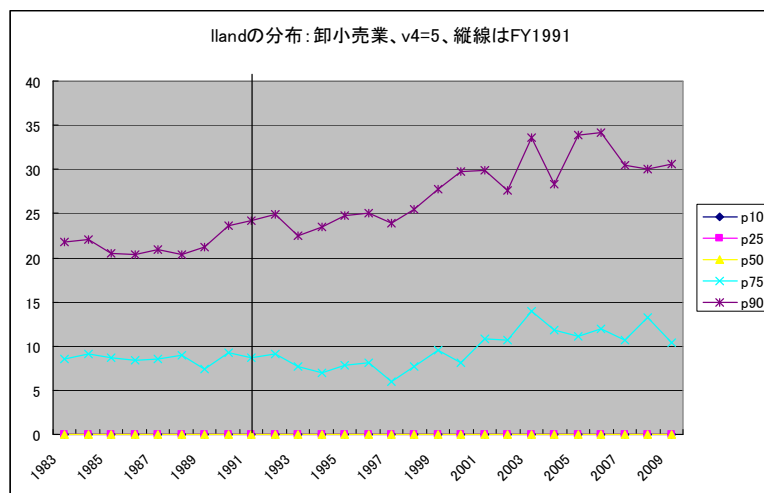
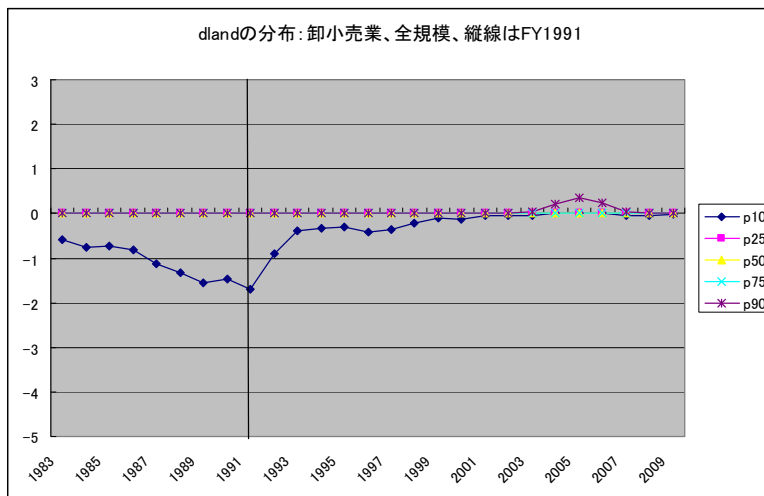


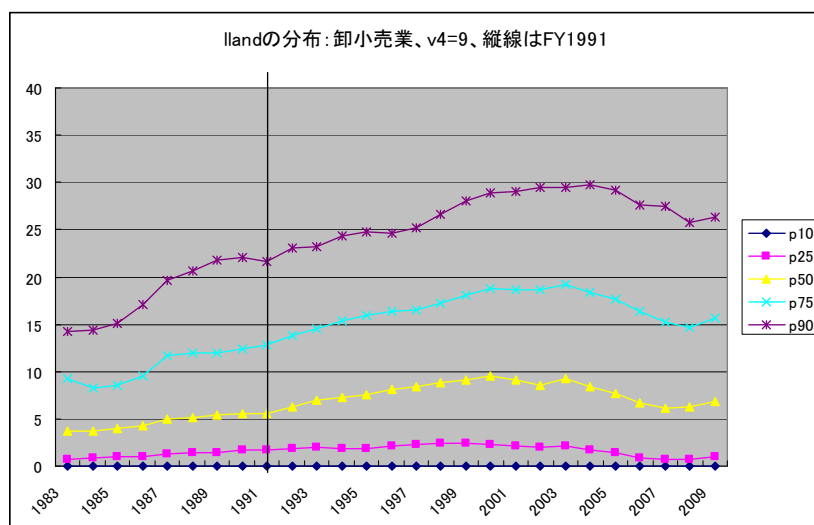
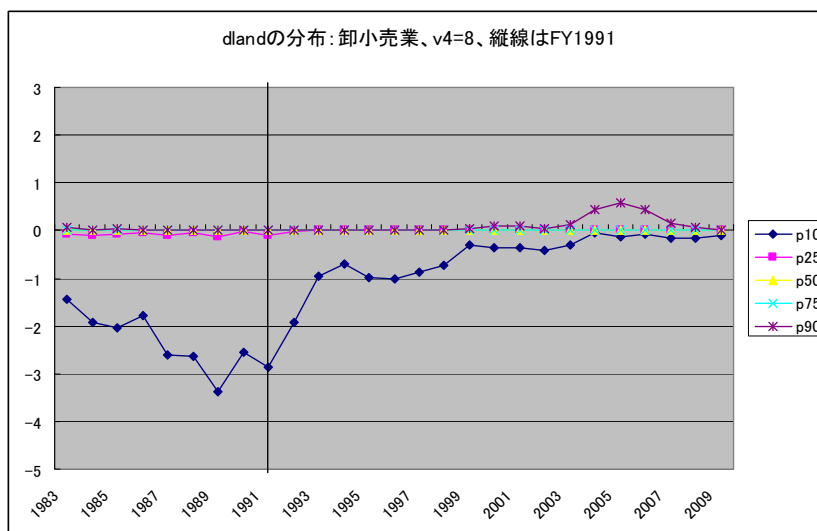
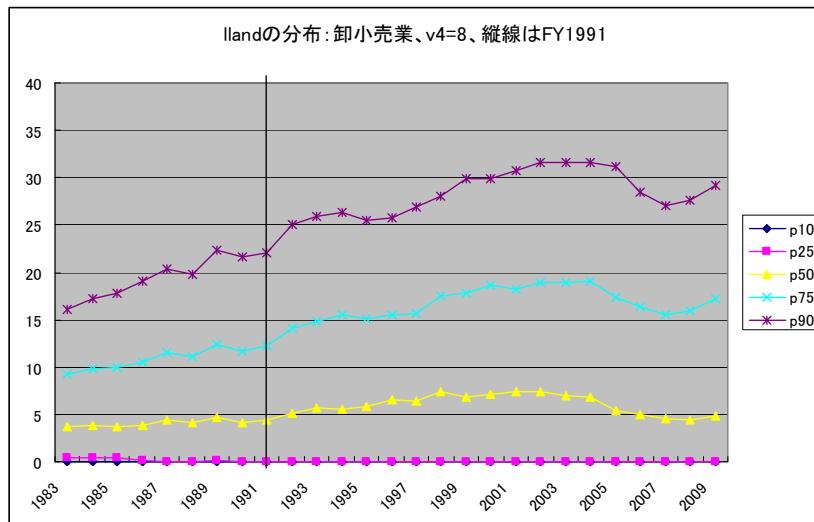


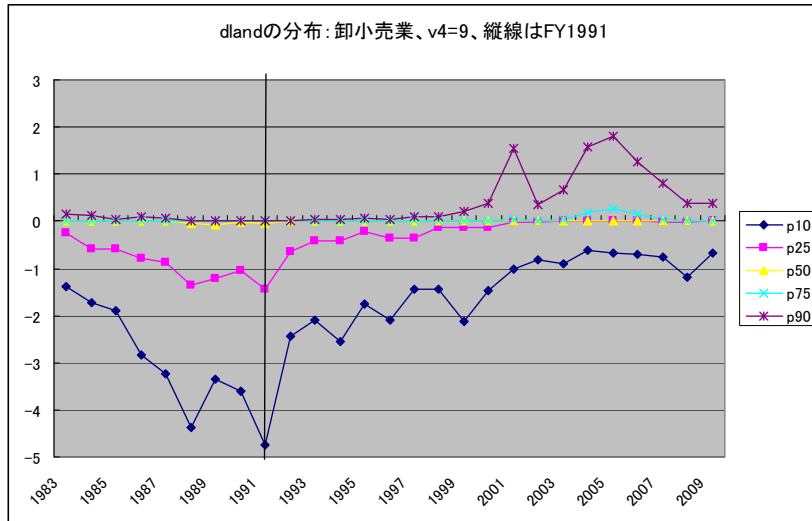


IV-3. 卸・小売業の lland と dland の分布：規模別（ただし v4=5、8、9 のみ）





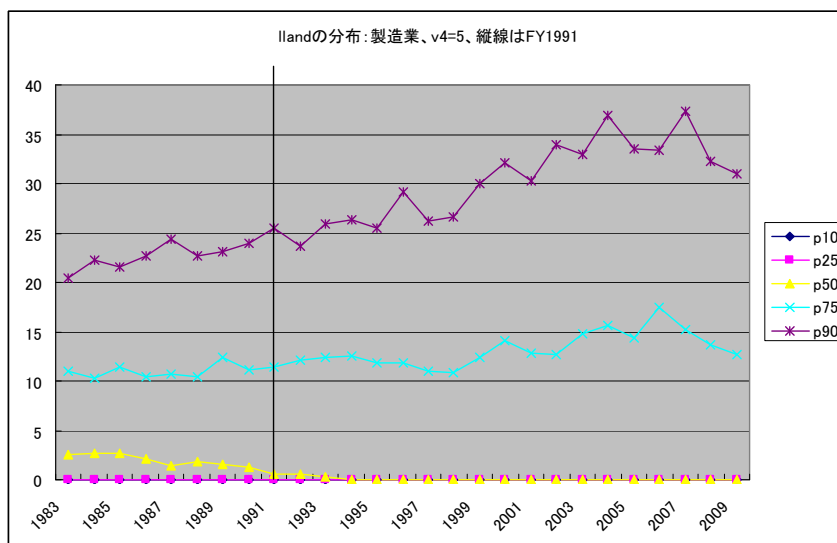
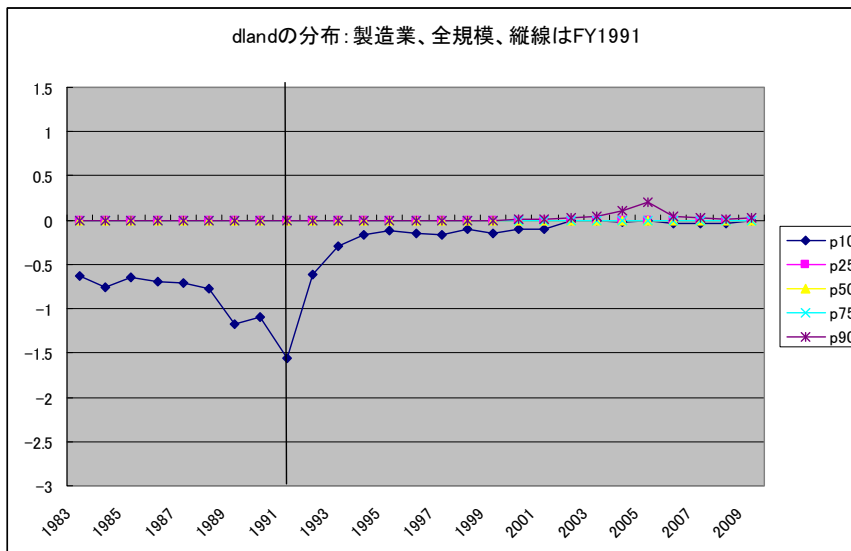
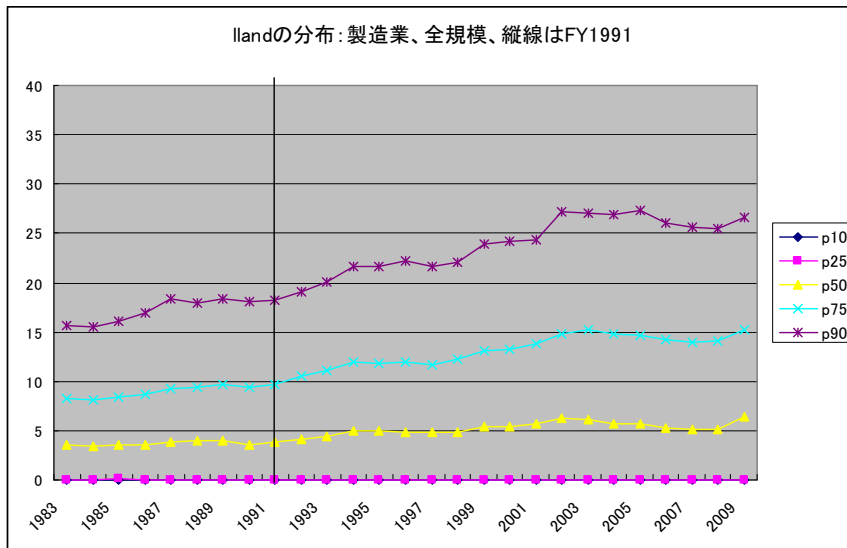




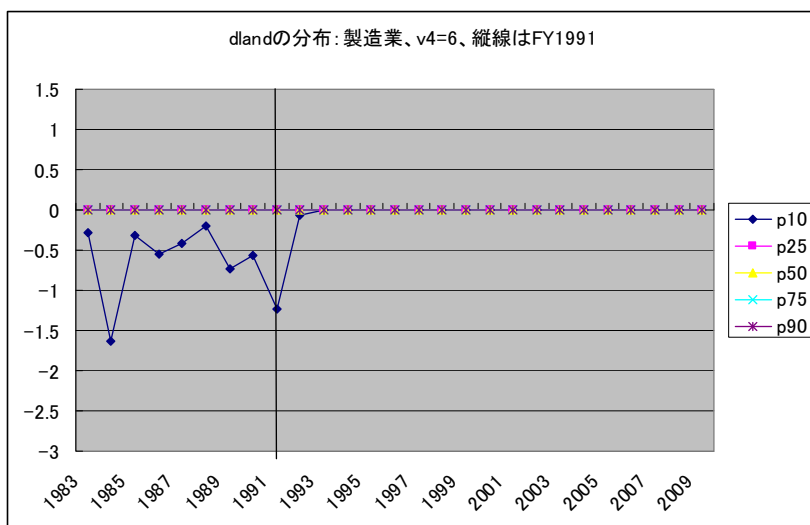
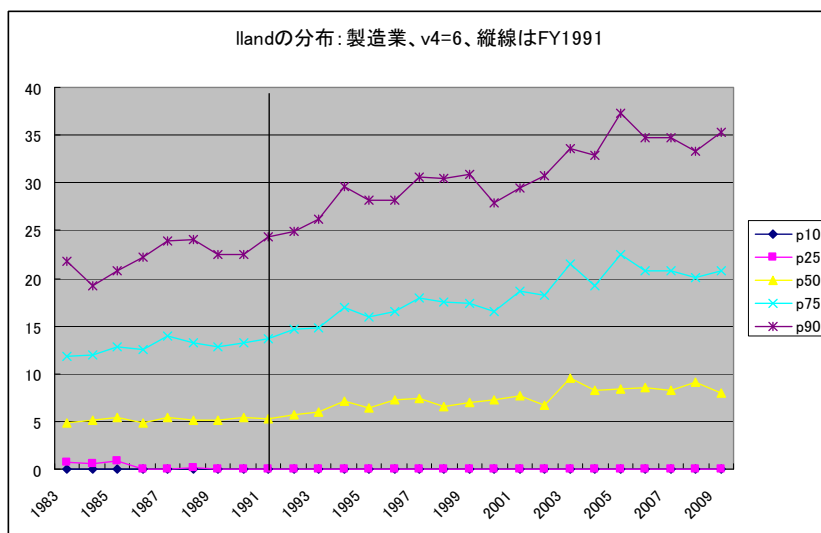
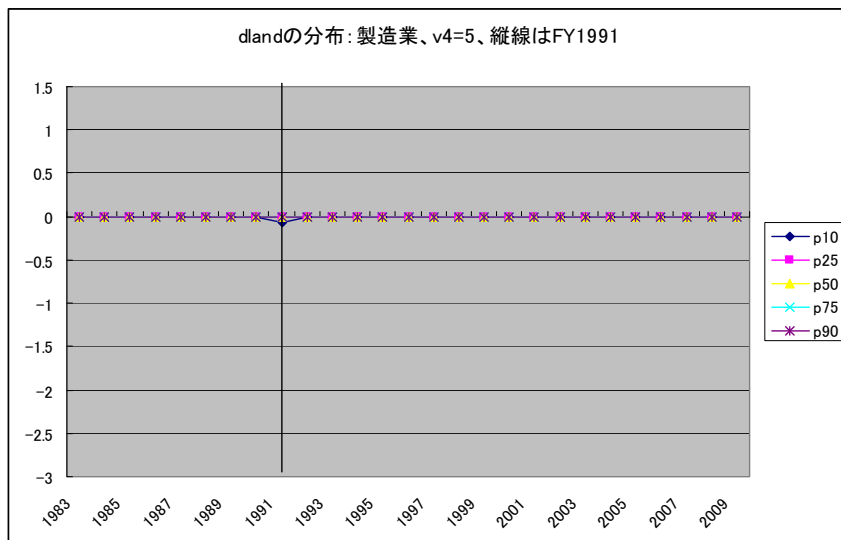
#### IV-4. 製造業の lland と dland の分布：全規模と規模別

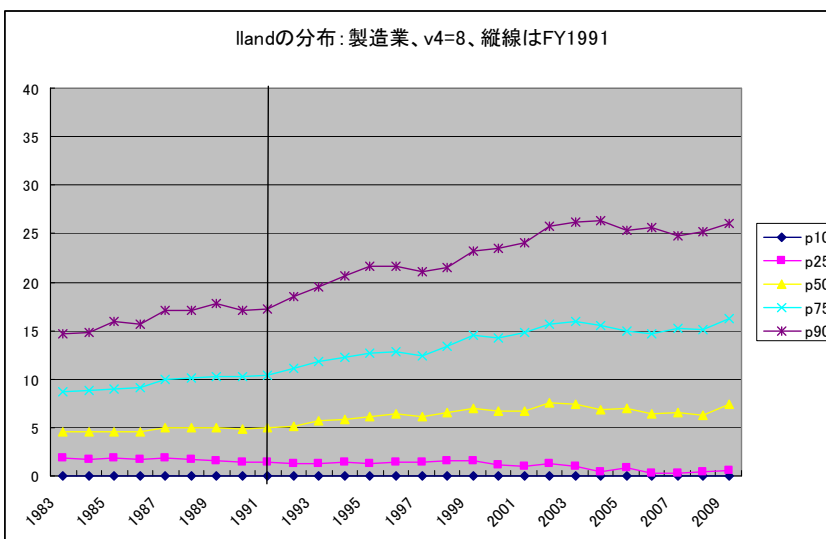
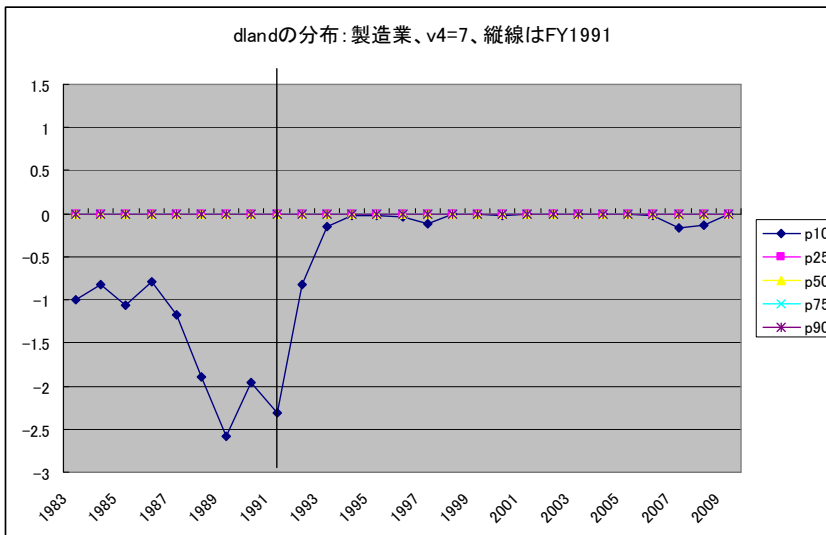
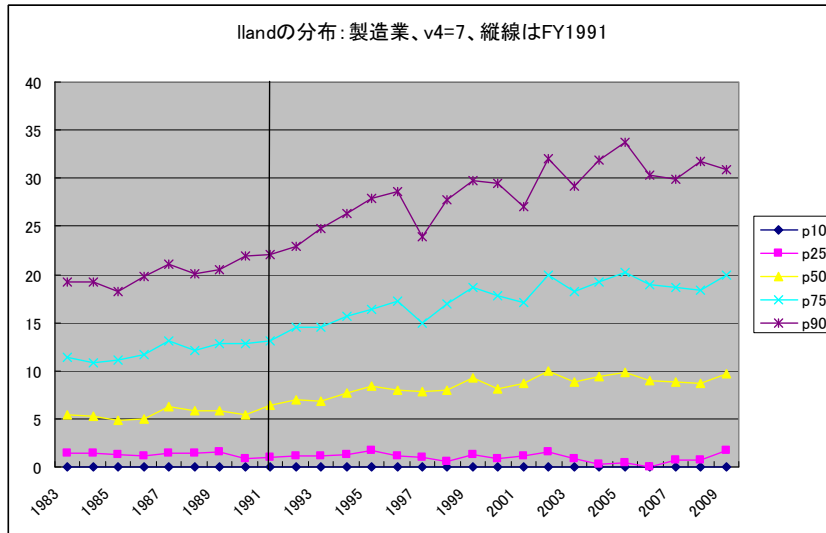
IV-4 では、「土地投資関連 3 業種」との比較を念頭に置いて、製造業に関して同様の図を示す。本論文では、「B の時代」の企業行動を特徴づけるのは、「有形固定資産」投資のうちでも、土地投資よりも「土地以外の有形固定資産」投資だと考えている。「土地以外の有形固定資産」投資に検討の焦点を移す VIII では、関連図と、IV、とりわけ IV-4 の図との比較を試みる。

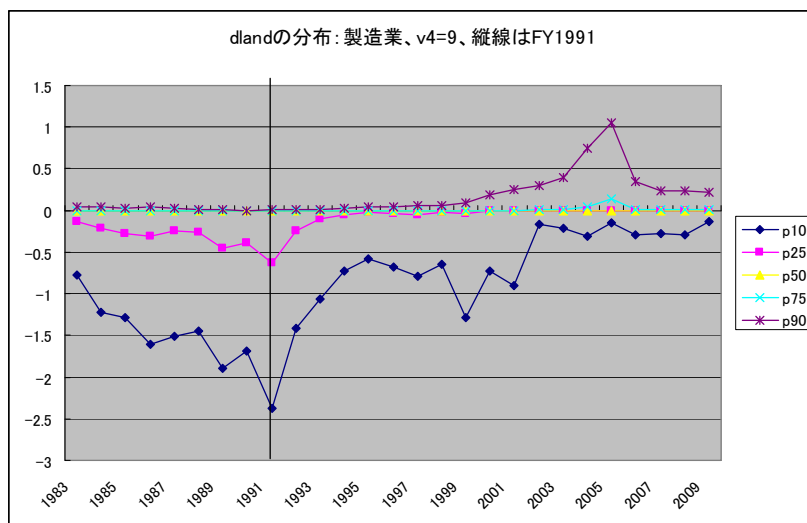
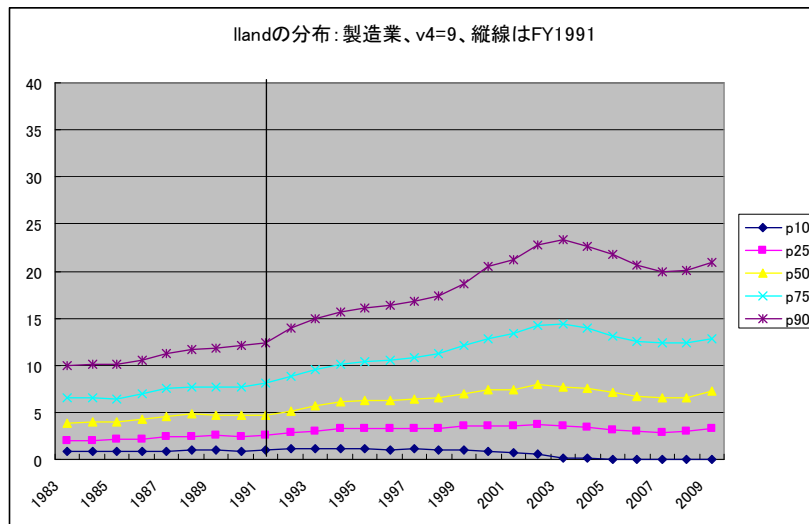
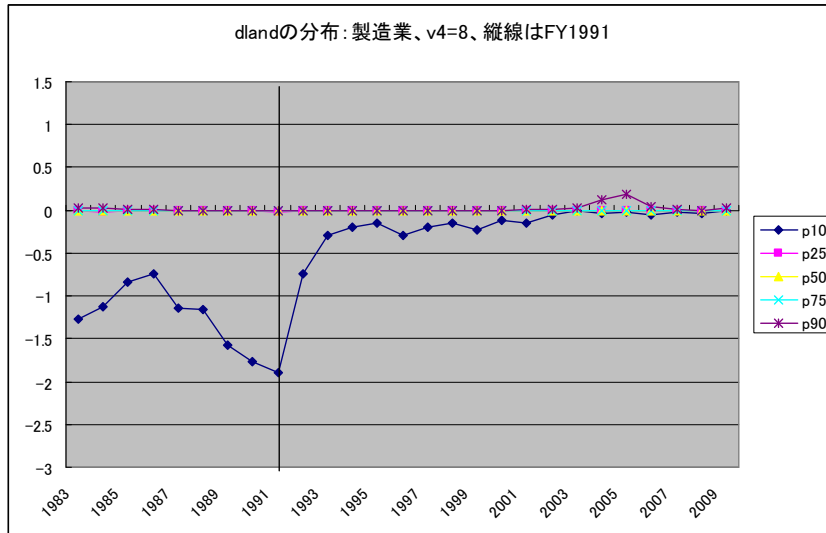
製造業の lland と dland の分布の推移を示す IV-4 の各図から読者が受ける最大の印象は、パターンに関する限り、不動産業と酷似しているというものだろう。目盛りを無視すると、規模別に見ても、パターンはほとんど同じであり、lland の p75 や p90、dland の p10 の動きについても同様である。建設業、卸・小売業とは、目盛りも含めて、ほとんど同じである。製造業と比べて、不動産業などの 3 業種が特異ではなく、厳しい目を向け、さらに「政策上」も特別扱ったことの合理性・妥当性に疑問を抱き始める読者が少なくないかもしれない。











## V. 金融機関総借入額の対総資産比率：水準とその変化の分布 —— 不動産業を中心に、建設業と卸・小売業、さらに製造業。付録として、娯楽業と宿泊業

金融機関借入の量的可能性と借入条件が企業行動を決定的に左右したとし、1980年代後半に量的可能性が緩和された一部の企業の土地投資が活発化し「バブル」の発生・膨張に帰結し、この条件の除去と消滅が「バブル」の崩壊、さらに金融機関の「不良債権」を激増させ、これが「失われた20年」の大きな原因となったとする見方が有力である。<sup>11</sup>

Vでは、金融機関総借入額の対総資産比率の水準とその変化の分布の推移を見る。金融機関総借入額とは金融機関短期借入金と金融機関長期借入金の合計額のことである。時点  $t$  の総借入額を  $TLoan_t$  総資産額を  $w_t$  とすると、

$ITLoan_t = TLoan_{t-1}/w_{t-1}(*100)$ 、 $dTLoan_t = (TLoan_{t-1} - TLoan_t)/w_t (*100)$  である。

$l_{land}$ 、 $d_{land}$ 、 $ITLoan$ 、 $dTLoan$  などの相互連関などについては次節以下に見る。

検討の順序等は、 $l_{land}$ 、 $d_{land}$  の分布の推移に関する IV の内容とほとんど同じである。

金融機関からの資金調達（とりわけ銀行借入）量の可能性に注目した、日本企業が厳しい資金制約 (*strictly binding financial constraints*) 下に置かれているとする長期間にわたって「通念」として定着している見方が、「バブル」に関する「通説」「通念」の形成・受容・定着にも大きく貢献している。1980年代後半に顕在化した銀行融資の量的拡大と配分方向の変更が（とりわけ一部の）企業の土地関連投資等の「バブル」的行動を引き起こして「バブル」の生成・膨張に結果し、融資の減少が「バブル」の崩壊につながったとする「通念」は、企業の資金制約に関わるこの「通念」を前提としている。

Vの検討は、 $ITLoan$  と  $dTLoan$  の分布の推移に注目して日本企業が厳しい資金制約 (*strictly binding financial constraints*) 下に置かれているとする「通念」の妥当性について直接検討する。Iに見た如く、この「通念」の妥当性の検討を本論文の副主題と位置づけている。本論文では、とくにこの影響・効果が顕在化したはずの1980年代後半の時期に注目し、これをこの「通念」の妥当性を検討するための「実験室」と位置づけている。Vの検討結果を踏まえて、VIでは金融機関借入と土地関連投資との関連について検討し、IXでは金融機関借入と設備投資との関連について検討する。いずれの検討結果も、日本企業が *strictly binding financial constraints* 下に置かれているとする「通念」の妥当性に強い疑問を提示する。

### V-1. 不動産業の $ITLoan$ と $dTLoan$ の分布：全規模と規模別

---

<sup>11</sup> 日本経済に関しては、Banks “were the only game in town” (Hoshi and Kashyap, 2001, p.301) という表現に象徴される見方が圧倒的に有力であった。この見方の反映として、1980年代後半の「バブル」や1990年代以降の「失われた20年」論議の検討の焦点が銀行および銀行融資に集中する傾向が強い。企業集団・系列・メインバンクなどの伝統的イメージにも支えられたこの傾向（あるいは偏向）は、「バブル」論議の日本の特徴とも言ってよい。しかし、この見方には、経済実態と決定的に乖離した「神話」だという致命的欠陥がある。簡単には、三輪[2011a, b]、このことによる「失われた20年」論議の欠陥については、三輪[2011c]を参照。

### 「通念」の受容から導かれる予想

Banks “were the only game in town” (Hoshi and Kashyap, 2001, p.301)という表現に象徴される、日本企業が strictly binding financial constraints 下に置かれているとする「通念」は、その具体的内容、理論的根拠と実証的証拠のいずれについても不明確であり、その妥当性の検討は容易でない。<sup>12</sup>

内容・論拠・証拠のいずれもが曖昧であり、しかも主唱者・支持者の間に広範な合意が成立していない主張を検討の俎上に載せるのは無謀・不毛であり、その有効な吟味は不可能である。本論文では、「通念」の受容から導かれる（と考える読者が少なくないと思われる）一連の予想を列記したうえで、観察事実と対比する。検討結果と「通念」との対比および、検討結果を踏まえた「通念」の評価は、読者の選択に任せよう。

- (1) 銀行融資が銀行によって「割り当て」られる如き状況にあり、すべての企業にとって銀行融資は相対的に有利な資金調達方法である。すべての企業が制約限度一杯まで融資枠を活用するから、多くの企業の ITLoan がほぼ同水準に集中する。（限度一杯まで活用しない企業は、融資を受けて他の企業にまた貸し（転売）して利益を獲得する機会を放棄していることになる。）
- (2) 「割当」枠の変更を反映すると考えられる dTLoan は、多くの企業に同じ幅・同方向に観察される。ごく一部の企業について極端な dTLoan が観察されることはない。
- (3) 規模の小さな企業はより厳しい「制約下」に置かれており、1980年代後半に有力融資先を失った銀行が替わりの融資先としてこれらの企業に注目し融資枠が激増させたとされる。そうであれば、とくに小規模企業でこの時期に ITLoan が急増し、dTLoan が大きなマイナスの値を示す。

### 不動産に関する観察事実の要約

「通念」の受容から導かれる以上の 3 つの予想のいずれもが観察事実から大きく乖離する。ここでは、不動産投資が最も活発であったと考えられる不動産に関わる観察結果を要約するが、製造業を含む他の分野に関する観察結果についても、ほとんど変らない。

不動産では、ITLoan が一貫して大きくバラツキ、企業規模によるパターンの違いは見られない。また、v4=9を除き、p10のみならず、p25も一貫して0であった。

dTLoan については、次の4点が注目値する。

- (1) ここでも v4=9 を若干の例外として、p50 は一貫して 0 であった。
- (2) p25 の絶対値が 10 を上回るとは「B の時代」でもほとんどなかった。
- (3) p10 や p25 の変動が示す如く、「B の時代」に急激に銀行借入を増加させたのが小規模不動産会社に集中したということはない。どちらかといえば、大規模不動産会社に多かった。

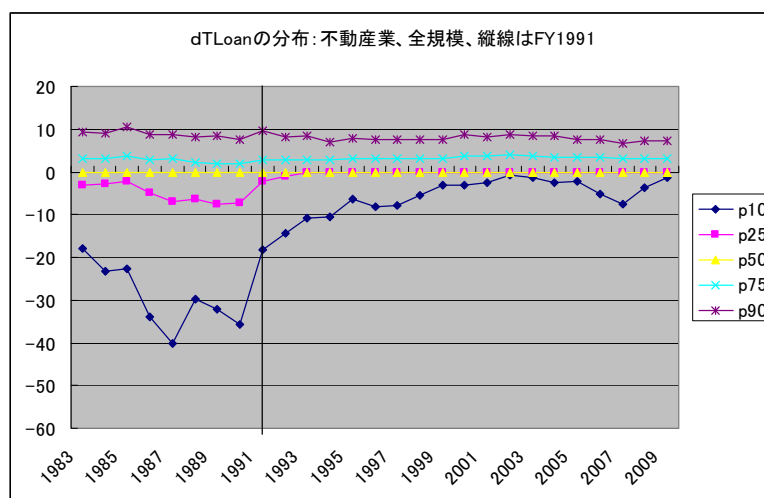
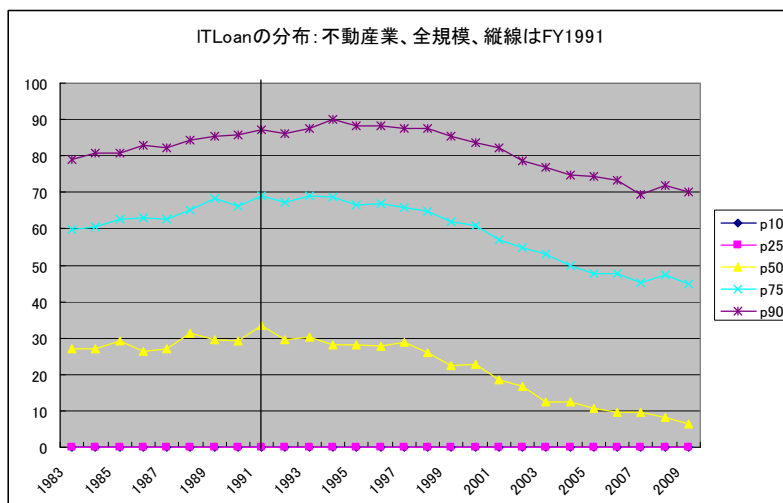
---

<sup>12</sup> 「法人企業統計季報」の個表を用いて検討した三輪[2011a, b]で、私は「銀行ばなれ」とでも呼ぶべき一連の観察事実を提示して、この「通念」の妥当性に根本的疑問を提示した。

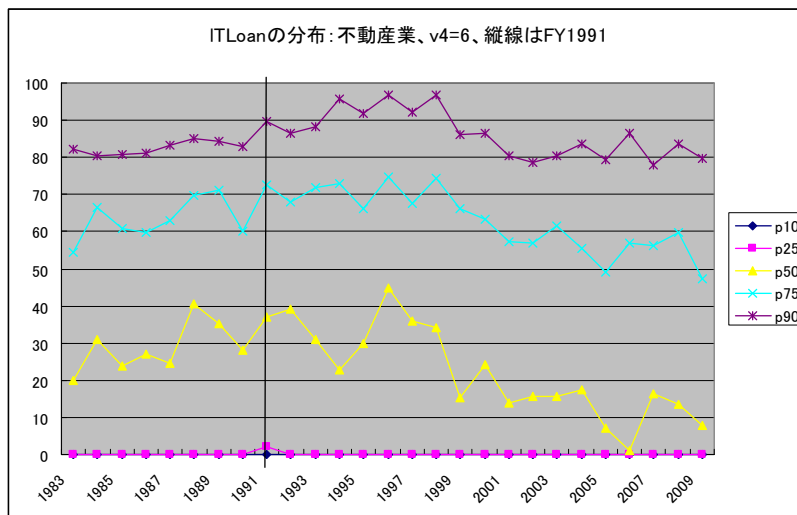
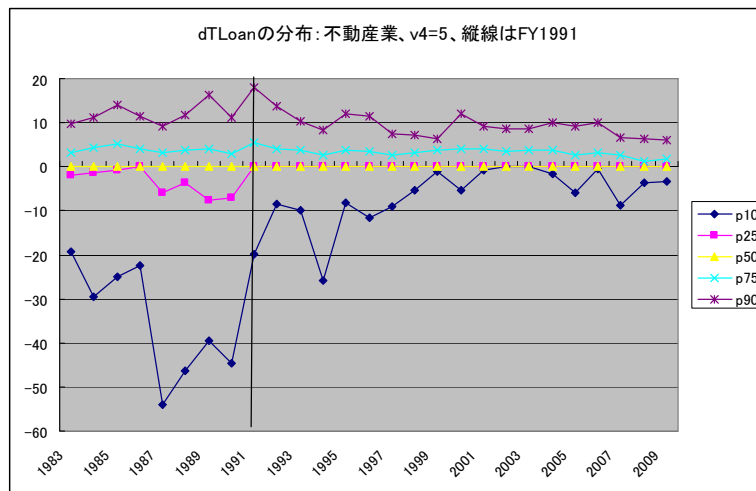
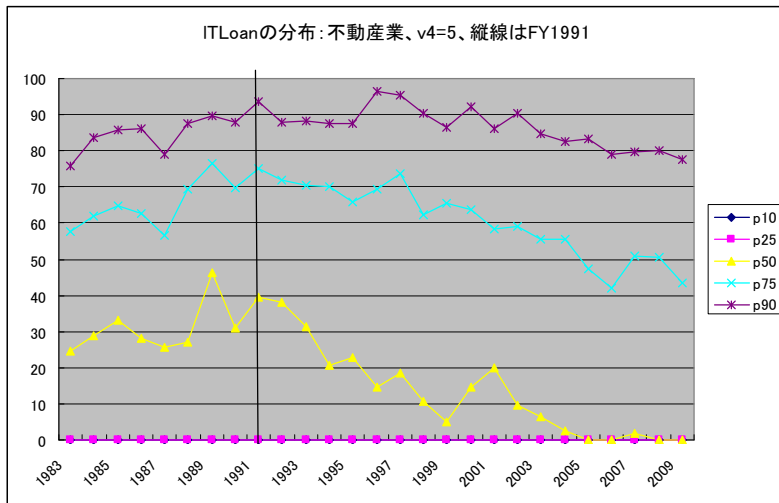
(4) p90は一貫してプラス10%程度であった。

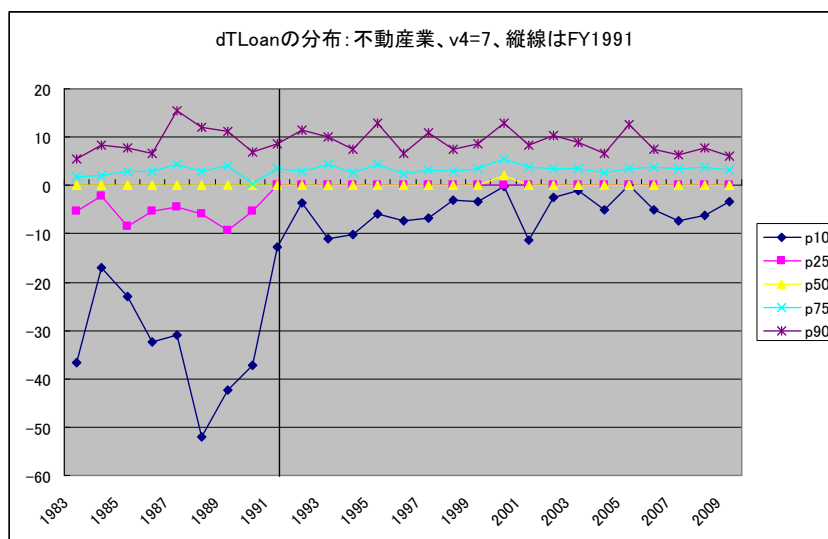
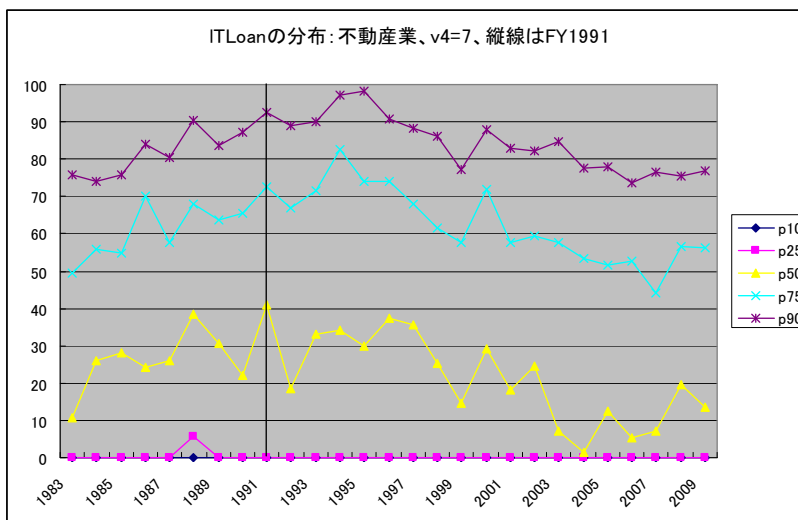
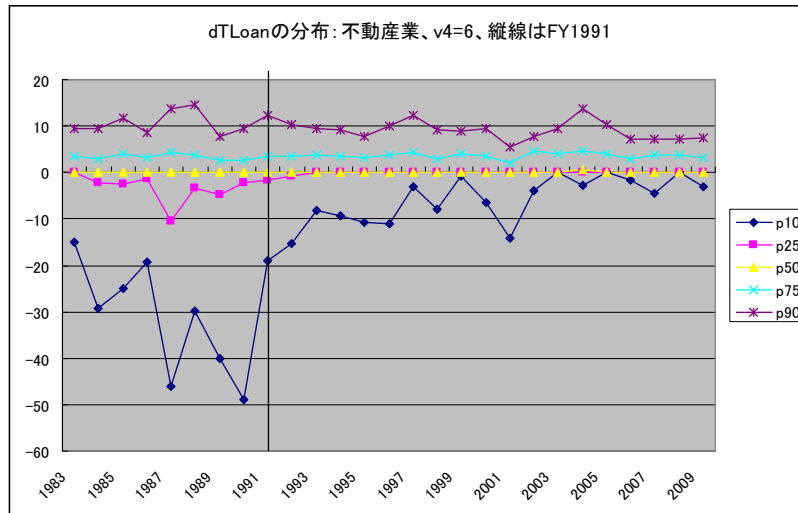
(2) は、総借入額を急激に増加させた不動産会社は、存在したとしてもさほど多くはなかったことを意味し、(3) は借入を急増させることができた中小規模の不動産会社が「バブル」投資の主役だったとする「通念」に反する。(4) は、不動産業でも、ほとんど毎年、10%以上の企業が総資産の10%以上の総借入金減少を実現していたことを意味する。もちろん、「バブル」期も例外ではない。

1980年代後半から1990年代を通じてITLoanの分布はどちらかといえば一貫して0から遠ざかる傾向にあった。しかし、2000年頃を明確な契機として、それ以降、ITLoanの分布が一斉に0の方向に向かって一貫して低下した。1990年代初頭から土地関連融資の規制が強力に実施されたとされること、および21世紀に入ってから金融の量的超緩和政策が実施されているとされることなどに照らせば、意外な結果だと考える読者が多いかもしれない。<sup>13</sup>

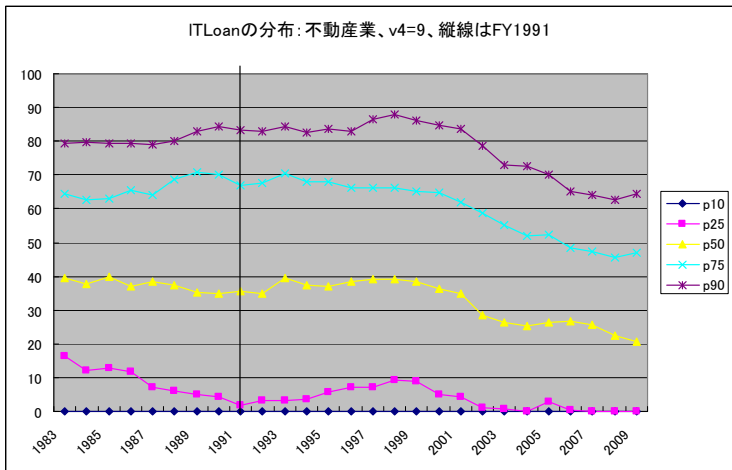
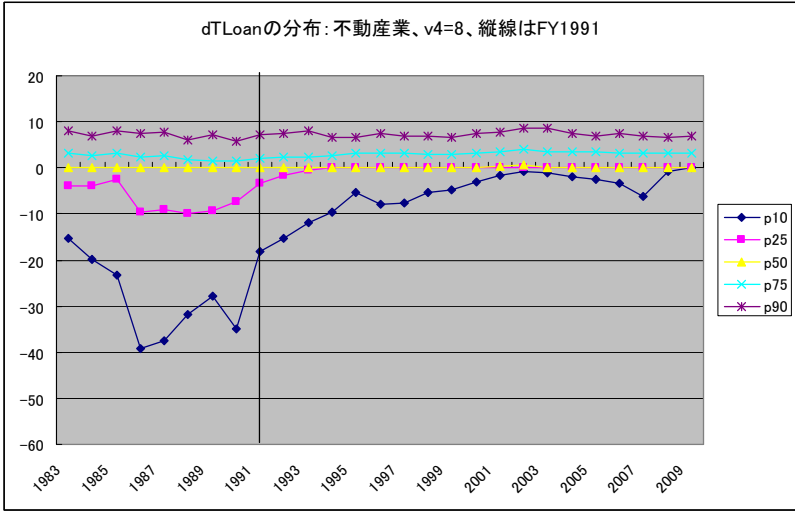
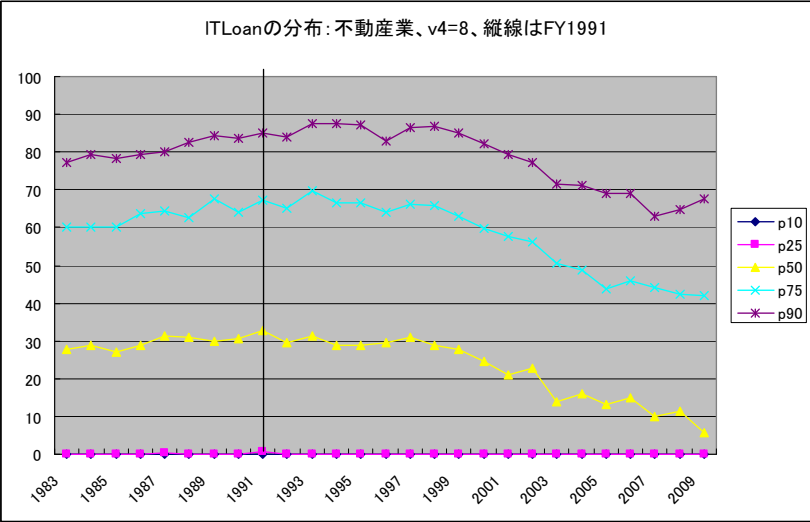


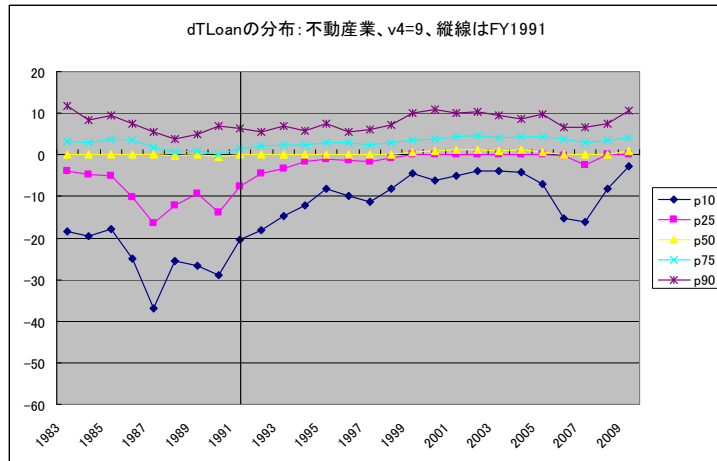
<sup>13</sup> 三輪[2011a, b]で「銀行ばなれ」と呼んだ観察事実の一部である。



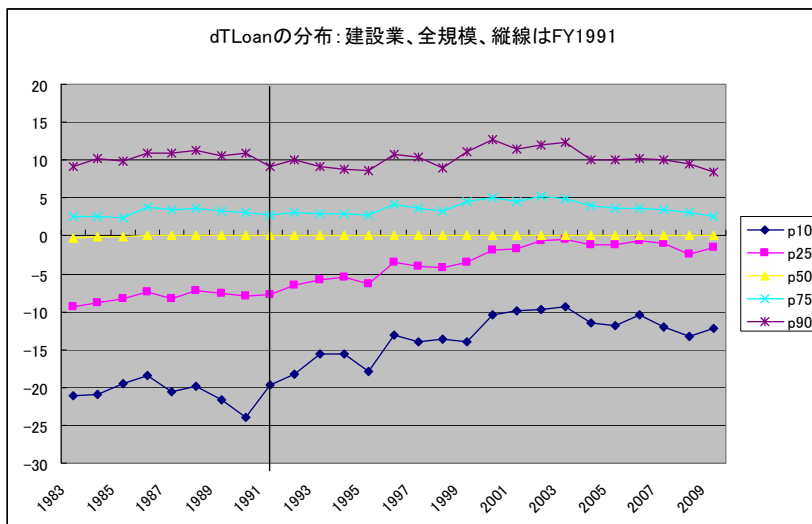
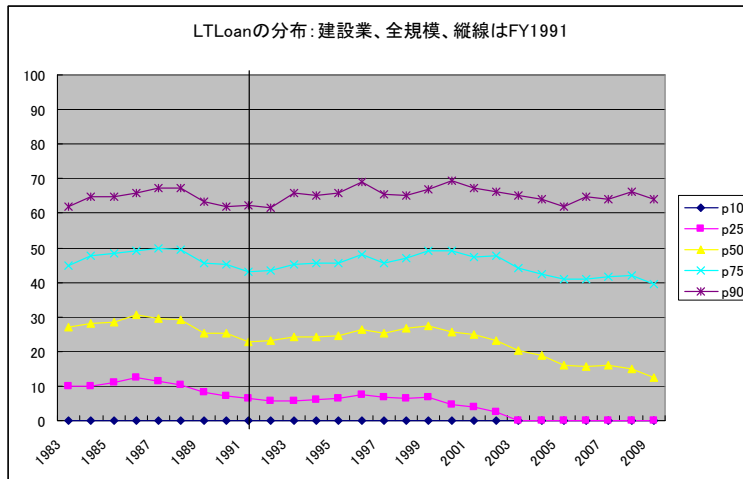


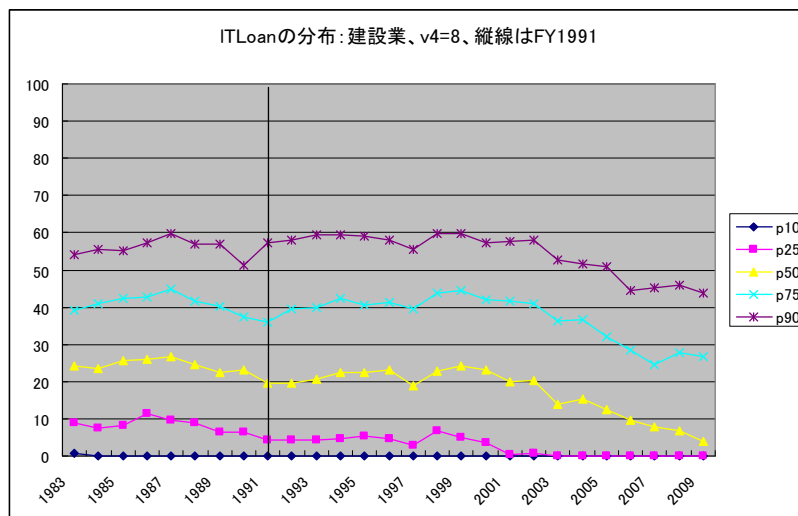
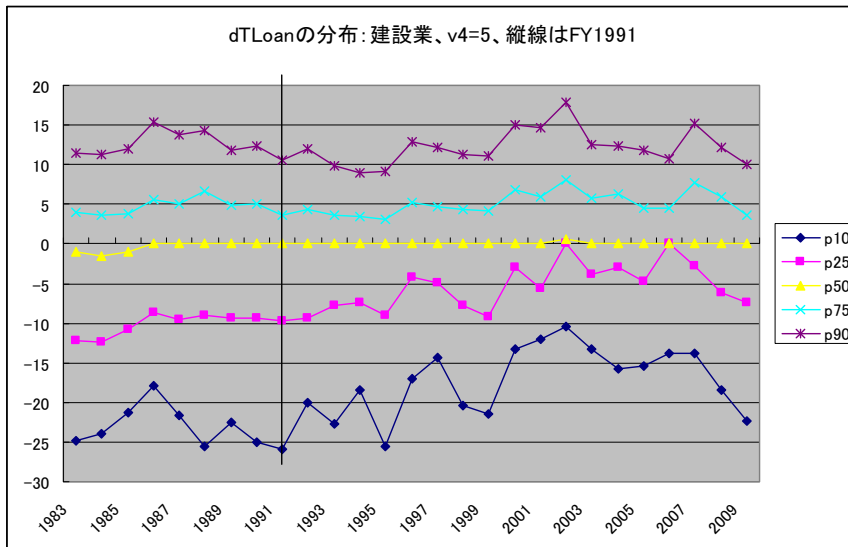
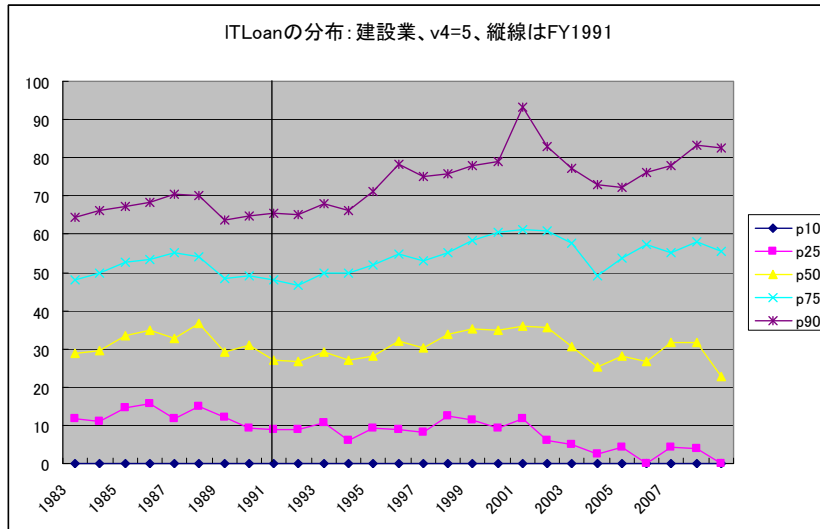


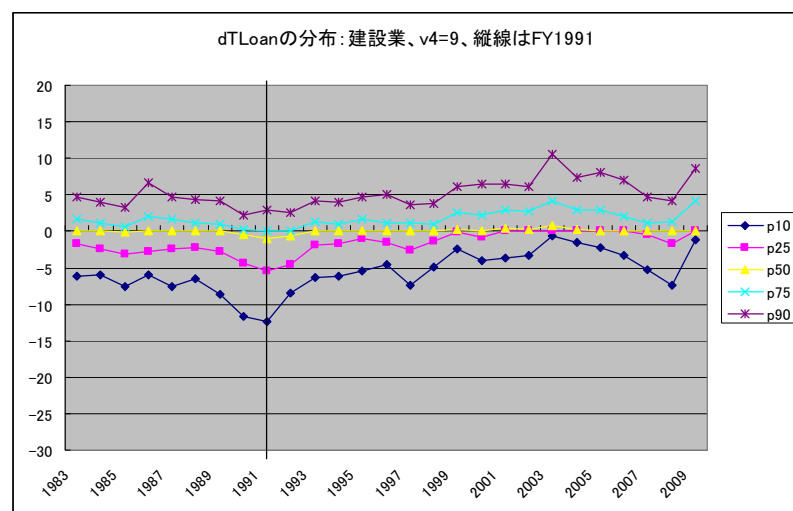
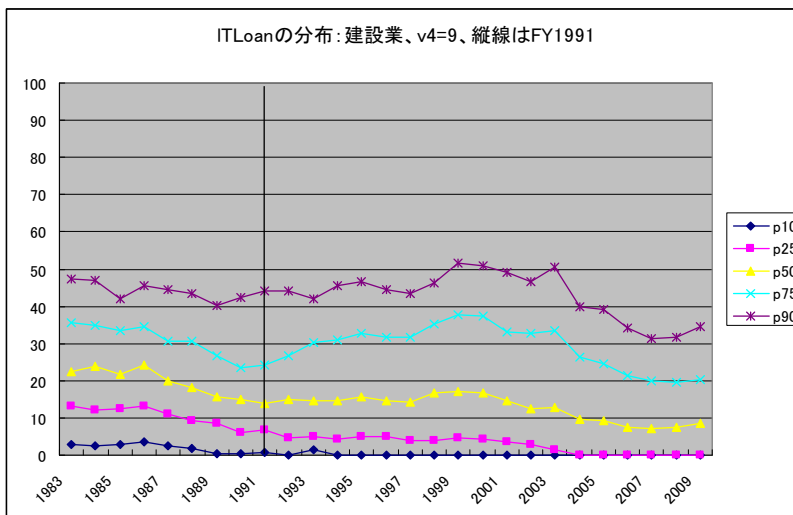
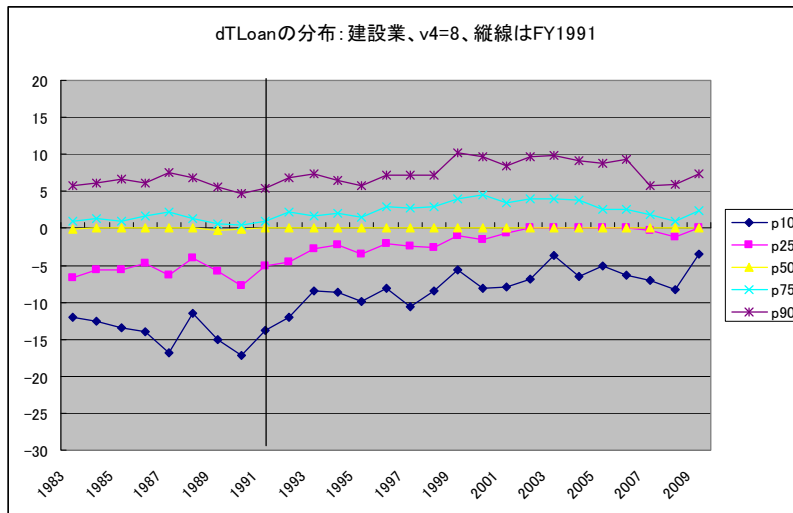




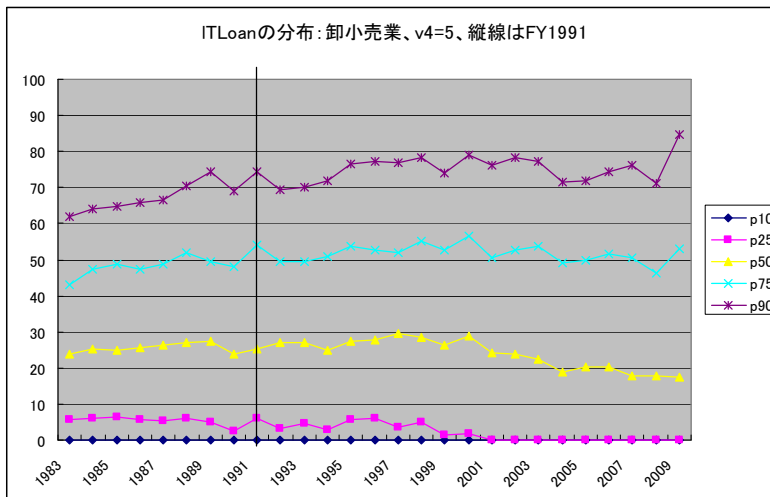
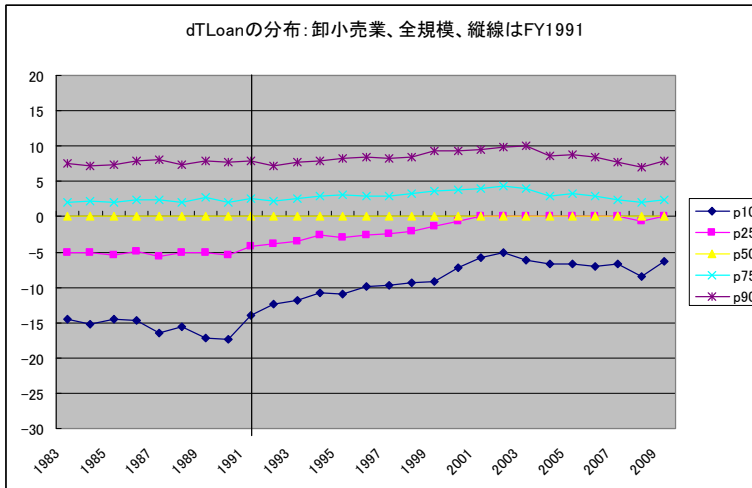
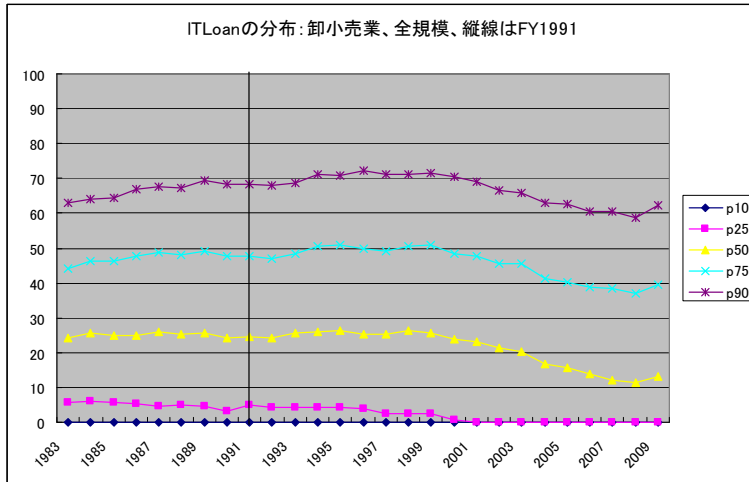
V-2. 建設業の ITLoan と dTLoan の分布：全規模と規模別（ただし、v4=5、8、9のみ）

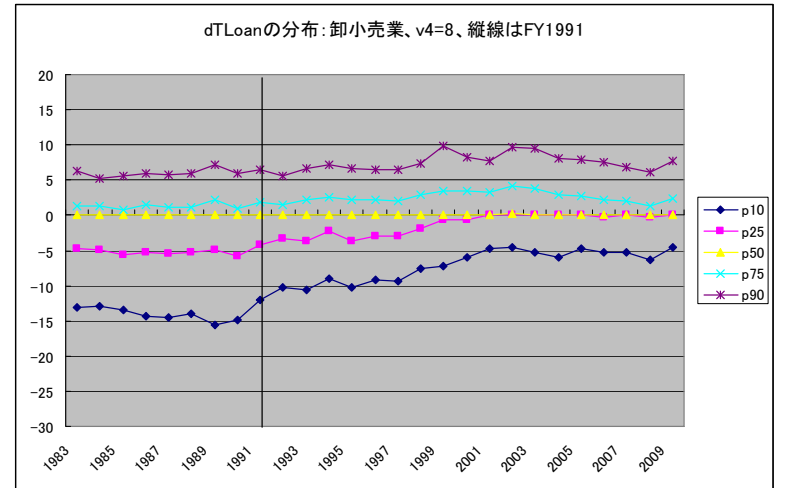
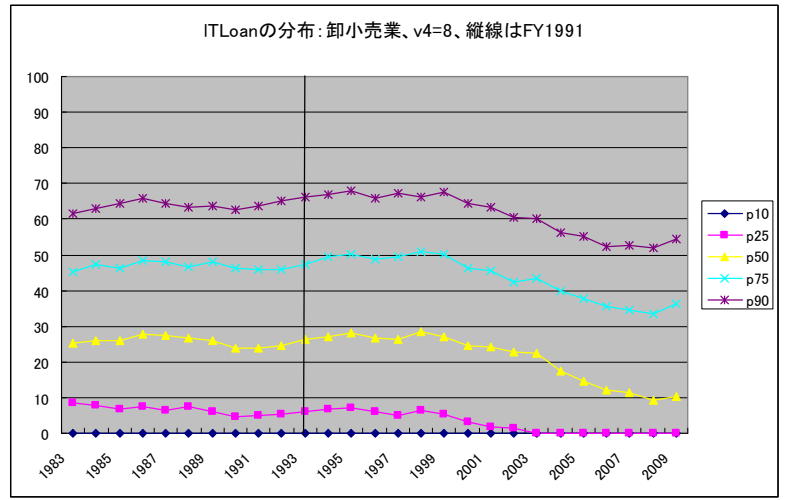
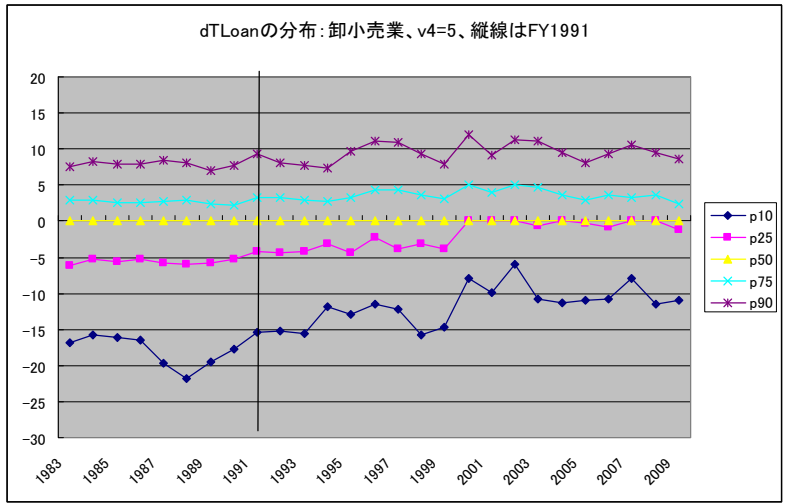


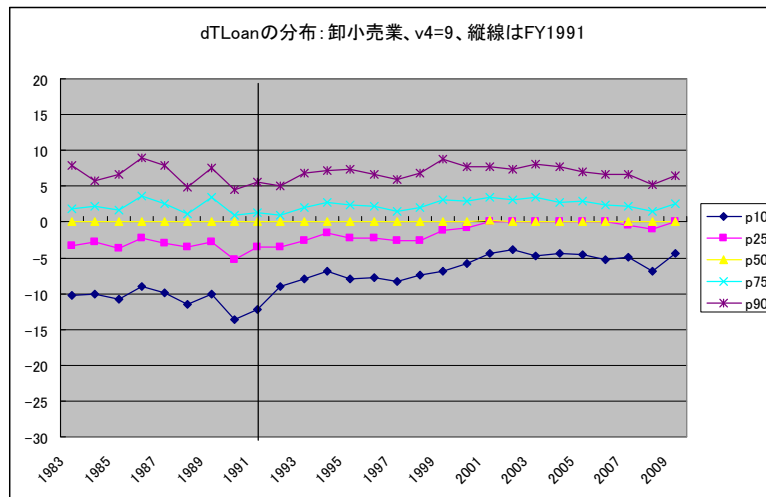
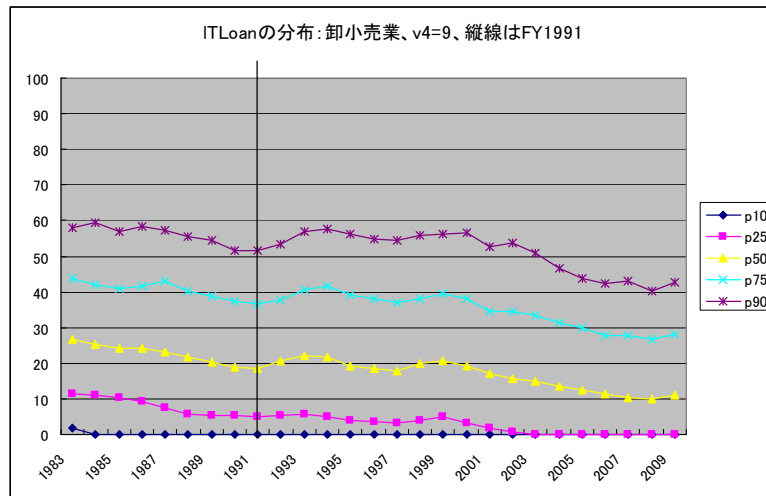




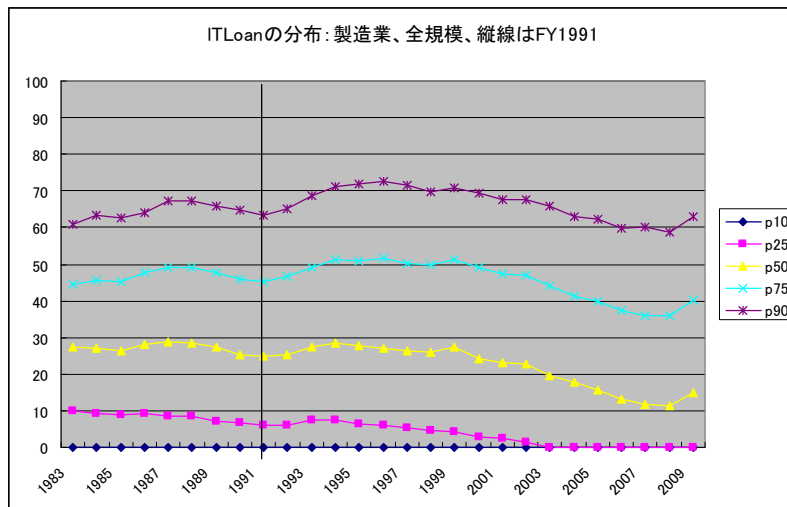
V-3. 卸・小売業のITLoanとdTLoanの分布:全規模と規模別(ただし、v4=5、8、9のみ)

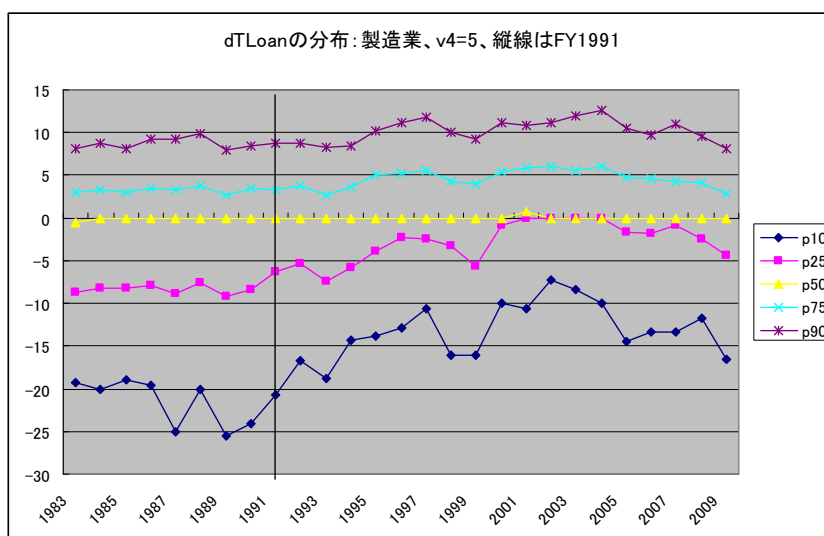
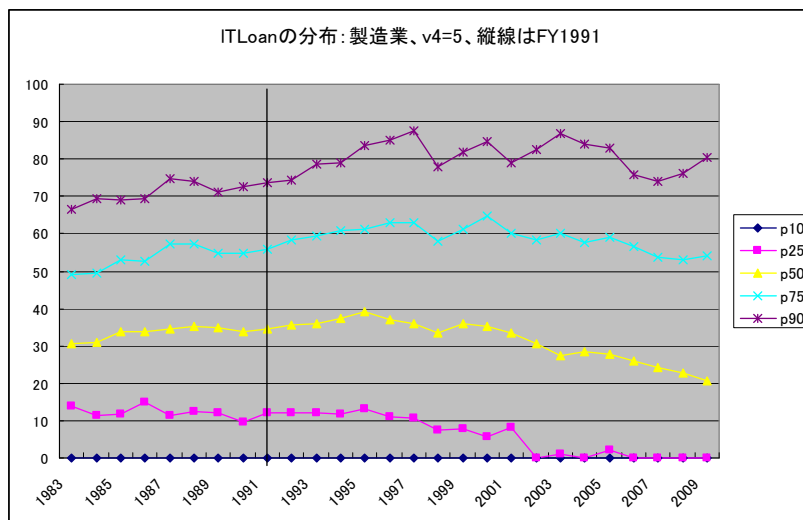
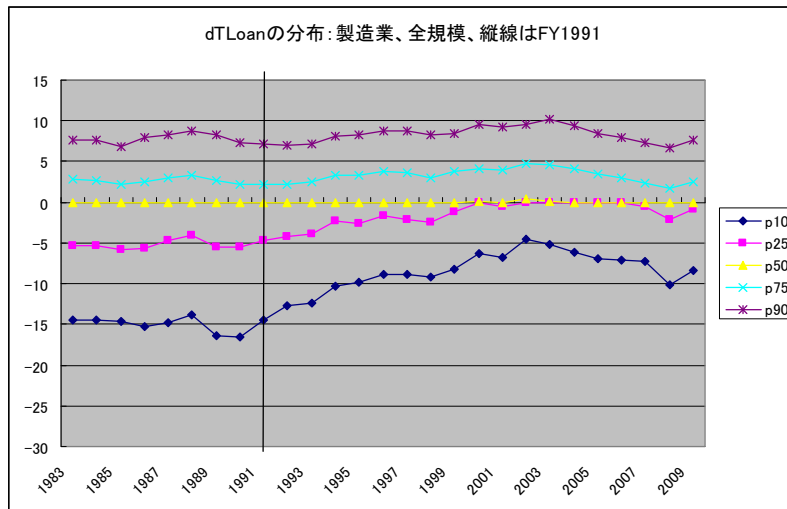




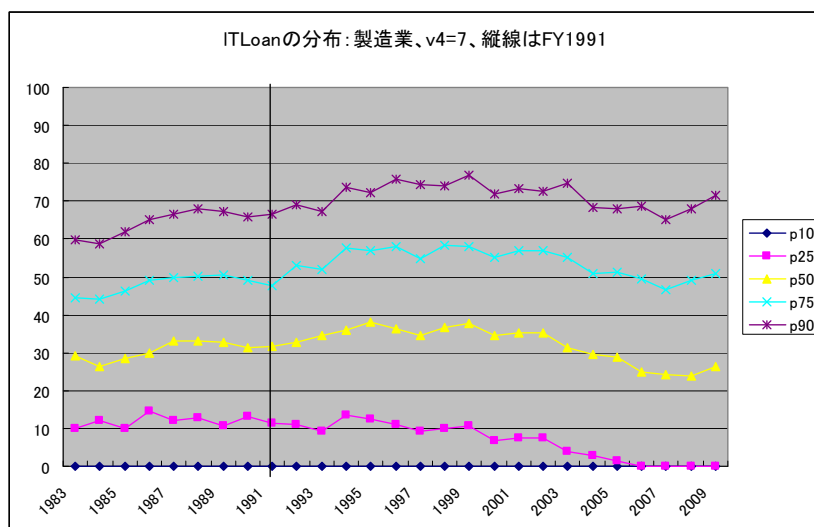
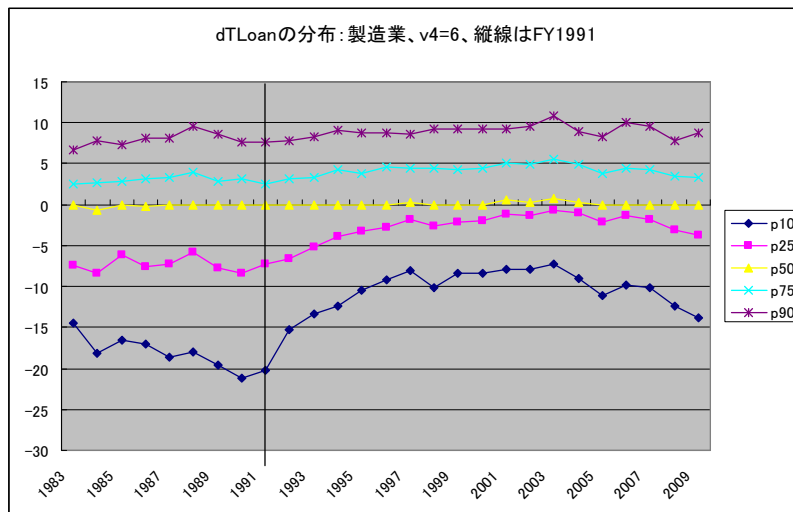
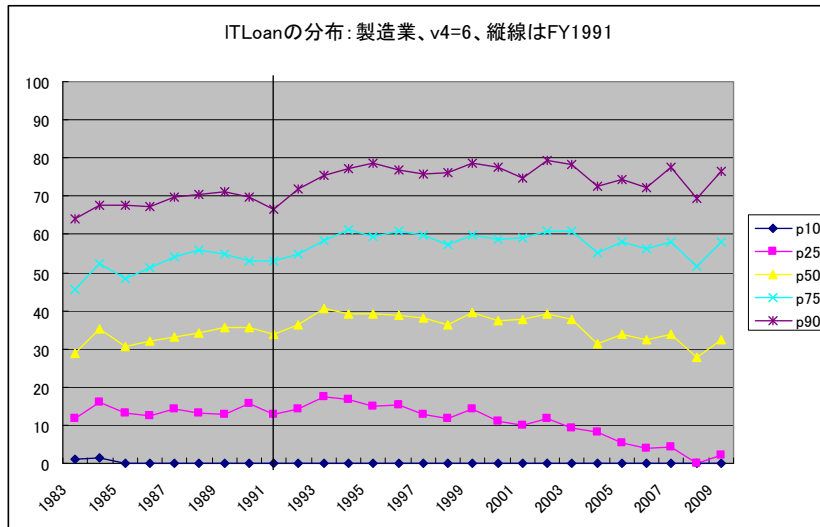


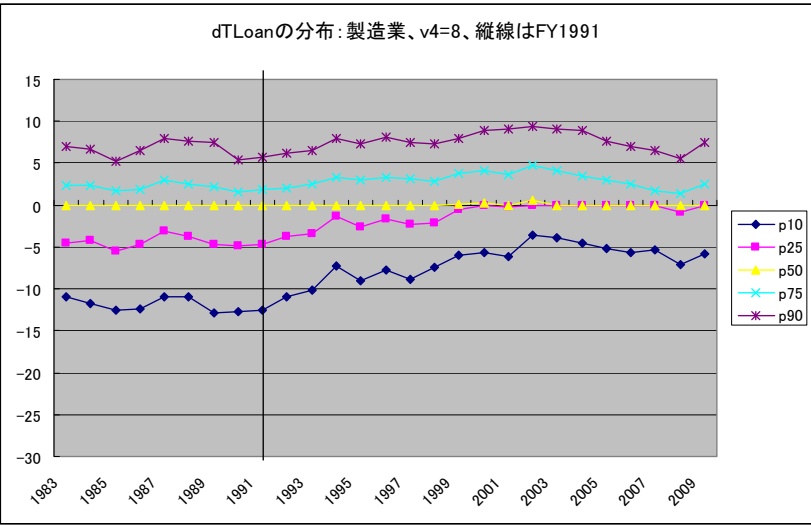
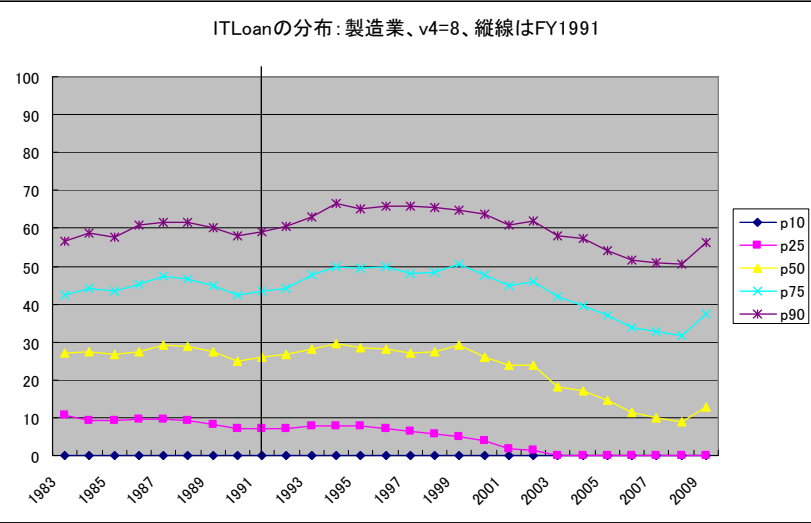
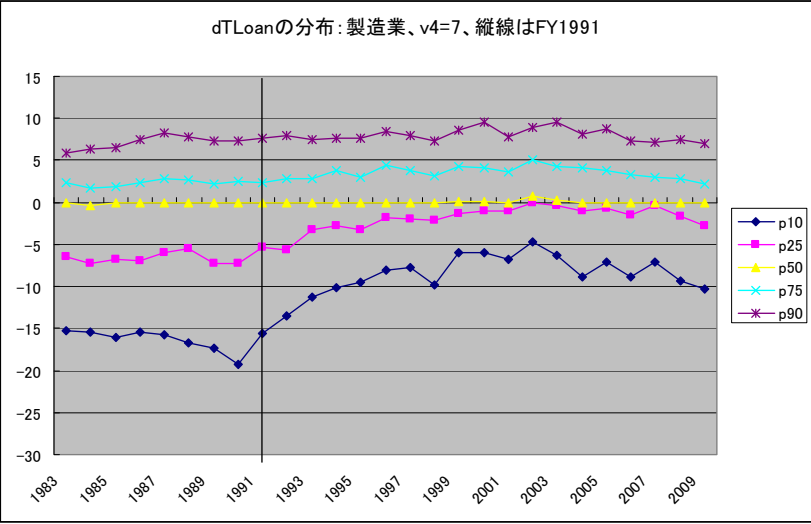
V-4. 製造業の ITLoan と dTLoan の分布：全規模と規模別

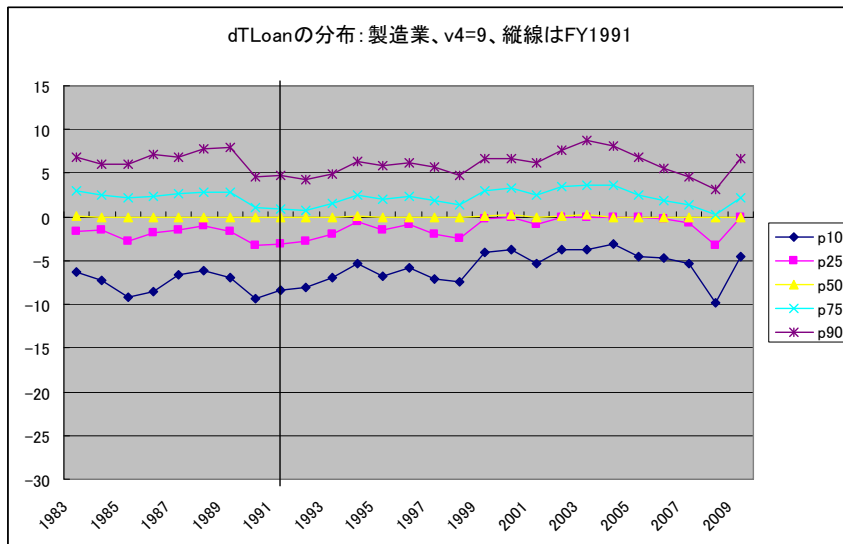
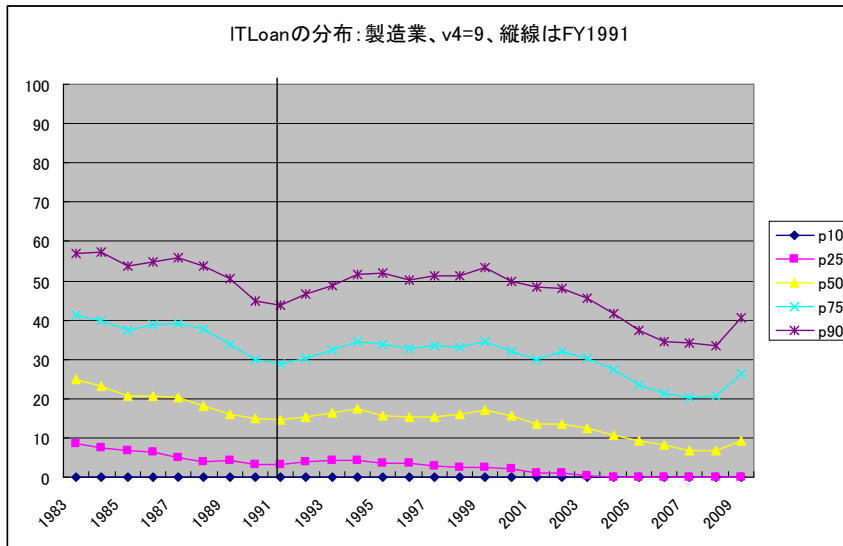












V-5 (付録) . 娯楽業と宿泊業の ITLoan と dTLoan の分布 :

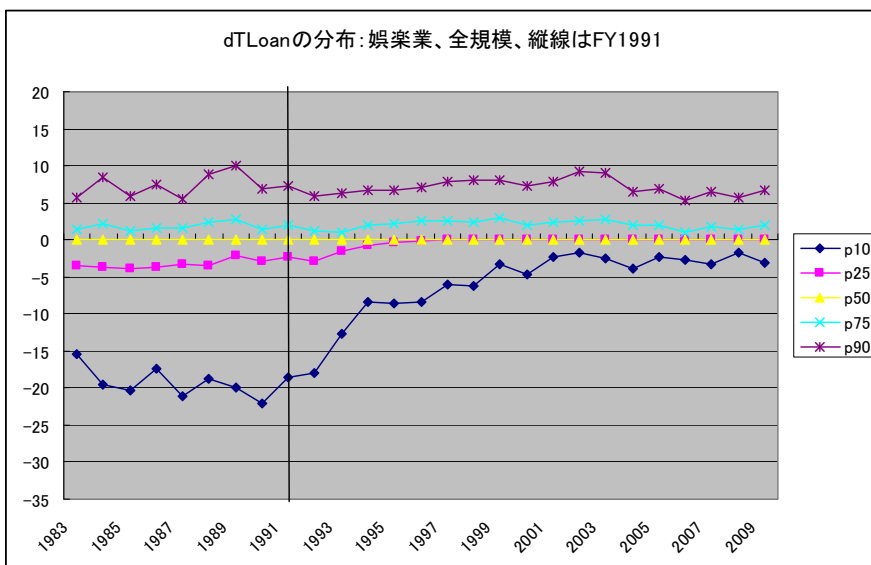
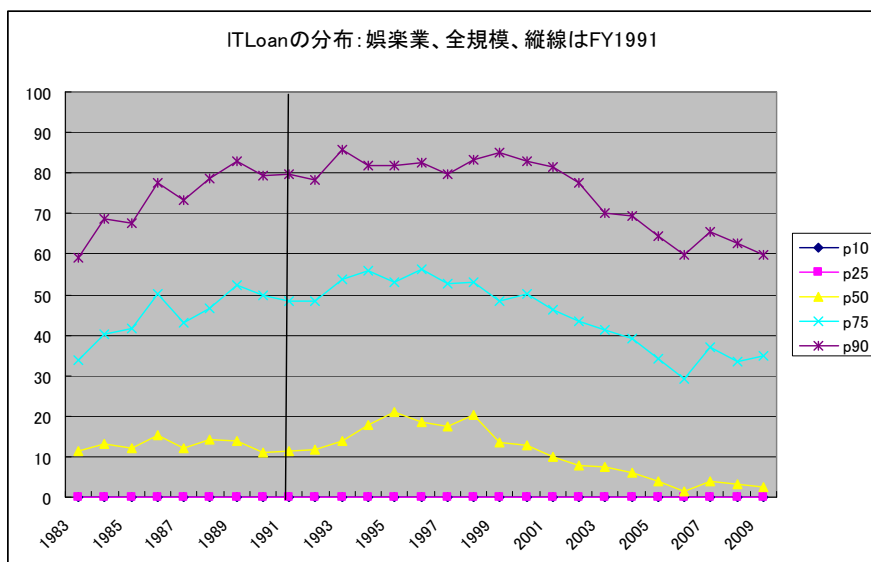
全規模と規模別 (ただし、v4=8、9のみ)

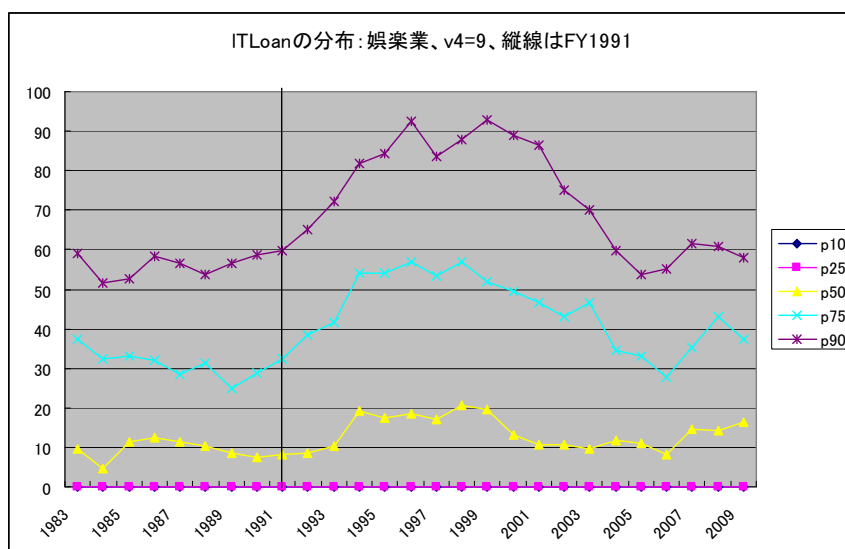
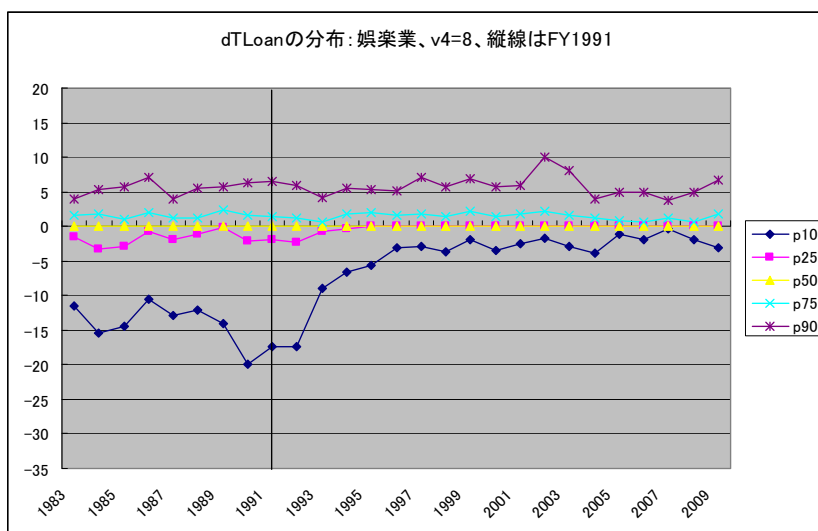
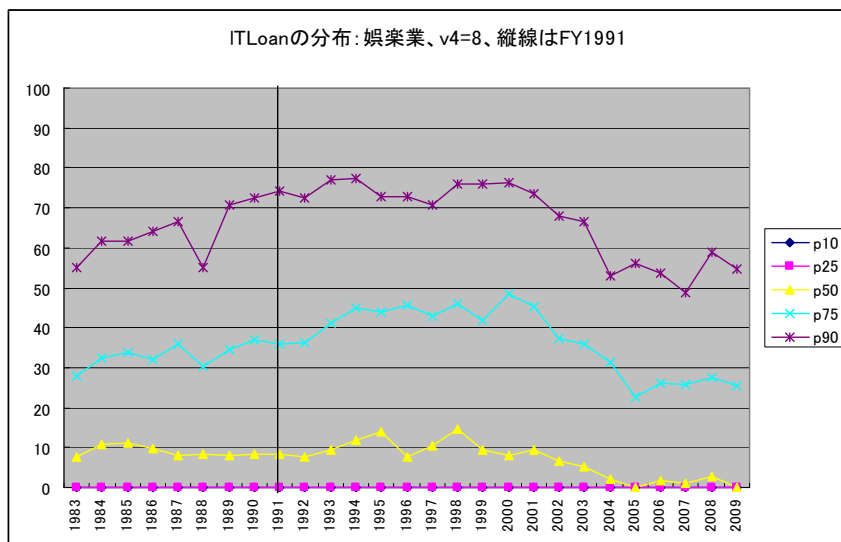
「バブル」との関連で注目を集めたのが、各種のリゾート施設の建設と、リゾート地や都市に建設されたホテル等の宿泊施設である。この点に鑑み、娯楽業と宿泊業について ITLoan と dTLoan の分布の推移を図にした。サンプル数等を考慮して、規模別の分布図は v4=8、9のみとした。

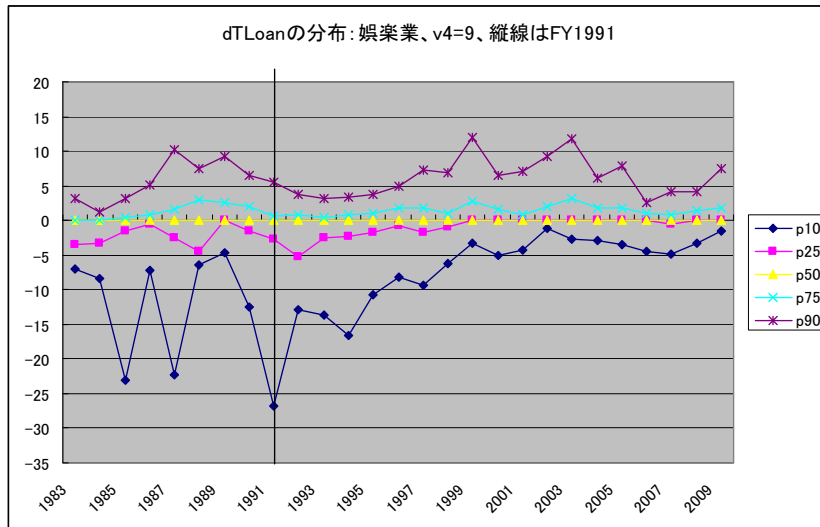
基本的パターンは、いずれの分野も、これまでに見た 4 分野と変わらない。

[娯楽業]

v4=9 の dTLoan の p90 で極端な動きが見られる。この頃のサンプル数は 30~60 程度であることに注意。



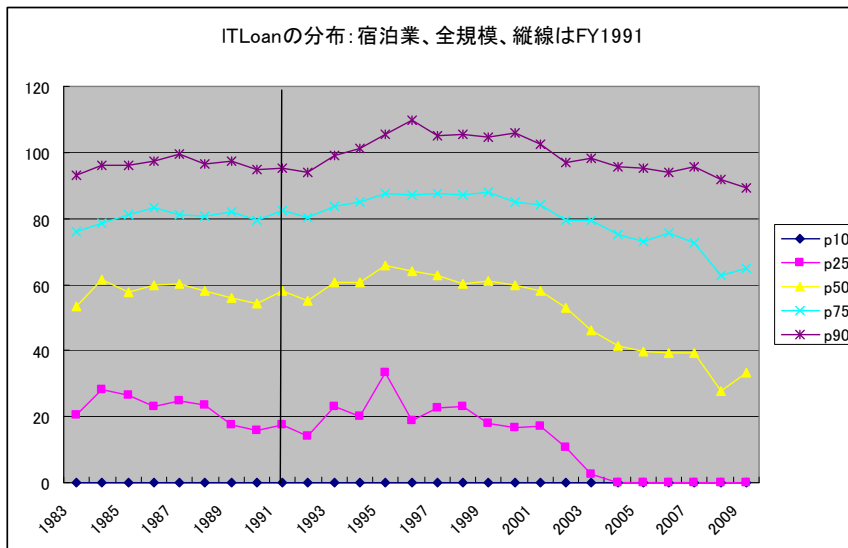


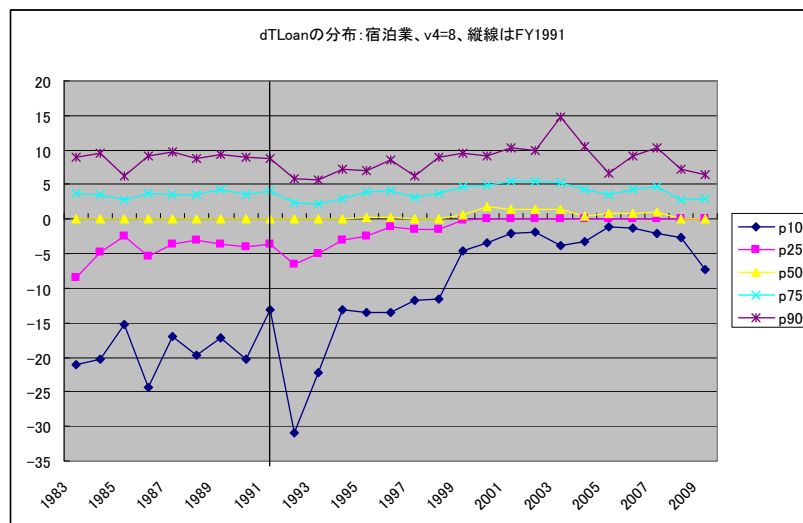
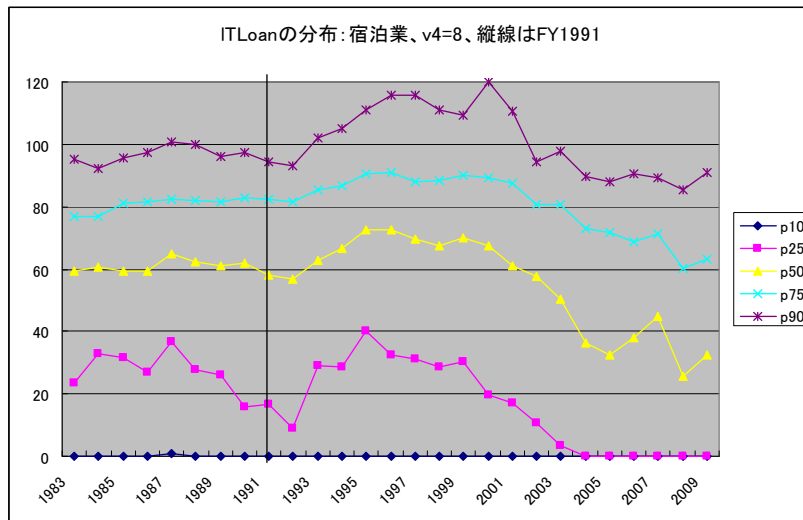
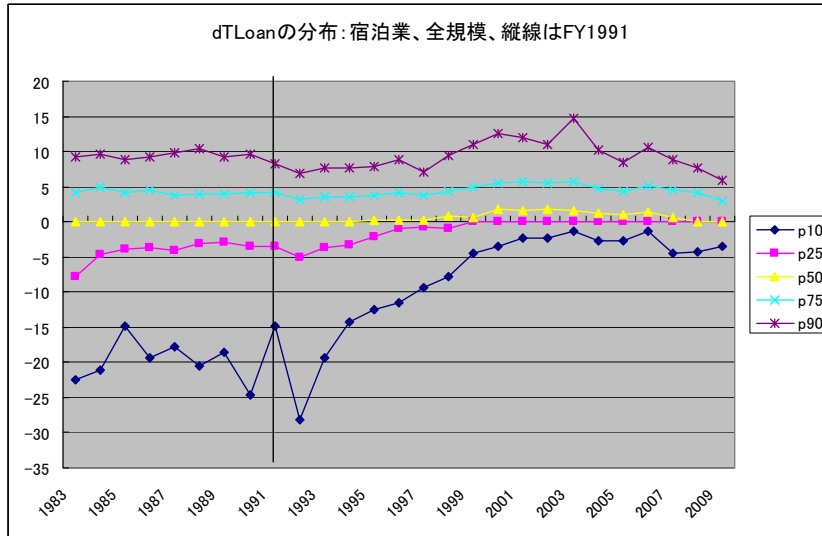


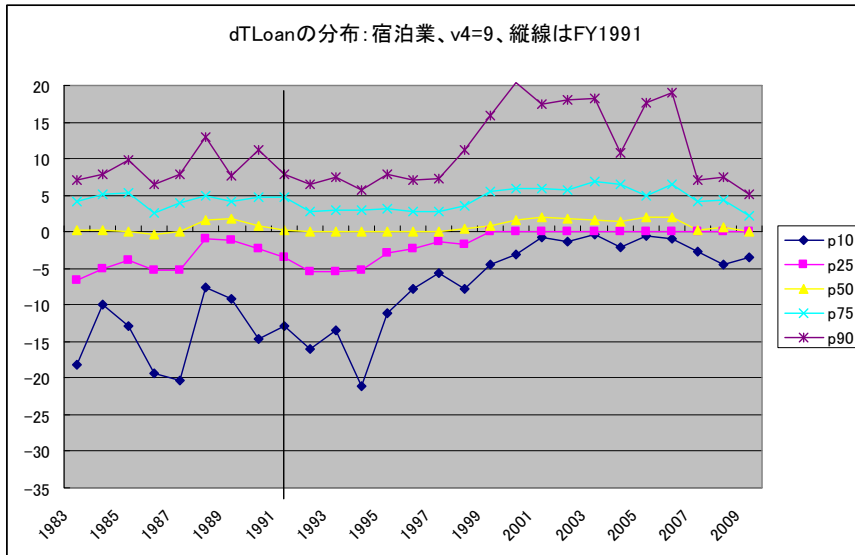
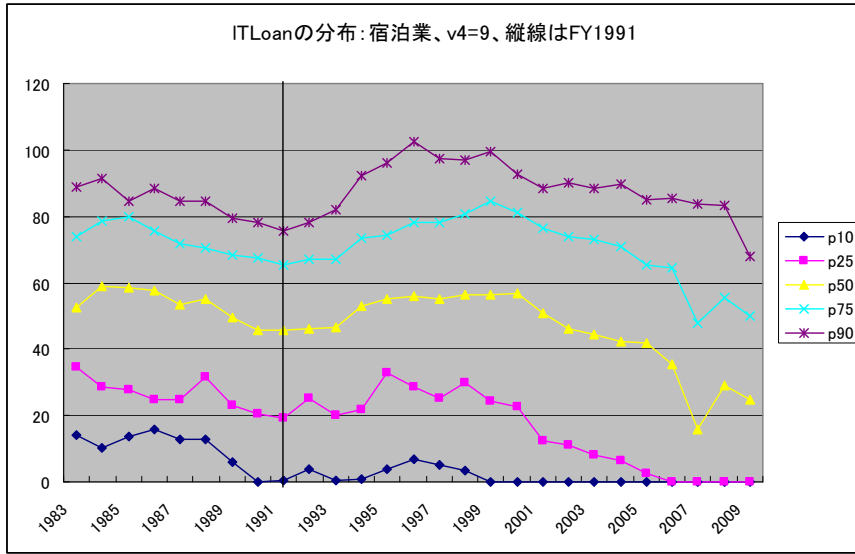
[宿泊業]

宿泊業の目立った特徴の1つは、ITLoanのp90が100を超え、v4=8では2000年度に120を超えることである。ピークは2000年度までの5年間程度の期間の高原状態である。10%以上の企業が、債務超過というにとどまらず、金融機関借入だけで総資産を超えていたことを意味する。

宿泊業のITLoanの目盛りの上限が120であることに注意。









## VI. lland/TLoan および dland/dTLoan の分布の推移：不動産業、製造業、卸・小売業

### VI-1. はじめに

1980年代の日本の金融資本市場と企業行動に関して広く受け入れられている「通念」についてIIに紹介した。資金調達側企業は常に厳しい資金制約下に置かれ、1980年代に「自由化」によってようやく門戸を開かれた一部の超優良超大企業を除くすべての日本企業が、銀行を中心とする金融機関融資の調達可能性に設備投資を含む企業行動を決定的に条件付けられているとする見方を（暗黙のうちに）前提としている。Banks “were the only game in town” (Hoshi and Kashyap, 2001, p.301)というおなじみの表現とその広範な受容に象徴されている。

超優良大企業に内外資本市場の積極活用が可能となり、結果として有力融資先を喪失した大銀行が余剰資金を振り向けた結果生じたその他企業の financial constraints の量的緩和が実現した。「通念」は、この両者が、企業の土地関連投資を活発化させ、「バブル」の発生・膨張に結果したと主張する。Financial constraints は一貫して有効であり、地価の大幅な持続的高騰に対する批判と不動産関連融資の規制により量的緩和が終了し、さらに量的収縮に向かったことにより地価は下落し「バブル」は終了したとされる。その後遺症がその後の「失われた20年」に結果した。これが今日も広く受け入れられている「通念」である。

前節までの検討は、以上の如き「通念」に多くの疑問を提起するものであった。また、三輪[2011a, b]に見た如く、すべての日本企業が厳しい financial constraints の下に置かれているとする見方は、少なくとも1960年代以降については、現実から大きく乖離した「神話」にすぎない。

VのITLoanとdTLoanの分布の推移の検討を受けて、VIでは、1980年代後半の時期に焦点を合わせて、金融機関借入と土地投資の関連性について検討する。検討の焦点は、銀行融資の調達可能性がどの程度に binding であったかという financial constraints の有効性である。Vの検討と同じく、この検討作業が最初に直面する最大の障害は、どのようにしてこの課題について検討し、主張の妥当性をテストするかという検討方法の設定・選択である。多くの読者が了解する如く、(strictly binding) financial constraints に関する「通説」「通念」ははなはだ抽象的かつ曖昧であり、具体的内容もその妥当性を支持する証拠もほとんど提示されていない。1980年代後半の時期の銀行融資および銀行融資と企業の土地関連投資との関係についても同様である。このため、「通説」「通念」を支持する論拠と証拠を検討の俎上に載せて、それを基礎として検討をスタートさせることは不可能である。

また、Iに見た如く、われわれの検討では、1980年代後半の時期に最も急速に成長した企業群は、この時期のみならず、その前後の時期を通じて利益率が最も高く、成長率と金融機関借入増加率がともに最も高かった。つまり、より多くの銀行融資が収益率の高い有望な融資先に振り向けられた。その点で1980年代後半は特異・特別な時期ではなかった。

VI-2で不動産業と製造業について調査対象企業数を見ておく。VIでは、変数相互間の関

係の検討に相関係数を用いるという方法を採用しない。VI-3 でその理由の解説をし、VI-4 以下で、 $land/TLoan$  と  $dland/dTLoan$  の分布の推移についてみる。詳しくは VI-4 の冒頭に見るが、土地投資が銀行融資の獲得可能性に決定的に制約されているとすれば、各企業の  $land/TLoan$  は 100 あるいはそれに近い水準に集中するはずである。とりわけ両者の変化分の比率である  $dland/dTLoan$  はより強く 100 の近辺に集中するはずである。土地投資を増加させない企業に関する観測値が noise になるとしても、 $dland < 0$  に限定すれば、 $dland/dTLoan$  は 100 に集中するはずである。VI-4 以下に見る如く、データはこれらの予想を支持しない。

(狭義の) 設備投資と銀行融資の関係に焦点を合わせた  $lfixedA$  と  $dfixedA$  の分布の推移の検討は IX の課題である。

## VI-2. 調査対象企業数の推移：不動産業と製造業

### **$dland=0$ 、 $dland < 0$ 、 $dland > 0$ の企業数の推移**

以下でも用いるから、不動産業と製造業の調査対象企業数を見ておく。当該年度内に保有土地価額を変化させなかった企業( $dland=0$ )、増加させた企業( $dland < 0$ )、減少させた企業( $dland > 0$ )、および合計(total)を示し、前三者の total に対する比率 (%) を示したものである。全規模に続いて、v4=5、8、9 の順に規模別に示す。

[不動産業]

不動産業、全規模

|       | A<br>dland=0 | B<br>dland<0 | C<br>dland>0 | D<br>total | E<br>A/D | F<br>B/D | G<br>C/D |
|-------|--------------|--------------|--------------|------------|----------|----------|----------|
| 1983  | 864          | 248          | 132          | 1,244      | 69.5     | 19.9     | 10.6     |
| 1984  | 1008         | 284          | 120          | 1,412      | 71.4     | 20.1     | 8.5      |
| 1985  | 1033         | 289          | 111          | 1,433      | 72.1     | 20.2     | 7.7      |
| 1986  | 1081         | 330          | 121          | 1,532      | 70.6     | 21.5     | 7.9      |
| 1987  | 1131         | 355          | 102          | 1,588      | 71.2     | 22.4     | 6.4      |
| 1988  | 1165         | 362          | 134          | 1,661      | 70.1     | 21.8     | 8.1      |
| 1989  | 1297         | 413          | 120          | 1,830      | 70.9     | 22.6     | 6.6      |
| 1990  | 1401         | 458          | 155          | 2,014      | 69.6     | 22.7     | 7.7      |
| 1991  | 1484         | 404          | 205          | 2,093      | 70.9     | 19.3     | 9.8      |
| 1992  | 1513         | 367          | 190          | 2,070      | 73.1     | 17.7     | 9.2      |
| 1993  | 1590         | 341          | 226          | 2,157      | 73.7     | 15.8     | 10.5     |
| 1994  | 1745         | 290          | 197          | 2,232      | 78.2     | 13.0     | 8.8      |
| 1995  | 1742         | 303          | 211          | 2,256      | 77.2     | 13.4     | 9.4      |
| 1996  | 1646         | 301          | 207          | 2,154      | 76.4     | 14.0     | 9.6      |
| 1997  | 1607         | 313          | 194          | 2,114      | 76.0     | 14.8     | 9.2      |
| 1998  | 1625         | 306          | 184          | 2,115      | 76.8     | 14.5     | 8.7      |
| 1999  | 1564         | 263          | 187          | 2,014      | 77.7     | 13.1     | 9.3      |
| 2000  | 1526         | 237          | 237          | 2,000      | 76.3     | 11.9     | 11.9     |
| 2001  | 1491         | 228          | 234          | 1,953      | 76.3     | 11.7     | 12.0     |
| 2002  | 1525         | 209          | 239          | 1,973      | 77.3     | 10.6     | 12.1     |
| 2003  | 1616         | 221          | 255          | 2,092      | 77.2     | 10.6     | 12.2     |
| 2004  | 1614         | 226          | 282          | 2,122      | 76.1     | 10.7     | 13.3     |
| 2005  | 1554         | 223          | 298          | 2,075      | 74.9     | 10.7     | 14.4     |
| 2006  | 1506         | 271          | 229          | 2,006      | 75.1     | 13.5     | 11.4     |
| 2007  | 1392         | 268          | 197          | 1,857      | 75.0     | 14.4     | 10.6     |
| 2008  | 1566         | 264          | 195          | 2,025      | 77.3     | 13.0     | 9.6      |
| 2009  | 1387         | 230          | 193          | 1,810      | 76.6     | 12.7     | 10.7     |
| Total | 38,673       | 8,004        | 5,155        | 51,832     | 74.6     | 15.4     | 9.9      |

不動産業、v4=5

|       | A       |              |              | D     | E    |          | G   |
|-------|---------|--------------|--------------|-------|------|----------|-----|
|       | dland=0 | B<br>dland<0 | C<br>dland>0 |       | A/D  | F<br>B/D |     |
| 1983  | 174     | 17           | 3            | 194   | 89.7 | 8.8      | 1.5 |
| 1984  | 212     | 20           | 9            | 241   | 88.0 | 8.3      | 3.7 |
| 1985  | 213     | 24           | 10           | 247   | 86.2 | 9.7      | 4.0 |
| 1986  | 126     | 12           | 14           | 152   | 82.9 | 7.9      | 9.2 |
| 1987  | 122     | 22           | 7            | 151   | 80.8 | 14.6     | 4.6 |
| 1988  | 133     | 22           | 9            | 164   | 81.1 | 13.4     | 5.5 |
| 1989  | 131     | 23           | 7            | 161   | 81.4 | 14.3     | 4.3 |
| 1990  | 172     | 21           | 9            | 202   | 85.1 | 10.4     | 4.5 |
| 1991  | 161     | 21           | 6            | 188   | 85.6 | 11.2     | 3.2 |
| 1992  | 156     | 10           | 8            | 174   | 89.7 | 5.7      | 4.6 |
| 1993  | 163     | 11           | 7            | 181   | 90.1 | 6.1      | 3.9 |
| 1994  | 158     | 11           | 7            | 176   | 89.8 | 6.3      | 4.0 |
| 1995  | 214     | 14           | 8            | 236   | 90.7 | 5.9      | 3.4 |
| 1996  | 242     | 10           | 16           | 268   | 90.3 | 3.7      | 6.0 |
| 1997  | 200     | 13           | 8            | 221   | 90.5 | 5.9      | 3.6 |
| 1998  | 169     | 12           | 5            | 186   | 90.9 | 6.5      | 2.7 |
| 1999  | 162     | 7            | 0            | 183   | 88.5 | 3.8      | 7.7 |
| 2000  | 148     | 6            | 14           | 160   | 92.5 | 3.8      | 3.8 |
| 2001  | 145     | 10           | 6            | 160   | 90.6 | 6.3      | 3.1 |
| 2002  | 145     | 7            | 5            | 162   | 89.5 | 4.3      | 6.2 |
| 2003  | 171     | 5            | 10           | 187   | 91.4 | 2.7      | 5.9 |
| 2004  | 177     | 12           | 11           | 200   | 88.5 | 6.0      | 5.5 |
| 2005  | 174     | 10           | 11           | 197   | 88.3 | 5.1      | 6.6 |
| 2006  | 187     | 13           | 13           | 207   | 90.3 | 6.3      | 3.4 |
| 2007  | 153     | 11           | 7            | 178   | 86.0 | 6.2      | 7.9 |
| 2008  | 211     | 22           | 14           | 246   | 85.8 | 8.9      | 5.3 |
| 2009  | 188     | 22           | 13           | 210   | 89.5 | 10.5     | 0.0 |
| Total | 4,607   | 388          | 237          | 4,995 | 92.2 | 7.8      | 0.0 |

不動産業、v4=8

|       | A       |              |              | D      | E    |          | G    |
|-------|---------|--------------|--------------|--------|------|----------|------|
|       | dland=0 | B<br>dland<0 | C<br>dland>0 |        | A/D  | F<br>B/D |      |
| 1983  | 309     | 143          | 83           | 535    | 57.8 | 26.7     | 15.5 |
| 1984  | 331     | 150          | 77           | 558    | 59.3 | 26.9     | 13.8 |
| 1985  | 359     | 153          | 62           | 574    | 62.5 | 26.7     | 10.8 |
| 1986  | 357     | 178          | 54           | 589    | 60.6 | 30.2     | 9.2  |
| 1987  | 390     | 194          | 46           | 630    | 61.9 | 30.8     | 7.3  |
| 1988  | 421     | 181          | 67           | 669    | 62.9 | 27.1     | 10.0 |
| 1989  | 478     | 211          | 75           | 764    | 62.6 | 27.6     | 9.8  |
| 1990  | 538     | 212          | 77           | 827    | 65.1 | 25.6     | 9.3  |
| 1991  | 584     | 200          | 113          | 897    | 65.1 | 22.3     | 12.6 |
| 1992  | 627     | 181          | 103          | 911    | 68.8 | 19.9     | 11.3 |
| 1993  | 672     | 170          | 105          | 947    | 71.0 | 18.0     | 11.1 |
| 1994  | 744     | 136          | 95           | 975    | 76.3 | 13.9     | 9.7  |
| 1995  | 724     | 150          | 89           | 963    | 75.2 | 15.6     | 9.2  |
| 1996  | 625     | 132          | 93           | 850    | 73.5 | 15.5     | 10.9 |
| 1997  | 587     | 136          | 85           | 808    | 72.6 | 16.8     | 10.5 |
| 1998  | 605     | 130          | 91           | 826    | 73.2 | 15.7     | 11.0 |
| 1999  | 593     | 113          | 88           | 794    | 74.7 | 14.2     | 11.1 |
| 2000  | 585     | 101          | 101          | 787    | 74.3 | 12.8     | 12.8 |
| 2001  | 567     | 102          | 111          | 780    | 72.7 | 13.1     | 14.2 |
| 2002  | 566     | 94           | 105          | 765    | 74.0 | 12.3     | 13.7 |
| 2003  | 583     | 105          | 109          | 797    | 73.1 | 13.2     | 13.7 |
| 2004  | 562     | 100          | 129          | 791    | 71.0 | 12.6     | 16.3 |
| 2005  | 524     | 89           | 136          | 749    | 70.0 | 11.9     | 18.2 |
| 2006  | 525     | 93           | 99           | 717    | 73.2 | 13.0     | 13.8 |
| 2007  | 481     | 109          | 85           | 675    | 71.3 | 16.1     | 12.6 |
| 2008  | 535     | 91           | 75           | 701    | 76.3 | 13.0     | 10.7 |
| 2009  | 536     | 89           | 82           | 707    | 75.8 | 12.6     | 11.6 |
| Total | 14,408  | 3,743        | 2,435        | 20,586 | 70.0 | 18.2     | 11.8 |

不動産業、v4=9

|       | A       | B       | C       | D     | E    | F    | G    |
|-------|---------|---------|---------|-------|------|------|------|
|       | dland=0 | dland<0 | dland>0 |       |      |      |      |
| 1983  | 66      | 49      | 24      | 139   | 47.5 | 35.3 | 17.3 |
| 1984  | 69      | 65      | 15      | 149   | 46.3 | 43.6 | 10.1 |
| 1985  | 69      | 65      | 21      | 155   | 44.5 | 41.9 | 13.5 |
| 1986  | 69      | 76      | 19      | 164   | 42.1 | 46.3 | 11.6 |
| 1987  | 73      | 85      | 16      | 174   | 42.0 | 48.9 | 9.2  |
| 1988  | 88      | 97      | 15      | 200   | 44.0 | 48.5 | 7.5  |
| 1989  | 118     | 103     | 17      | 238   | 49.6 | 43.3 | 7.1  |
| 1990  | 111     | 136     | 37      | 284   | 39.1 | 47.9 | 13.0 |
| 1991  | 127     | 114     | 47      | 288   | 44.1 | 39.6 | 16.3 |
| 1992  | 146     | 116     | 43      | 305   | 47.9 | 38.0 | 14.1 |
| 1993  | 156     | 107     | 66      | 329   | 47.4 | 32.5 | 20.1 |
| 1994  | 200     | 111     | 66      | 377   | 53.1 | 29.4 | 17.5 |
| 1995  | 204     | 101     | 79      | 384   | 53.1 | 26.3 | 20.6 |
| 1996  | 211     | 119     | 71      | 401   | 52.6 | 29.7 | 17.7 |
| 1997  | 238     | 116     | 63      | 417   | 57.1 | 27.8 | 15.1 |
| 1998  | 211     | 128     | 61      | 400   | 52.8 | 32.0 | 15.3 |
| 1999  | 235     | 102     | 69      | 406   | 57.9 | 25.1 | 17.0 |
| 2000  | 239     | 99      | 82      | 420   | 56.9 | 23.6 | 19.5 |
| 2001  | 238     | 80      | 89      | 407   | 58.5 | 19.7 | 21.9 |
| 2002  | 248     | 70      | 89      | 407   | 60.9 | 17.2 | 21.9 |
| 2003  | 250     | 82      | 98      | 430   | 58.1 | 19.1 | 22.8 |
| 2004  | 237     | 62      | 107     | 406   | 58.4 | 15.3 | 26.4 |
| 2005  | 212     | 79      | 112     | 403   | 52.6 | 19.6 | 27.8 |
| 2006  | 208     | 105     | 78      | 391   | 53.2 | 26.9 | 19.9 |
| 2007  | 208     | 104     | 68      | 380   | 54.7 | 27.4 | 17.9 |
| 2008  | 197     | 93      | 66      | 356   | 55.3 | 26.1 | 18.5 |
| 2009  | 191     | 82      | 68      | 341   | 56.0 | 24.0 | 19.9 |
| Total | 4,619   | 2,546   | 1,586   | 8,751 | 52.8 | 29.1 | 18.1 |

[製造業]

製造業、全規模

|       | A       | B       | C       | D       | E    | F    | G    |
|-------|---------|---------|---------|---------|------|------|------|
|       | dland=0 | dland<0 | dland>0 |         |      |      |      |
| 1983  | 4602    | 1402    | 610     | 6,614   | 69.6 | 21.2 | 9.2  |
| 1984  | 4823    | 1462    | 583     | 6,868   | 70.2 | 21.3 | 8.5  |
| 1985  | 4767    | 1533    | 560     | 6,860   | 69.5 | 22.3 | 8.2  |
| 1986  | 5496    | 1550    | 627     | 7,673   | 71.6 | 20.2 | 8.2  |
| 1987  | 5625    | 1570    | 575     | 7,770   | 72.4 | 20.2 | 7.4  |
| 1988  | 5570    | 1614    | 545     | 7,729   | 72.1 | 20.9 | 7.1  |
| 1989  | 5715    | 1852    | 518     | 8,085   | 70.7 | 22.9 | 6.4  |
| 1990  | 6015    | 1921    | 486     | 8,422   | 71.4 | 22.8 | 5.8  |
| 1991  | 5863    | 2036    | 489     | 8,388   | 69.9 | 24.3 | 5.8  |
| 1992  | 6157    | 1802    | 498     | 8,457   | 72.8 | 21.3 | 5.9  |
| 1993  | 6505    | 1493    | 616     | 8,614   | 75.5 | 17.3 | 7.2  |
| 1994  | 6572    | 1329    | 645     | 8,546   | 76.9 | 15.6 | 7.5  |
| 1995  | 6564    | 1207    | 744     | 8,515   | 77.1 | 14.2 | 8.7  |
| 1996  | 6562    | 1207    | 685     | 8,454   | 77.6 | 14.3 | 8.1  |
| 1997  | 6415    | 1231    | 706     | 8,352   | 76.8 | 14.7 | 8.5  |
| 1998  | 6456    | 1157    | 720     | 8,333   | 77.5 | 13.9 | 8.6  |
| 1999  | 6106    | 1112    | 796     | 8,014   | 76.2 | 13.9 | 9.9  |
| 2000  | 6081    | 1067    | 833     | 7,981   | 76.2 | 13.4 | 10.4 |
| 2001  | 5774    | 998     | 929     | 7,701   | 75.0 | 13.0 | 12.1 |
| 2002  | 5845    | 811     | 981     | 7,637   | 76.5 | 10.6 | 12.8 |
| 2003  | 6133    | 804     | 1040    | 7,977   | 76.9 | 10.1 | 13.0 |
| 2004  | 6092    | 875     | 1138    | 8,105   | 75.2 | 10.8 | 14.0 |
| 2005  | 5906    | 836     | 1352    | 8,094   | 73.0 | 10.3 | 16.7 |
| 2006  | 6118    | 949     | 1061    | 8,128   | 75.3 | 11.7 | 13.1 |
| 2007  | 6079    | 951     | 965     | 7,995   | 76.0 | 11.9 | 12.1 |
| 2008  | 6061    | 945     | 910     | 7,916   | 76.6 | 11.9 | 11.5 |
| 2009  | 5424    | 653     | 870     | 6,947   | 78.1 | 9.4  | 12.5 |
| Total | 159,326 | 34,367  | 20,482  | 214,175 | 74.4 | 16.0 | 9.6  |

製造業、v4=5

|       | A       |         | B       |         | C       |         | D<br>total | E   |     | F   |  | G |  |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|-----|-----|-----|--|---|--|
|       | dland=0 | dland<0 | dland<0 | dland>0 | dland<0 | dland>0 |            | A/D | B/D | C/D |  |   |  |
| 1983  | 579     | 54      | 24      | 657     | 88.1    | 8.2     | 3.7        |     |     |     |  |   |  |
| 1984  | 693     | 75      | 20      | 788     | 87.9    | 9.5     | 2.5        |     |     |     |  |   |  |
| 1985  | 645     | 52      | 23      | 720     | 89.6    | 7.2     | 3.2        |     |     |     |  |   |  |
| 1986  | 746     | 65      | 28      | 839     | 88.9    | 7.7     | 3.3        |     |     |     |  |   |  |
| 1987  | 708     | 51      | 22      | 781     | 90.7    | 6.5     | 2.8        |     |     |     |  |   |  |
| 1988  | 730     | 55      | 15      | 800     | 91.3    | 6.9     | 1.9        |     |     |     |  |   |  |
| 1989  | 740     | 70      | 17      | 827     | 89.5    | 8.5     | 2.1        |     |     |     |  |   |  |
| 1990  | 809     | 78      | 23      | 910     | 88.9    | 8.6     | 2.5        |     |     |     |  |   |  |
| 1991  | 756     | 88      | 20      | 864     | 87.5    | 10.2    | 2.3        |     |     |     |  |   |  |
| 1992  | 805     | 61      | 16      | 882     | 91.3    | 6.9     | 1.8        |     |     |     |  |   |  |
| 1993  | 805     | 58      | 23      | 886     | 90.9    | 6.5     | 2.6        |     |     |     |  |   |  |
| 1994  | 780     | 40      | 20      | 840     | 92.9    | 4.8     | 2.4        |     |     |     |  |   |  |
| 1995  | 906     | 34      | 22      | 962     | 94.2    | 3.5     | 2.3        |     |     |     |  |   |  |
| 1996  | 1,115   | 34      | 17      | 1,166   | 95.6    | 2.9     | 1.5        |     |     |     |  |   |  |
| 1997  | 992     | 41      | 16      | 1,049   | 94.6    | 3.9     | 1.5        |     |     |     |  |   |  |
| 1998  | 855     | 21      | 17      | 893     | 95.7    | 2.4     | 1.9        |     |     |     |  |   |  |
| 1999  | 736     | 19      | 14      | 769     | 95.7    | 2.5     | 1.8        |     |     |     |  |   |  |
| 2000  | 694     | 23      | 6       | 723     | 96.0    | 3.2     | 0.8        |     |     |     |  |   |  |
| 2001  | 589     | 23      | 17      | 629     | 93.6    | 3.7     | 2.7        |     |     |     |  |   |  |
| 2002  | 623     | 19      | 11      | 653     | 95.4    | 2.9     | 1.7        |     |     |     |  |   |  |
| 2003  | 674     | 20      | 10      | 704     | 95.7    | 2.8     | 1.4        |     |     |     |  |   |  |
| 2004  | 643     | 25      | 22      | 690     | 93.2    | 3.6     | 3.2        |     |     |     |  |   |  |
| 2005  | 636     | 30      | 10      | 676     | 94.1    | 4.4     | 1.5        |     |     |     |  |   |  |
| 2006  | 662     | 31      | 14      | 707     | 93.6    | 4.4     | 2.0        |     |     |     |  |   |  |
| 2007  | 659     | 30      | 18      | 707     | 93.2    | 4.2     | 2.5        |     |     |     |  |   |  |
| 2008  | 621     | 23      | 17      | 661     | 93.9    | 3.5     | 2.6        |     |     |     |  |   |  |
| 2009  | 594     | 24      | 10      | 628     | 94.6    | 3.8     | 1.6        |     |     |     |  |   |  |
| Total | 19,795  | 1,144   | 472     | 21,411  | 92.5    | 5.3     | 2.2        |     |     |     |  |   |  |

製造業、v4=8

|       | A       |         | B       |         | C       |         | D<br>total | E   |     | F   |  | G |  |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|-----|-----|-----|--|---|--|
|       | dland=0 | dland<0 | dland<0 | dland>0 | dland<0 | dland>0 |            | A/D | B/D | C/D |  |   |  |
| 1983  | 1,333   | 535     | 259     | 2,127   | 62.7    | 25.2    | 12.2       |     |     |     |  |   |  |
| 1984  | 1,327   | 544     | 236     | 2,107   | 63.0    | 25.8    | 11.2       |     |     |     |  |   |  |
| 1985  | 1,373   | 527     | 224     | 2,124   | 64.6    | 24.8    | 10.5       |     |     |     |  |   |  |
| 1986  | 1,465   | 507     | 234     | 2,206   | 66.4    | 23.0    | 10.6       |     |     |     |  |   |  |
| 1987  | 1,527   | 539     | 218     | 2,284   | 66.9    | 23.6    | 9.5        |     |     |     |  |   |  |
| 1988  | 1,503   | 559     | 207     | 2,269   | 66.2    | 24.6    | 9.1        |     |     |     |  |   |  |
| 1989  | 1,518   | 594     | 176     | 2,288   | 66.3    | 26.0    | 7.7        |     |     |     |  |   |  |
| 1990  | 1,586   | 583     | 176     | 2,345   | 67.6    | 24.9    | 7.5        |     |     |     |  |   |  |
| 1991  | 1,609   | 630     | 187     | 2,426   | 66.3    | 26.0    | 7.7        |     |     |     |  |   |  |
| 1992  | 1,837   | 577     | 170     | 2,584   | 71.1    | 22.3    | 6.6        |     |     |     |  |   |  |
| 1993  | 1,985   | 465     | 195     | 2,645   | 75.0    | 17.6    | 7.4        |     |     |     |  |   |  |
| 1994  | 2,069   | 397     | 229     | 2,695   | 76.8    | 14.7    | 8.5        |     |     |     |  |   |  |
| 1995  | 2,073   | 348     | 241     | 2,662   | 77.9    | 13.1    | 9.1        |     |     |     |  |   |  |
| 1996  | 1,730   | 346     | 199     | 2,275   | 76.0    | 15.2    | 8.7        |     |     |     |  |   |  |
| 1997  | 1,789   | 318     | 173     | 2,280   | 78.5    | 13.9    | 7.6        |     |     |     |  |   |  |
| 1998  | 1,761   | 317     | 194     | 2,272   | 77.5    | 14.0    | 8.5        |     |     |     |  |   |  |
| 1999  | 1,732   | 320     | 210     | 2,262   | 76.6    | 14.1    | 9.3        |     |     |     |  |   |  |
| 2000  | 1,809   | 303     | 229     | 2,341   | 77.3    | 12.9    | 9.8        |     |     |     |  |   |  |
| 2001  | 1,780   | 309     | 251     | 2,340   | 76.1    | 13.2    | 10.7       |     |     |     |  |   |  |
| 2002  | 1,818   | 274     | 269     | 2,361   | 77.0    | 11.6    | 11.4       |     |     |     |  |   |  |
| 2003  | 1,913   | 233     | 285     | 2,431   | 78.7    | 9.6     | 11.7       |     |     |     |  |   |  |
| 2004  | 1,826   | 268     | 304     | 2,398   | 76.1    | 11.2    | 12.7       |     |     |     |  |   |  |
| 2005  | 1,742   | 263     | 362     | 2,367   | 73.6    | 11.1    | 15.3       |     |     |     |  |   |  |
| 2006  | 1,814   | 280     | 283     | 2,377   | 76.3    | 11.8    | 11.9       |     |     |     |  |   |  |
| 2007  | 1,794   | 254     | 250     | 2,298   | 78.1    | 11.1    | 10.9       |     |     |     |  |   |  |
| 2008  | 1,862   | 279     | 224     | 2,365   | 78.7    | 11.8    | 9.5        |     |     |     |  |   |  |
| 2009  | 1,763   | 158     | 241     | 2,162   | 81.5    | 7.3     | 11.1       |     |     |     |  |   |  |
| Total | 46,338  | 10,727  | 6,226   | 63,291  | 73.2    | 16.9    | 9.8        |     |     |     |  |   |  |

製造業、v4=9

|       | A       | B       | C       | D      | E    | F    | G    |
|-------|---------|---------|---------|--------|------|------|------|
|       | dland=0 | dland<0 | dland>0 | total  | A/D  | B/D  | C/D  |
| 1983  | 447     | 555     | 231     | 1,233  | 36.3 | 45.0 | 18.7 |
| 1984  | 493     | 589     | 236     | 1,318  | 37.4 | 44.7 | 17.9 |
| 1985  | 487     | 686     | 223     | 1,396  | 34.9 | 49.1 | 16.0 |
| 1986  | 516     | 657     | 234     | 1,407  | 36.7 | 46.7 | 16.6 |
| 1987  | 568     | 665     | 224     | 1,457  | 39.0 | 45.6 | 15.4 |
| 1988  | 619     | 693     | 220     | 1,532  | 40.4 | 45.2 | 14.4 |
| 1989  | 638     | 812     | 222     | 1,672  | 38.2 | 48.6 | 13.3 |
| 1990  | 705     | 891     | 190     | 1,786  | 39.5 | 49.9 | 10.6 |
| 1991  | 721     | 952     | 202     | 1,875  | 38.5 | 50.8 | 10.8 |
| 1992  | 808     | 888     | 234     | 1,930  | 41.9 | 46.0 | 12.1 |
| 1993  | 931     | 757     | 305     | 1,993  | 46.7 | 38.0 | 15.3 |
| 1994  | 1,025   | 708     | 308     | 2,041  | 50.2 | 34.7 | 15.1 |
| 1995  | 1,046   | 658     | 387     | 2,091  | 50.0 | 31.5 | 18.5 |
| 1996  | 1,092   | 662     | 384     | 2,138  | 51.1 | 31.0 | 18.0 |
| 1997  | 1,030   | 706     | 426     | 2,162  | 47.6 | 32.7 | 19.7 |
| 1998  | 1,082   | 662     | 415     | 2,159  | 50.1 | 30.7 | 19.2 |
| 1999  | 1,033   | 650     | 481     | 2,164  | 47.7 | 30.0 | 22.2 |
| 2000  | 1,033   | 596     | 522     | 2,151  | 48.0 | 27.7 | 24.3 |
| 2001  | 1,023   | 558     | 568     | 2,149  | 47.6 | 26.0 | 26.4 |
| 2002  | 1,145   | 408     | 628     | 2,181  | 52.5 | 18.7 | 28.8 |
| 2003  | 1,117   | 424     | 645     | 2,186  | 51.1 | 19.4 | 29.5 |
| 2004  | 1,057   | 425     | 711     | 2,193  | 48.2 | 19.4 | 32.4 |
| 2005  | 946     | 399     | 850     | 2,195  | 43.1 | 18.2 | 38.7 |
| 2006  | 1,046   | 459     | 667     | 2,172  | 48.2 | 21.1 | 30.7 |
| 2007  | 1,094   | 478     | 599     | 2,171  | 50.4 | 22.0 | 27.6 |
| 2008  | 1,058   | 476     | 564     | 2,098  | 50.4 | 22.7 | 26.9 |
| 2009  | 1,118   | 338     | 549     | 2,005  | 55.8 | 16.9 | 27.4 |
| Total | 23,878  | 16,752  | 11,225  | 51,855 | 46.0 | 32.3 | 21.6 |

VI-3. 相関係数を用いない理由

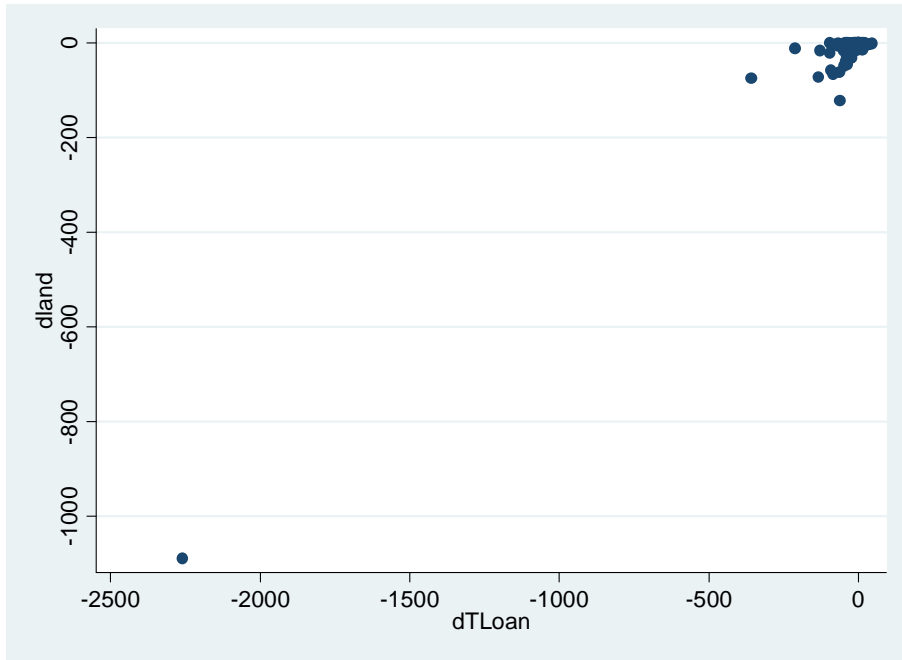
変数相互間の関係の有無や強さを見るための手段として最初に浮かぶのが変数相互間の相関係数（表）の活用である。しかし、相関係数には以下に見る如き「危険」があり、本論文では採用しない。さらに、比率が 100 の近辺に集中するか否かの検討には向かない。

不動産業の v4=8 について、各年度中に保有土地価額を増加させた企業に限定して、dland と dTLoan の相関係数を 1986 年度～1992 年度について求めた一覧表である。全期間を通じて一括して求めた相関係数は 0.9975 である。

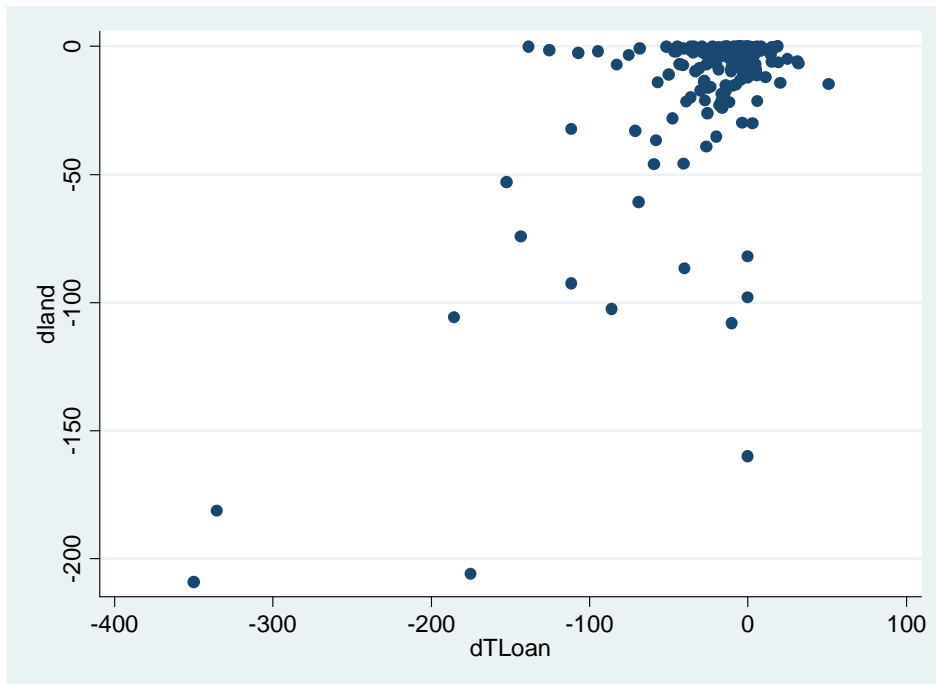
dlandとdTLoanの相関係数:不動産業、v4=8、dland<0、FY1986~FY1992

|        |        |        |        |        |        |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1986   | 1987   | 1988   | 1989   | 1990   | 1991   | 1992   |
| 0.9789 | 0.5485 | 0.6441 | 0.6693 | 0.3556 | 0.7375 | 0.5616 |

どの数字も統計的に有意な水準を超える。符号条件も予想通りである。しかし、次の散布図を見ると、ここから、不動産業の v4=8 の dland<0 の企業に関して、dland と dTLoan の間に強い関係があり、これは financial constraint が強く binding だとする「通説」「通念」を強く支持すると結論することには慎重な読者が多いだろう。

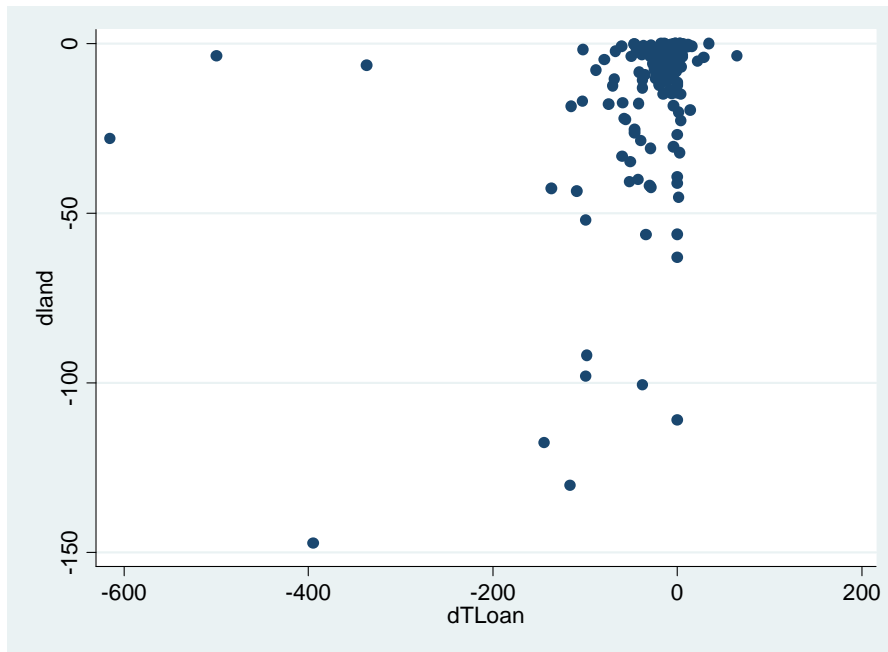


FY1986、相関係数=0.9789



FY1989 相関係数=0.6693





FY1990 相関係数=0.3556

VI-4.  $land/TLoan$  および  $dland/dTLoan$  の分布の推移：

全規模と規模別（v4=5、8、9のみ）——不動産業、製造業、卸・小売業

$wealth$  が極端に小さいあるいは激しく変動（「調整」）する企業では、 $wealth$  を分母とする対総資産構成比変化率である  $dland$  や  $dTLoan$  がしばしば極端な値をとる。これが前項に見たような形で相関係数の利用を困難にする主要な原因である。（IIIやIVのような  $dland$  や  $dTLoan$  の分布の  $p10$ ,  $p90$  などを用いる検討では、サンプル数がある程度の規模を超えれば、そのような極端なケースがはなはだしく集中しないかぎり、深刻な影響は受けない。）

VI-4~VI-6では、 $land/TLoan$  とともに  $dland/dTLoan$  を用いる。 $dland$  と  $dTLoan$  はともに  $wealth$  を分母とする変数の比率だから、 $dland/dTLoan$  は  $wealth$  の極端な値とその変動の影響を受けない。

「通念」の主張する如く、 $financial\ constraints$  が  $strictly\ binding$  であり、銀行融資の獲得可能性が土地関連投資を決定的に条件付けるとすれば、 $land/TLoan$  の分布は100の近辺に集中するだろう。水準同士の比率である  $land/TLoan$  では多少のバラツキが見られるとしても、限界的な増加分（変化分）同士の比率である  $dland/dTLoan$  については、このことが実現するはずである。以上の予想が実現しなければ、 $financial\ constraints$  が  $strictly\ binding$  であり、銀行融資の獲得可能性が土地関連投資を決定的に条件付けるとする「通念」に疑問を抱くのが自然だろう。

以下に見る如く、多くのケースで予想は実現しない。前述の如く、「通念」はその具体的内容が曖昧であり、その論拠・これを支持する証拠のいずれについてもほとんど見るべきものが提示されていない。

VI-4 では、不動産業、製造業、卸・小売業の順に全規模と規模別（v4=5、8、9）について検討する。土地投資が増加したケースや減少したケースではそれぞれ状況が異なるかもしれないし、変化しない多数の企業に関する情報が noise となって「関係」を見にくくするかもしれない。この点を考慮して、VI-5 と VI-6 ではそれぞれ  $dland < 0$  と  $dland > 0$  のケースに限定して  $dland/dTLoan$  についてのみ追加的な検討をする。検討結果は、基本的結論に影響しない。

[不動産業]

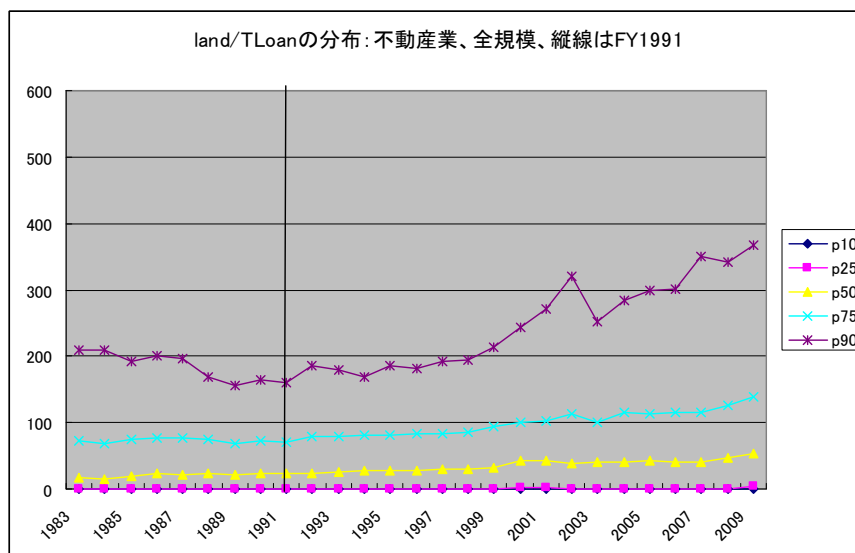
$land/TLoan$  については、

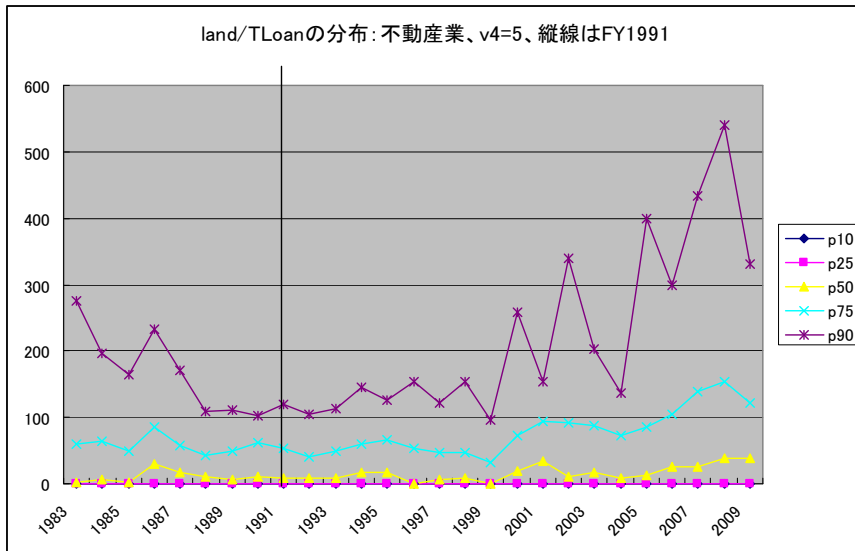
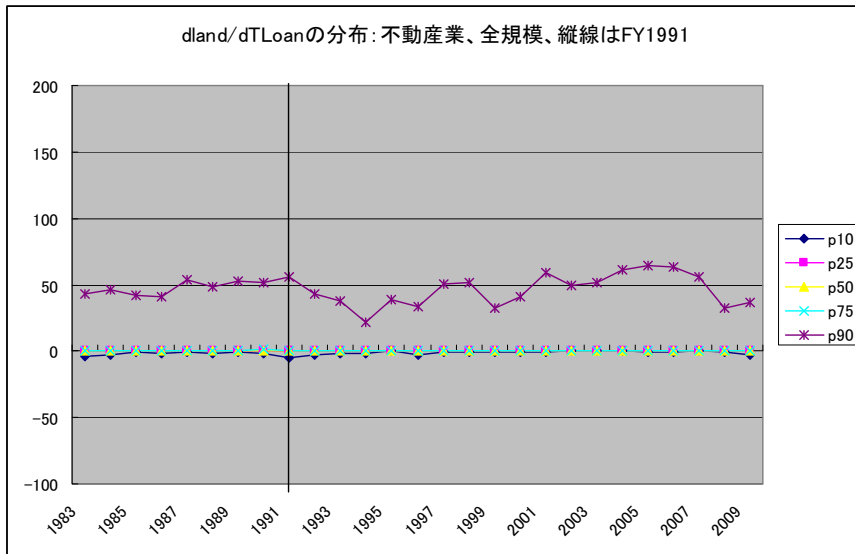
- (1) 1980 年代後半の時期に p50 はもちろん、p75 でさえ 100 を超えることはない。
- (2) 比率は、1980 年代後半の時期に比して、それ以降の時期の方が高い傾向があり、上昇傾向は 2000 年代にさらに加速する。とはいえ、2000 年代といえども p75 が 100 を超える程度の水準であり、p50 は 100 を大きく下回った水準にとどまる。
- (3) いずれの時点でも、比率は大きくばらつく。

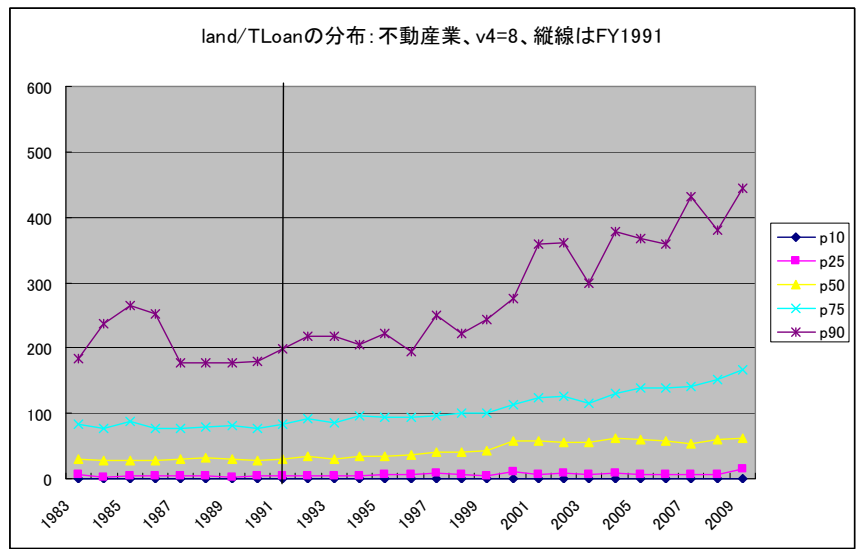
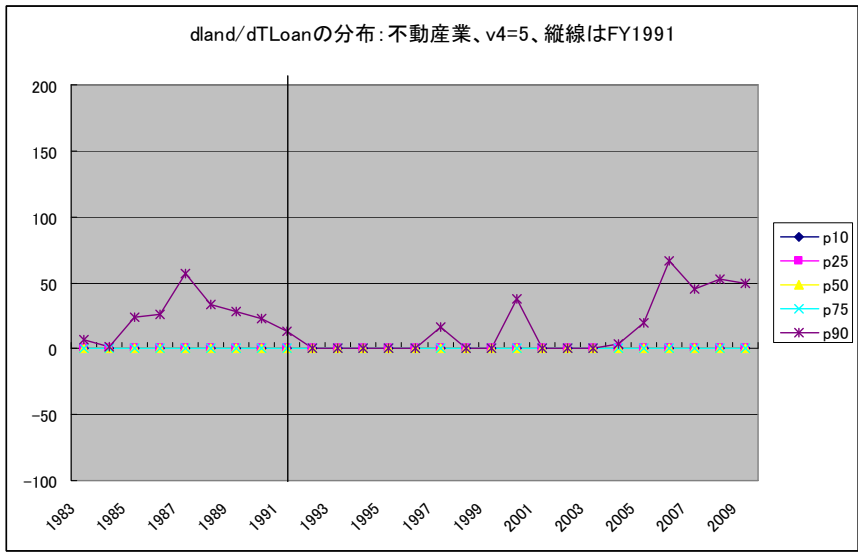
$dland/dTLoan$  については、おそらくは  $dland=0$  の企業の比重が高いことの影響もあってあまり有用な情報が得られない。

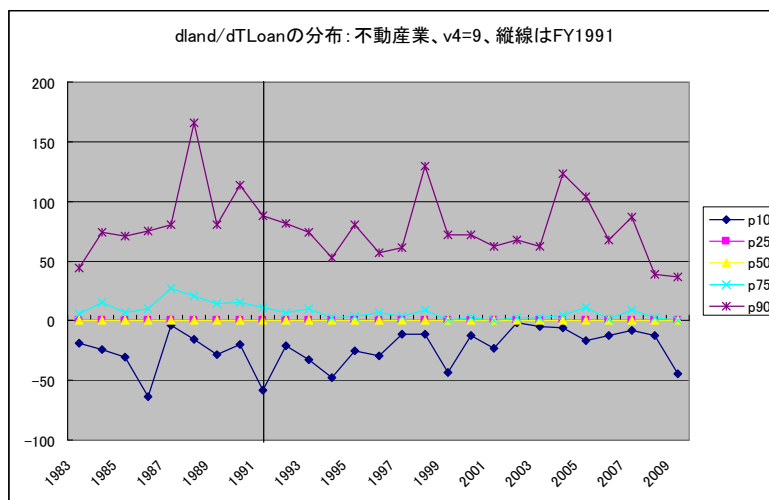
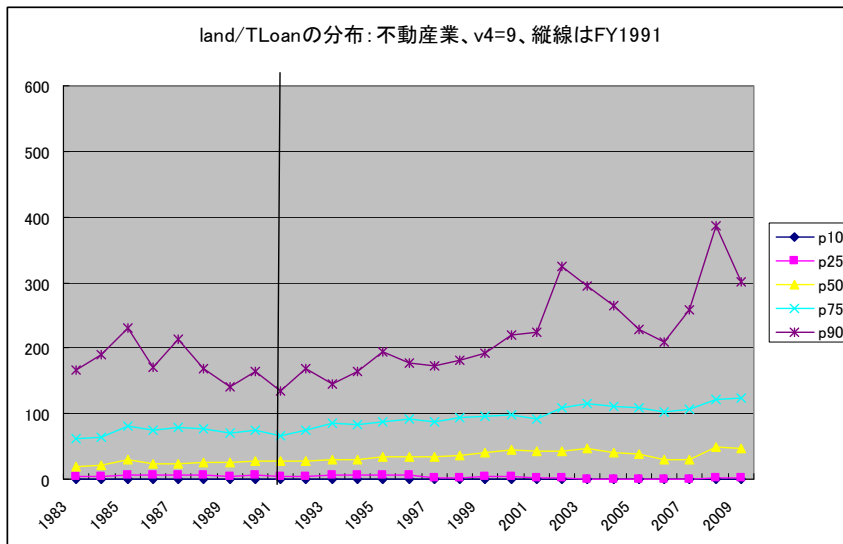
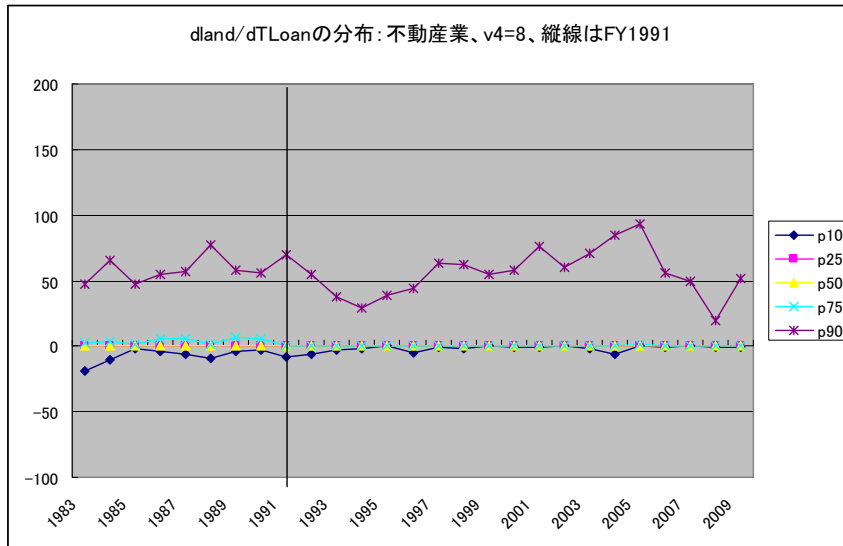
- (4)  $dland/dTLoan$  についても、p90 がほとんど一貫して 100 を大きく下回り、v4=9 のケースでは、p10 が一貫してマイナスの水準に位置する。

不動産業に関する以上の結果と比して、製造業と卸・小売業に関する検討結果について特記すべき点は、v4=9 のケースで p10 が一貫して大きなマイナスの水準に位置することである。

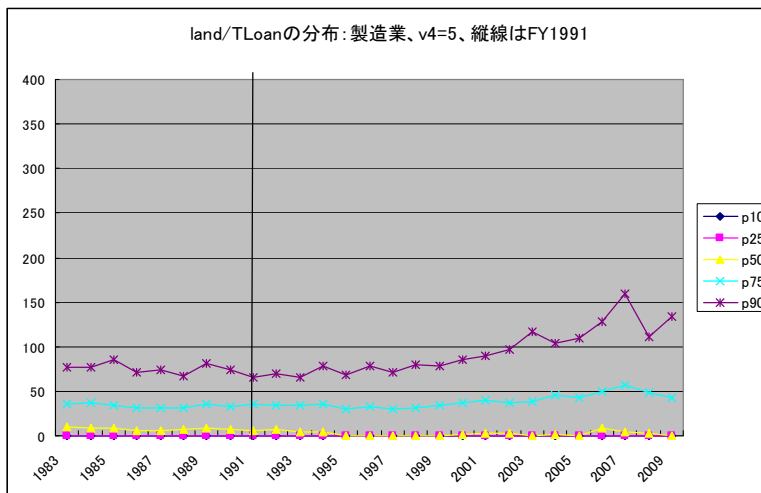
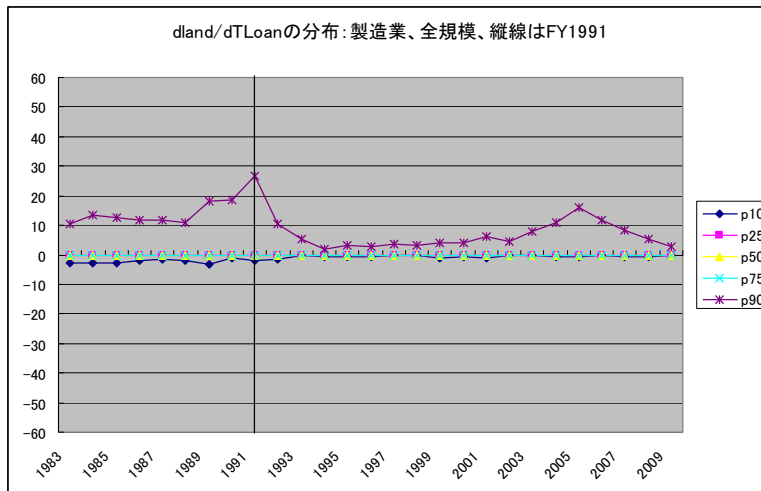
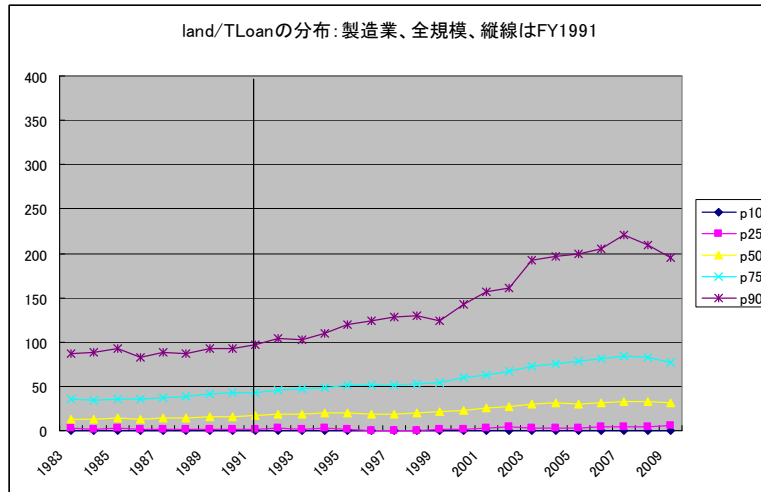


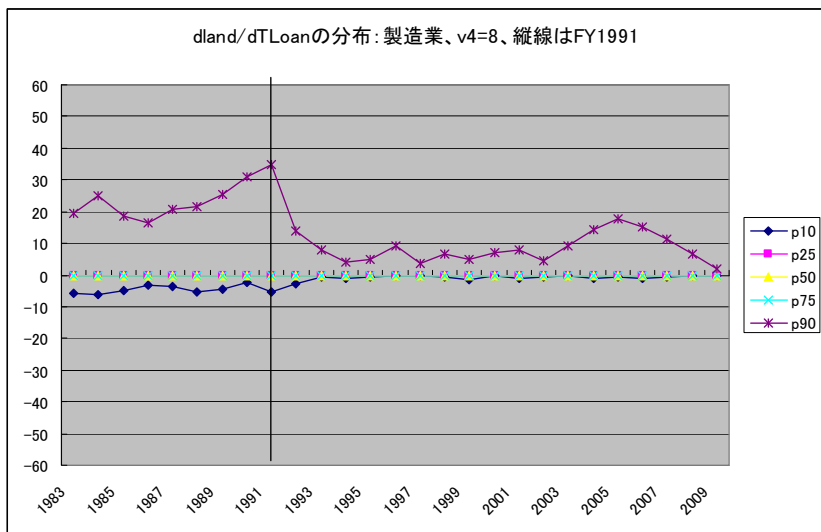
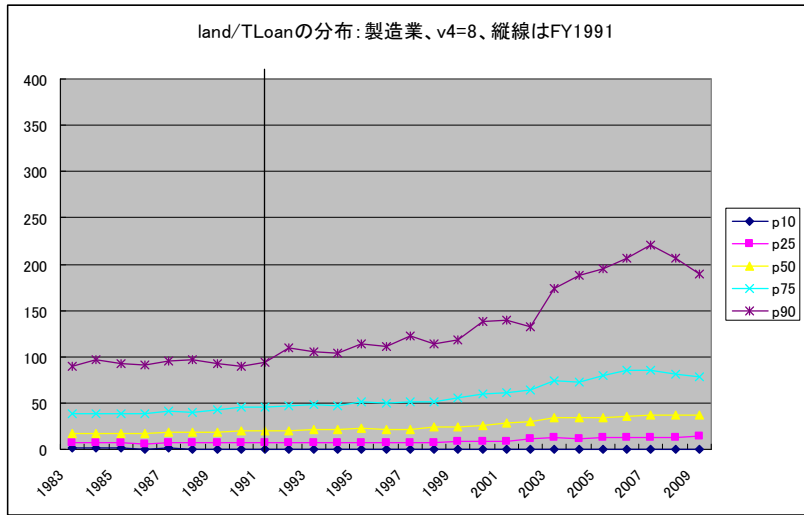
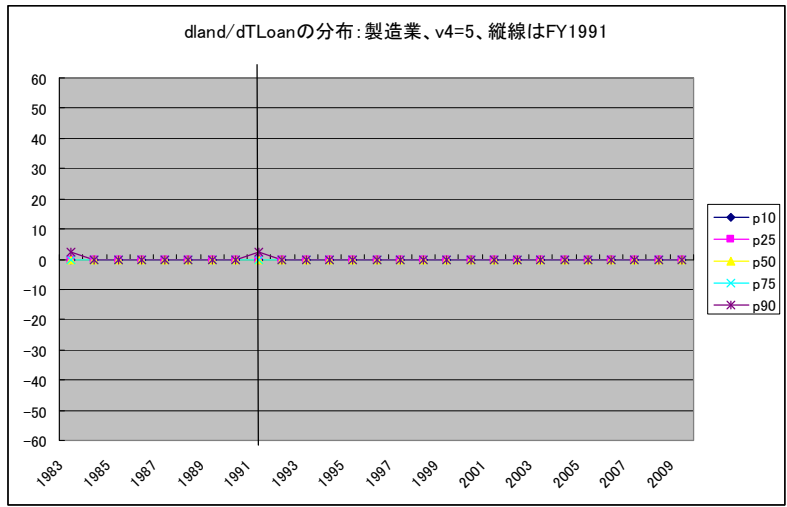


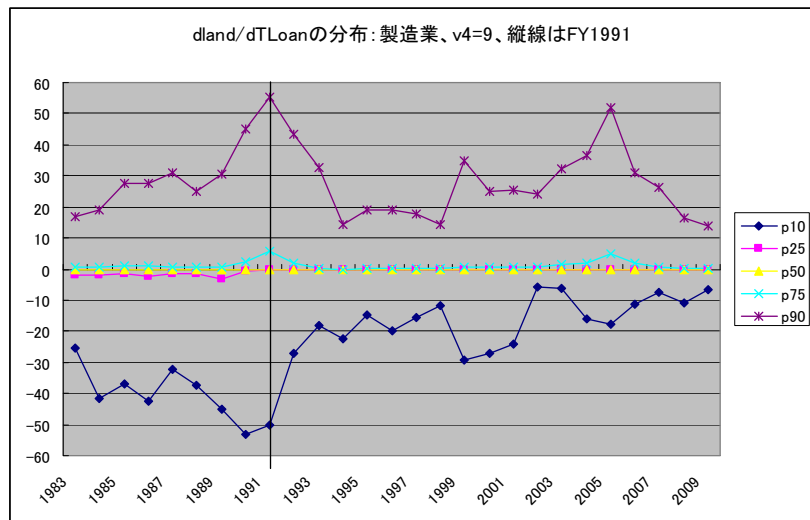
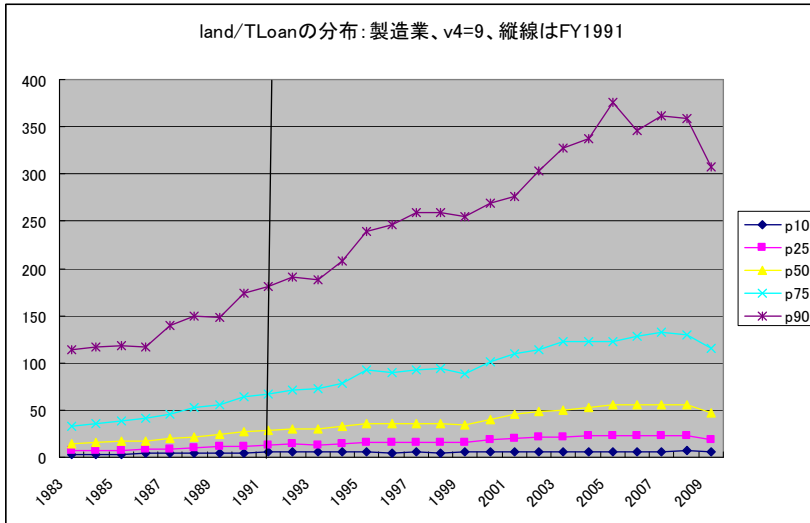




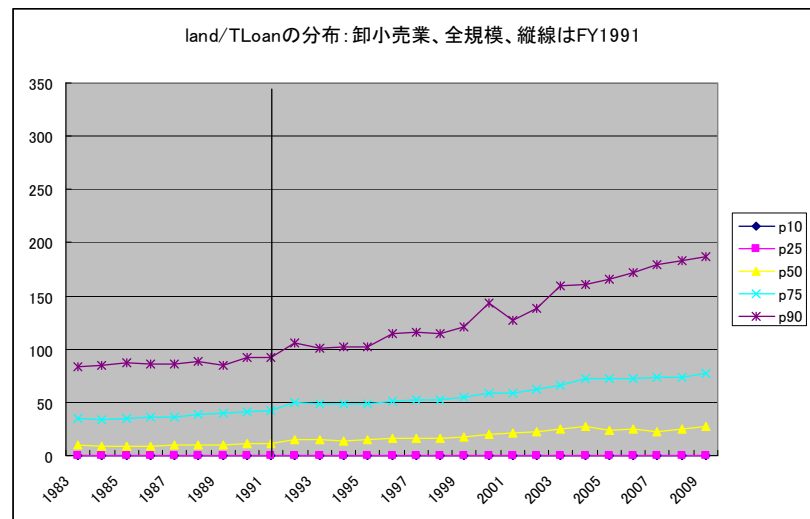
[製造業]



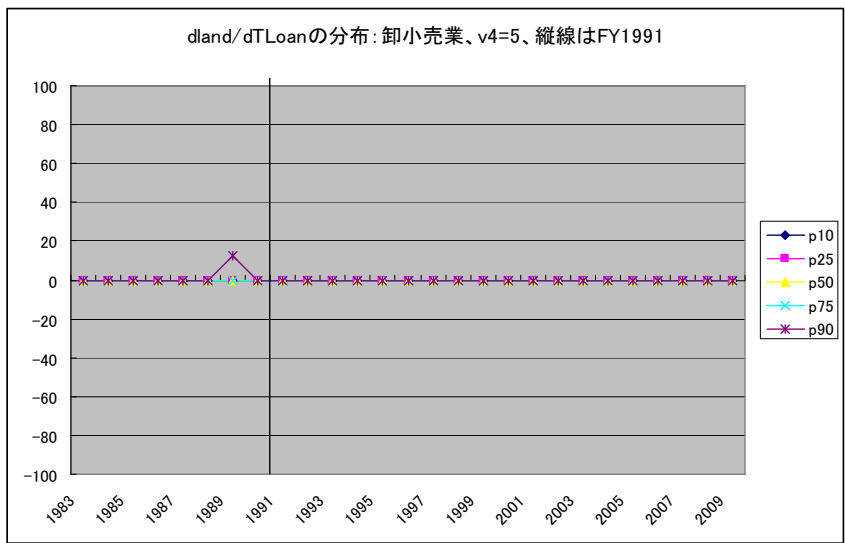
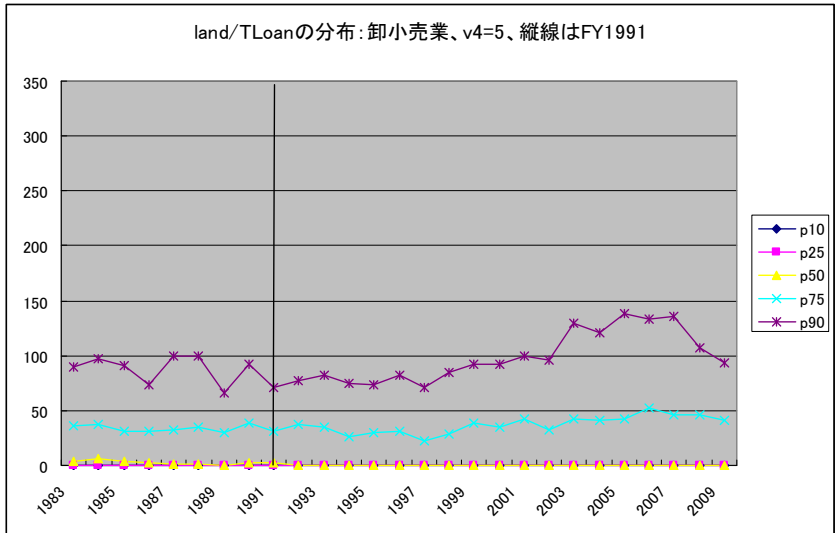
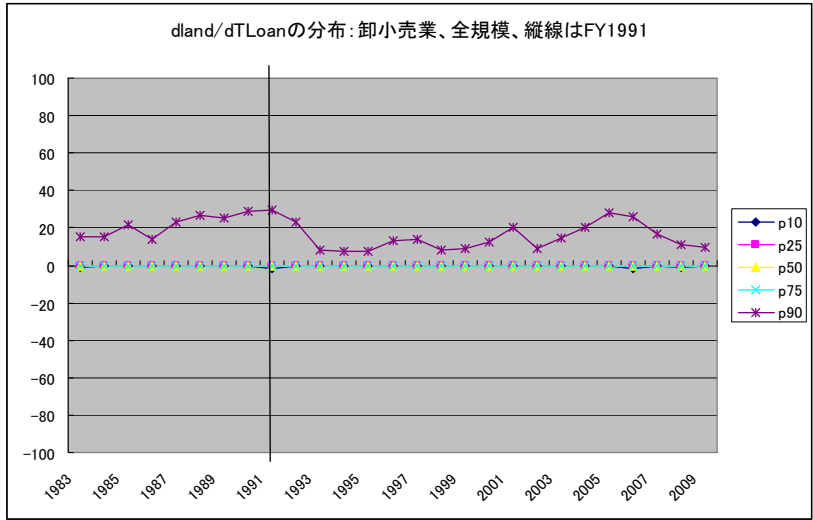


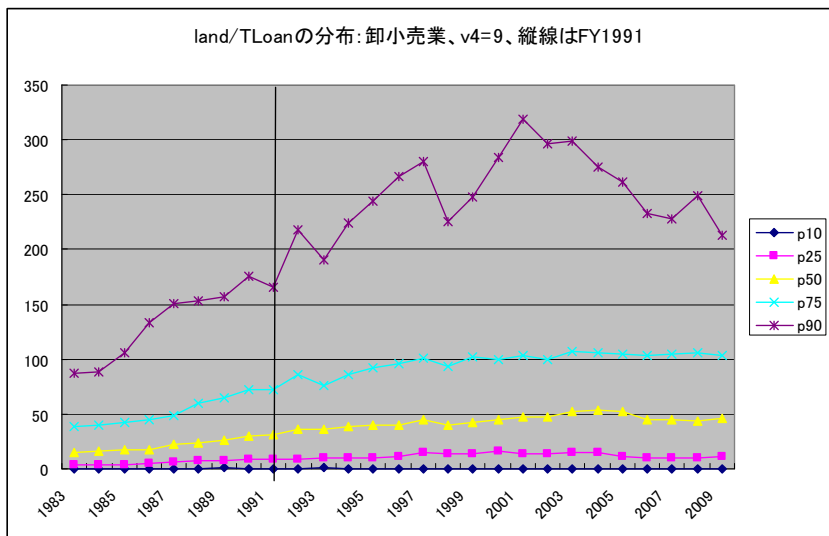
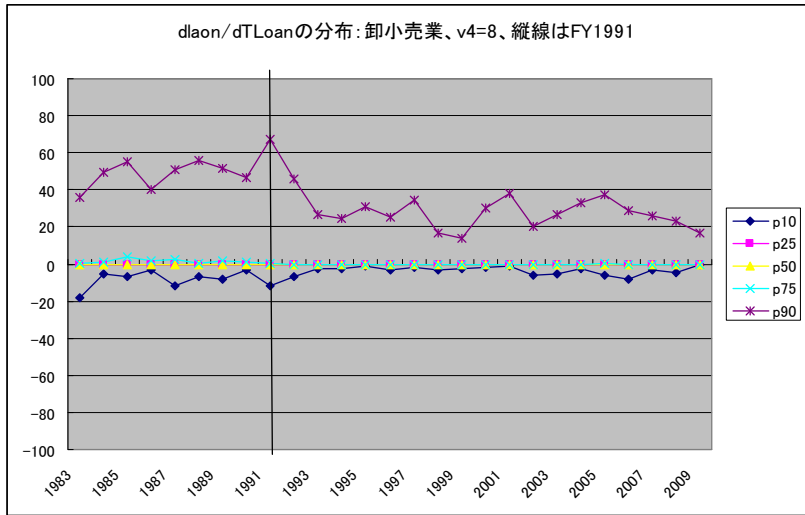
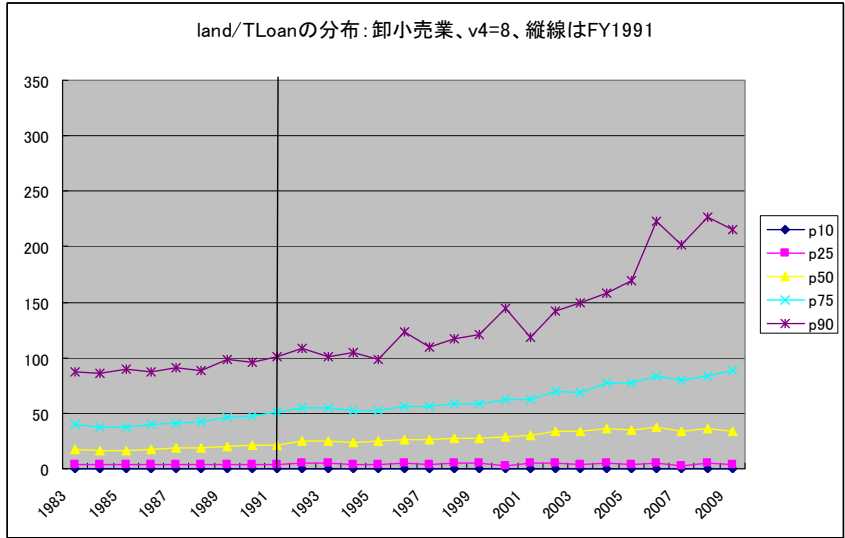


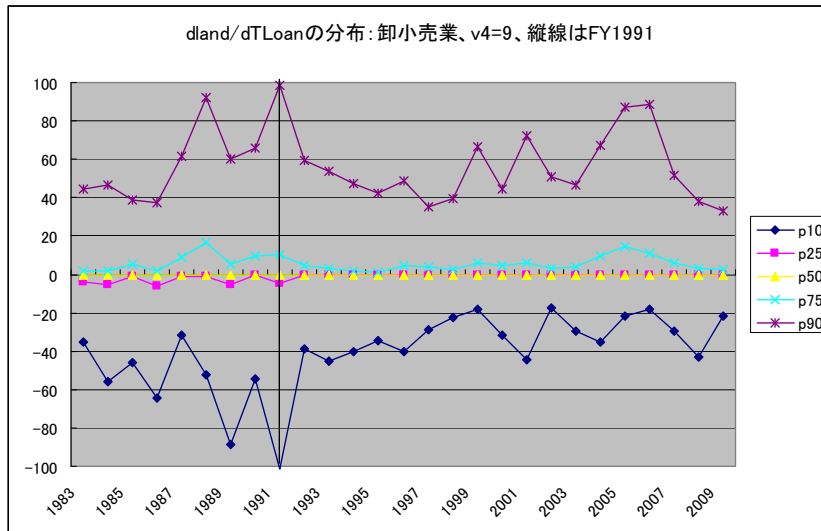
[卸・小売業]









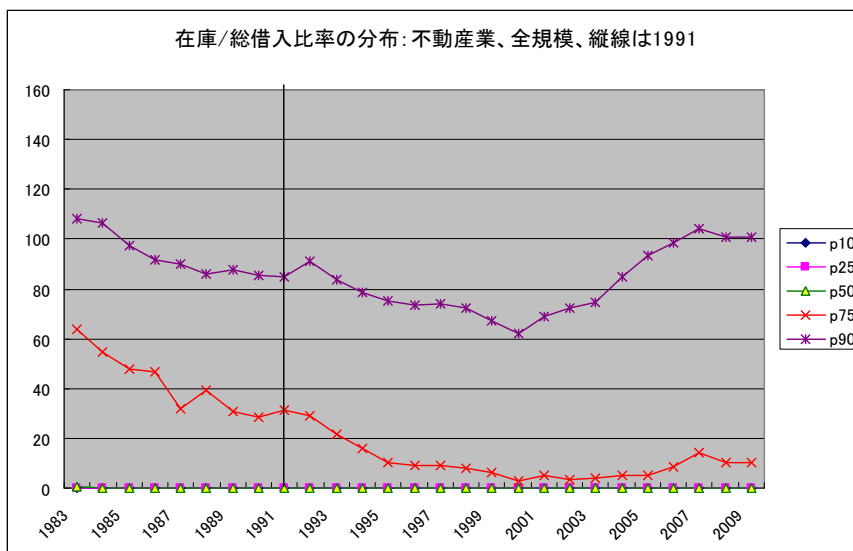


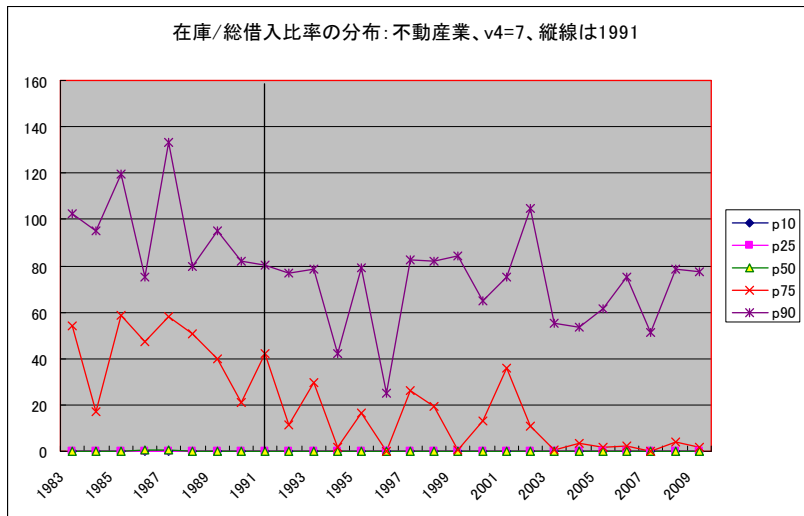
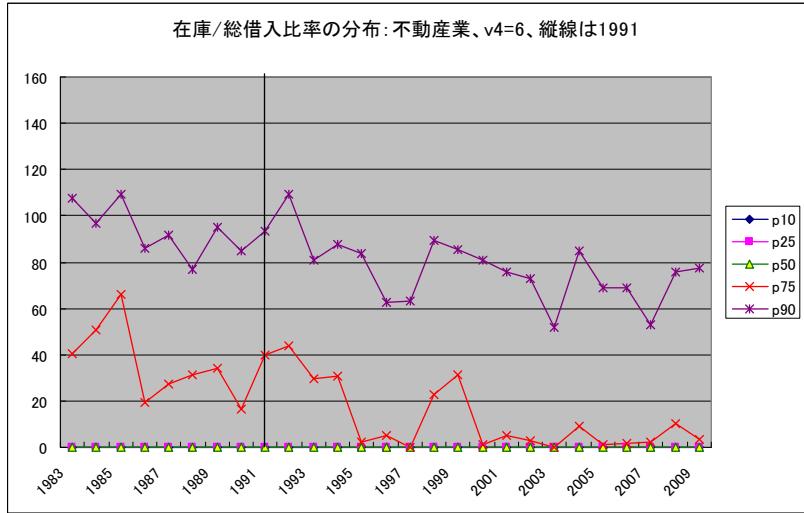
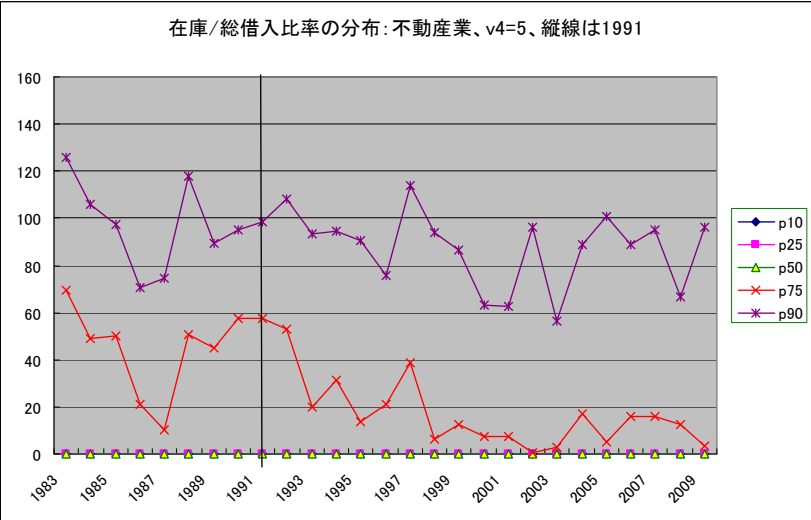
VI-4-a(補論). 不動産業の在庫/総借入比率と在庫/総借入比率変化率の分布の推移

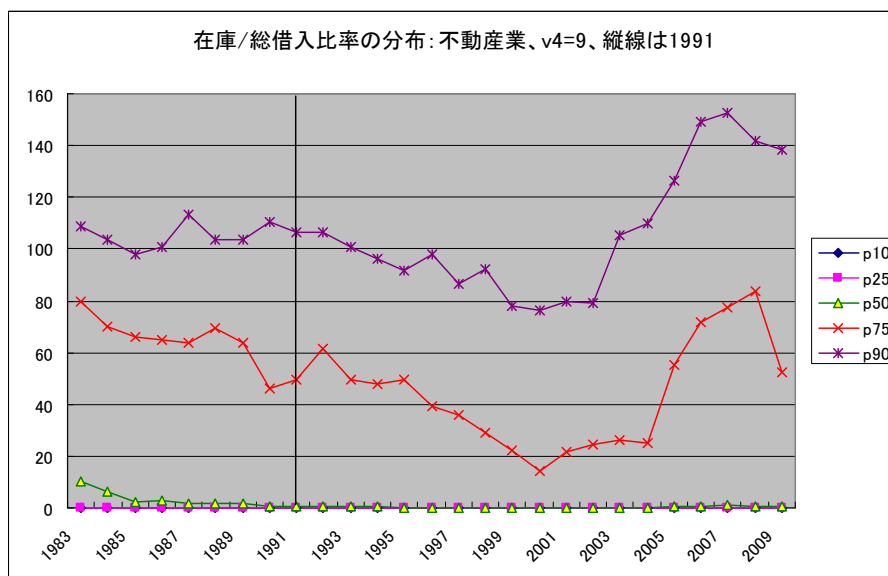
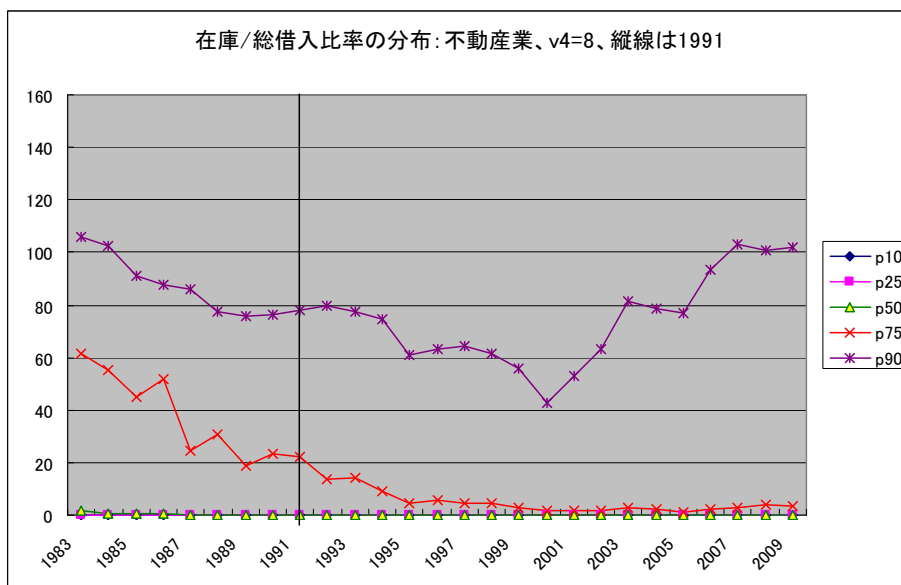
IV-1-a(補論)に対応し、不動産業の販売用不動産「投資」と金融機関総借入の関係、とりわけ「借入制約」の有効性に注目する「補論」である。

以下に示す如く、いずれの時期のいずれの規模の不動産企業群に焦点を合わせても、金融機関総借入額に見る「借入制約」が販売用不動産「投資」を強く条件づけたことを示唆する結果は見あたらない。

[不動産業の在庫/総借入比率 ( $=TInventory_t/TLoan_t = TInventory_{t-1}/TLoan_{t-1}$ ) の分布]

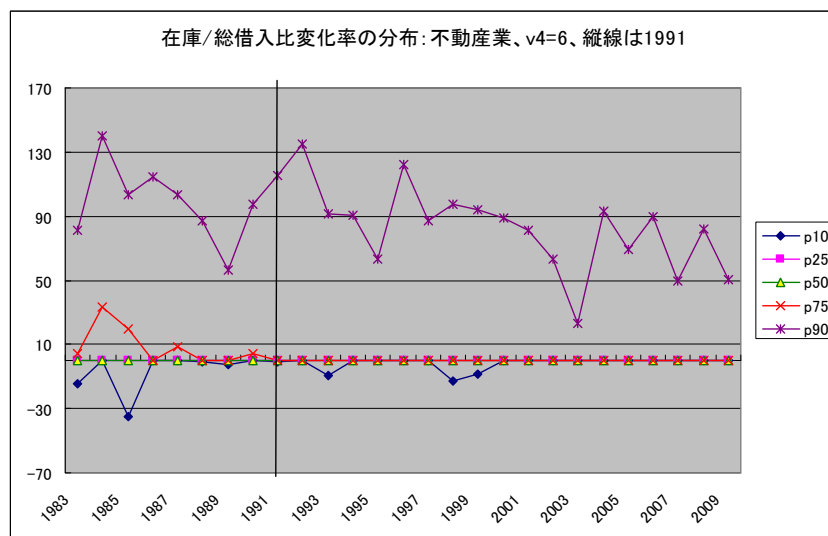
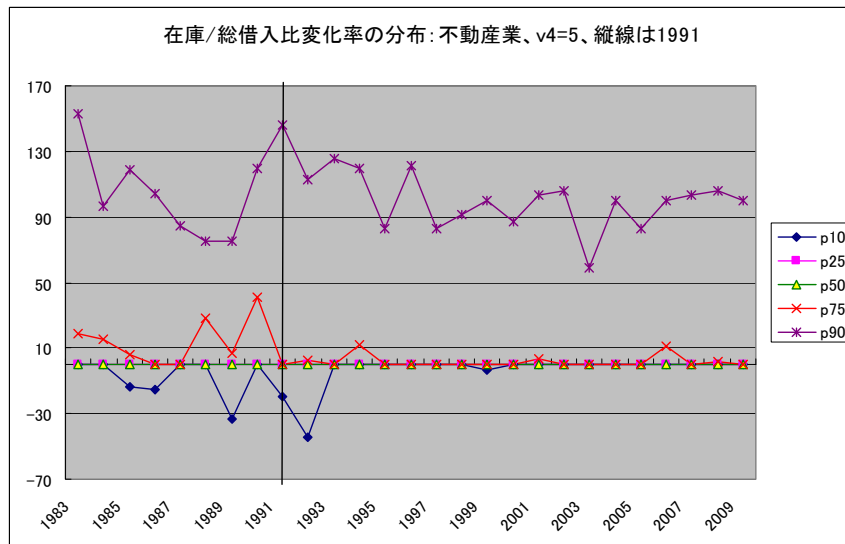
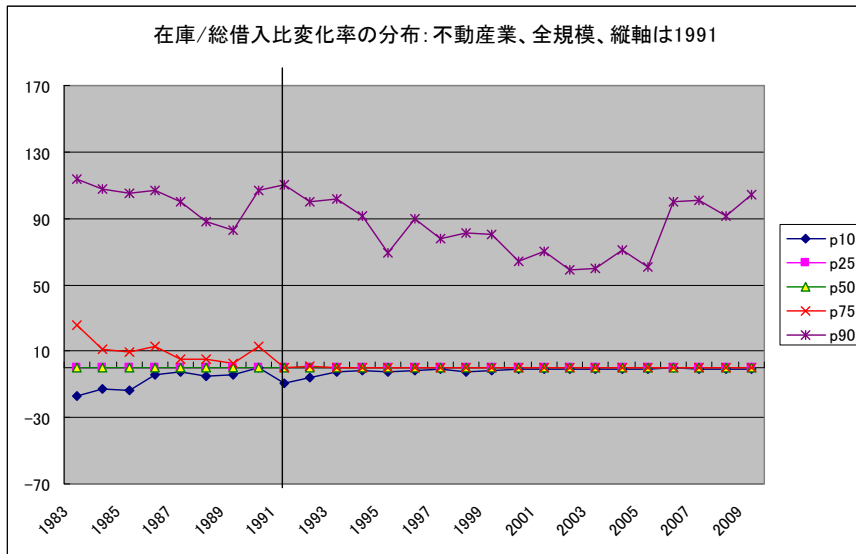


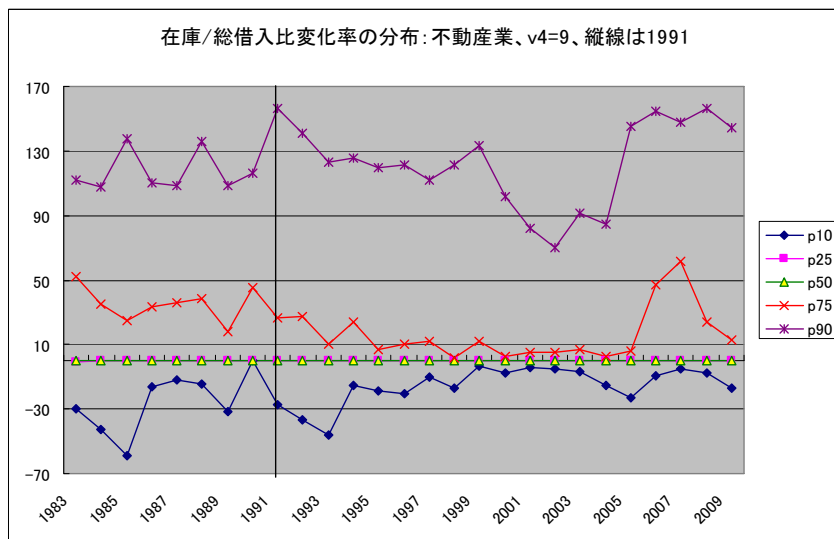
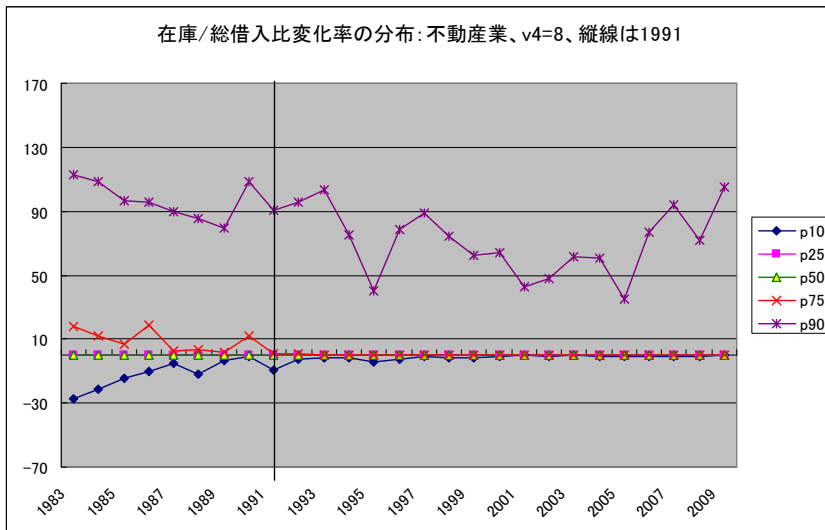
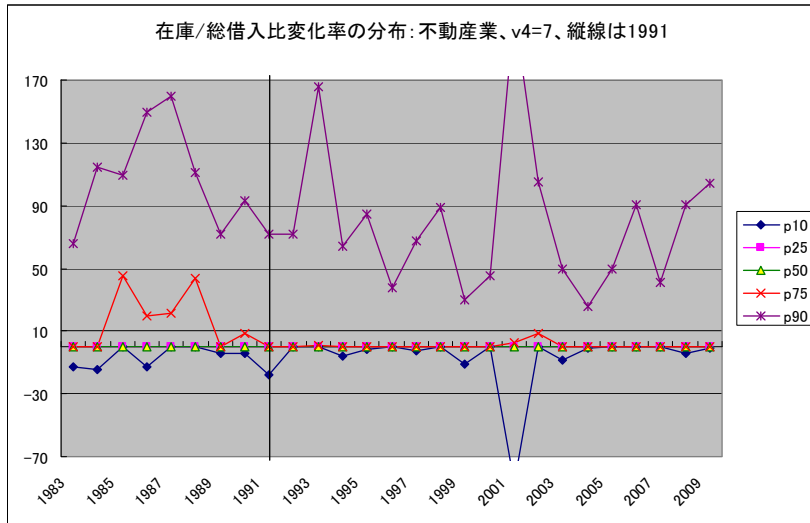




[不動産業の在庫/総借入比変化率

$\{=dTInventory_t/dTLoan_t=(TInventory_{t-1}-TInventory_t)/(TLoan_{t-1}-TLoan_t)\}$ の分布]





VI-5.  $dland/dTLoan$  の分布の推移:  $dland < 0$  のケース、

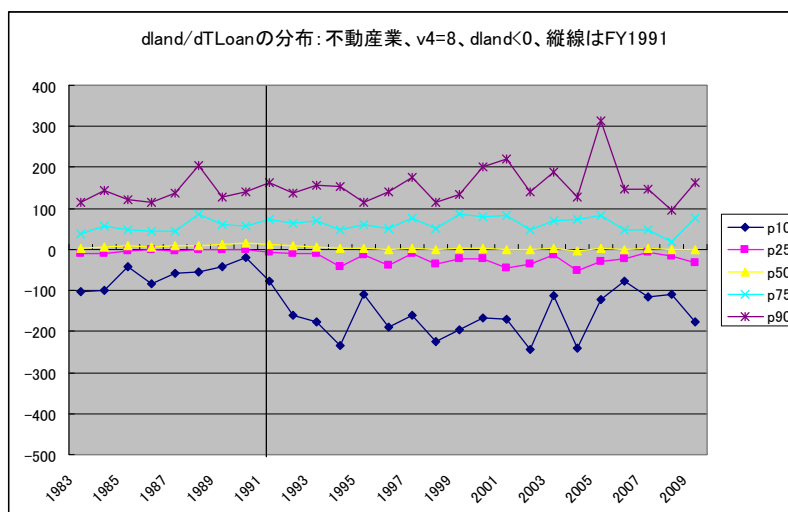
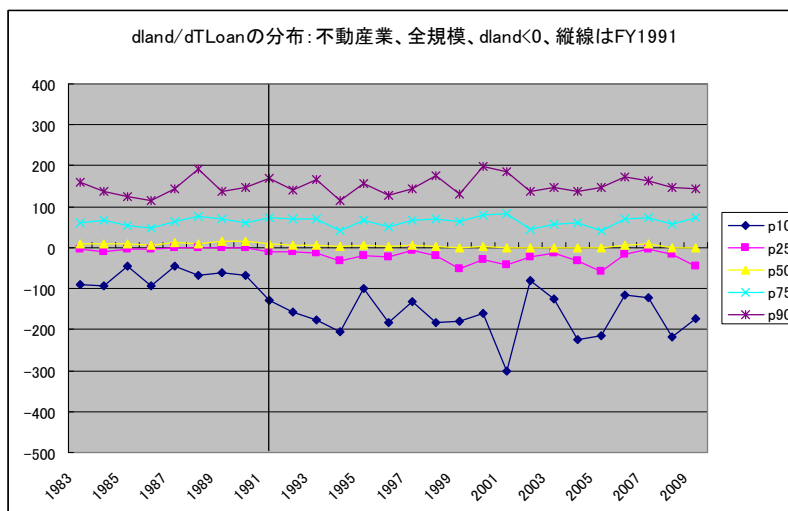
全規模と規模別（v4=8, 9のみ）——不動産業、製造業、卸・小売業

大きな比重を占める  $dland=0$  の企業に関する情報が noise となり、 $dland/dTLoan$  の分布の推移から関心対象の関係を見えにくくしているかもしれない。この点を考慮して、VI-5 と VI-6 では、 $dland<0$  と  $dland>0$  の企業に限定してそれぞれ  $dland/dTLoan$  の分布の推移を見る。

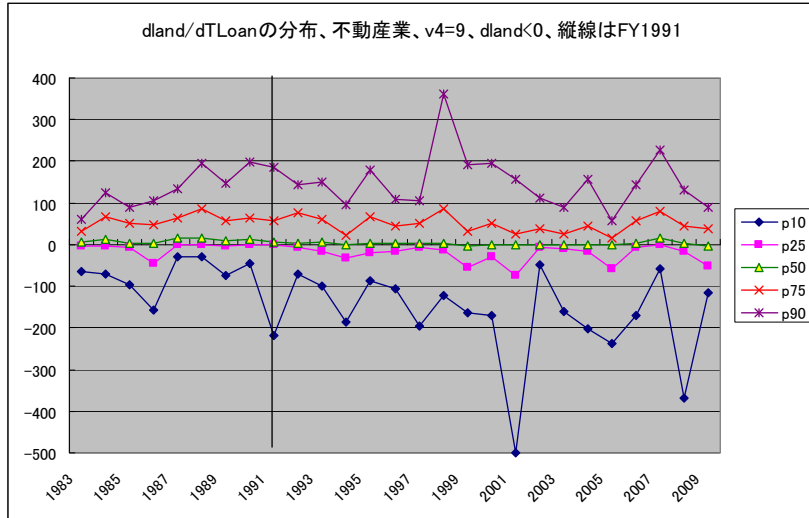
VI-1 に見た如く、とりわけ  $v4=5$  については  $dland=0$  の比重が圧倒的である（不動産業で平均 92.2%）ためもあり、 $dland<0$ 、 $dland>0$  のケースのいずれもがサンプル数が小さい。このため、VI-5 と VI-6 では、規模別の検討は  $v4=8$  と  $9$  に限定する。

[不動産業]

「通念」の予測では比率は 100 の近辺に集中するはずである。しかし、いずれの図でも、0 を中心に幅広く両側にばらつく状況が一貫し、「通念」を支持する結果とは程遠い。

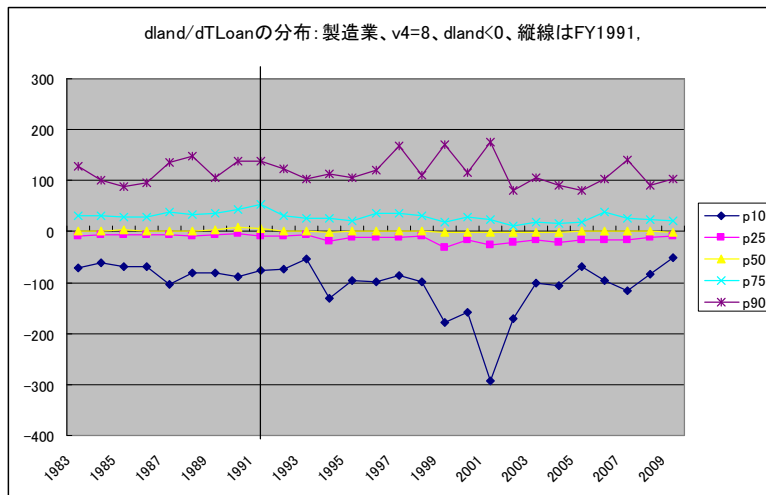
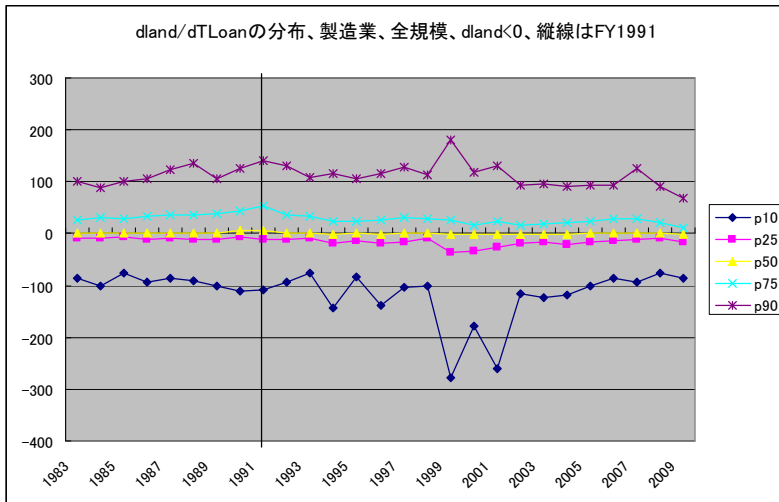


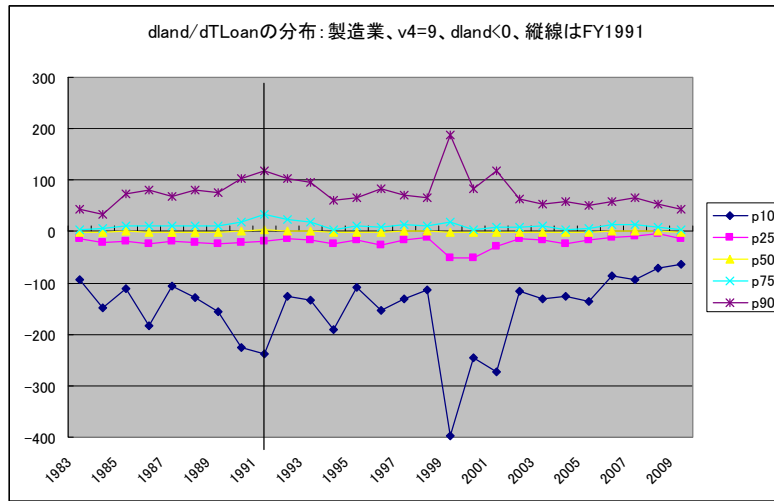




[製造業]

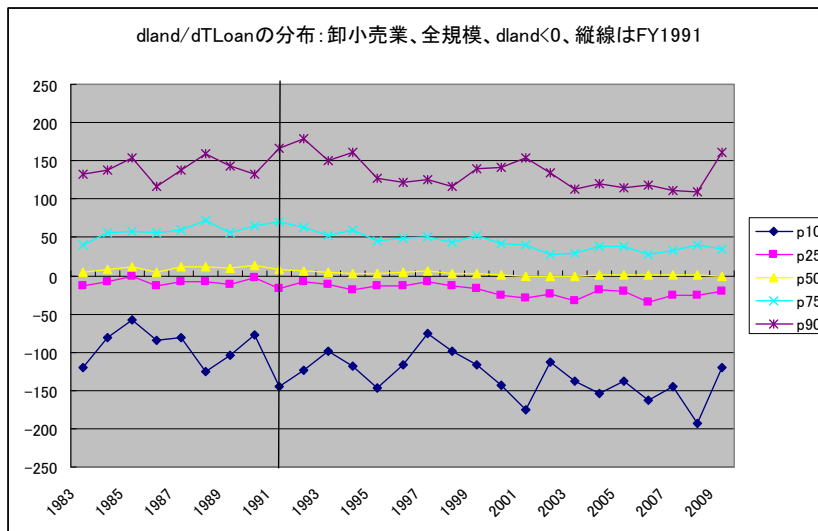
製造業に関する検討結果も不動産業のものと同ほとんど変わらない。

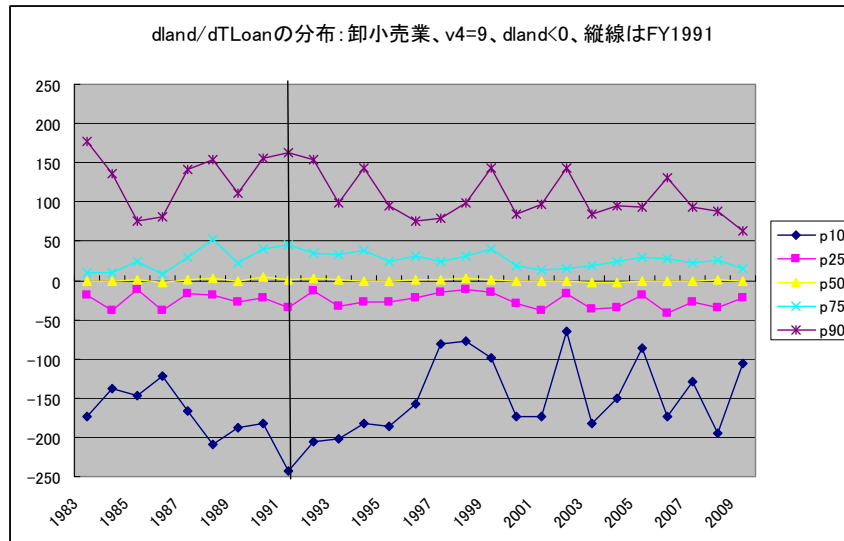
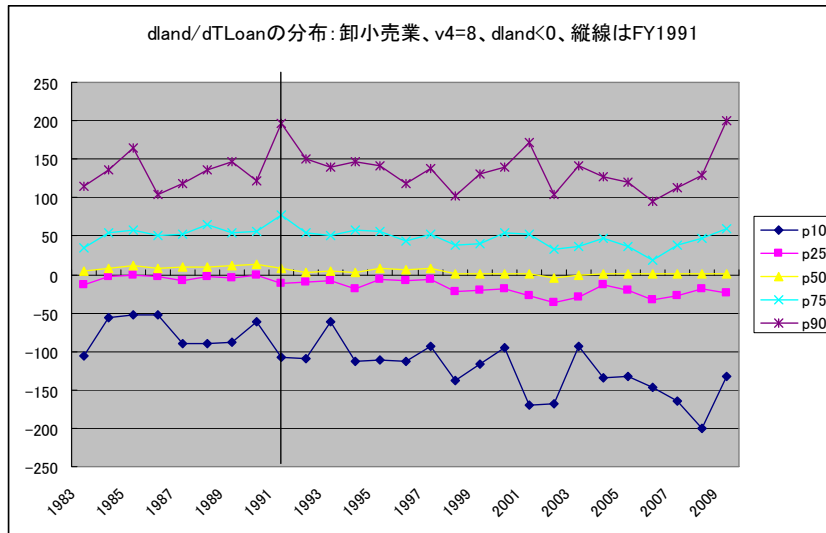




[卸・小売業]

卸・小売業に関する検討結果も、不動産業、製造業のものと同ほとんど変わらない。





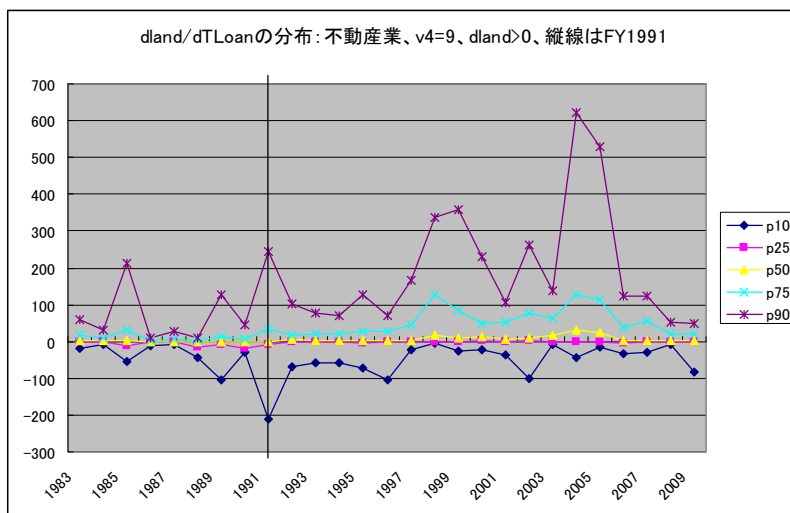
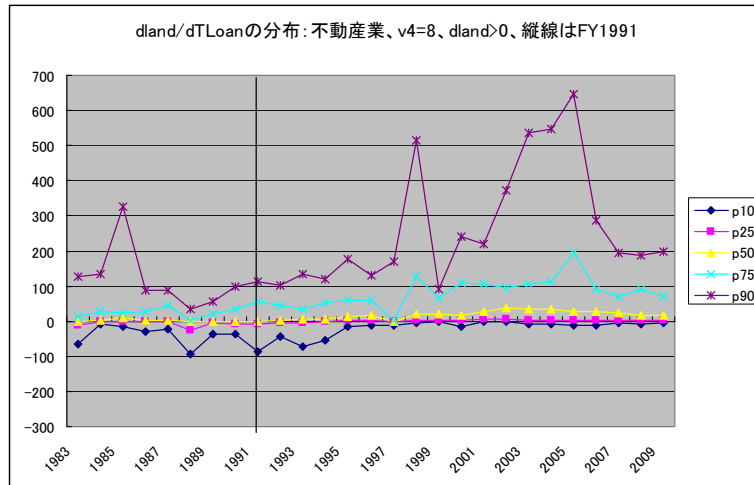
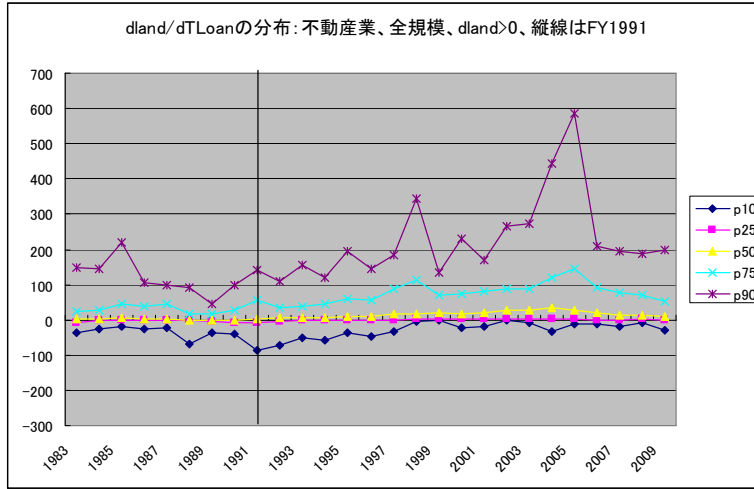
VI-6.  $dland/dTLoan$  の分布の推移： $dland>0$  のケース、

全規模と規模別（ $v4=8, 9$  のみ）——不動産業、製造業、卸・小売業

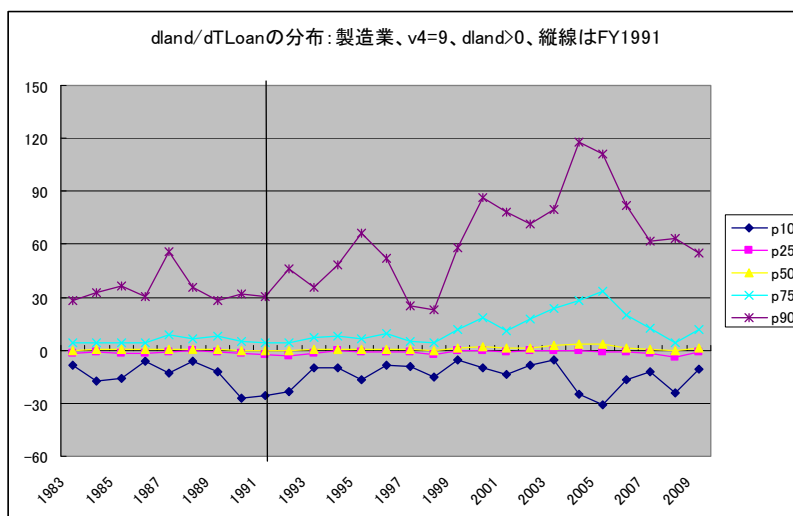
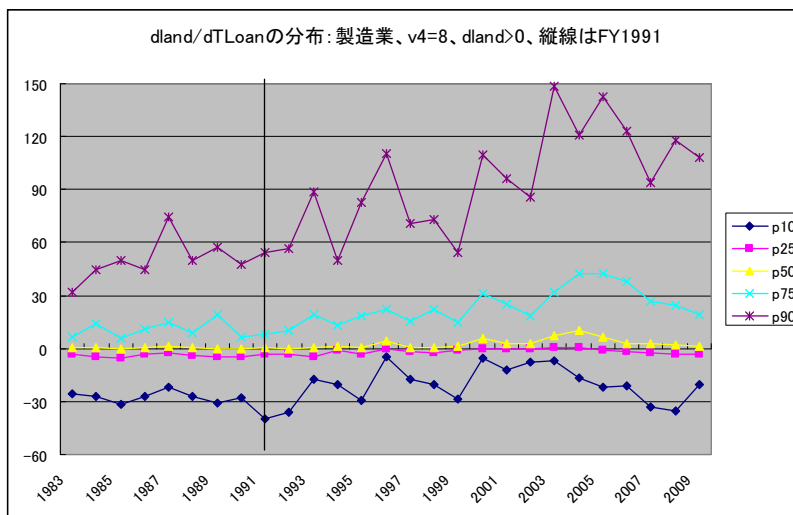
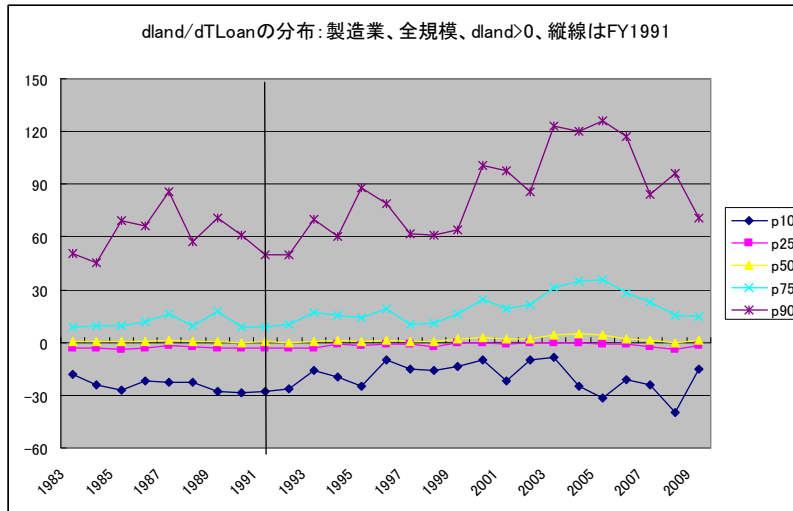
VI-5 の  $dland<0$  のケースの検討結果を念頭に置いて、VI-6 では  $dland>0$  のケースについて同様の検討をする。VI-1 の表に見た如く、とりわけ 1980 年代後半には、 $dland>0$  (土地保有額を減少させた企業) の数は、 $dland<0$  (土地保有額を増加させた企業) の数を大きく下回る。

「通念」に沿って予想すれば、とりわけ「バブル」の崩壊過程の 1990 年代（とくにその前半）に  $dland>0$  の企業で  $dland/dTLoan$  は 100 の近辺に集中したはずである。結果は、strictly binding financial constraint に関する「通念」が示唆する（かもしれない）いずれの予想とも整合的ではないように見える。Fuzzy but colorful は「通念」との対比は読者に任せよう。

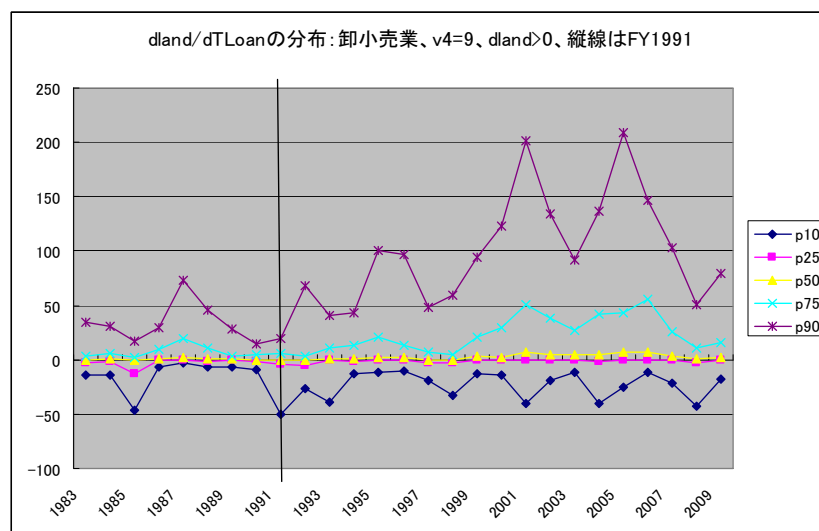
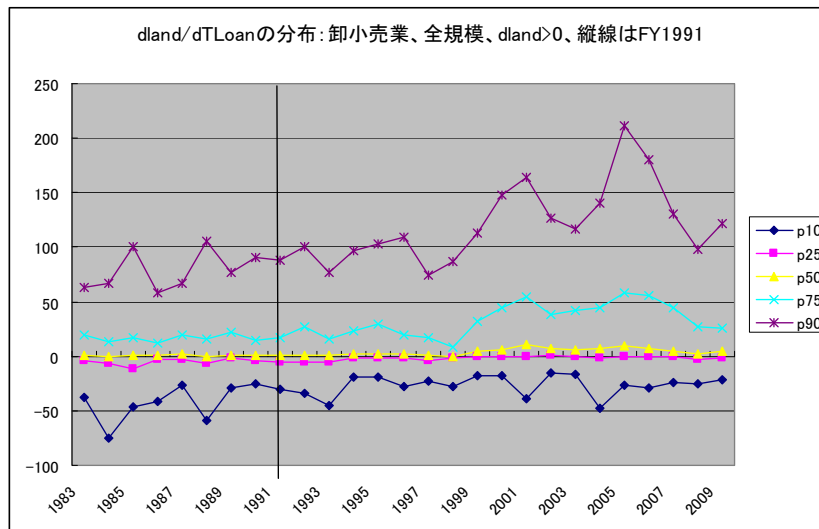
[不動産業]



[製造業]



[卸・小売業]



以上で、1980年代後半の日本経済を特徴づけるのが企業をはじめとする各種経済主体の「バブル」的行動であり、この時代を「バブルの時代」と呼ぶのが適切だとする「通説」「通念」の妥当性に関する基本的検討を終える。Fuzzy but colorful な「バブル」という表現は実質的に無定義である。この表現をキーワードとして用いる「通念」が、何に関わるいかなる観察事実に注目して1980年代の日本経済を「バブルの時代」と呼ぶかが不明確であり、さらに「バブルの時代」と呼ぶのが適切だとする判断の論拠と証拠のいずれもが同様に不明確である。このような状況下で、「バブルの時代」だとする「通念」の判断に違和感を覚え、この判断を排除した別の見方に基づく検討の開始が必要だと考えるわれわれは、新たな見方に基づく検討作業の開始に先行して、「通念」およびその支持者が論拠・証拠として採用していると想像されるものの妥当性を検討する素材を提示し検討した。

『法人企業統計』の個表を用いた以上の検討は、大きな社会的話題となった極端な行動をとった企業が一部に存在したとしても、企業全体あるいは不動産業や製造業などの各分野について、全企業と規模別のいずれについて検討しても、「通念」が想定している如き現

象は観察されないことを示した。「バブル」的行動を象徴する企業の土地投資、一部の企業の土地投資を激化させ「バブル」の発生・膨張・崩壊の原動力となった金融機関の（土地関連）融資行動、さらにその相互関連のいずれに注目しても、「通念」が想定する如き現象は観察されない。

「通念」を受容し支持する読者が、以上の検討結果により、1980年代後半の日本経済を「バブルの時代」だとする「通念」を棚上げあるいは放棄し、新たな問題意識に基づいてこの時代の日本経済に関心に向けるかどうかは、読者の選択である。これでは不十分であり納得できないと考える読者は、自らの判断根拠の妥当性・説得力を改めて確認すればよい。

われわれは、1980年代後半は企業の設備投資行動が盛り上がった「ブーム」の時代であり、「バブルの時代」だとする特徴づけが示唆する「欲望と狂気に支配された異常な混乱の時代」だとする基本イメージが冷静な検討の障碍となっていると考えている。設備投資ブームとでも呼ぶべき時期は戦後日本に何度も到来し、神武景気・岩戸景気・イザナギ景気などと呼ばれる時期のブームとしての大きさは1980年代後半を下回るものではなかった。しかし、これらの時期を「バブルの時代」と呼ぶことはなかった。<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> もっとも、「花見酒の経済」という表現が一部で流行したこともあった。

## VII. 「土地投資」から「設備投資」への検討の焦点の移行：本論である後半へのまえおき

企業の土地投資行動に焦点を合わせて 1980 年代後半の日本経済を「バブルの時代」と呼び、「バブル」という表現で特徴づける「通説」「通念」の批判的検討は VI で基本的に終了した。

VII 以下の本論文の後半では、「バブル」という *fuzzy but colorful* な表現によって彩られた「通念」の圧倒的影響の下で実質的に棚上げ・無視され、接近・検討の開始がはなはだ困難であった 1980 年代後半の時期を中心にしたこの時期から現時点に至る期間の日本経済・日本企業の行動、とりわけ設備投資行動の実相について検討する。

「法人企業統計」は「固定資産」の残高とその期中増減を「土地」と「それ以外の有形固定資産」に分離して調査している。<sup>15</sup>「通念」の検討に焦点を合わせた VI までではこのうち「土地」(land と表記している)の調査結果を活用した。設備投資行動に検討の焦点を合わせる VII 以下の検討では後者の「それ以外の有形固定資産」(以下では、fixedA と記す)の調査結果に利活用の重点を移す。

結果として金融機関に膨大な額の「不良債権」を発生させて「金融不安」「金融危機」(あるいは「金融機関の危機」)に結果したとされることもあり、一部あるいはごく少数の企業の行動を念頭に土地投資行動こそ「バブルの時代」を象徴すると考えられている。しかし、工場や事務所の建設、流通分野の店舗や倉庫・流通センターの建設、オフィスビル、宿泊施設やレジャー施設などの建設などのいずれについても、設備投資の多くは fixedA とともに land の取得をとまなう。以下では、設備投資規模を示す指標として fixedA の変化に注目するが、これに land の変化を加えた合計値の方が適切かもしれない。今回それをしないのは、1980 年代後半を「バブルの時代」と呼ぶ「通念」との対比を意識し、混同(だとの批判・疑問)を回避するためである。結果として採算割れを起したレジャー施設、リゾート・ホテル、ゴルフ場などの土地投資についても、それを保有し運営する経営主体にとっては、「設備投資」であったはずである。

本論文前半で土地投資との関連で注目した不動産業について見ても、VIII に見る如く、v4=8 と 9 の比較的大規模な企業クラスでは、1980 年代後半の時期の p10 の絶対値で、dfixedA が dland を上回る。製造業や卸・小売業については、dfixedA の方が圧倒的に大きく、建設業でも同様である。設備投資の変動を見るための指標として dfixedA を採用し、土地投資を設備投資に含めないとしても、1980 年代後半の時期の日本経済の多くの分野で、設備投資の変動の方が土地投資の変動を上回った。土地投資の多くが実質的に設備投資の一環である点に注意すると、一部の極端な企業の行動に注目してこの時期を「バブルの時代」と呼ぶことは、「設備投資ブームの時代」であったという本来の特質・特徴からわれわれの関心を背けさせ、大きな弊害を伴う。

すべての企業でこの時期の設備投資の採算が低かったわけではない。金融機関のこの時

---

<sup>15</sup> その他にも、「建設仮勘定」「無形固定資産」「投資その他の資産」についても分離調査しているが、本論文では用いない。



期のすべての設備投資資金融資について融資先企業が返済不能に陥ったわけではない。Iに示したわれわれの検討結果の集計表を想起して欲しい。1980年代後半に急速に規模を拡大した企業ほど、この期間に限らずその前後の期間についても利益率が高く、成長率が高く、金融機関借入増加率も高かった。以前から利益率の低い企業が1980年代後半に銀行の融資態度の変更を受けて銀行借入を激増させて土地投資を活発化し、1990年代に大量の不良債権を発生させ、その後の「失われた20年」の主要原因を形成したとする「通念」とは整合的でない。

### （設備投資）“Boom” or “Bubble”

「いずれも fuzzy but colorful な表現だから、boom、bubble のどちらでもよいのではなか？なぞ、“bubble”ではなく“boom”だったとする主張にこだわるのか？」と戸惑う読者が少なくないかもしれない。

1980年代後半の日本経済に関して「バブル」という表現を用いる時に念頭に置かれるのは、ごく一部の特異で極端な企業の事例である。ここから「バブルの時代」だとする特徴づけが導かれる。このため、これらの極端な企業行動の事例を連想させる多くの企業（さらに、多くの家計）の土地投資をはじめとする（投機的？）投資行動がこの時期の日本経済を特徴づけるとするイメージが定着している。さらに、その後の時代に関しても、「バブル」の後遺症に悩まされ、またあの時代の手痛い経験と苦々しい記憶から企業や家計の行動が（過度に）慎重になり、日本経済の停滞状況から脱出できないまま「失われた20年」となったとする主張が導かれる。

製造業を象徴とする幅広い分野で、「バブル」の時期に、設備投資の大変な盛り上がりが見られた。これらの分野での設備投資の盛り上がりは、実施企業数と投入資金規模の双方で土地投資の盛り上がり遥かに上回った。ごく一部の極端な企業の行動事例を念頭に置いた「バブルの時代」という特徴づけで、この時期の企業の設備投資を強欲と狂気に支配された非合理的・「バブル的」な判断に基づく行動だ（だから、実施すべきではなかった、反社会的な投資だ）と決め付ける（あるいはそういう「色メガネ」で見ると）傾向が生じれば、このような観察事実の本格的検討を実質的に棚上げし無視することになる。このような偏見に基づく事実誤認と誤解を回避し、ごく少数の極端な事例から多くの企業が参加したより重大で興味深い観察事実への関心の移行を明示するための手段の1つとして、本論文では“(土地投資)Bubble”に替えて“(設備投資) Boom”という表現を採用する。

「通念」は、銀行借入に依存して土地投資を激増させ結果として膨大な不良債務（銀行にとっては「不良債権」）を発生させた一部の特異で極端な企業の事例に注目して、1980年代後半の時期の日本経済を「バブルの時代」と特徴づける。これが、銀行の「不良債権」処理の遅れに注目した「失われた20年」論議につながる。1980年代後半が「設備投資ブームの時代」として特徴づけられるべき時期だったとすれば、1990年代以降の時期の日本経済の状況に関する診断も大きな影響を受ける。たとえば、「設備投資ブーム」の「後遺症」であれば、スケールがより大きかった「神武景気」・「岩戸景気」・「イザナギ景気」などのブームの後に到来した、「なべ底景気」・「昭和40年不況」・「構造不況」などの時期

の日本経済との比較に関心が向き、なぜ今回の停滞だけがこれほど長期間にわたって継続するのか、なぜ今回だけ「バブル」の「後遺症」だとされ、「不良債権処理」の遅れが重視されるのかという puzzles が浮上するだろう。(以上の点については、XII で再論する。)

以下に見る如く、1980年代後半の時期に多くの企業が土地を含む有形固定資産投資に関心を向ける大規模なブームが観察された。強気の将来見通しを抱き、研究開発や販売促進に向けた投資の増大も並行したかもしれない。有形固定資産投資ブームの投資対象(標的)はもちろん土地だけではない。この時期の企業行動について、土地投資に限定せず、有形固定資産投資(長期投資)による利潤獲得機会の増大、楽観的な見通しが支配的になり、各分野で多くの企業が、土地投資よりも設備投資に長期資金を振り向けた、設備投資ブームの時期であったと考えることができる。

有利な business opportunity に向けた有形固定資本形成、つまり、通常の設定投資に関する boom だったという見方と、「バブル」という見方が対立するかもしれない。これまでの検討結果に基づき、以下では、「バブル」だとする見方を棚上げする。前者は、結果として採算に合わなかったものも少なくなかったとしても、各経済主体が、「明るい」見通しの下で、有形固定資産形成に従来以前に積極的になったという見方に基づく。そういう企業が多かったし、そういう分野が多かった。この意味で boom であり、business opportunity driven の設備投資ブームであった。

得意事業活動分野は産業分野、企業により異なるから、一部に特異な行動を取る企業があったとしても、それは例外であり、幅広い分野で多くの企業が設備投資行動を積極化させた。このように考えると、幅広い分野の多くの企業が設備投資を活発化させ、このことは dfixedA の分布の推移から確認できるだろう。

そのような点の検討に移る前に、設備投資ブームと特徴づけることの是非とともに、ブームの実相を見なければならぬ。

### 対比すべき「バブルの時代」のイメージ?

私が見るところ、1980年代後半の時期の日本経済を「バブルの時代」とする特徴づけの支配的イメージの形成には、次の3つの要因が作用している。

第1に、極端な特異例(outliers)である企業群が存在し、それらが目立つと同時に1企業あたりの銀行の「不良債権」額が大きかった。しかし、平均的企業像とは程遠い。「バブル」崩壊後の地価下落により損失が発生しても、ほとんどの企業(・家計)は借入金を返済した。返済が滞ったケースでも事前の約束(準備)に従って対応が進んだ。「不良債権」となり、最終的に銀行が損失処理を行ったケースは多くはない。象徴が2001年頃に話題になった「過剰債務を抱える『大手30社』リスト」である。注目点は、その内容ではなく、30社という数である。<sup>16</sup>上場企業のうちでも1%程度、日本企業に占める比率は、さらに小さい。

第2に、不動産投資関連の融資で不良債権が大量に発生し、回収不能金額が膨大になっ

---

<sup>16</sup> たとえば、三輪[2011c, p.42]の注84を参照。

た理由に注目する必要がある。話題の焦点は「不良債権」の合計金額であって、「不良債権」を発生させた（さらに、土地投資による利益を当初予定通りに実現できなかった）融資先企業数ではない。融資銀行の対応能力・審査体制、地価の動向に対する銀行の見通しの失敗（地価が下落しても、まさか、ここまで下げるとはとする嘆きあるいは言い訳が多かった）、具体的判断のタイミングと判断に要した時間の長さおよびそのためのシステム（および融資銀行間の競合関係）など、問題案件が短期間に集中したこと、さらに、対応を必要とする土地関連融資が、特定地域と特定期間に集中したことなどが重要である。そのうえ、途上での対応の「失敗」が重なって、少数のケースで「不良債権」が異様に膨らんだ。折からの「金融機関」の財務状況や「金融システム」不安に対する関心の高まりの中で、少数の特異例が目立つこととなった。

第3に、特に目立った活動主体・企業等を悪者・悪党に仕立て上げて、「あいつらが悪かった・・・」「あんな悪いやつらがいたからだ・・・」と show-up し、これを利用する「言い訳」を用意して、幕引きを図るといういつでもどこでも見られる構図が作用した。<sup>17</sup>一連の「失敗」とこれに伴う「被害」「負担」に対する多くの国民の怒りを沈静化させ、あるいは方向を逸らすために、糾弾する標的と図式を必要とした。これにより実質的責任者やその一端を担うはずのメディアも「犯人」を糾弾する側に着地できることになった。「過ちは2度と犯しません・・・」とする雰囲気は広範囲に醸成された。「社会秩序」の安定的維持のための常套手段とあってよい。<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> たとえば、戦後の、「一部の（陸軍）軍人の暴走の被害者・・・」という図式と、これを「言い訳」にする「一億総懺悔」という show と構図と役割が酷似していると考えられる読者が多いだろう。

<sup>18</sup> 富士住建、末野興産、コリンズ、麻布建物、朝日住建、桃源社などの旧住専7社大口問題貸付先をはじめとする当時大きな話題となった借入企業の名前等に関心の読者は、たとえば、『金融ビジネス』1997年1月号、40～54頁を参照。

## VIII. 「土地以外の有形固定資産」の対総資産比率：水準とその変化の分布 ——製造業を中心に、卸・小売業、不動産業、建設業との対比

『法人企業統計』では、「固定資産」のうち「土地」と「その他の有形固定資産」を分離して調査している。工場や本社ビルを建設するケースではそのための「土地」と「その他の有形固定資産」を一括して「設備投資」と呼ぶのが通例だろう。しかし、「土地」投資に政策関係者・メディア・研究者を含む多くの人々の関心が集中しすぎていると思われる状況が長期間にわたって継続し、適切な問題・検討課題設定に基づく冷静な検討の開始・展開の妨げになっている。このため、この調査項目の分離は、以下に見る如く、有効に活用し得る。

以下では、「その他の有形固定資産」（以下では  $fixedA$  と記す）の取得・保有を狭義の「設備投資」と呼び、これに「土地」（ $land$ ）を加えた合計を広義の「設備投資」と呼ぶ。<sup>19</sup>特に断らないかぎり、本論文で設備投資と呼べば、 $fixedA$  の増分のことである。 $lland_t$  や  $dland_t$  に対応して、 $lfixedA_t = fixedA_{t-1}/w_{t-1}(*100)$ 、 $dfixedA_t = (fixedA_t - fixedA_{t-1})/w_{t-1}(*100)$  の分布の推移が検討の焦点となる。

1980年代後半の企業の設備投資行動に焦点を合わせた VIII 以下では、製造業が検討の中心となる。卸・小売業が対比の中心となり、不動産業と建設業が続く。VIII では、まず、V までと同様、 $lfixedA$  と  $dfixedA$  の分布の推移を各分野について見る。

### VIII-1. 調査対象企業数の推移：製造業

VI-2 の  $dland$  に基づいた区分に対応する、 $dfixedA=0$ 、 $dfixedA<0$ 、 $dfixedA>0$  の区分による製造業企業の分布と、 $dlandA>0$  の企業の比重の推移を全体と規模別（ただし、 $v4=5$ 、 $8$ 、 $9$  のみ）に示す図である。

$dland$  の符号に基づく区分との対比で注意すべき点は、多くの企業が毎年減価償却を実施するから、特段の設備投資を実施しなければ、 $dfixedA$  は 0 ではなく符号がプラスになることである。

---

<sup>19</sup> これに「減価償却費」や「建設仮勘定」、「無形固定資産」などを加えることが多いが、本論文では、以上の 2 つの表現を用いる。

製造業、全規模、dfixedAによる区分

|       | A         | B         | C         | D       | E   | F    | G    |
|-------|-----------|-----------|-----------|---------|-----|------|------|
|       | dfixedA=0 | dfixedA<0 | dfixedA>0 | total   | A/D | B/D  | C/D  |
| 1983  | 276       | 3,008     | 3,330     | 6,614   | 4.2 | 45.5 | 50.3 |
| 1984  | 287       | 3,302     | 3,279     | 6,868   | 4.2 | 48.1 | 47.7 |
| 1985  | 307       | 3,452     | 3,101     | 6,860   | 4.5 | 50.3 | 45.2 |
| 1986  | 399       | 3,266     | 4,008     | 7,673   | 5.2 | 42.6 | 52.2 |
| 1987  | 406       | 3,166     | 4,198     | 7,770   | 5.2 | 40.7 | 54.0 |
| 1988  | 389       | 3,858     | 3,482     | 7,729   | 5.0 | 49.9 | 45.1 |
| 1989  | 368       | 4,245     | 3,472     | 8,085   | 4.6 | 52.5 | 42.9 |
| 1990  | 484       | 4,477     | 3,461     | 8,422   | 5.7 | 53.2 | 41.1 |
| 1991  | 440       | 4,481     | 3,467     | 8,388   | 5.2 | 53.4 | 41.3 |
| 1992  | 442       | 3,527     | 4,488     | 8,457   | 5.2 | 41.7 | 53.1 |
| 1993  | 493       | 2,675     | 5,446     | 8,614   | 5.7 | 31.1 | 63.2 |
| 1994  | 527       | 2,404     | 5,615     | 8,546   | 6.2 | 28.1 | 65.7 |
| 1995  | 613       | 2,639     | 5,263     | 8,515   | 7.2 | 31.0 | 61.8 |
| 1996  | 664       | 2,912     | 4,878     | 8,454   | 7.9 | 34.4 | 57.7 |
| 1997  | 621       | 3,040     | 4,691     | 8,352   | 7.4 | 36.4 | 56.2 |
| 1998  | 715       | 2,489     | 5,129     | 8,333   | 8.6 | 29.9 | 61.6 |
| 1999  | 697       | 1,937     | 5,380     | 8,014   | 8.7 | 24.2 | 67.1 |
| 2000  | 681       | 2,256     | 5,044     | 7,981   | 8.5 | 28.3 | 63.2 |
| 2001  | 633       | 2,035     | 5,033     | 7,701   | 8.2 | 26.4 | 65.4 |
| 2002  | 639       | 1,701     | 5,297     | 7,637   | 8.4 | 22.3 | 69.4 |
| 2003  | 697       | 1,984     | 5,296     | 7,977   | 8.7 | 24.9 | 66.4 |
| 2004  | 724       | 2,487     | 4,894     | 8,105   | 8.9 | 30.7 | 60.4 |
| 2005  | 712       | 2,733     | 4,649     | 8,094   | 8.8 | 33.8 | 57.4 |
| 2006  | 750       | 2,940     | 4,438     | 8,128   | 9.2 | 36.2 | 54.6 |
| 2007  | 769       | 2,695     | 4,531     | 7,995   | 9.6 | 33.7 | 56.7 |
| 2008  | 676       | 2,352     | 4,888     | 7,916   | 8.5 | 29.7 | 61.7 |
| 2009  | 556       | 1,392     | 4,999     | 6,947   | 8.0 | 20.0 | 72.0 |
| Total | 14,965    | 77,453    | 121,757   | 214,175 | 7.0 | 36.2 | 56.8 |

製造業、v4=5、dfixedAによる区分

|       | A         | B         | C         | D      | E    | F    | G    |
|-------|-----------|-----------|-----------|--------|------|------|------|
|       | dfixedA=0 | dfixedA<0 | dfixedA>0 | total  | A/D  | B/D  | C/D  |
| 1983  | 98        | 244       | 315       | 657    | 14.9 | 37.1 | 47.9 |
| 1984  | 97        | 332       | 359       | 788    | 12.3 | 42.1 | 45.6 |
| 1985  | 115       | 290       | 315       | 720    | 16.0 | 40.3 | 43.8 |
| 1986  | 124       | 314       | 401       | 839    | 14.8 | 37.4 | 47.8 |
| 1987  | 128       | 277       | 376       | 781    | 16.4 | 35.5 | 48.1 |
| 1988  | 110       | 337       | 353       | 800    | 13.8 | 42.1 | 44.1 |
| 1989  | 112       | 355       | 360       | 827    | 13.5 | 42.9 | 43.5 |
| 1990  | 158       | 342       | 410       | 910    | 17.4 | 37.6 | 45.1 |
| 1991  | 139       | 376       | 349       | 864    | 16.1 | 43.5 | 40.4 |
| 1992  | 149       | 293       | 440       | 882    | 16.9 | 33.2 | 49.9 |
| 1993  | 142       | 268       | 476       | 886    | 16.0 | 30.2 | 53.7 |
| 1994  | 158       | 220       | 462       | 840    | 18.8 | 26.2 | 55.0 |
| 1995  | 204       | 253       | 505       | 962    | 21.2 | 26.3 | 52.5 |
| 1996  | 296       | 321       | 549       | 1,166  | 25.4 | 27.5 | 47.1 |
| 1997  | 268       | 325       | 456       | 1,049  | 25.5 | 31.0 | 43.5 |
| 1998  | 240       | 224       | 429       | 893    | 26.9 | 25.1 | 48.0 |
| 1999  | 231       | 165       | 373       | 769    | 30.0 | 21.5 | 48.5 |
| 2000  | 221       | 157       | 345       | 723    | 30.6 | 21.7 | 47.7 |
| 2001  | 179       | 152       | 298       | 629    | 28.5 | 24.2 | 47.4 |
| 2002  | 199       | 127       | 327       | 653    | 30.5 | 19.4 | 50.1 |
| 2003  | 219       | 142       | 343       | 704    | 31.1 | 20.2 | 48.7 |
| 2004  | 214       | 152       | 324       | 690    | 31.0 | 22.0 | 47.0 |
| 2005  | 187       | 149       | 340       | 676    | 27.7 | 22.0 | 50.3 |
| 2006  | 201       | 169       | 337       | 707    | 28.4 | 23.9 | 47.7 |
| 2007  | 208       | 165       | 334       | 707    | 29.4 | 23.3 | 47.2 |
| 2008  | 185       | 142       | 334       | 661    | 28.0 | 21.5 | 50.5 |
| 2009  | 194       | 97        | 337       | 628    | 30.9 | 15.4 | 53.7 |
| Total | 4,776     | 6,388     | 10,247    | 21,411 | 22.3 | 29.8 | 47.9 |

製造業、v4=8、dfixedAによる区分

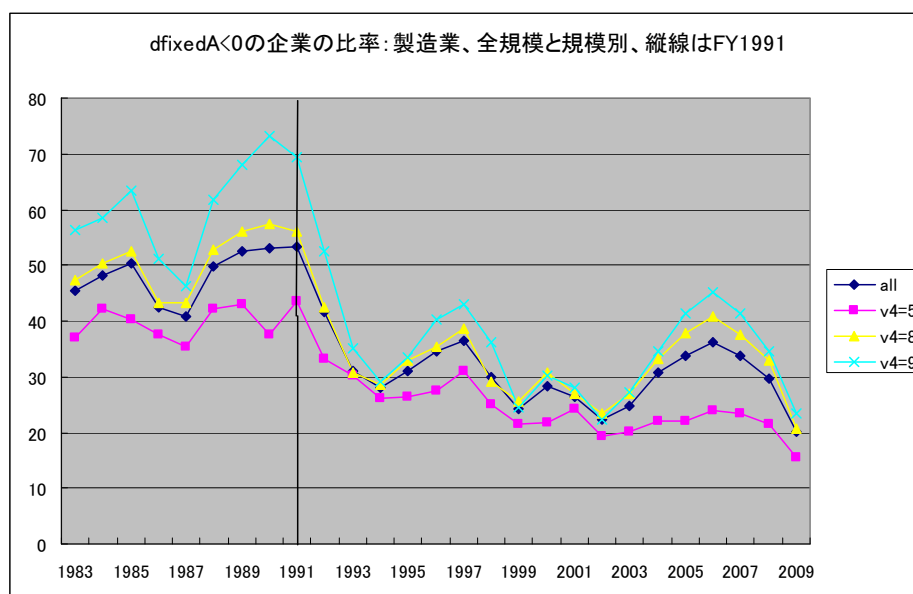
|       | A B C     |           |           | D      | E   | F    | G    |
|-------|-----------|-----------|-----------|--------|-----|------|------|
|       | dfixedA=0 | dfixedA<0 | dfixedA>0 |        |     |      |      |
| 1983  | 30        | 1006      | 1,091     | 2,127  | 1.4 | 47.3 | 51.3 |
| 1984  | 27        | 1058      | 1,022     | 2,107  | 1.3 | 50.2 | 48.5 |
| 1985  | 29        | 1117      | 978       | 2,124  | 1.4 | 52.6 | 46.0 |
| 1986  | 27        | 954       | 1,225     | 2,206  | 1.2 | 43.2 | 55.5 |
| 1987  | 30        | 991       | 1,263     | 2,284  | 1.3 | 43.4 | 55.3 |
| 1988  | 39        | 1200      | 1,030     | 2,269  | 1.7 | 52.9 | 45.4 |
| 1989  | 24        | 1281      | 983       | 2,288  | 1.0 | 56.0 | 43.0 |
| 1990  | 46        | 1346      | 953       | 2,345  | 2.0 | 57.4 | 40.6 |
| 1991  | 47        | 1359      | 1,020     | 2,426  | 1.9 | 56.0 | 42.0 |
| 1992  | 45        | 1100      | 1,439     | 2,584  | 1.7 | 42.6 | 55.7 |
| 1993  | 57        | 811       | 1,777     | 2,645  | 2.2 | 30.7 | 67.2 |
| 1994  | 57        | 770       | 1,868     | 2,695  | 2.1 | 28.6 | 69.3 |
| 1995  | 57        | 878       | 1,727     | 2,662  | 2.1 | 33.0 | 64.9 |
| 1996  | 50        | 804       | 1,421     | 2,275  | 2.2 | 35.3 | 62.5 |
| 1997  | 50        | 884       | 1,346     | 2,280  | 2.2 | 38.8 | 59.0 |
| 1998  | 57        | 663       | 1,552     | 2,272  | 2.5 | 29.2 | 68.3 |
| 1999  | 50        | 579       | 1,633     | 2,262  | 2.2 | 25.6 | 72.2 |
| 2000  | 66        | 718       | 1,557     | 2,341  | 2.8 | 30.7 | 66.5 |
| 2001  | 73        | 629       | 1,638     | 2,340  | 3.1 | 26.9 | 70.0 |
| 2002  | 73        | 553       | 1,735     | 2,361  | 3.1 | 23.4 | 73.5 |
| 2003  | 74        | 656       | 1,701     | 2,431  | 3.0 | 27.0 | 70.0 |
| 2004  | 75        | 795       | 1,528     | 2,398  | 3.1 | 33.2 | 63.7 |
| 2005  | 76        | 896       | 1,395     | 2,367  | 3.2 | 37.9 | 58.9 |
| 2006  | 90        | 973       | 1,314     | 2,377  | 3.8 | 40.9 | 55.3 |
| 2007  | 78        | 863       | 1,357     | 2,298  | 3.4 | 37.6 | 59.1 |
| 2008  | 66        | 776       | 1,523     | 2,365  | 2.8 | 32.8 | 64.4 |
| 2009  | 66        | 447       | 1,649     | 2,162  | 3.1 | 20.7 | 76.3 |
| Total | 1,459     | 24,107    | 37,725    | 63,291 | 2.3 | 38.1 | 59.6 |

製造業、v4=9、dfixedAによる区分

|       | A B C     |           |           | D      | E   | F    | G    |
|-------|-----------|-----------|-----------|--------|-----|------|------|
|       | dfixedA=0 | dfixedA<0 | dfixedA>0 |        |     |      |      |
| 1983  | 1         | 695       | 537       | 1,233  | 0.1 | 56.4 | 43.6 |
| 1984  | 7         | 772       | 539       | 1,318  | 0.5 | 58.6 | 40.9 |
| 1985  | 7         | 886       | 503       | 1,396  | 0.5 | 63.5 | 36.0 |
| 1986  | 8         | 719       | 680       | 1,407  | 0.6 | 51.1 | 48.3 |
| 1987  | 5         | 673       | 779       | 1,457  | 0.3 | 46.2 | 53.5 |
| 1988  | 4         | 948       | 580       | 1,532  | 0.3 | 61.9 | 37.9 |
| 1989  | 9         | 1,137     | 526       | 1,672  | 0.5 | 68.0 | 31.5 |
| 1990  | 4         | 1,308     | 474       | 1,786  | 0.2 | 73.2 | 26.5 |
| 1991  | 3         | 1,300     | 572       | 1,875  | 0.2 | 69.3 | 30.5 |
| 1992  | 2         | 1,012     | 916       | 1,930  | 0.1 | 52.4 | 47.5 |
| 1993  | 2         | 700       | 1,291     | 1,993  | 0.1 | 35.1 | 64.8 |
| 1994  | 1         | 595       | 1,445     | 2,041  | 0.0 | 29.2 | 70.8 |
| 1995  | 3         | 698       | 1,390     | 2,091  | 0.1 | 33.4 | 66.5 |
| 1996  | 11        | 861       | 1,266     | 2,138  | 0.5 | 40.3 | 59.2 |
| 1997  | 8         | 928       | 1,226     | 2,162  | 0.4 | 42.9 | 56.7 |
| 1998  | 5         | 783       | 1,371     | 2,159  | 0.2 | 36.3 | 63.5 |
| 1999  | 7         | 531       | 1,626     | 2,164  | 0.3 | 24.5 | 75.1 |
| 2000  | 8         | 649       | 1,494     | 2,151  | 0.4 | 30.2 | 69.5 |
| 2001  | 16        | 602       | 1,531     | 2,149  | 0.7 | 28.0 | 71.2 |
| 2002  | 14        | 488       | 1,679     | 2,181  | 0.6 | 22.4 | 77.0 |
| 2003  | 13        | 593       | 1,580     | 2,186  | 0.6 | 27.1 | 72.3 |
| 2004  | 17        | 756       | 1,420     | 2,193  | 0.8 | 34.5 | 64.8 |
| 2005  | 20        | 910       | 1,265     | 2,195  | 0.9 | 41.5 | 57.6 |
| 2006  | 18        | 984       | 1,170     | 2,172  | 0.8 | 45.3 | 53.9 |
| 2007  | 17        | 895       | 1,259     | 2,171  | 0.8 | 41.2 | 58.0 |
| 2008  | 13        | 724       | 1,361     | 2,098  | 0.6 | 34.5 | 64.9 |
| 2009  | 8         | 470       | 1,527     | 2,005  | 0.4 | 23.4 | 76.2 |
| Total | 231       | 21,617    | 30,007    | 51,855 | 0.4 | 41.7 | 57.9 |

以上の4つの表から、dfixedA<0（当該年度中に「その他の有形固定資産」を増加させ

た企業) の比率を示す F 列の数字の推移を次図に示す。



v4=9のクラスでこの比率が一貫して最も高いが、とりわけ「Bの時代」にその程度がはなはだしく、ピークの1990年度には73.2%に達した。この水準から1994年度の29.2%に急落し、いったん1997年度の42.9%に上昇した後、2002年度の22.4%に低下し、その後かなり急速に上昇した。比率が最も低かったv4=5のクラスでも「Bの時代」にはほぼ40%の水準で推移し、その後、20%強の水準に向けて徐々に低下した。

たとえばVI-2に見たdland<0の企業の比率は、製造業のv4=9では、1991年度のピークで50.8%から、2000年代の20%程度の水準に向けて一貫して低下した。40%強の水準で推移した「Bの時代」のdland<0の企業の比率が、この時期の急激な地価上昇の影響によるものか否かを知る術はない。

## VIII-2. lfixedA と dfixedA の分布の推移：全規模と規模別

——製造業、卸・小売業、不動産業、建設業、さらに娯楽業、宿泊業

設備投資に焦点を合わせるから、製造業および卸・小売業を中心にして(v4=5~9)、不動産業と建設業を対比し(v4=5, 8, 9)、さらに娯楽業と宿泊業を加える(v4=8, 9)。

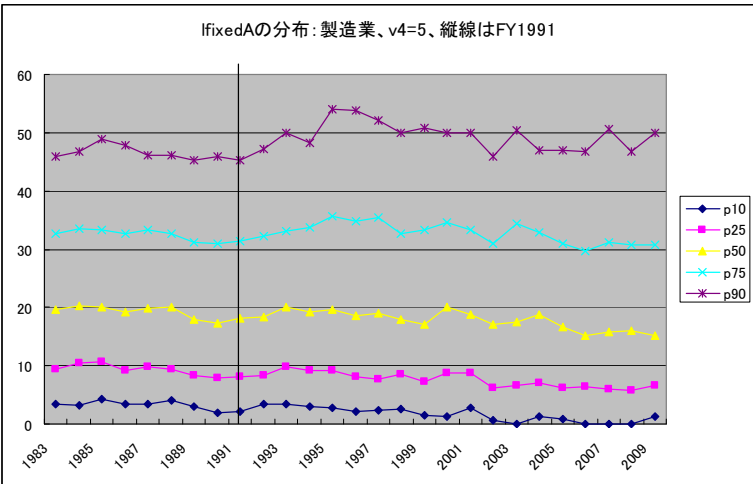
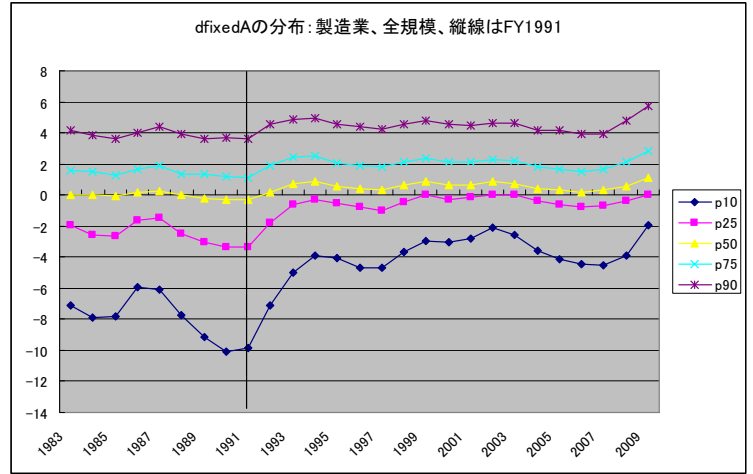
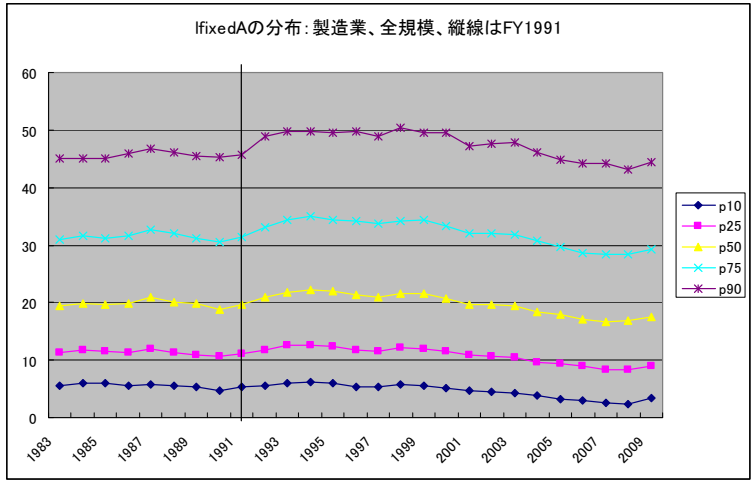
### [製造業]

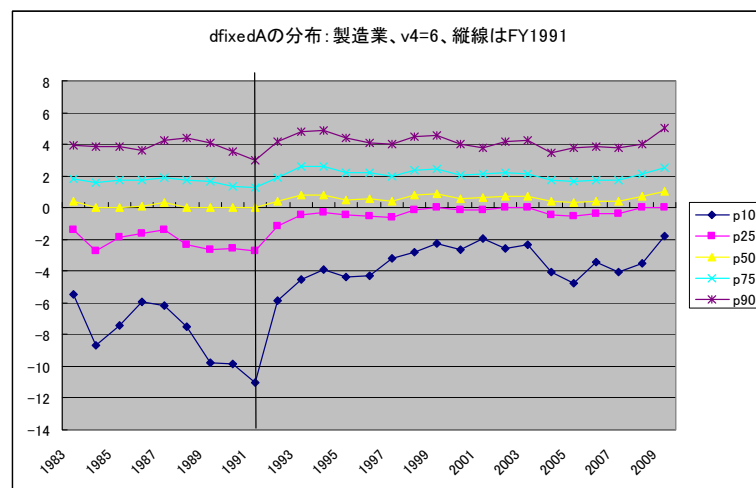
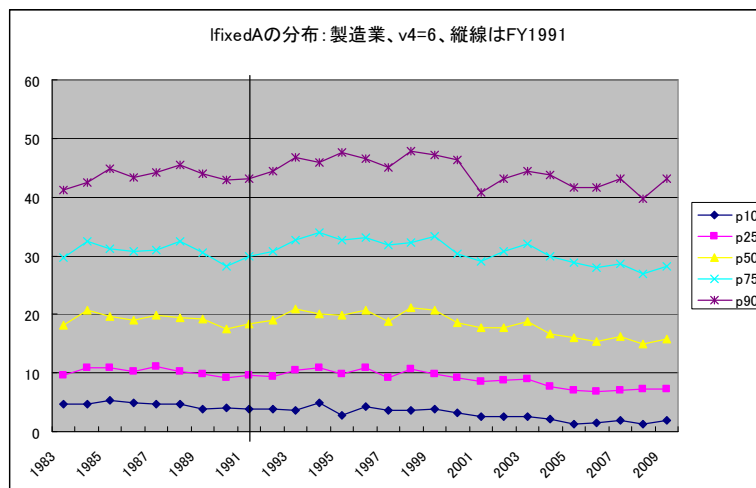
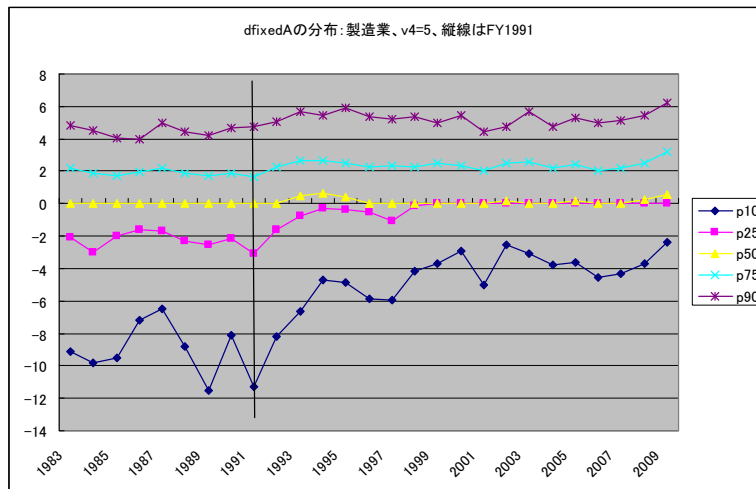
製造業については、lfixedA と dfixedA の分布の推移表のいずれについても、全規模および各規模(v4=5~9)のどのケースでもパターンに大きな差はない。全規模とv4=9のケースを念頭において注目点を要約し、IV-4に見た土地投資に関するlland と dland の分布の推移表の検討結果と比較する。

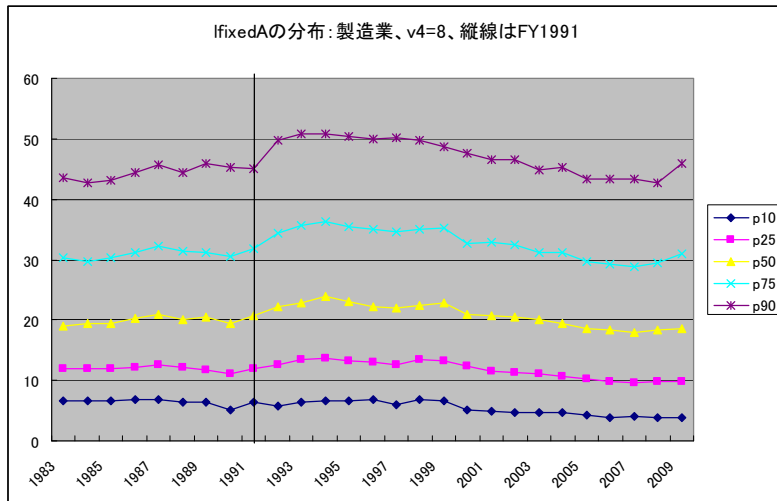
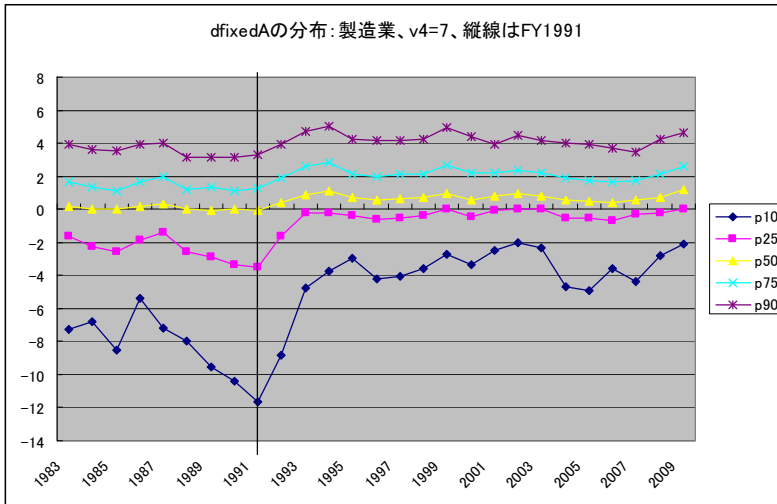
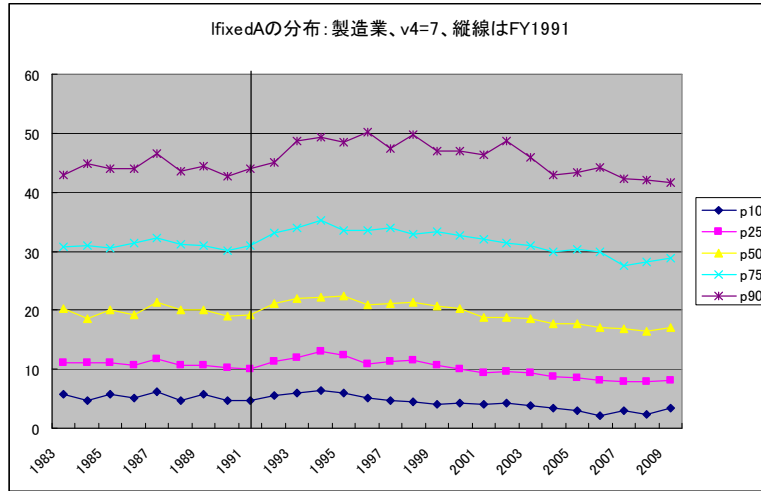
不動産業について、該当箇所、同様の比較を簡単に試みる。その他の産業分野に関する比較検討は読者自らが試みられればよい。

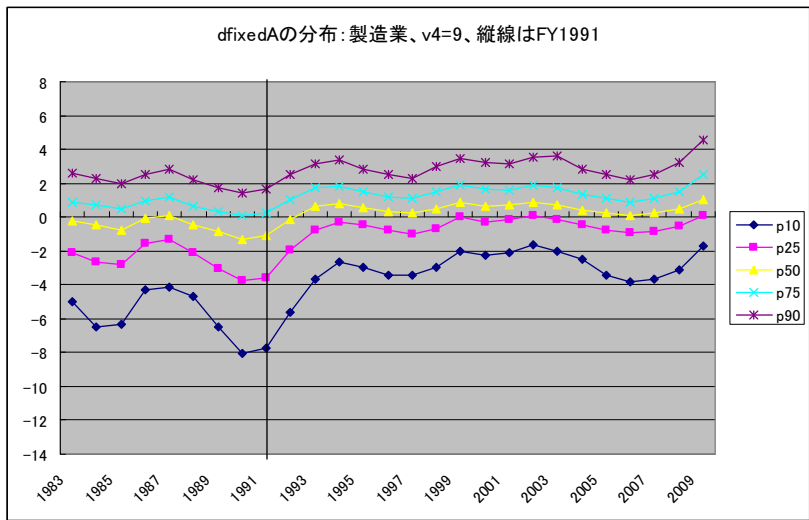
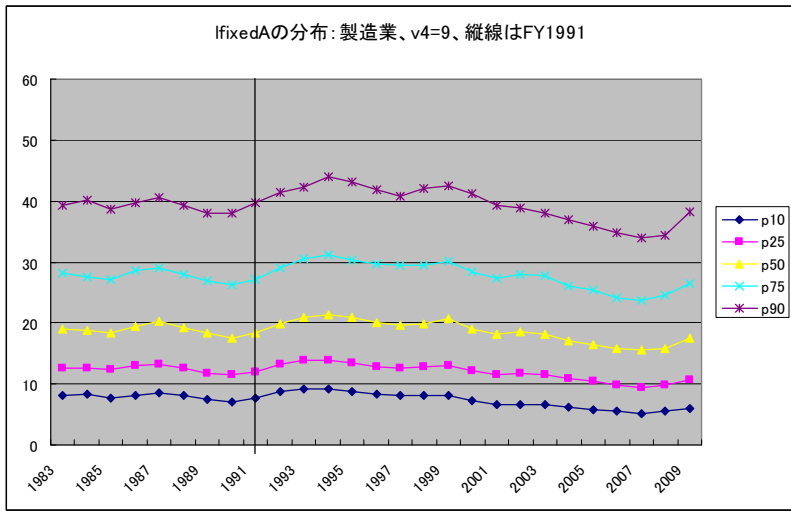
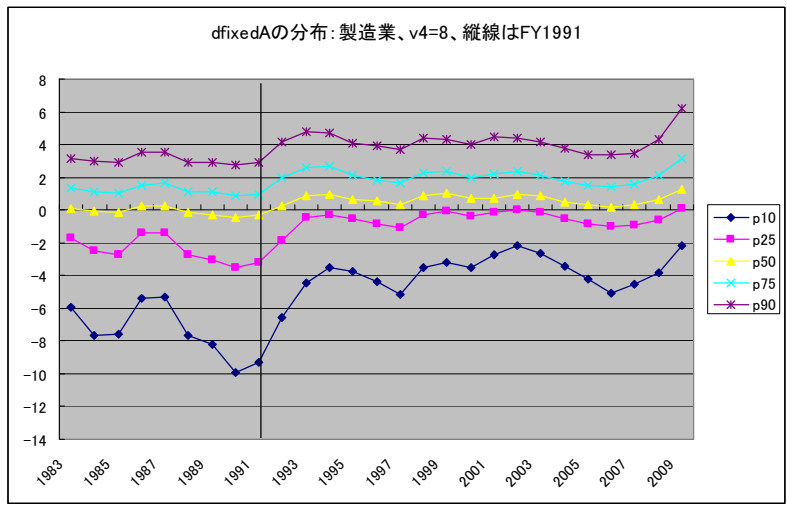
- (1) lfixedA の水準は検討期間を通じてほぼ同水準で推移した。これに対し、lland の水準は 1980 年代後半から 2000 年代初頭まで一貫して上昇し、その後少し低下した。
- (2) lfixedA と lland のいずれについても 1980 年代後半の水準は、1990 年代の水準を下回る。lfixedA は  $v4=9$  で数%下回った。
- (3) 1980 年代後半の水準で見ると、 $v4=9$  の p90 で、lfixedA が 40%程度であったのに対し、lland は 10%強の水準に位置した。その後、lland は 2003 年頃の 23%の水準に向けて一貫して上昇した。lland の p90 のピークの水準は lfixedA の p90 が一貫して位置した水準のほぼ半分の水準であった。
- (4) 保有額の残高の分布全体で見ると、製造業企業の土地保有額の総資産に占める比率 (lland) は、「それ以外の有形固定資産」保有額の比率(lfixedA)の半分以下の水準で推移した。
- (5) dfixedA の分布は 1980 年代後半にはバラツキ大きく、その後バラツキは縮小した。このパターンは、全規模と各規模の図のすべてに共通する。1980 年代後半に大きかった分布のバラツキがその後縮小した点は dland にも共通である。しかし、規模別に見ると、1980 年代後半でも、バラツキが比較的大きかったのは  $v4=7$  以上の規模クラスに限られた。
- (6) dland についても分布のバラツキが大きかった 1980 年代後半の時期の  $v4=9$  に限定して比較すると、dland の p10 の絶対値が最大となった 1991 年度で-2.4%であった。これに対し、dfixedA の p10 のピークは 1990 年度の-8%であり、p25 でも-3.9%、p50 でも-1.8%であった。dland では p25 のピークで-0.6%であり、p50 はほぼ一貫して 0 の水準で推移した。
- (7) VIII-1 に見た如く、製造業の  $v4=9$  で見て、dland<0 の企業の比率は、1980 年代後半の時期に、dfixedA<0 の企業の比率を極端に大きく下回るわけではなかった。しかし、金額ベースの絶対値で見る dland は dfixedA を大きく下回った。参加企業数と投資金額規模に注目すると、この時期の製造業企業では、より多くの企業が土地投資に比して圧倒的に大きな金額を設備投資（土地以外の有形固定資産投資）に振り向けたのであり、設備投資ブームとでも呼ぶべき状況にあった。
- (8) (7)の結論を導くに際し、(i) この時期には土地価格が急上昇していたから、保有土地の評価換えの結果として dland<0 となった企業も存在したこと、(ii) 減価償却分を上回る fixedA の増加がなければ dfixedA<0 とならないこと、(iii) ここで「設備投資」と呼んでいるのは「土地を除いた有形固定資産」の増加分のこと（狭義の「設備投資」）であり、新規土地取得の少なからぬ部分も設備投資の一環と考えるのが妥当と思われる（広義の「設備投資」）ことを考慮に入れたほうがよいかもしれない。そうであるとすれば、(7)の結論は、はなはだ控えめなものであることになる。





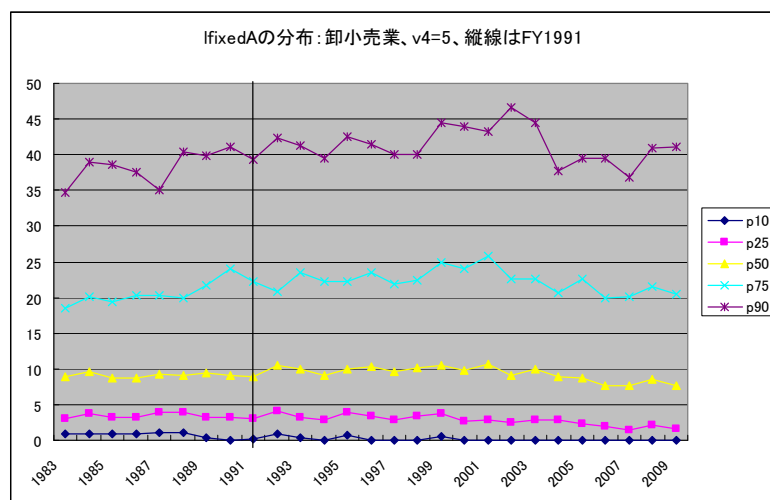
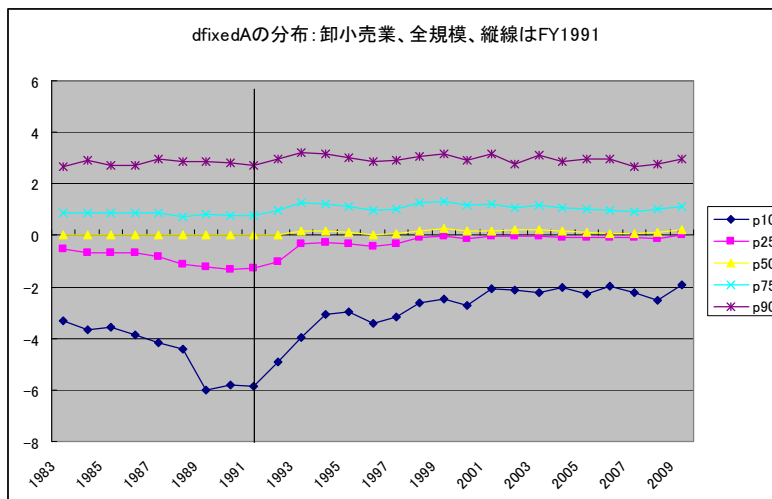
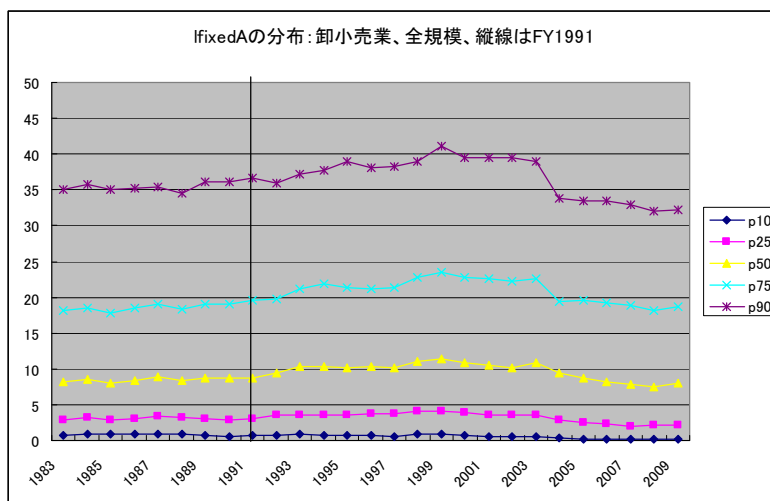


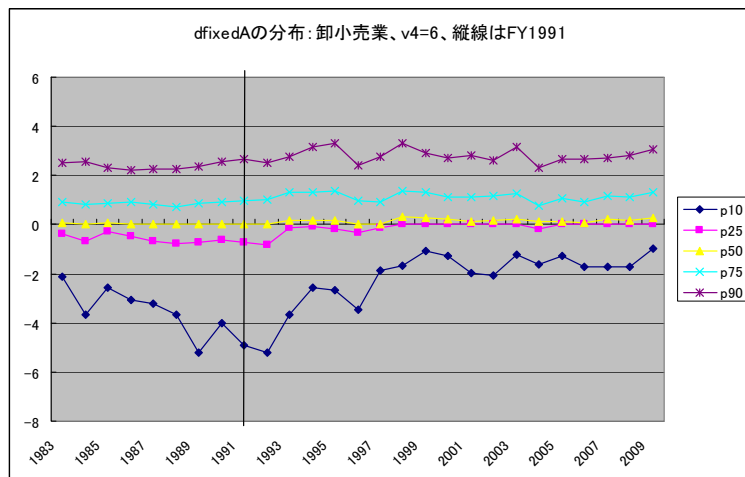
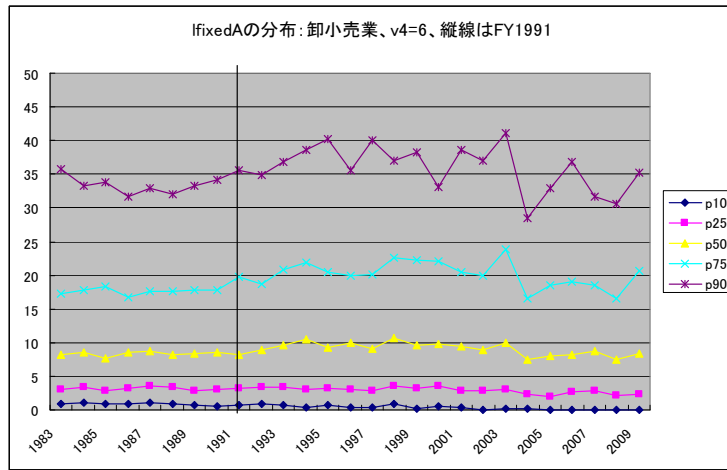
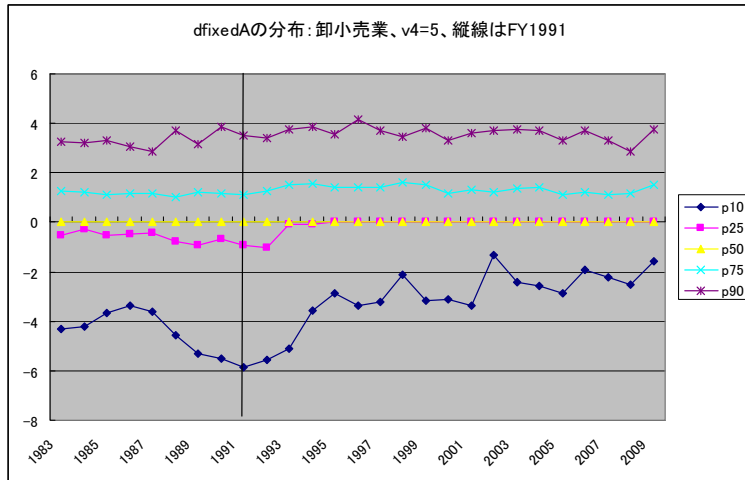


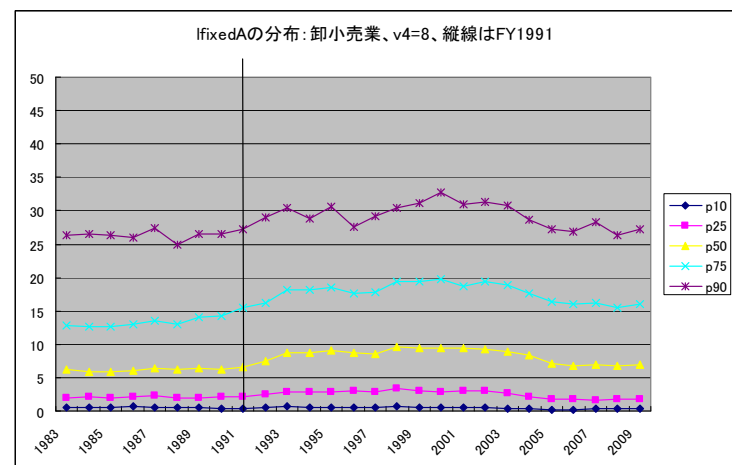
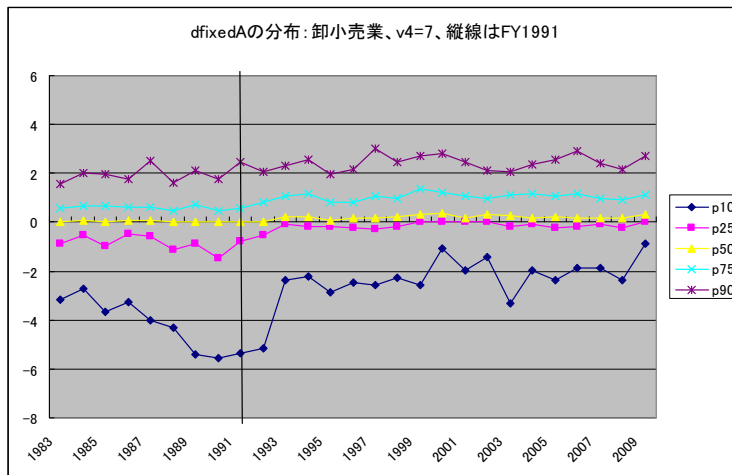
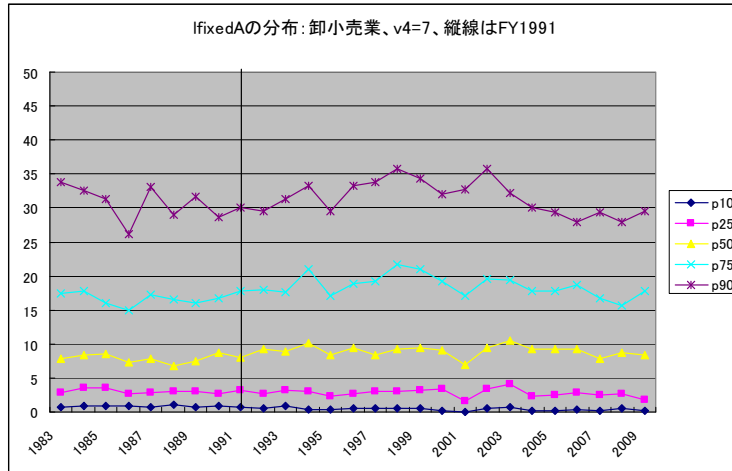


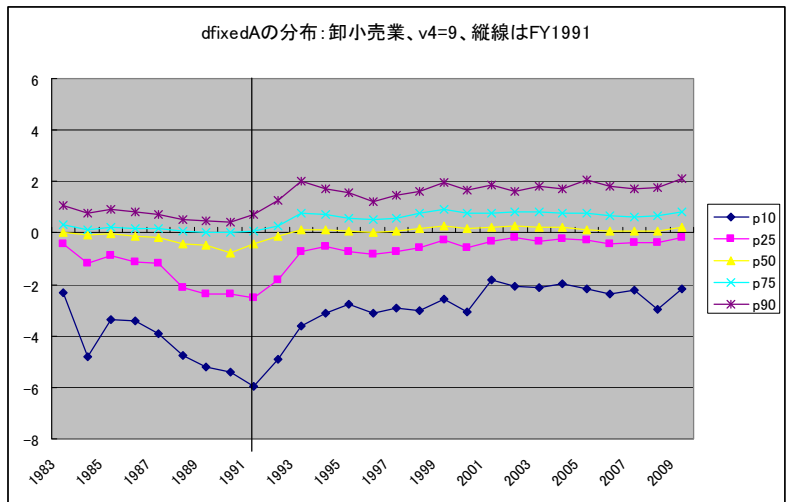
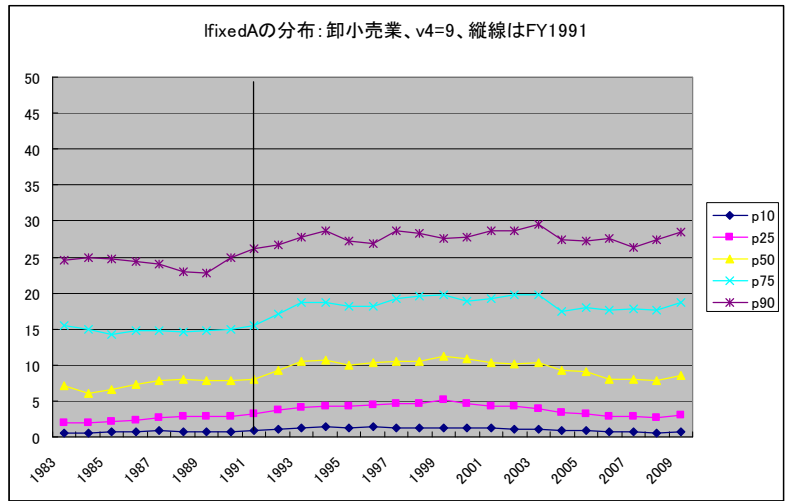
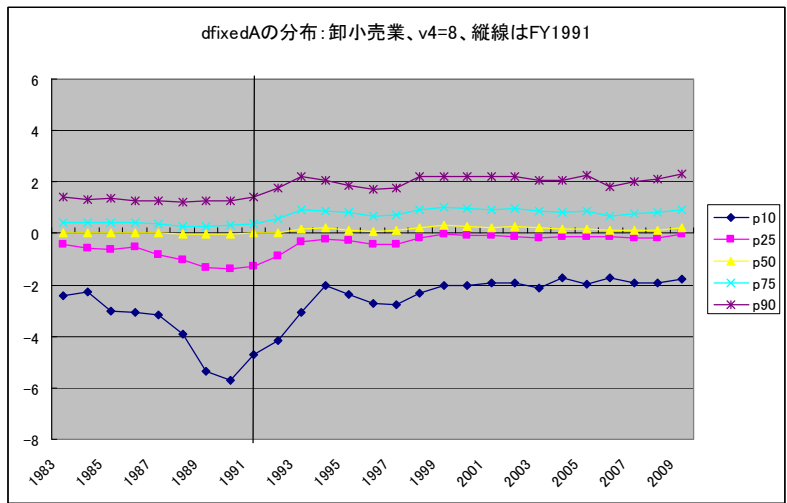
[卸・小売業]

製造業との比較においては、目盛りに注意。卸・小売業の方が、lfixedA と dfixedA のいずれでも目盛りが荒くなっている。









[不動産業] 全規模と規模別 (ただし、v4=5, 8, 9 のみ)



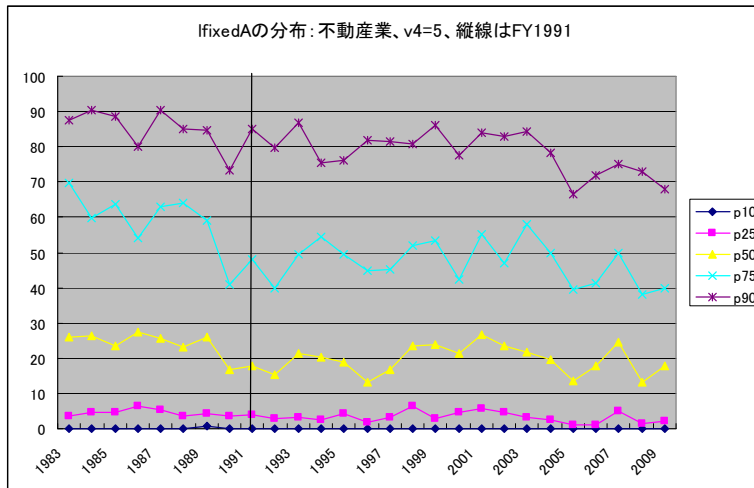
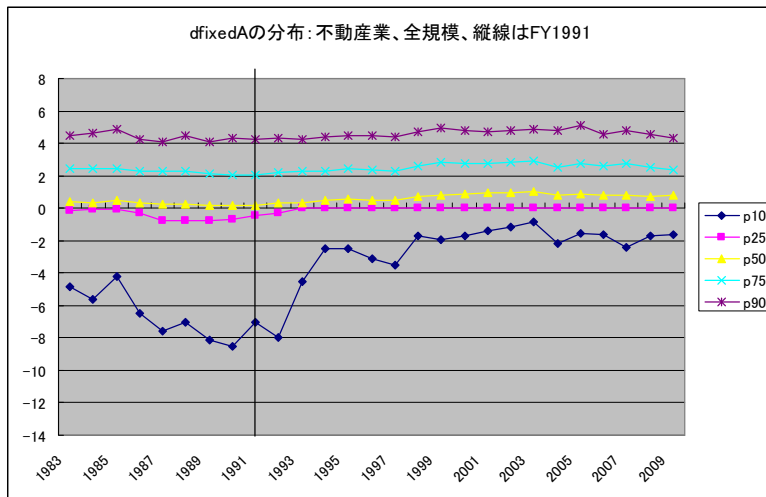
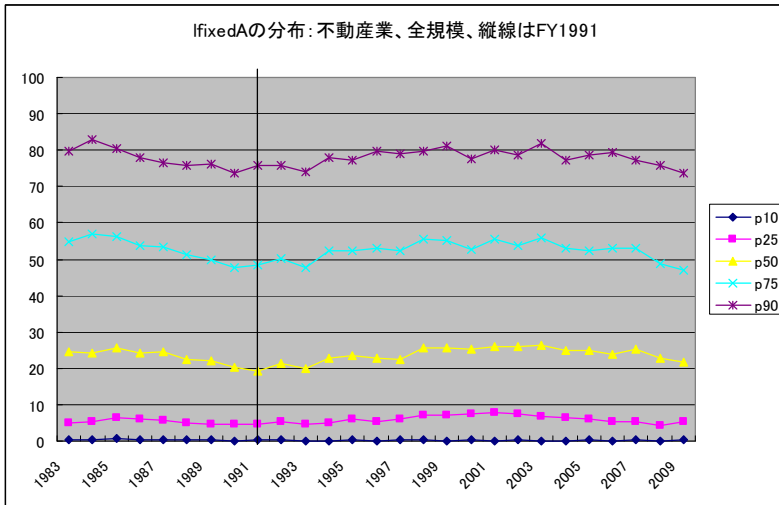
VIII-2 冒頭の製造業企業の lfixedA と dfixedA の分布の推移に関する要約と、lland と dland の分布の推移との比較を念頭に置いて、不動産業企業の lfixedA と dfixedA の分布の推移に関する以下の図の内容を要約する。

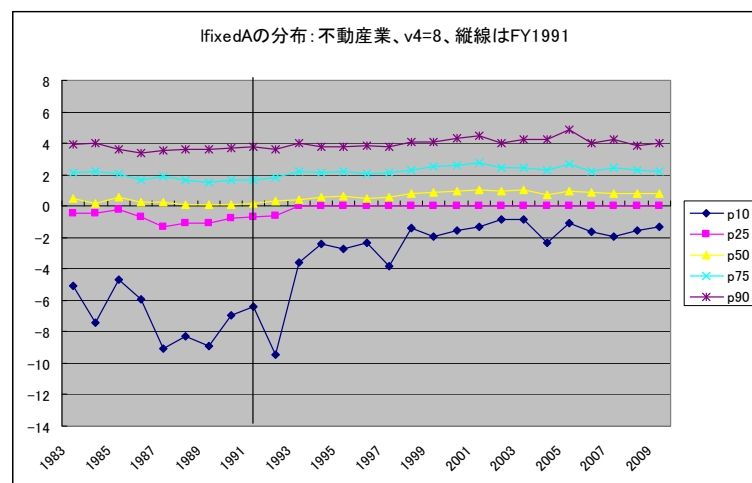
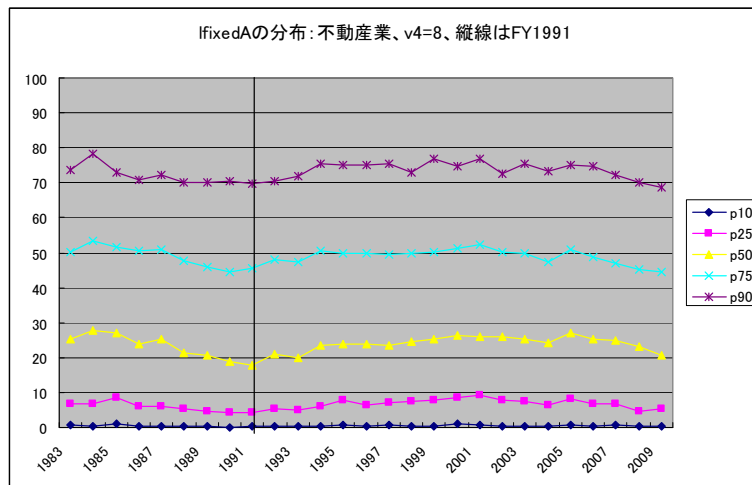
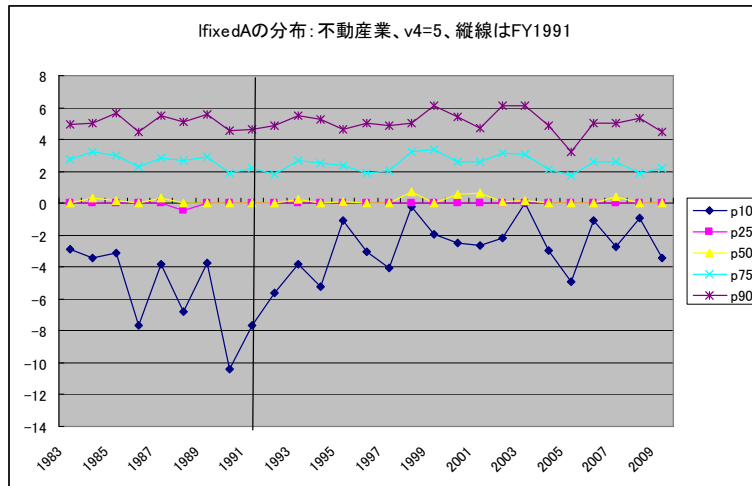
lfixedA と dfixedA の分布については、製造業のケースと同様、全規模および各規模（ただし、v4=5、8、9のみ）のいずれのケースでもパターンに大きな差はない。全規模およびv4=9のケースを念頭に置いた注目点の要約である。

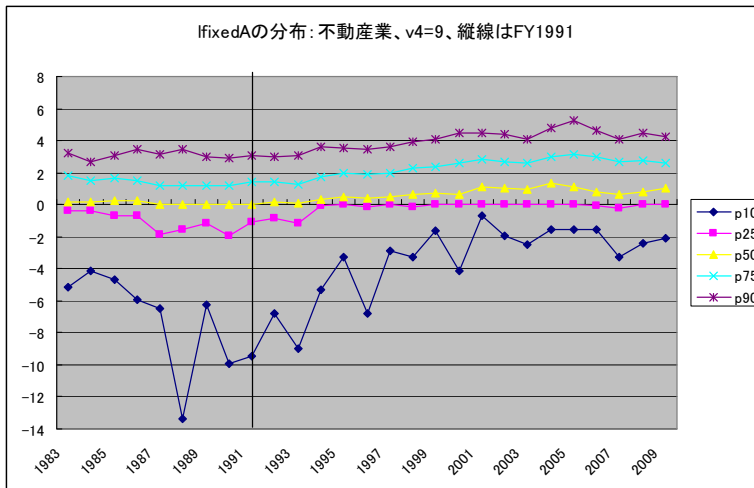
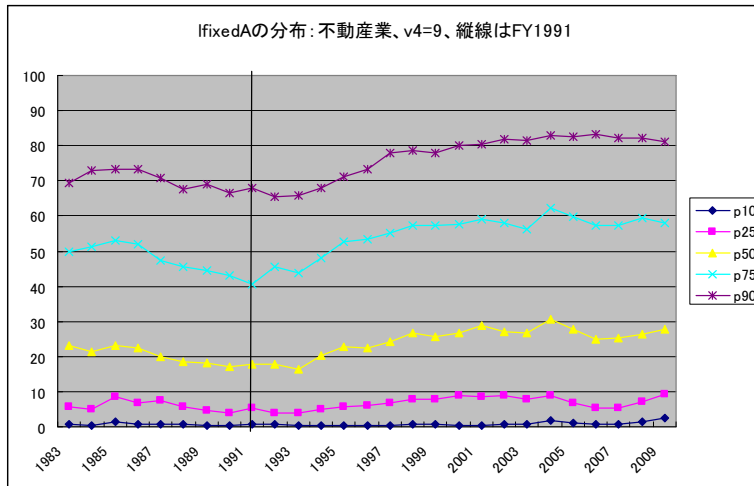
- (1) lfixedA は不動産業についても期間中ほぼ同水準で推移した。これに対し、lland の水準は、とりわけ大規模企業グループで 1980 年代後半から 2000 年前後にかけて一貫して上昇した。
- (2) lland と同様、lfixedA の水準は 1980 年代後半に比して 1990 年代にはむしろ上昇した。逆ではない。
- (3) 1980 年代後半の時期の lfixedA については、v4=9 の p90 で、70%程度水準でむしろ低下気味であった。これが 2000 年前後にかけて 80%強の水準に上昇する。これに対し、lland の v4=9 の p90 は、1980 年代後半は 40%台の水準に位置し、その後 2000 年頃の 60%の水準まで一貫して上昇した。製造業のケースほどではないが、不動産業でも lfixedA の水準は lland の水準を大きく上回った。たとえば、v4=5 の p50 を見ても、lfixedA は lland を一貫して上回った。

dfixedA と dland の分布の推移を見ても、不動産業に関する観察事実は製造業に関して先に見たものと大きくは変わらない。

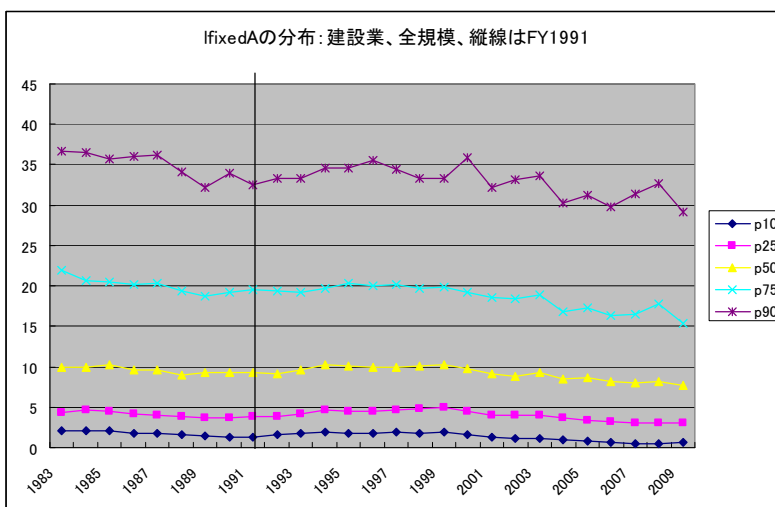
- (4) dfixedA の分布は 1980 年代後半にはバラツキが大きく、その後バラツキは縮小した。このパターンは、全規模と各規模の図のすべてに共通する。1980 年代後半に大きかった分布のバラツキがその後縮小した点は dland にも共通である。しかし、規模別に見ると、1980 年代後半でも、バラツキが比較的大きかったのは v4=7 以上の規模クラスに限られた。
- (5) dland についても分布のバラツキが大きかった 1980 年代後半の時期の v4=9 に限定して比較すると、dland の p10 の絶対値が最大となった時点で-9.04%程度であった。これに対し、dfixedA の p10 のピークは 1988 年度の-13%強であった。p25 ではピークで dland の方がやや上回る時点があり、p50 はいずれもほぼ 0 の水準で推移した。
- (6) 少なくとも、1980 年代後半の時期の不動産業で「土地」投資が「土地以外の有形固定資産」投資を大きく上回り固定資産投資の支配的形態であったということはない。土地新規取得の多くが設備投資の一環を構成すると考えれば、不動産業においても 1980 年代後半の時期は、土地投資ブームであったというよりは設備投資ブームであったと考えてよい。

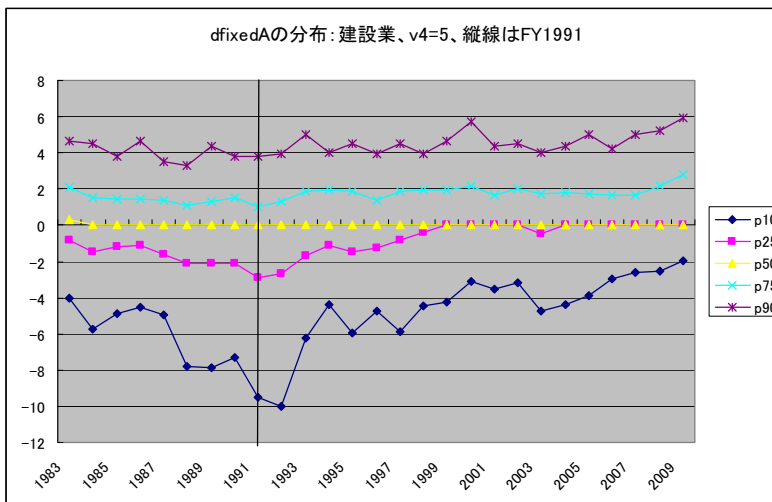
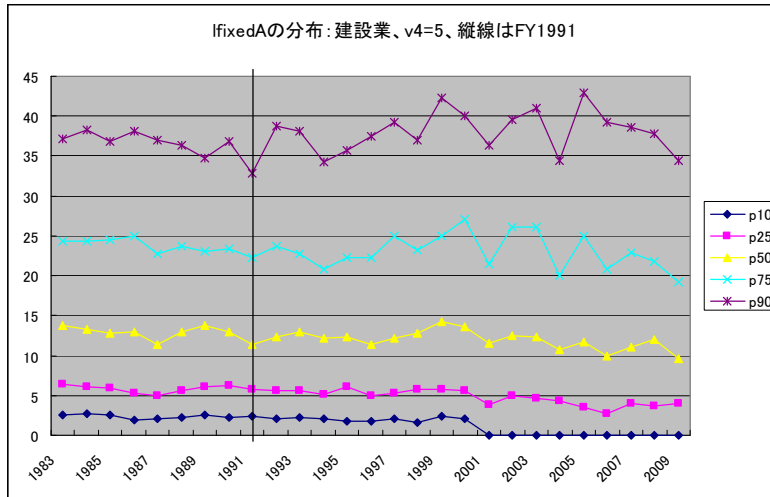
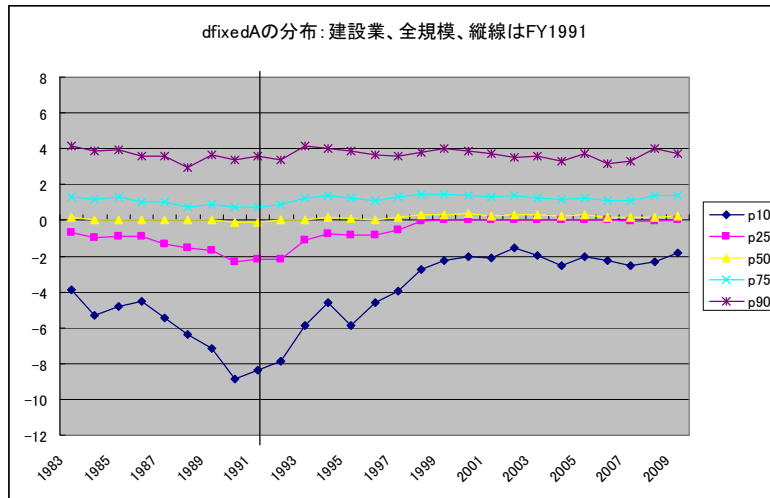


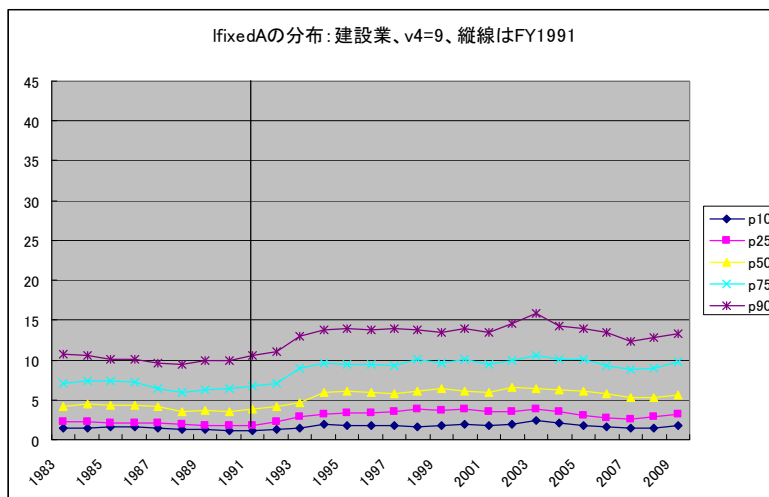
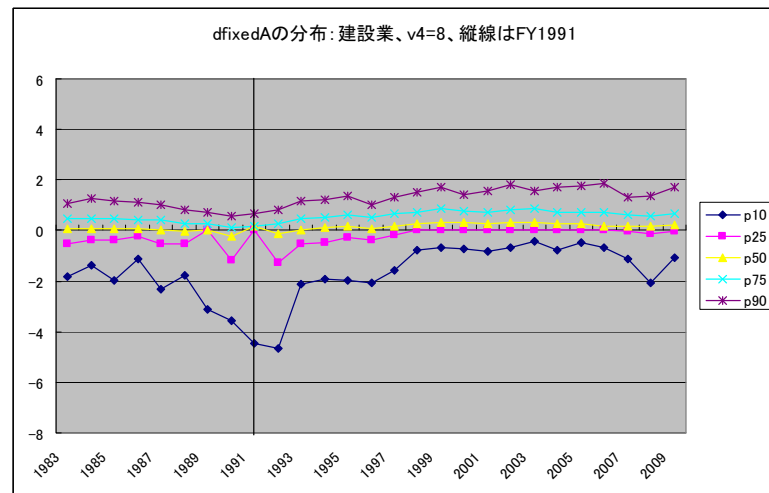
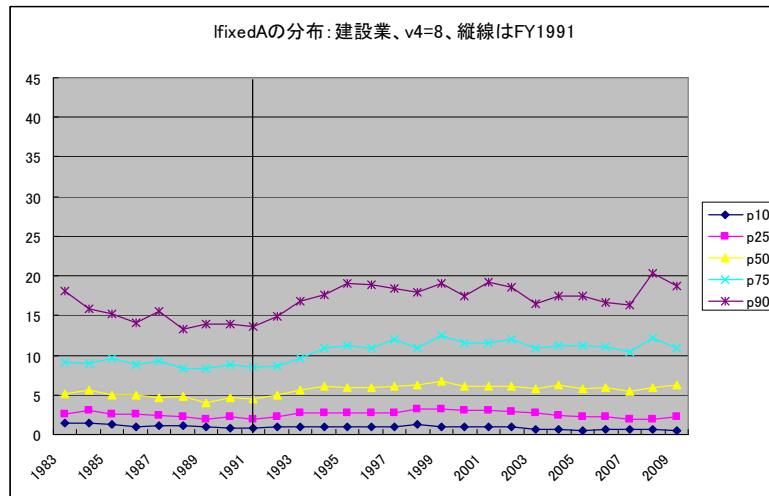


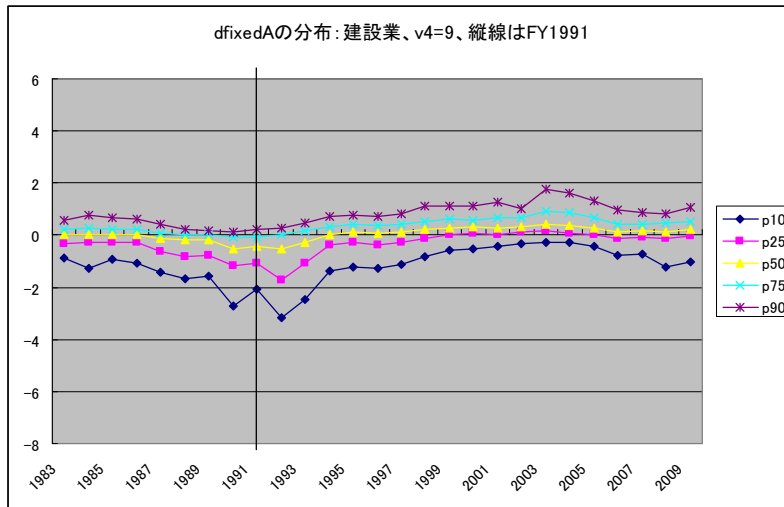


[建設業の lfixedA と dfixedA の分布] 全規模と規模別 (ただし、v4=5, 8, 9 のみ)







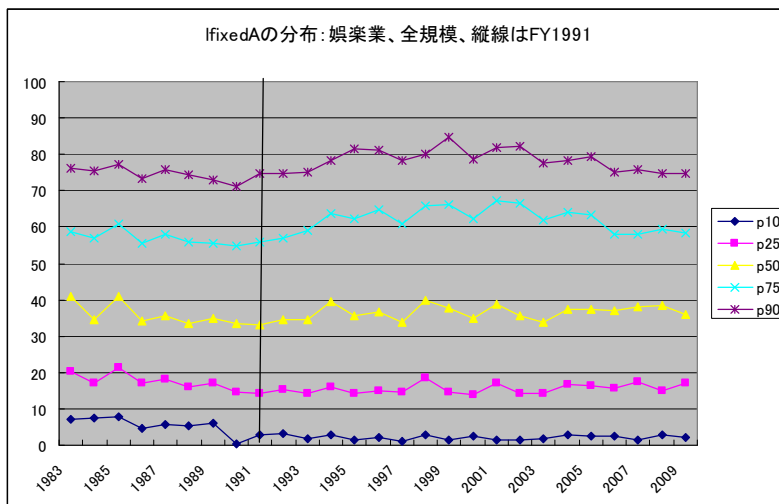


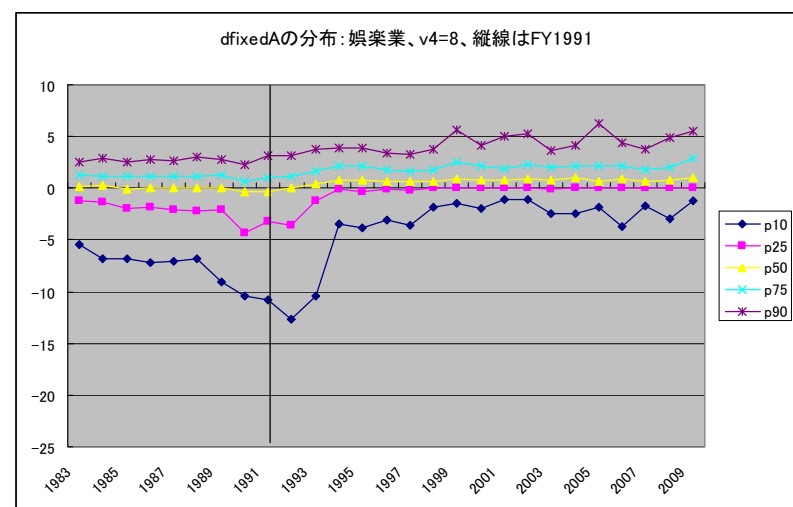
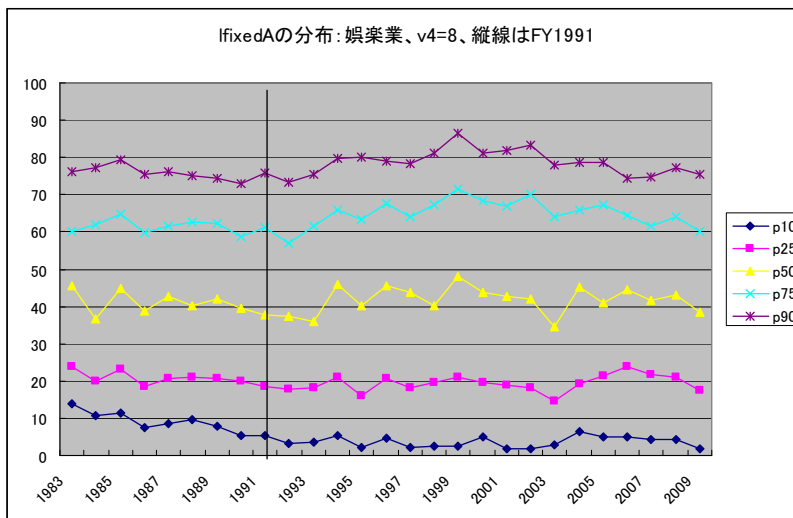
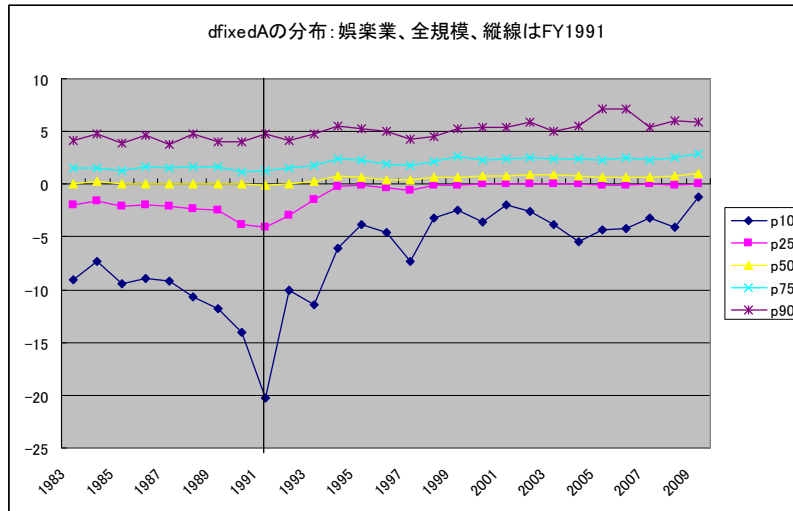
[娯楽業と宿泊業の lfixedA と dfixedA の分布] 全規模と規模別（ただし、v4=8, 9のみ）

両分野とも、sample 数はほぼ 500 社であり、うち v4=8 がほぼ半分を占める。v4=9 は 1 割から 2 割を占め、1980 年代半ばに 50 社程度だが、2001 年にかけて 130 社程度に増加し、その後減少した。

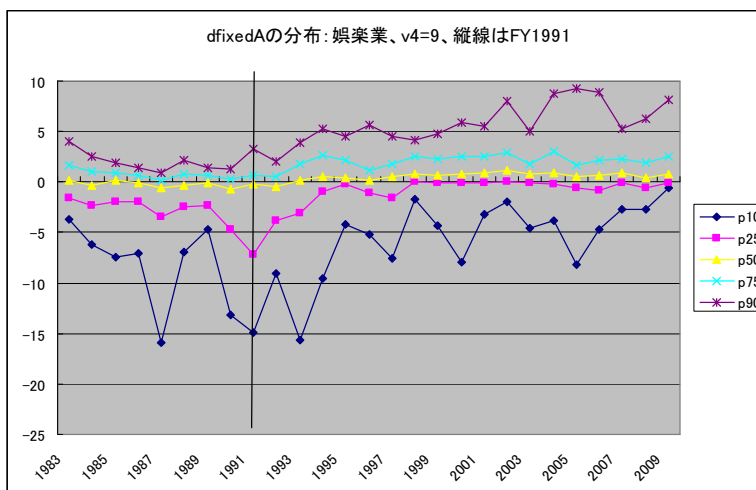
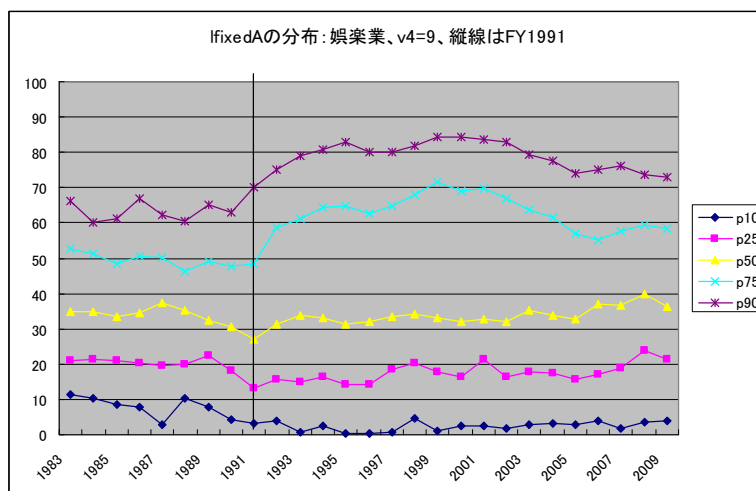
lland と dland（特に後者）の動向はこの両分野ではほとんど目立たない。このため、lland と dland の動向について検討した V ではこれら両分野は省略した。lfixedA と dfixedA の動向に注目する VIII では両分野についても見る。

[娯楽業]

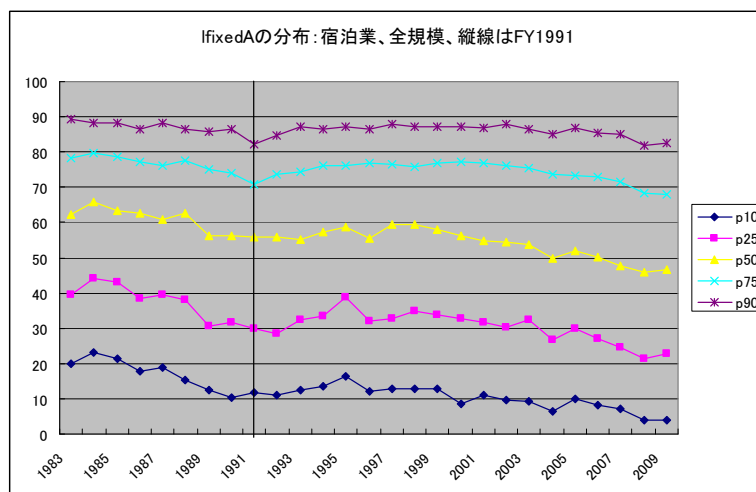


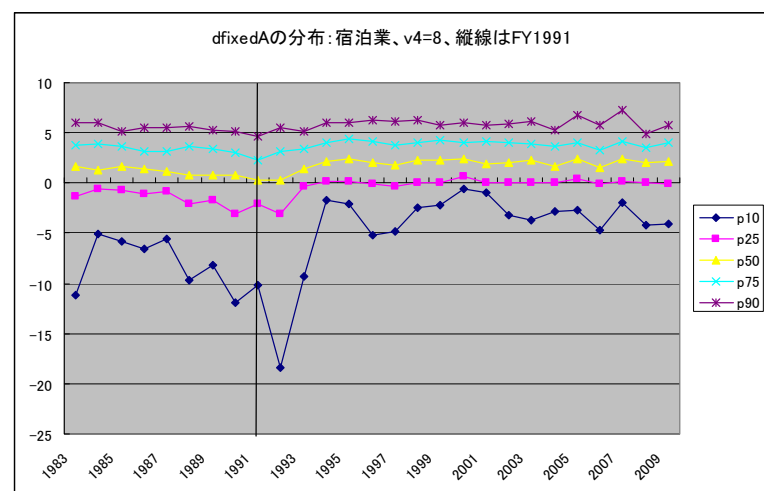
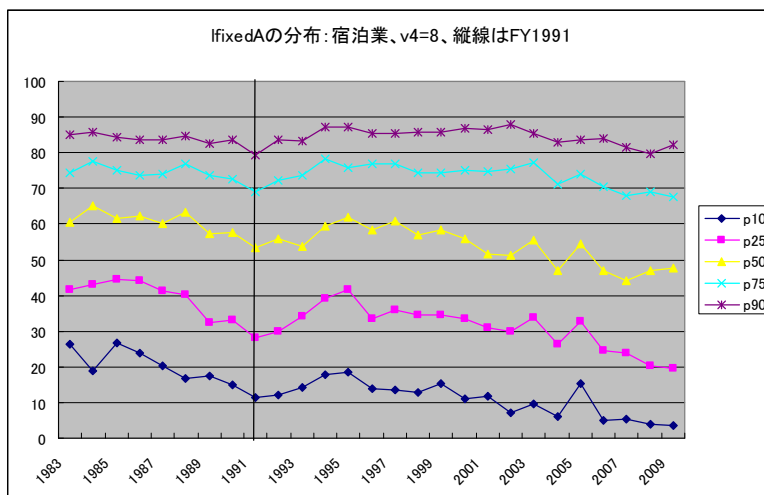
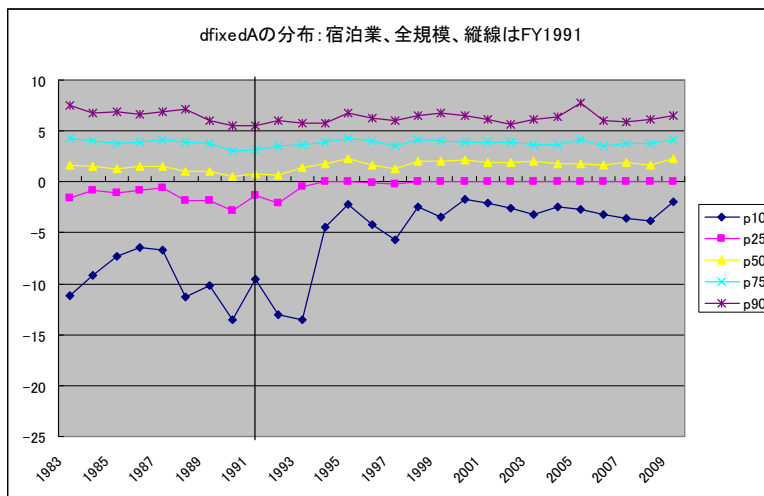


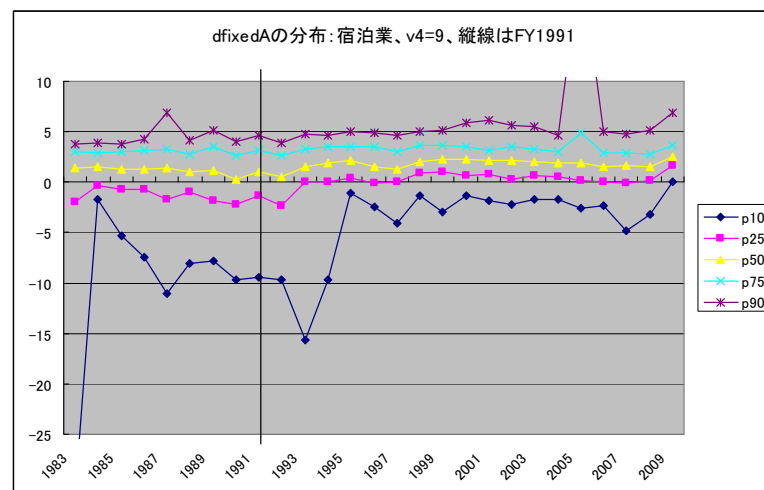
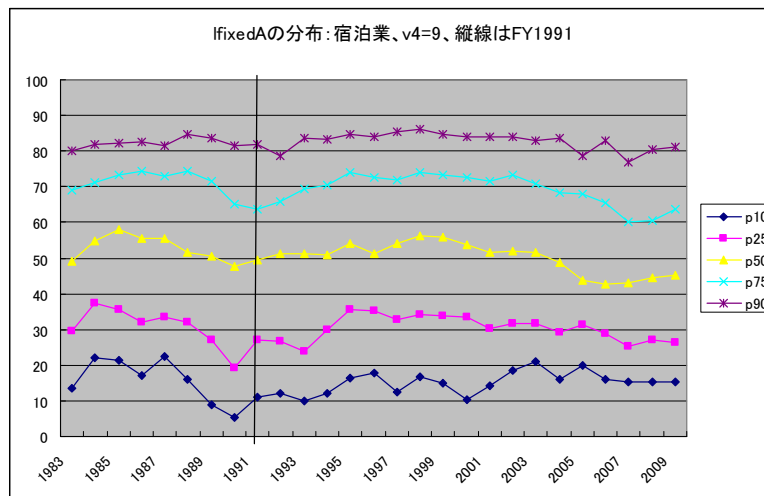




[宿泊業] v4=9 の dfixedA では 2 箇所極端な値が現れる。目盛りを他に合わせたので、これらの値は枠外になっている。







## IX. lland でクラス分けした dland の分布と lfixedA でクラス分けした dfixedA の分布

IX では、各分野について、lland の高さでクラス分けしたグループごとの dland の分布の推移と、lfixedA の高さでクラス分けしたグループごとの dfixedA の分布の推移についてみる。

lland あるいは lfixedA の高さでクラス分けして dland あるいは dfixedA の分布について検討するのは、以下の考え方に基づく。たとえば、不動産業や製造業に属する企業といっても内容・実態は多様である。不動産業では、たとえば、オフィスビル・テナントビルや賃貸マンションのような保有不動産の運用をビジネスの中心とする企業と、不動産の売買や賃貸の仲介をビジネスの中心とする企業では、不動産関連資産の保有や新規投資に関わる企業行動に大きな違いがあるだろう。同様に、製造業では、素材供給型企業などの総資産に占める生産設備の比重が高い企業と、加工・組立型企業などその比重が低い企業とでは、設備投資行動に大きな違いがあるだろう。いかなる要因によるものであるにせよ、現実には選択される lland や lfixedA の水準は検討対象企業に関する重要な情報を含む可能性がある。そのような要因の特定化を試みることはしないが、lland や lfixedA の水準に応じてクラス分けした企業グループごとに dland や dfixedA の分布の推移を検討することにより、かかる要因に起因する noise を control できるかもしれない。

また、かりに land や fixedA を同じ分布に従う比率で変動させる（というランダムな選択に従う）とすれば、dland や dfixedA の分布で両裾の部分に支配的な影響を及ぼすのは lland や lfixedA の高い企業の選択の結果であることになる。このため、異なるタイプの企業を含む企業群を一括して検討することが、一部の企業グループの行動を不適切な程度に重視する結果になりかねない。lland や lfixedA の水準に応じたクラス分けの採用により、この点の危険性の回避が可能となる。

以下に見る如く、lland の高さによるクラス分けを通じた dland の検討と、lfixedA の高さによるクラス分けを通じた dfixedA の分布の検討のいずれもが、次の意味でほとんど同じパターンを示す。各産業分野について見た lland あるいは lfixedA の水準のクラス別に見た全規模、規模別の dland あるいは dfixedA の分布の推移が、lland あるいは lfixedA の水準の高さに応じた異なるバラツキを維持しつつ、ほとんど同じパターンを示す。これは、検討対象企業が land や fixedA を同じ分布に従う比率で変動させる（というランダムな選択に従う）とする想定と整合的であり、一部の特異かつ極端な企業の異常な行動が dland や dfixedA の極端な値として観察されたとする見方を支持しない。1980 年代後半の土地投資や（狭義の）設備投資の「バブル」あるいは「ブーム」についていえば、一部の特異かつ極端な企業の異常な行動によるのではなく、多くの企業が姿勢・行動を積極化させた「ブーム」であったとする見方を支持する。

1980 年代後半は「設備投資ブームの時代」であったとする本論文の基本的見方・結論に沿って、検討対象分野の中心に製造業を置き、IX-1 の lland でクラス分けした dland の分布の推移の検討では不動産業と製造業について検討し、IX-2 の lfixedA でクラス分けした dfixedA の分布の推移の検討では製造業と卸・小売業について検討する。

IX-1. lland でクラス分けした dland の分布の推移の検討：不動産業と製造業

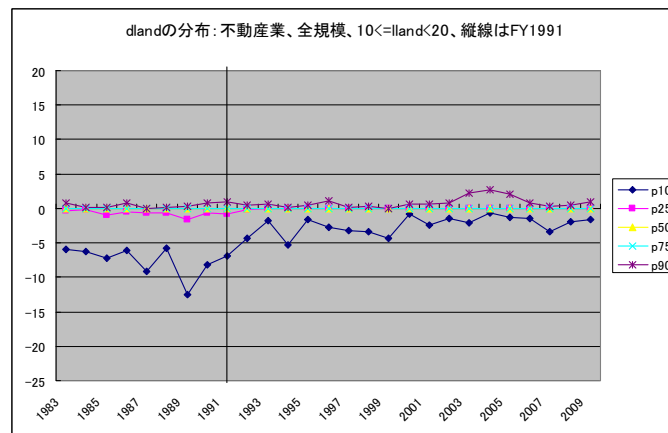
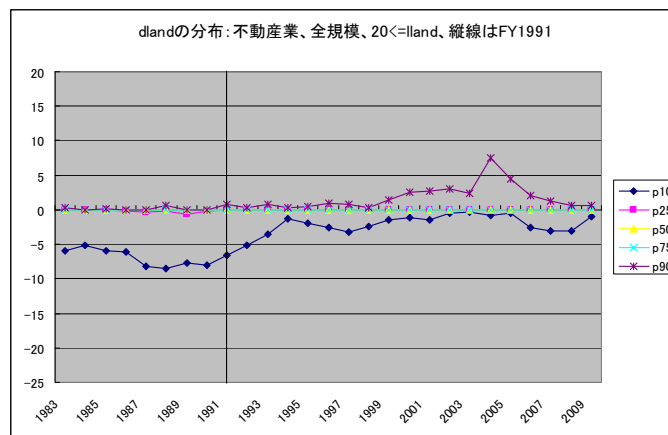
不動産業、製造業の順に lland でクラス分けした dland の分布の推移を見る。

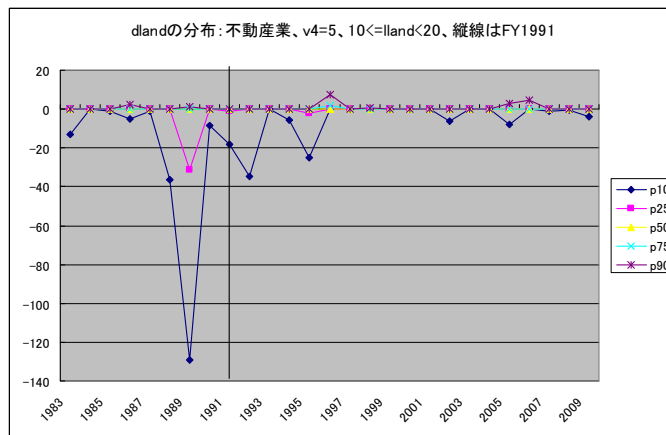
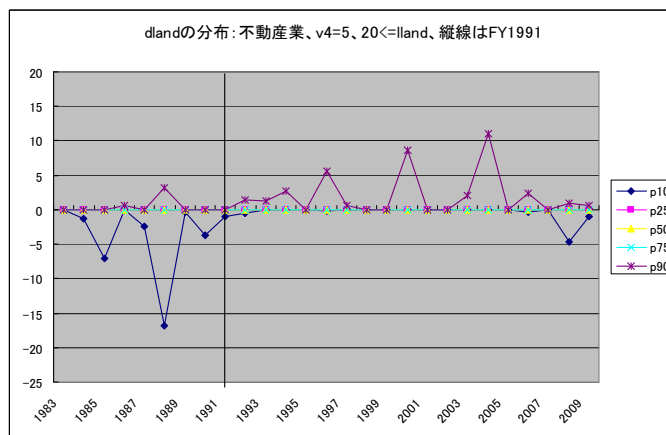
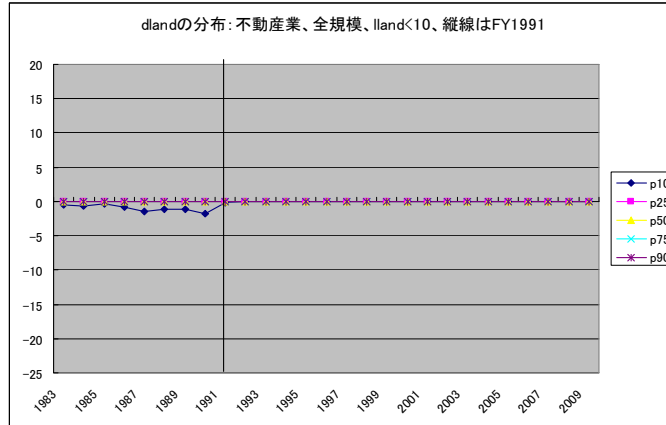
lland の水準によるクラス分けは、不動産業については  $20 \leq \text{lland}$ ,  $10 \leq \text{lland} < 20$ ,  $\text{lland} < 10$  の3区分、製造業については  $10 \leq \text{lland}$  と  $\text{lland} < 10$  の2区分である。

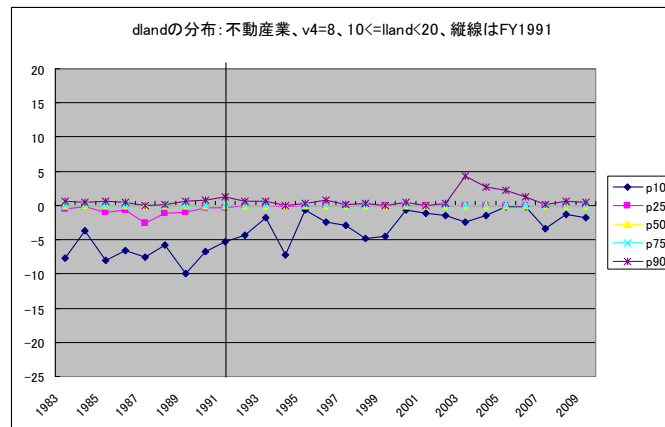
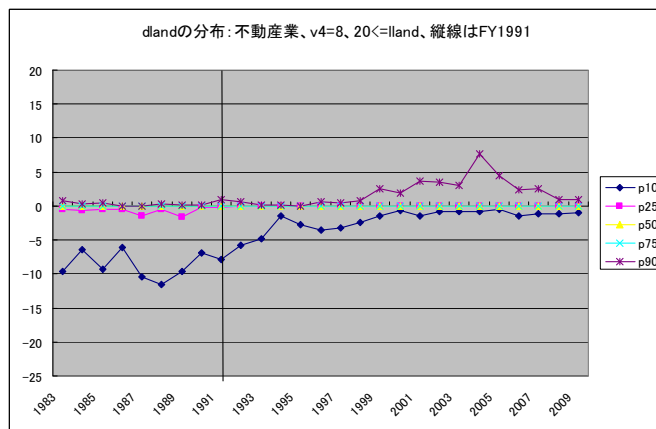
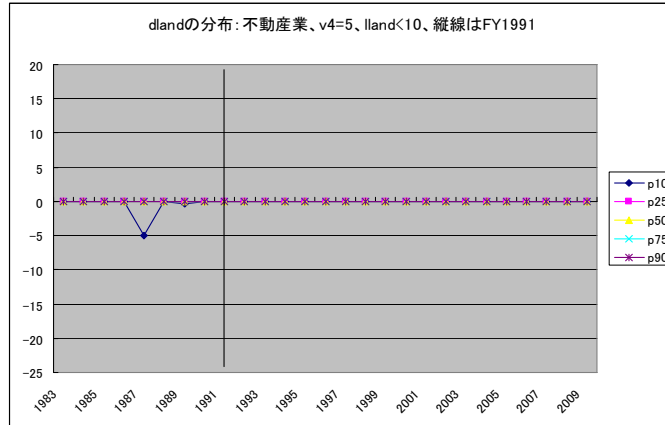
全規模と規模別 (v4=5、8、9) の順である。

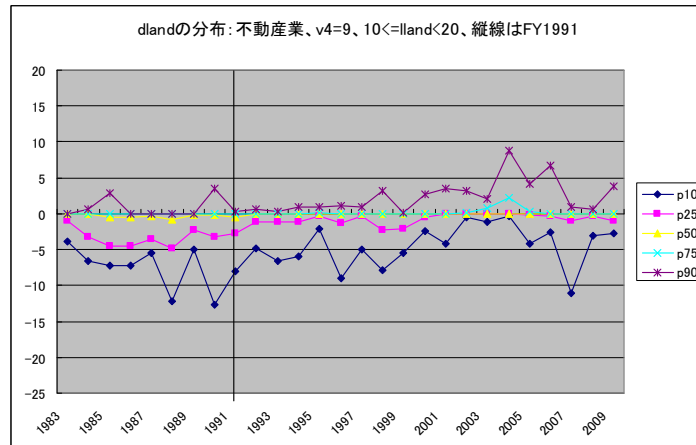
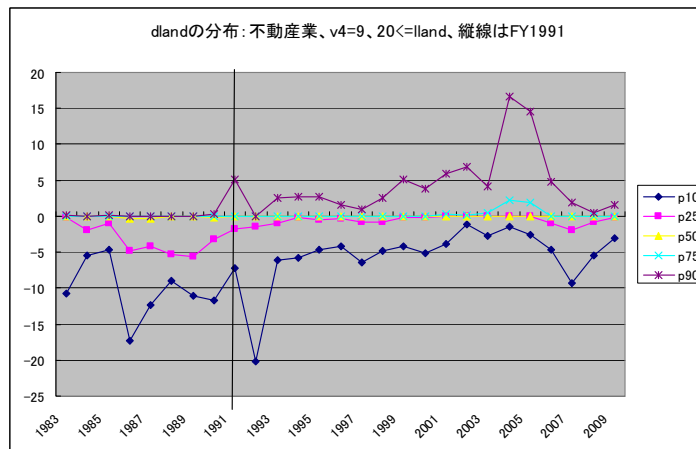
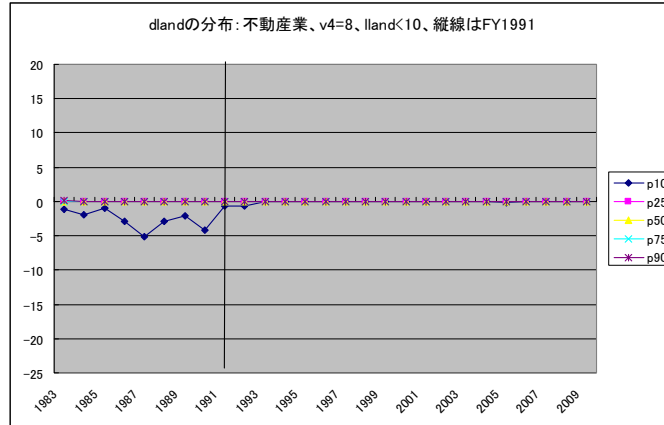
[不動産業]  $20 \leq \text{lland}$ ,  $10 \leq \text{lland} < 20$ ,  $\text{lland} < 10$  の順

v4=5 の  $10 \leq \text{lland} < 20$  ではマイナス側の目盛りに注意。

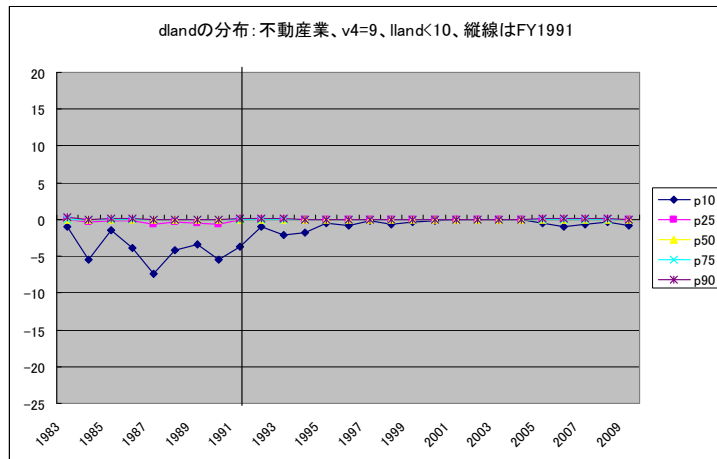






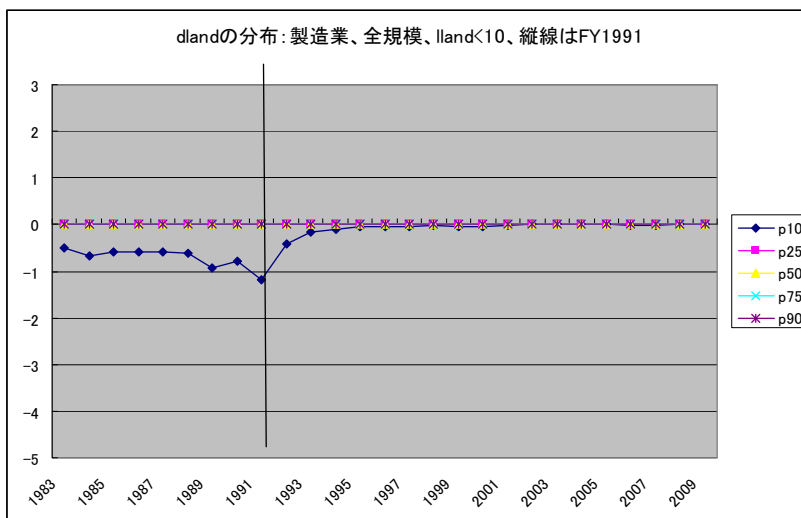
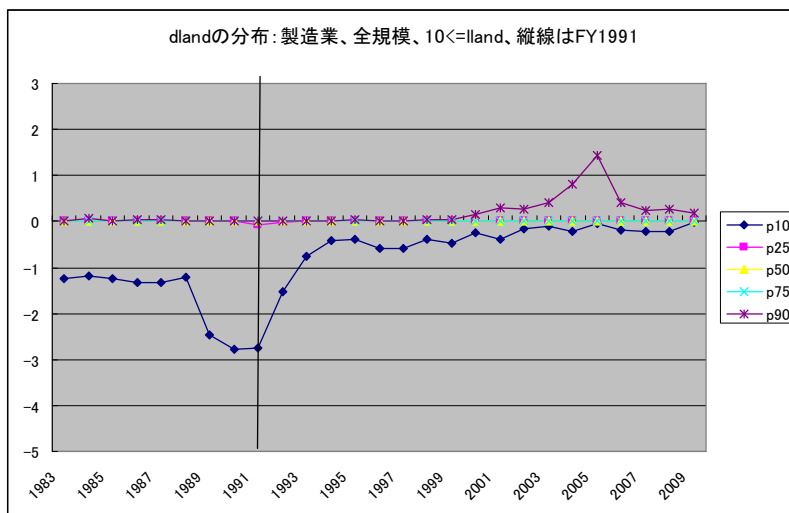


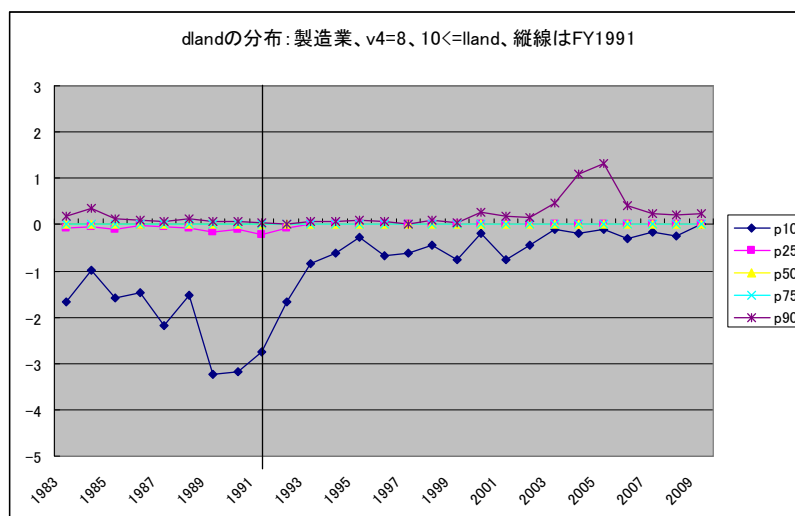
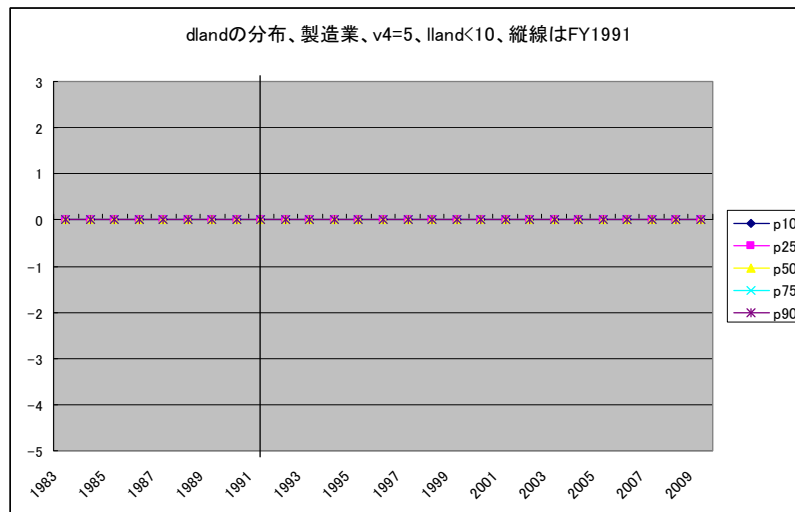
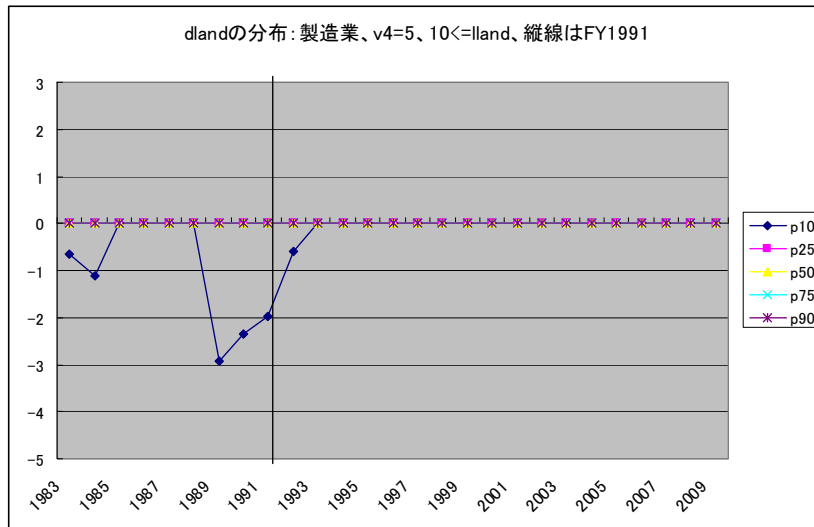


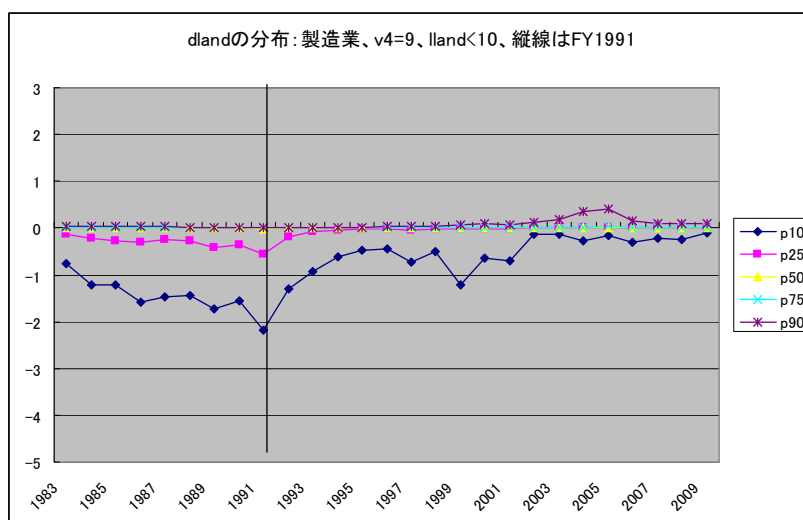
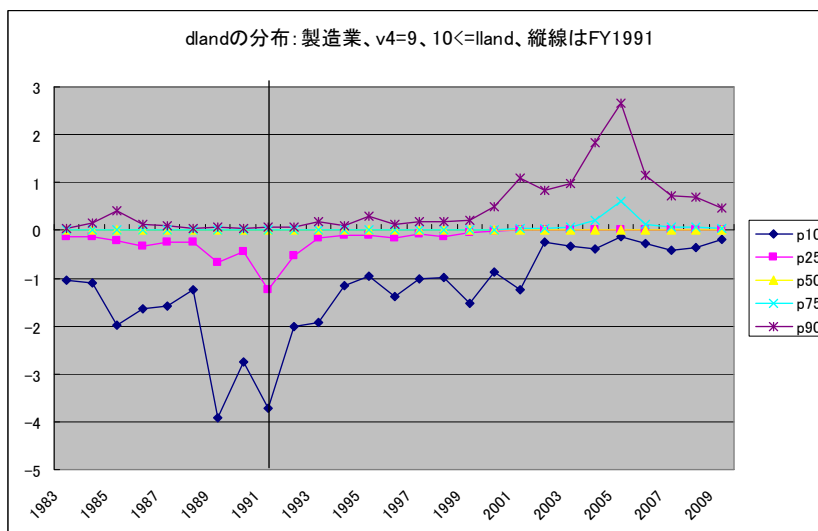
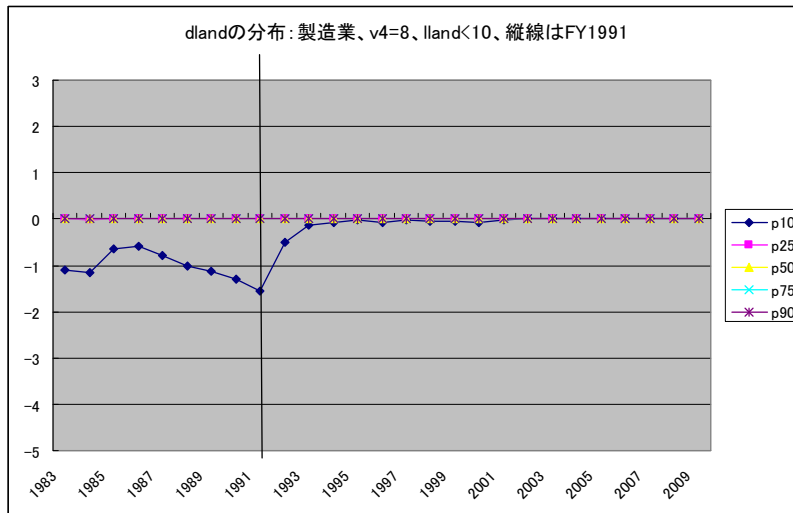


[製造業]  $10 \leq \text{lland}$ ,  $\text{lland} < 10$  の順

不動産業の結果との比較においては、目盛りの違いに注意。







IX-2. lfixedA でクラス分けした dfixedA の分布の推移の検討：製造業と卸・小売業

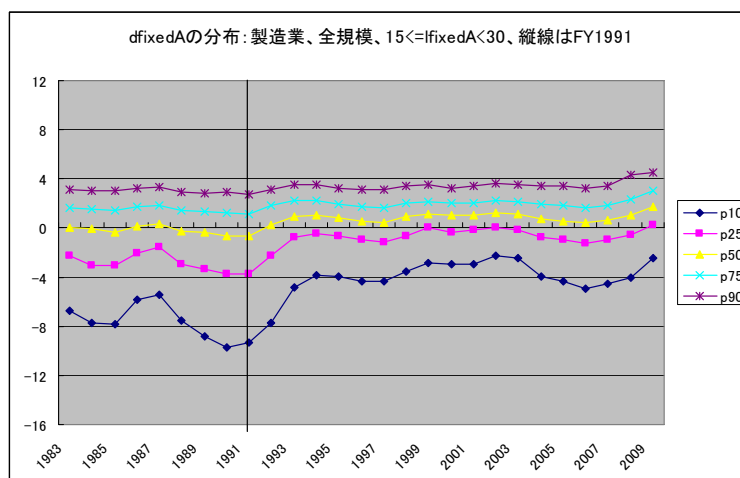
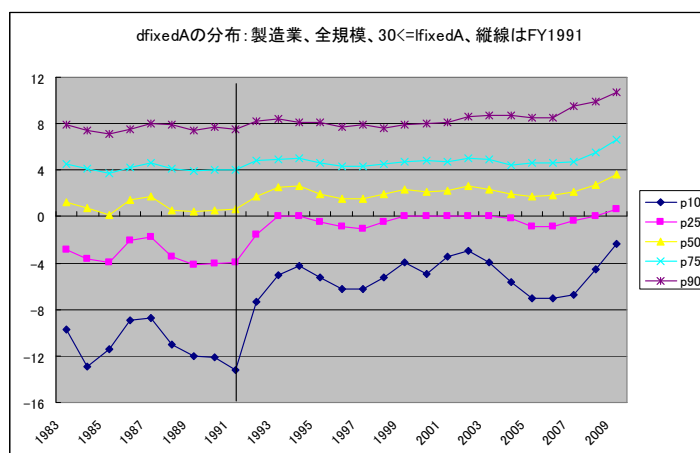
製造業、卸・小売業の順に  $lfixedA$  でクラス分けした  $dfixedA$  の分布の推移を見る。

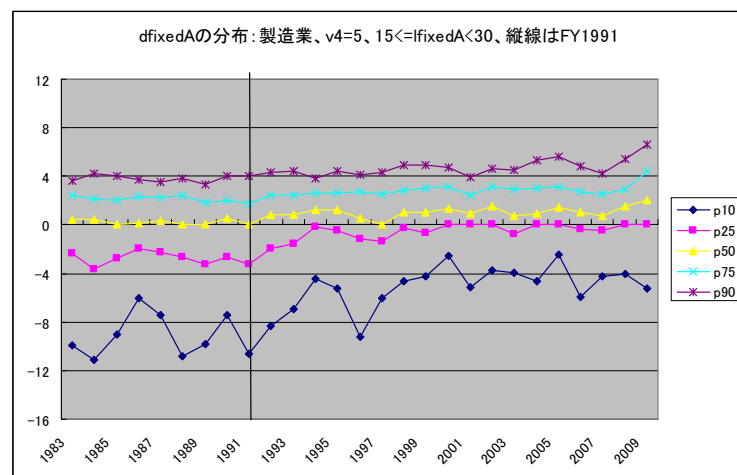
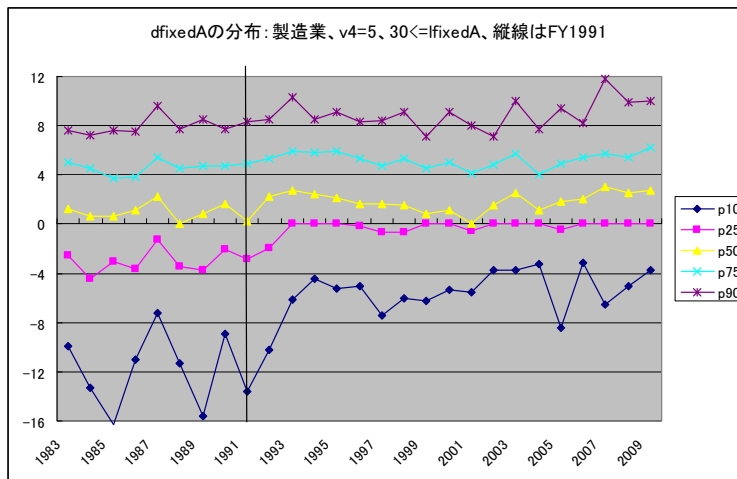
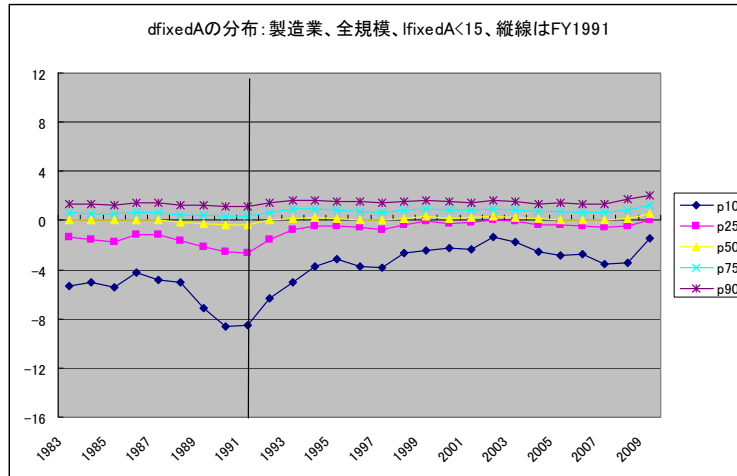
$lfixedA$  の水準によるクラス分けは、製造業については  $30 \leq lfixedA$ ,  $15 \leq lfixedA < 30$ ,  $lfixedA < 15$  の3区分、卸・小売業については  $20 \leq lfixedA$ ,  $5 \leq lfixedA < 20$ ,  $lfixedA < 5$  の3区分である。

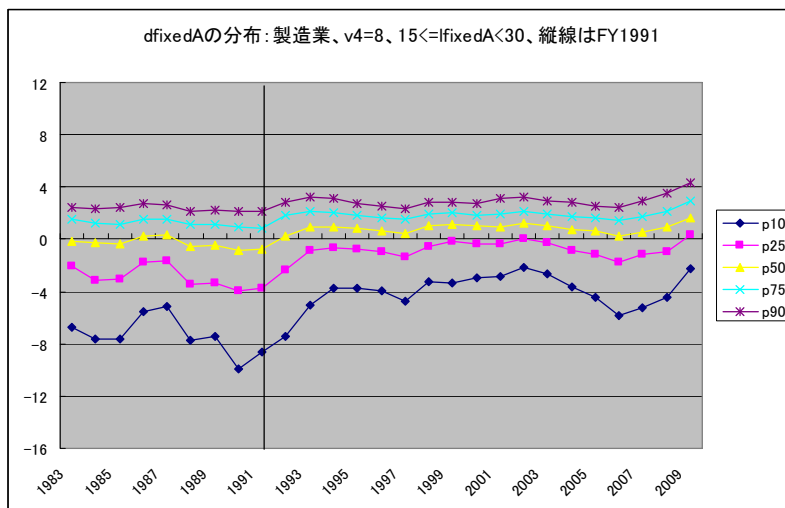
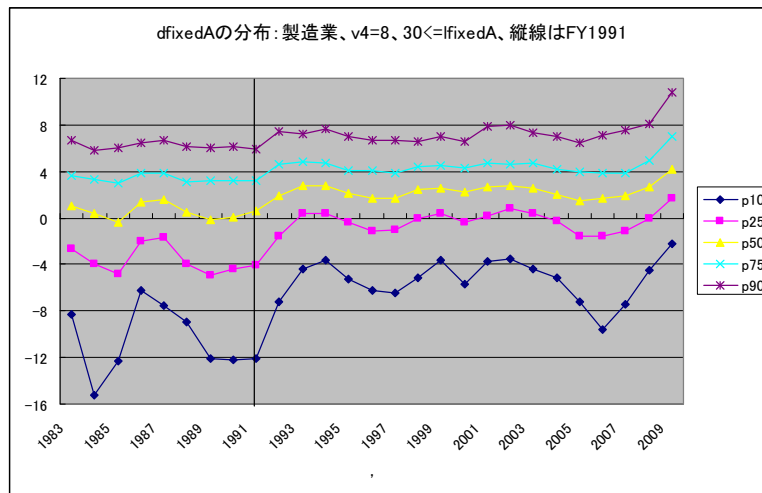
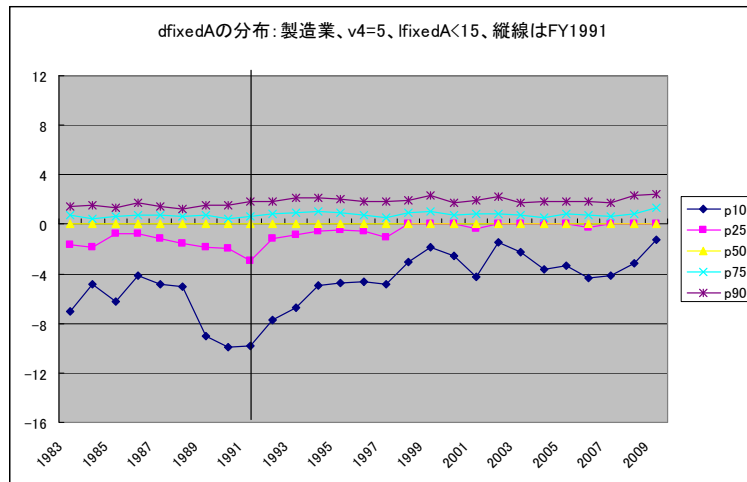
全規模と規模別 ( $v4=5$ , 8, 9) の順である。

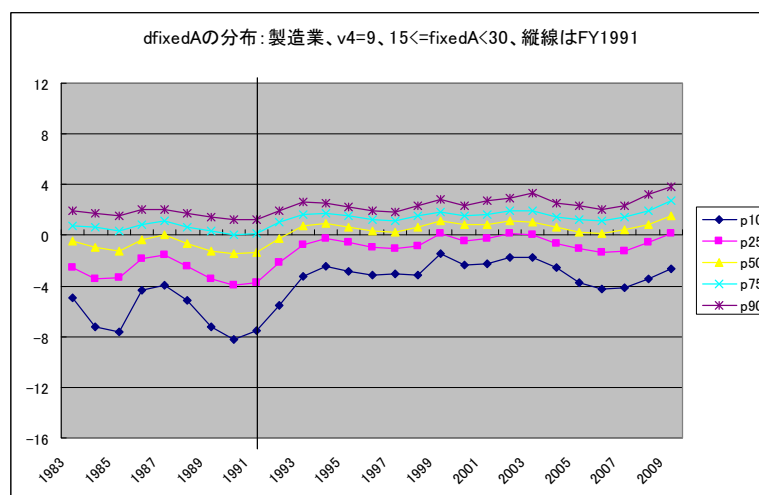
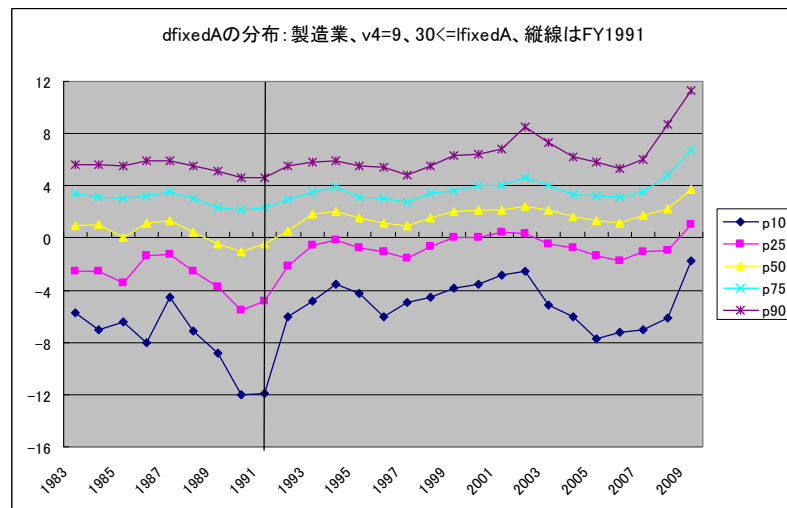
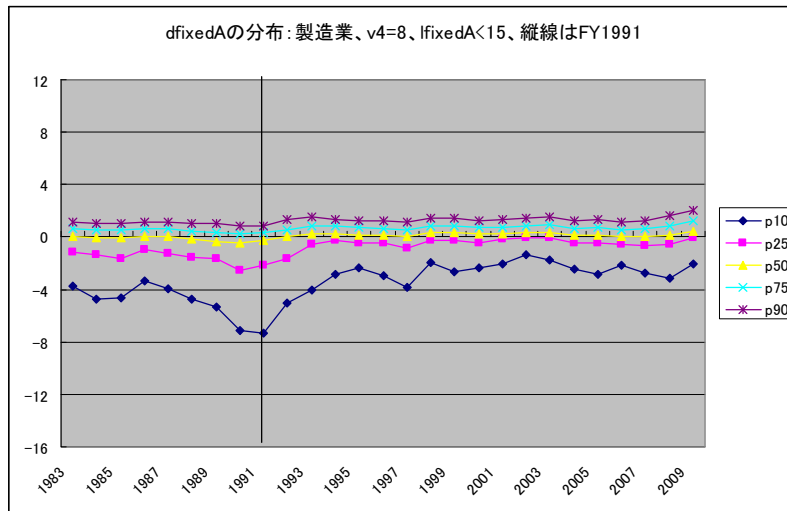
[製造業]  $30 \leq lfixedA$ ,  $15 \leq lfixedA < 30$ ,  $lfixedA < 15$  の順

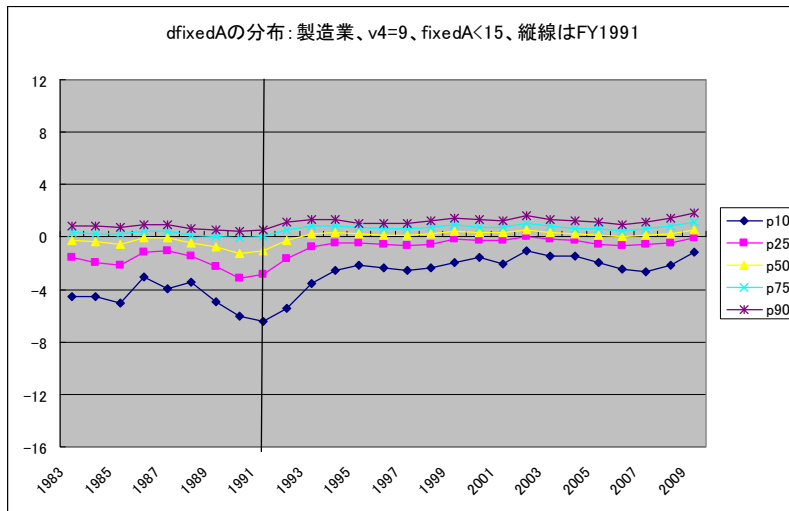
$lland$  や  $lfixedA$  によるクラス分けをしない製造業企業全体に関しては、IV-4に見た如く、全規模で、 $dland$  の  $p10$  の最低は1991年度の-1.6程度であり、 $v4=8$  では-1.8、 $v4=9$  で-2.3であった。X-1に見た如く、 $lland$  が10%を上回るか否かでクラス分けした検討では、10%を上回るケースでも、対応する値は-2.8,-3.2,-4であった。これらの値に比べると対応する  $dfixedA$  の絶対値は圧倒的に大きい。以下に見る如く、たとえば、全規模でも、 $lfixedA < 15$  のクラスで-8以下、 $30 \leq lfixedA$  では-13である。



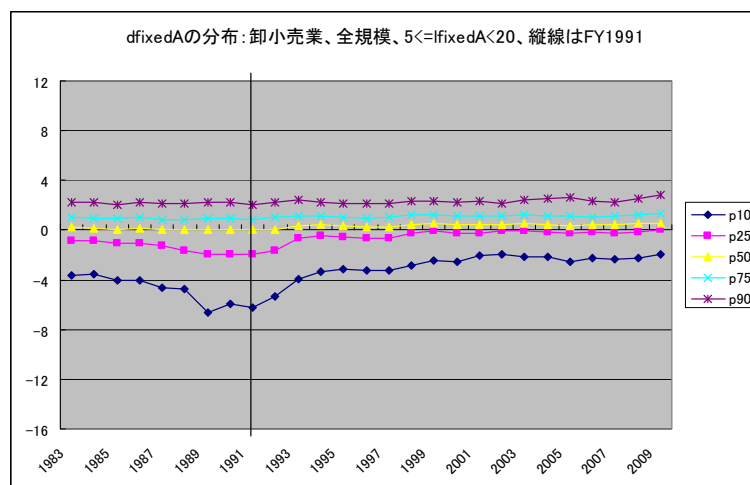
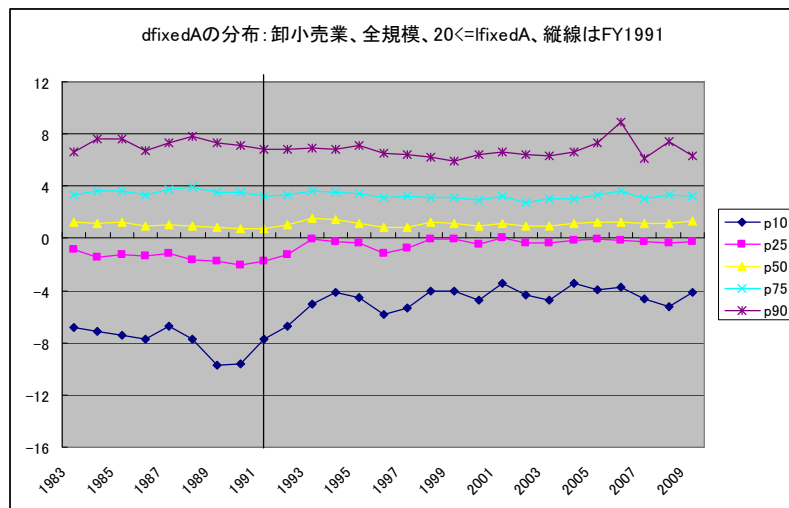




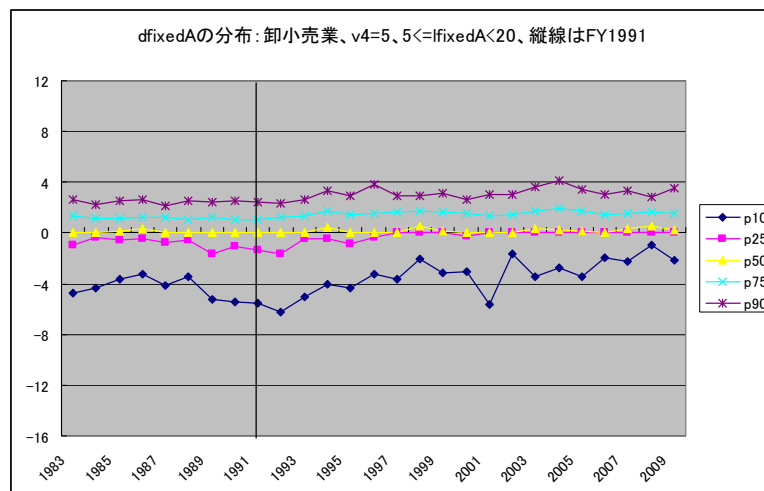
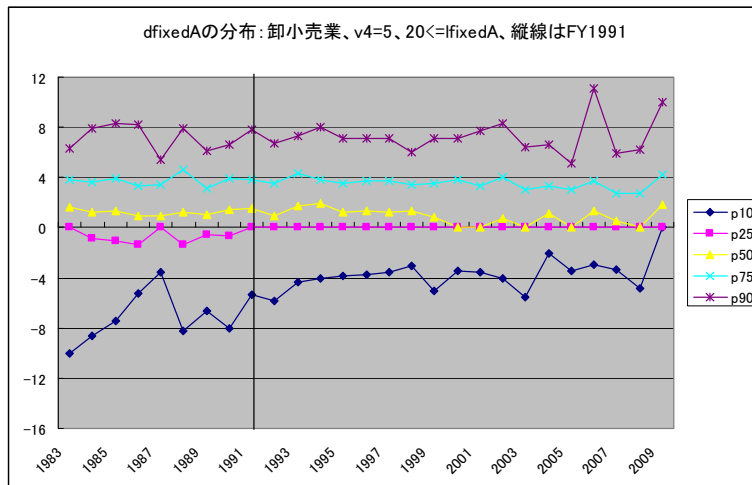
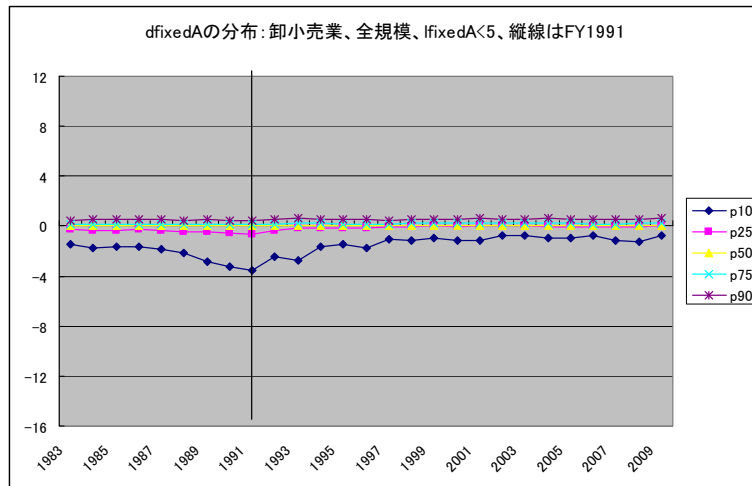


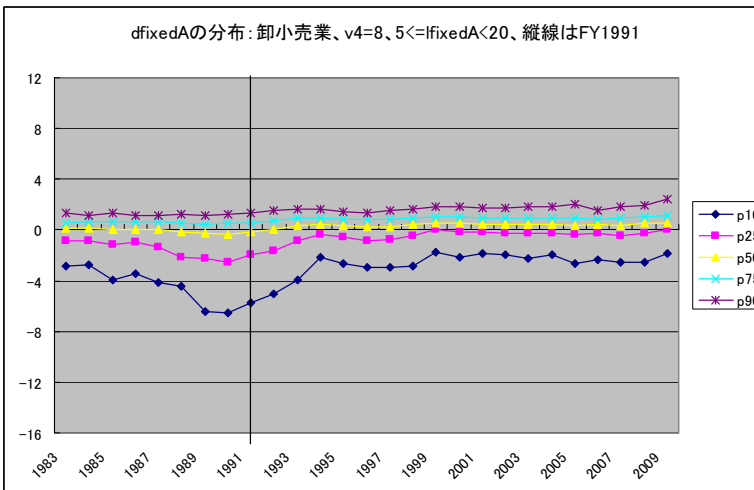
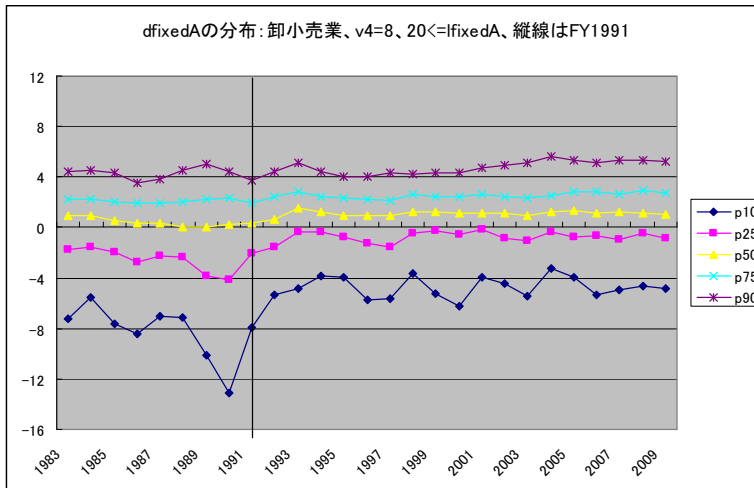
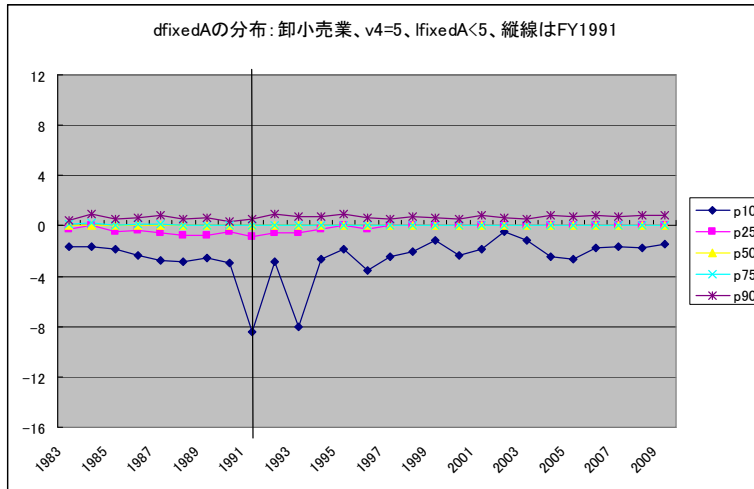


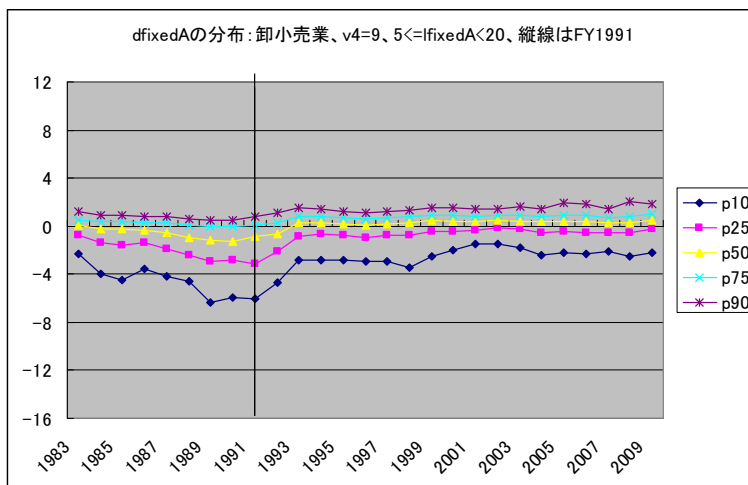
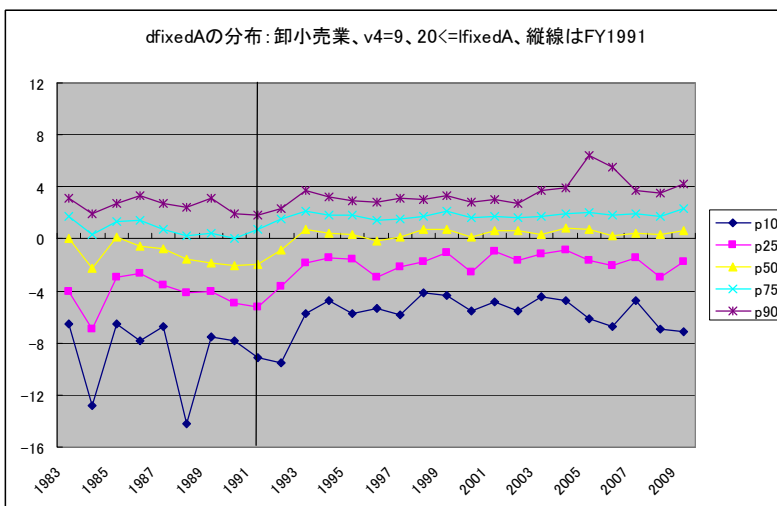
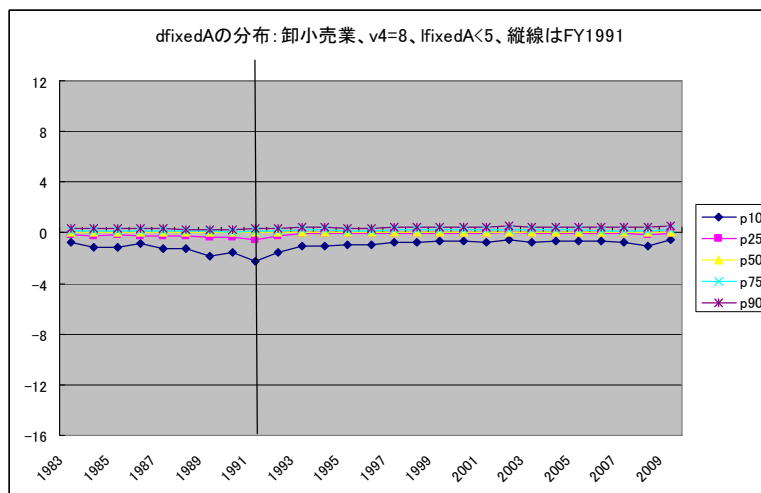
[卸小売業]  $20 \leq \text{lfixedA}$ ,  $5 \leq \text{lfixedA} < 20$ ,  $\text{lfixedA} < 5$  の順

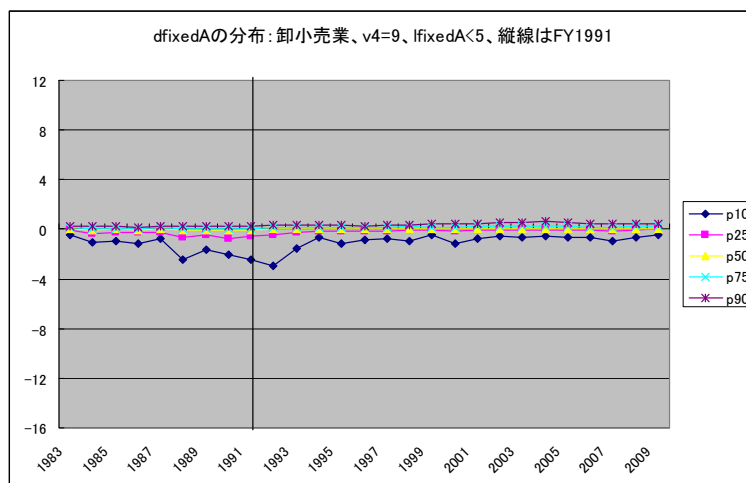












### X. fixedA/TLoan と dfixedA/dTLoan の分布の推移：製造業、卸・小売業、不動産業

ITLoan と dTLoan の分布の推移に焦点を合わせた V の企業行動に対する financial constraints の強さの検討に続き、VI では、企業行動に対する financial constraints の強さとその土地関連投資行動に対する影響の強さの関係に焦点を合わせて land/TLoan と dland/dTLoan の分布の推移について検討した。X では、financial constraints の強さとその設備投資行動に対する影響の強さの関係に焦点を合わせて fixedA/TLoan と dfixedA/dTLoan の分布の推移について検討する。

VI では、「バブルの時代」の土地関連投資行動との関連で、financial constraints および銀行を中心とする金融機関の融資配分方向・姿勢の変化が「バブル」の生成・膨張・崩壊に大きな役割を果たしたとする「通念」が観察事実と整合的ではなく、支持されないことを見た。本論文では、1980年代後半の「設備投資ブーム」を「バブル」とは見ていないが、X では、土地関連投資を活発化させたと言われるものと同様の financial constraints および銀行を中心とする金融機関の融資配分方向・姿勢の変化と企業の設備投資行動との関連に焦点を合わせる。「通念」が想定する如き strictly binding financial constraints が日本企業の投資行動を条件付けているとすれば、1980年代後半にかぎらず、一貫して、以下の各点が観察されるはずである。しかし、V と VI の検討と同様、検討結果は「バブルの時代」も「バブル」崩壊後の「失われた 20 年」についても、strictly binding financial constraints の想定を支持せず、binding でなかったとする想定と整合的なものである。

(Strictly binding) financial constraint の想定の妥当性の検討の一環として VI-4 と VI-5 で dland<0 と dland>0 のケースに分けて dland/dTLoan の分布について検討した。X-2 では、同じ検討の一環として、dfixedA<0 と dfixedA>0 のケースに分けて、dfixedA/dTLoan の分布について検討する。これまでの結論に修正を加える必要は生じない。

さらに、これまでの検討結果を踏まえて「なぜ financial constraint の想定は妥当性の検討に際して、土地投資と土地以外の有形固定資産投資を分離するのか？結論がこの分離に依存するおそれはないのか？」とする疑問・批判を想定し、X-3 では、総有形固定資産保有

額  $TFixedA=land+fixedA$  およびその変化分  $dTFixedA=dland+dfixedA$  を用いて、 $TFixedA/TLoan$  と  $TFixedA/dTLoan$  の分布について検討する。これまでの結論に修正を加える必要は生じない。

#### X-1. $fixedA/TLoan$ と $dfixedA/dTLoan$ の分布の推移

##### 「通念」の受容から導かれる予想

「通念」の受容から導かれる予想はたとえば次の4点である。

- (1)  $lfixedA/TLoan$  は 100 の水準に集中して分布する。
- (2)  $dfixedA/dTLoan$  は 100 の水準により強く集中して分布する。
- (3) 融資枠が拡大して銀行借入がより容易になった 1980 年代後半にはいずれについても 100 の水準への集中傾向はさらに顕著になる。この傾向はとくに  $dfixedA/dTLoan$  に著しい。
- (4) より小規模企業に financial constraints はより strictly binding だったから、(1)~(3) は小規模企業グループについてより顕著である。

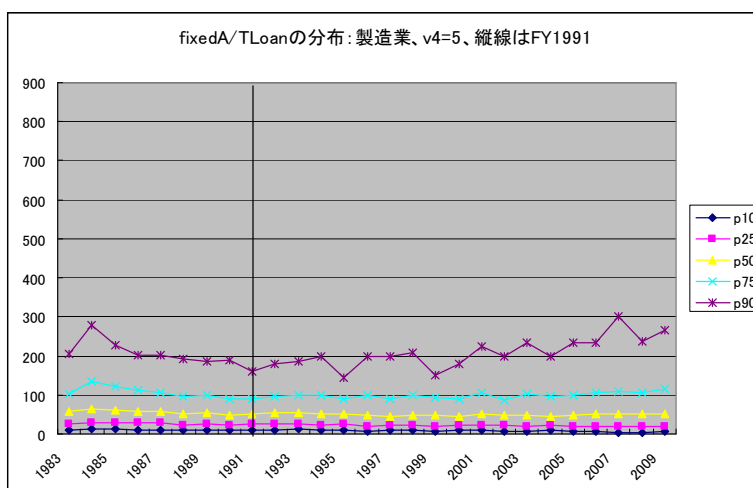
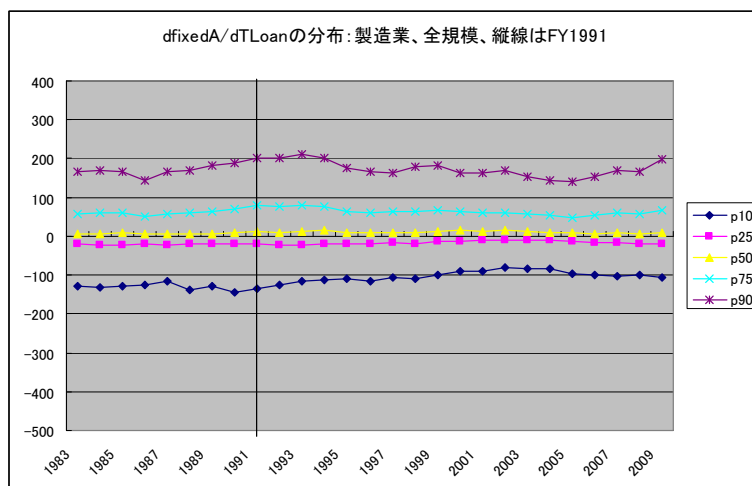
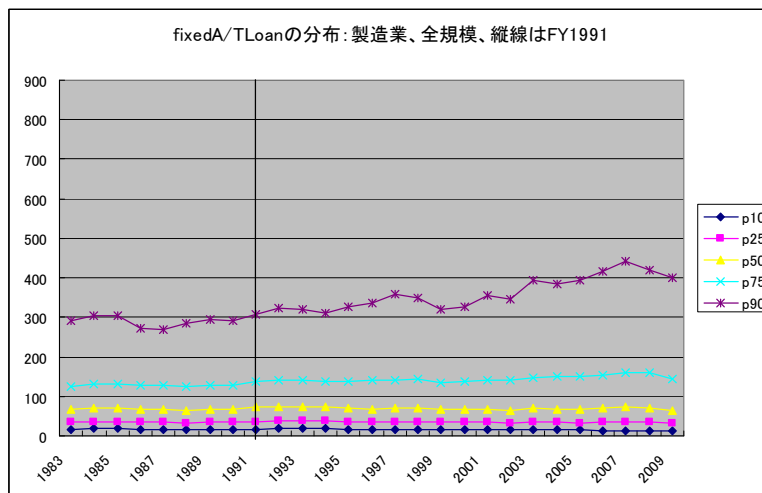
以下に示す観察事実はこれらの予想を支持しない。

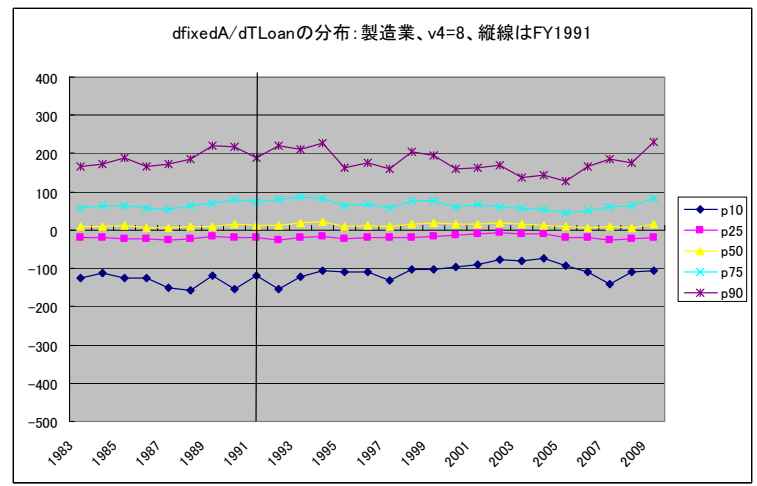
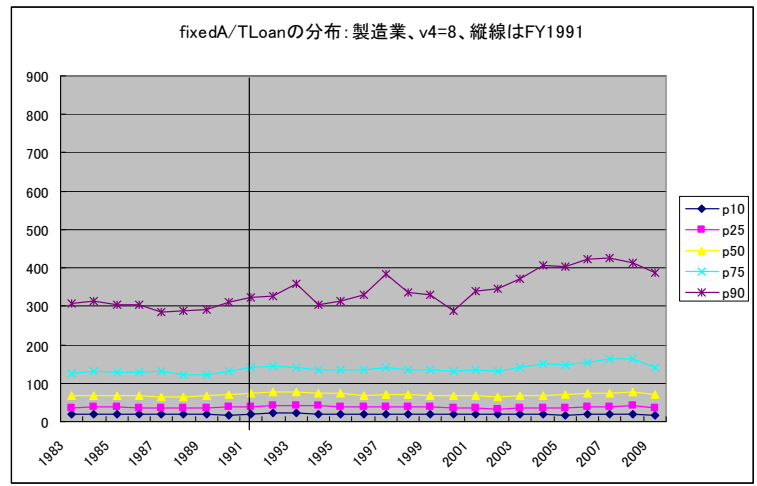
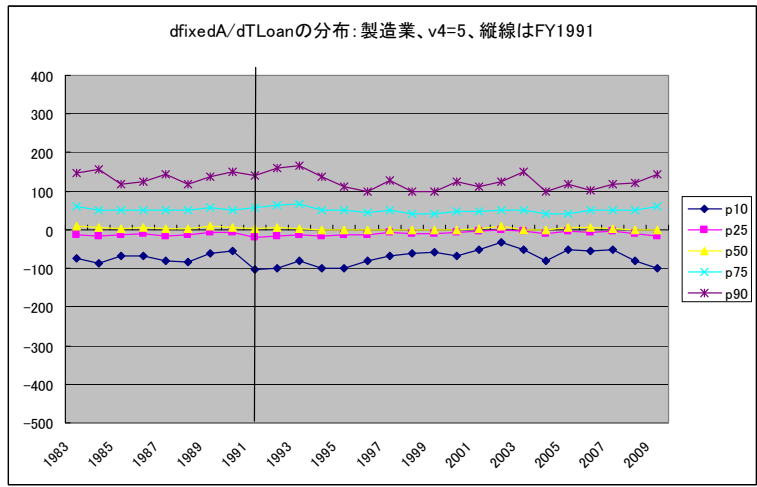
#### [製造業]

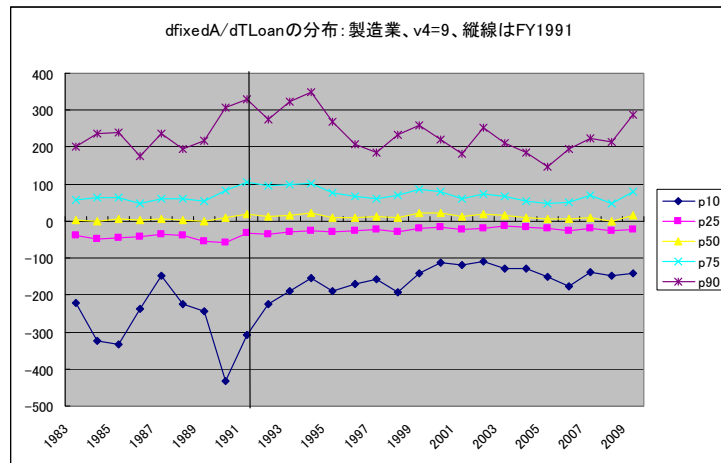
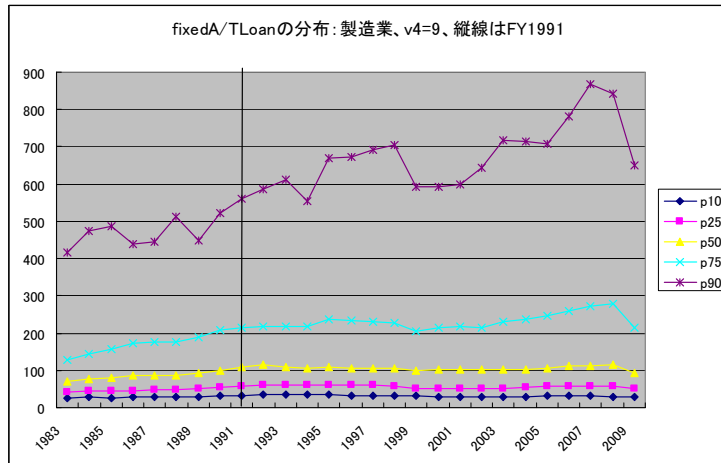
##### 製造業に関する観察事実の要約

「通念」の受容から導かれる以上の4つの予想のいずれもが観察事実から大きく乖離する。ここでは製造業に関わる観察事実を要約するが、他の分野に関する観察事実についてもほとんど変わらない。(  $fixedA/TLoan=lfixedA/TLoan$  であるため、図では  $fixedA/TLoan$  と表記している。)

- (1) 全規模、各規模別のいずれに注目しても、 $lfixedA/TLoan$  は一貫して大きくばらついている。1980年代後半の時期の全規模では p90 が 300、p75 が 130 の水準で推移し、p50 以下が 100 を大きく下回った。
- (2) 全規模、各規模別のいずれに注目しても、 $dfixedA/dTLoan$  は一貫して大きくばらついている。1980年代後半の時期の全規模では p90 が 200 弱、p75 が 70 の水準で推移し、p50 はほぼ 0、p25 が 0 をやや下回り、p10 は -100 を下回った。
- (3) いずれについても 1980 年代後半に 100 の水準に集中する傾向は観察されない。傾向として観察されるのは 1990 年代以降に  $lfixedA/TLoan$  が一貫して上昇することであるが、1980 年代後半の時期の反動として少なくとも一時期には銀行の貸出枠が縮小したとする「通念」に基づく予想とは方向が異なる。
- (4) 小規模企業を象徴する  $v4=5$  でその他と異なった 100 の水準への集中傾向が観察されることはない。



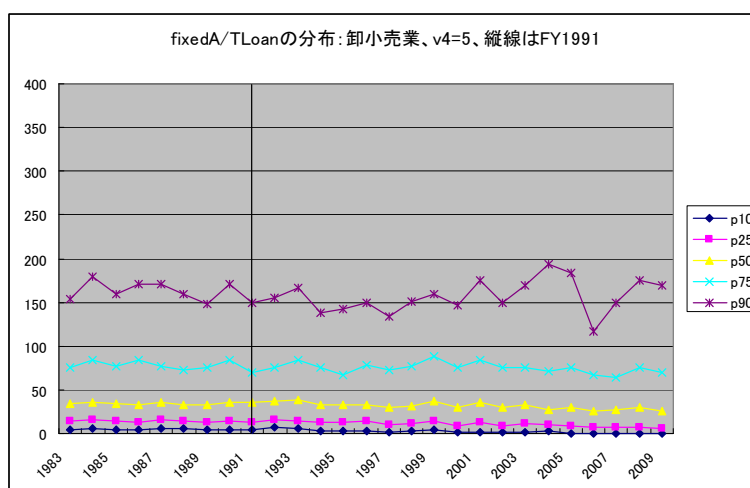
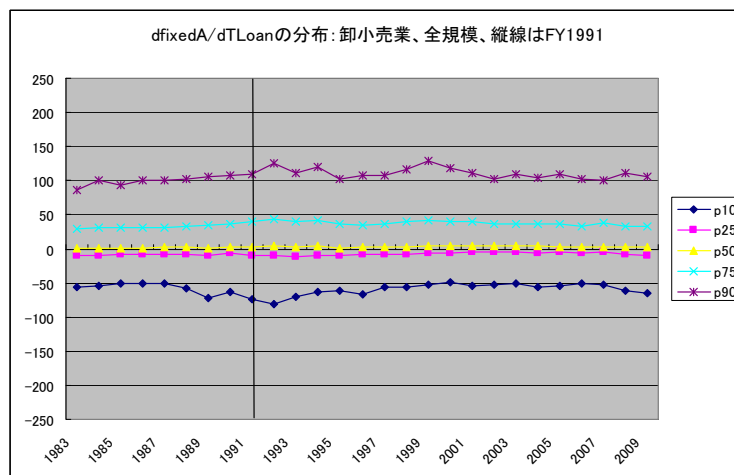
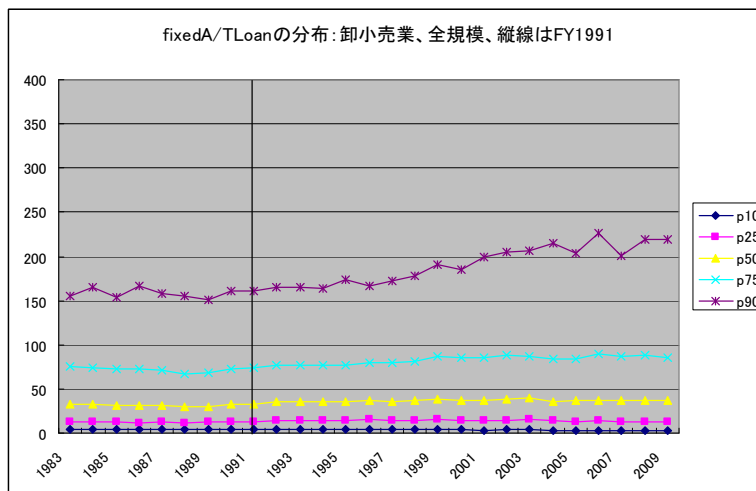


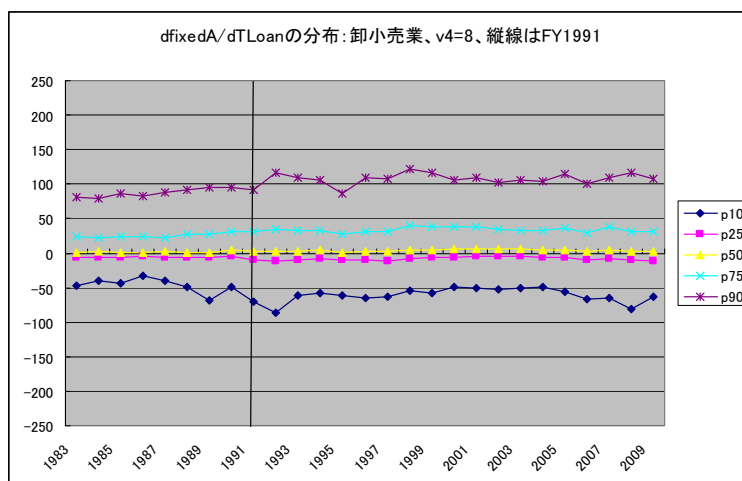
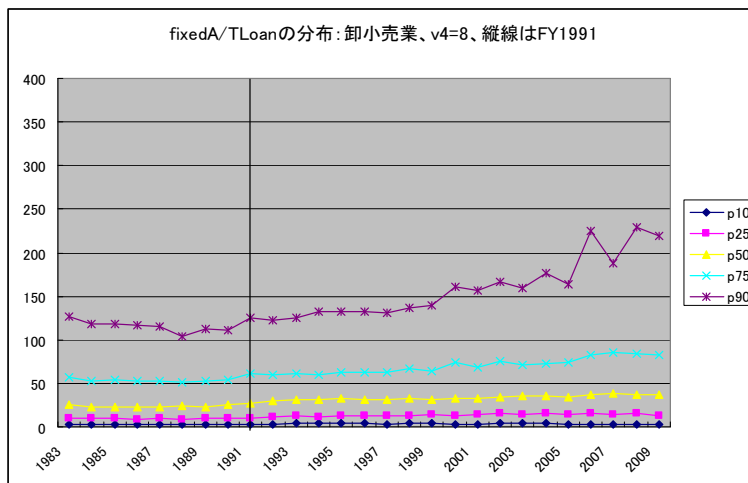
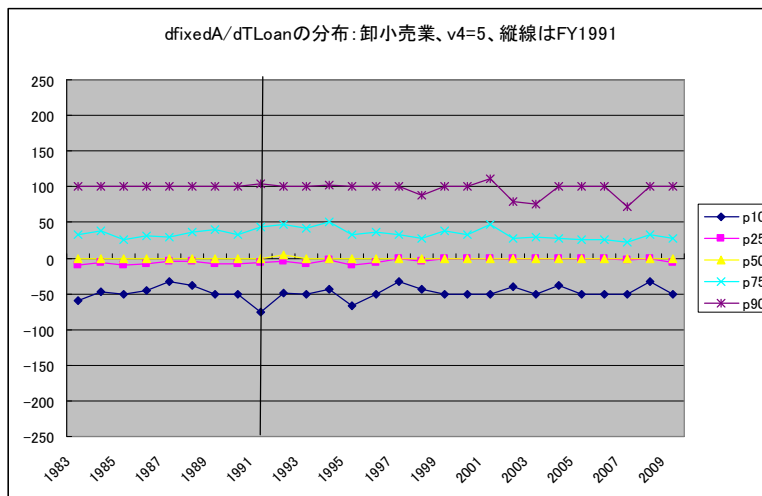


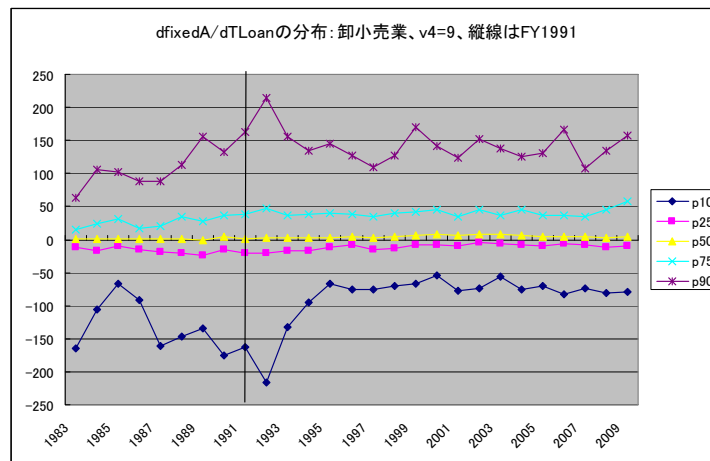
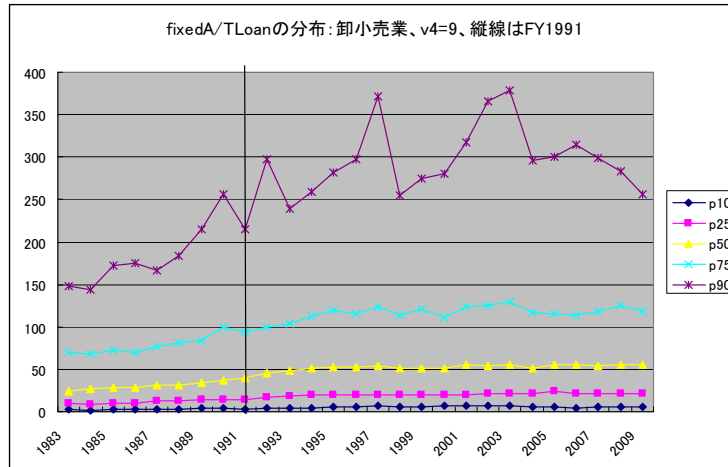


[卸・小売業]

製造業に関する結果と比較して卸・小売業の結果として特記すべきことはない。

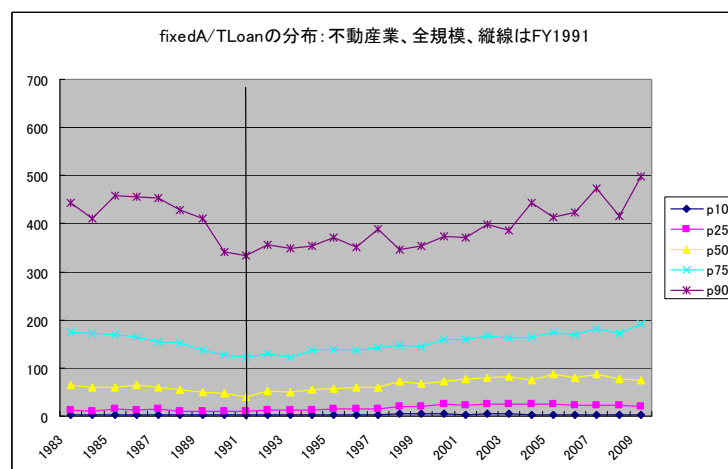


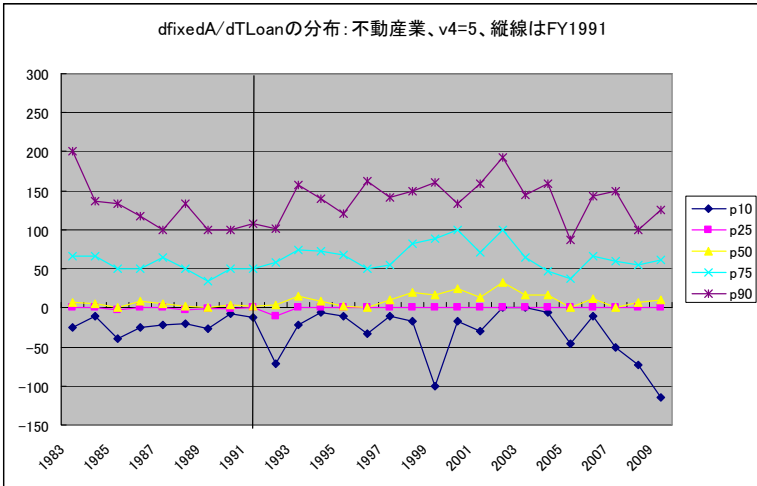
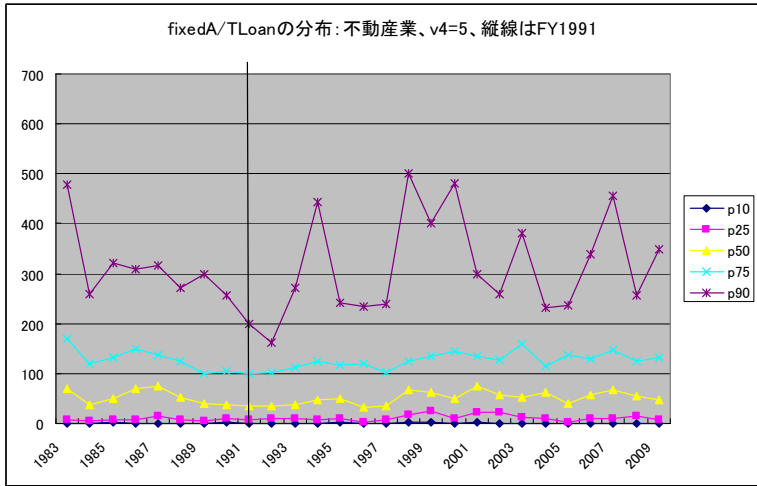
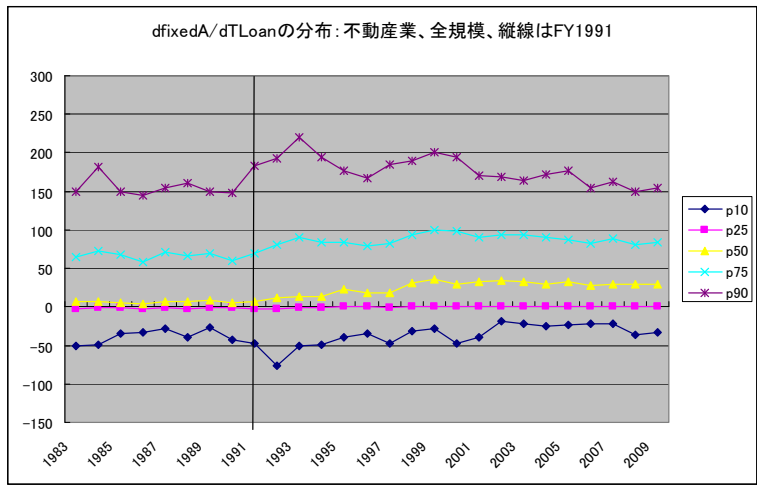


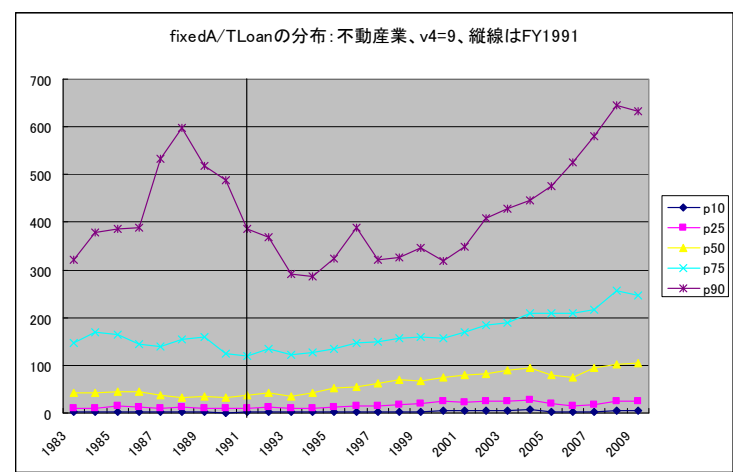
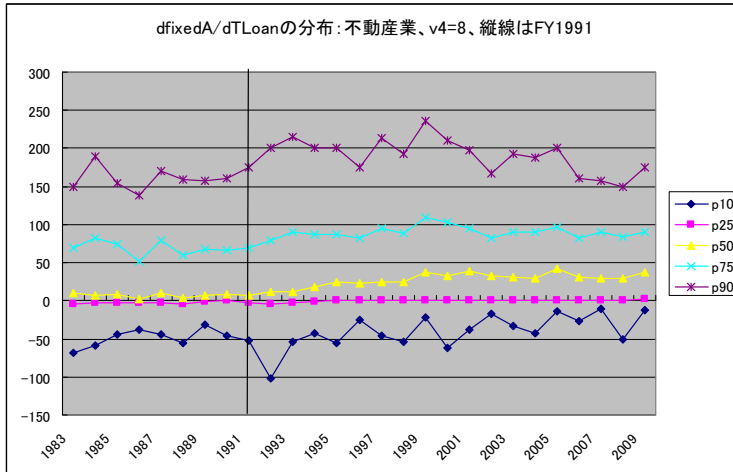
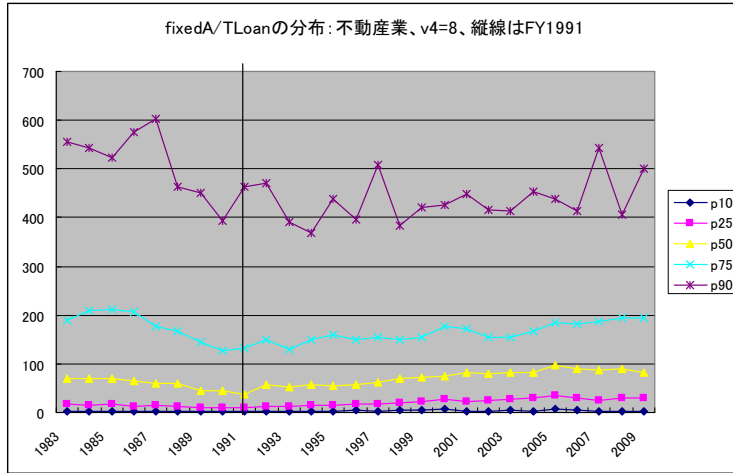


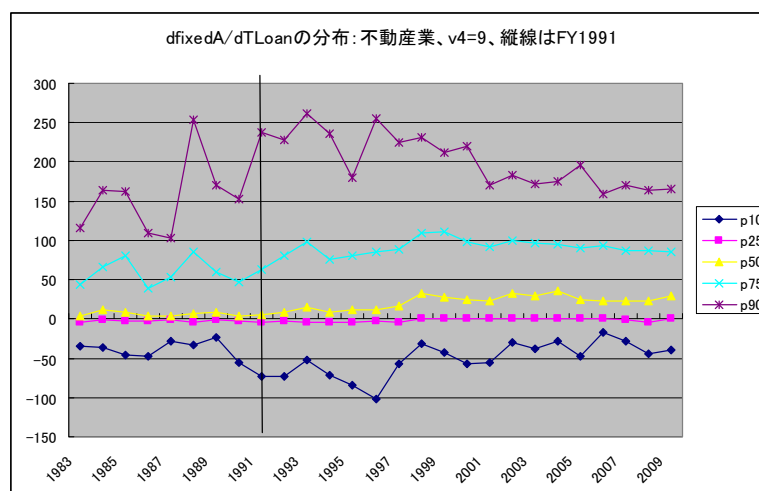
[不動産業]

不動産業に関する結果についても、製造業、卸・小売業の結果に比して特記すべき点はない。









## X-2. dfixedA/dTLoan の分布 : dfixedA<0 のケースと dfixedA>0 のケース

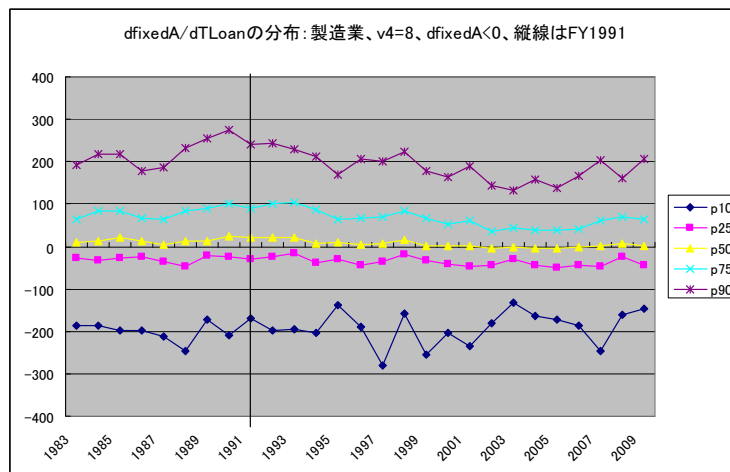
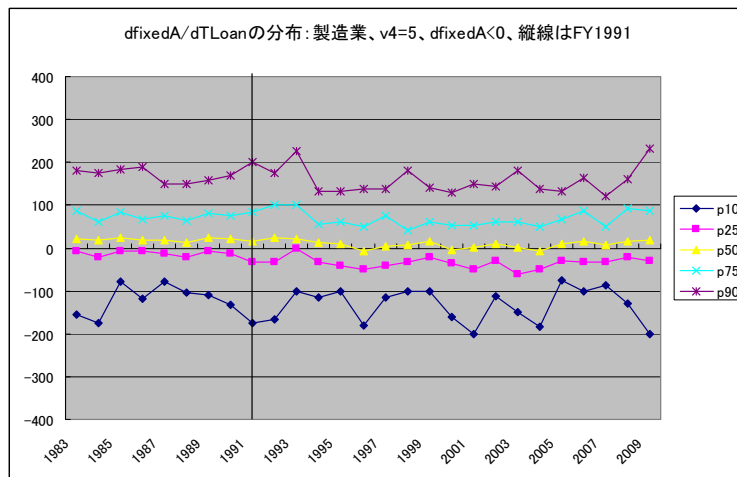
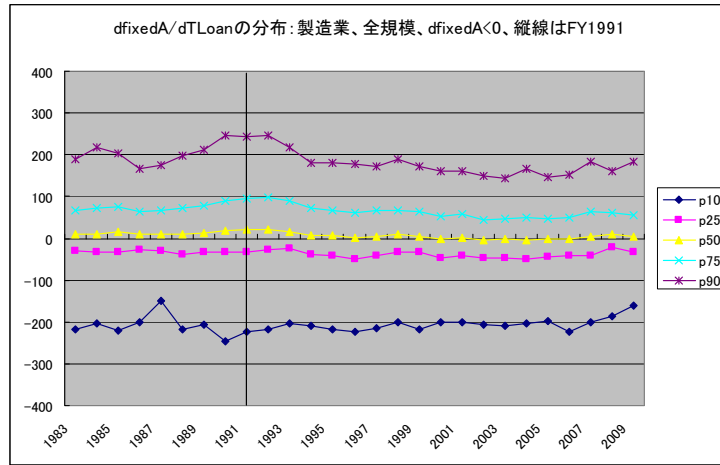
(Strictly binding) financial constraint の想定の妥当性 (validity) の検討の一環として、VI-4 と VI-5 では  $dland < 0$  と  $dland > 0$  のケースに分けて  $dland/dTLoan$  の分布について検討した。ここでは、同じ検討の一環として、 $dfixedA < 0$  と  $dfixedA > 0$  のケースに分けて、 $dfixedA/dTLoan$  の分布について検討する。 $dland = 0$  の比率の圧倒的高さに比して、 $dfixedA = 0$  の比率はさほど高くない点に留意されたい。

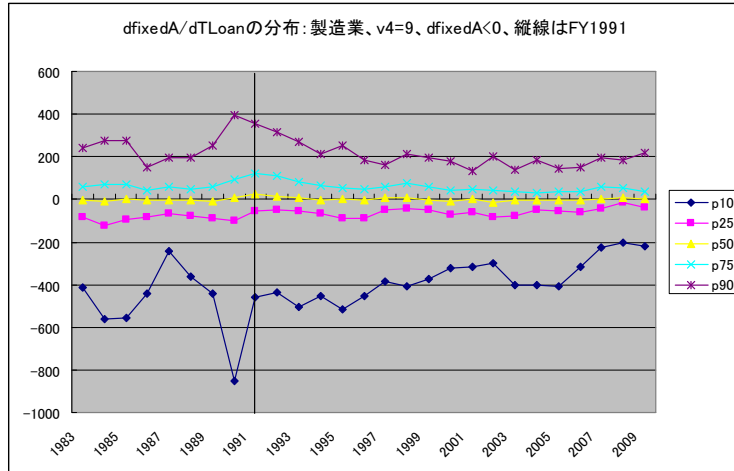
- (1) (狭義の) 設備投資 (fixedA) に焦点を合わせる X-2 では、製造業、卸・小売業、不動産業の3分野について、 $dfixedA < 0$ 、 $dfixedA > 0$  の順に結果を示す。
- (2) いずれも、全規模、規模別 ( $v4 = 5, 8, 9$ ) の順に示す。
- (3) 比較を容易にするために、ほとんどのケースで、縦軸の目盛りを最小-400、最大 400 に設定した。しかし、絶対値がこの範囲を大きく上回るケースについては、しばしば別の目盛りを採用した (とりわけ  $v4 = 9$  のケースに多い)。一部のケースでは、はみ出すままにした。
- (4) 産業別、規模別のいずれについても、 $dfixedA < 0$ 、 $dfixedA > 0$  の条件付けによって注目すべき新事実は見あたらず、条件付けしない XI-1 の検討結果に修正を加える必要はない。このため、先を急ぐ読者は、各産業 (とりわけ、製造業) の全規模に関する検討結果を見てこの結論を確認し、規模別の検討結果を skip すればよい。<sup>20</sup>
- (5) 最大の注目点である、 $dfixedA/dTLoan$  が 100 の水準近辺に集中する傾向 (あるいはそれを示唆する傾向) は、どのケースにも、その気配すら見あたらない。ほとんど例

<sup>20</sup> 膨大な数の規模別分布の検討結果を掲載するのは、存在を予想する読者の関心・批判・反論に備えるためである。本論文の如く個表を用いる検討では、関心が提示された時点での追加作業が容易ではなく、予め公表していない検討結果をその時点で提示するのは許されないというルールの下にある。(Strictly binding) financial constraint を自明の前提とする研究者・読者が圧倒的に多いという現状を考慮して、煩雑とも見えかねない詳細な検討結果を示す。

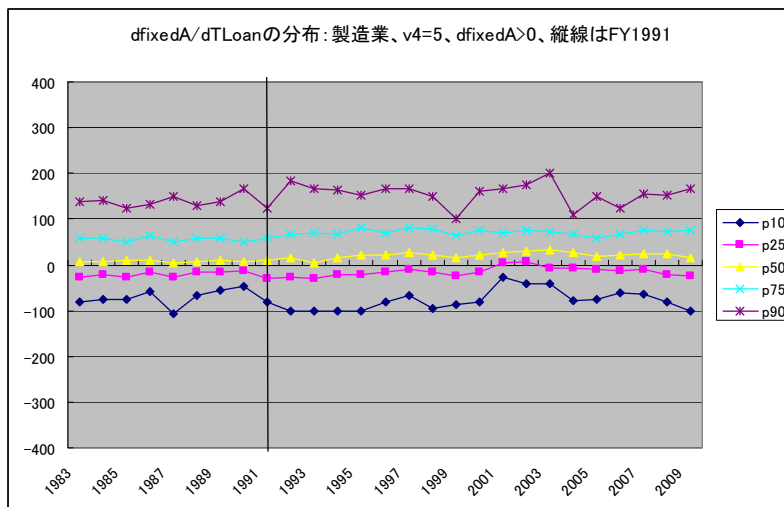
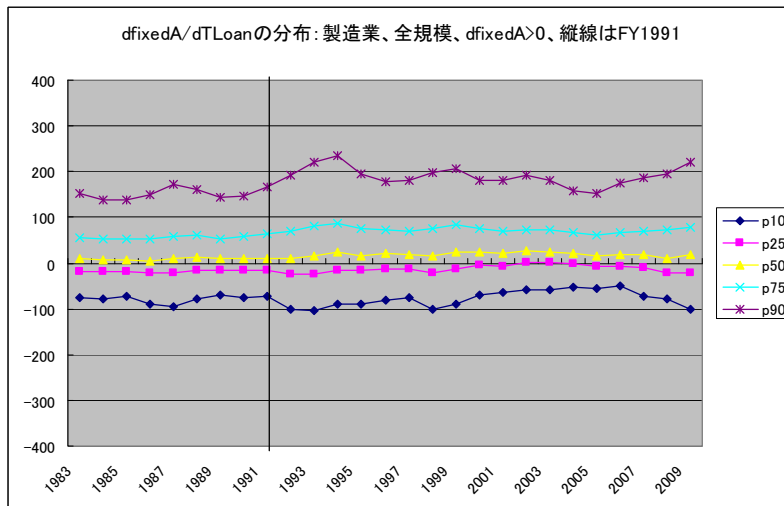
外なく、多くのケースで、この値がマイナスになる企業の比率がかなりの数にのぼる。

[製造業]  $dfixedA < 0$

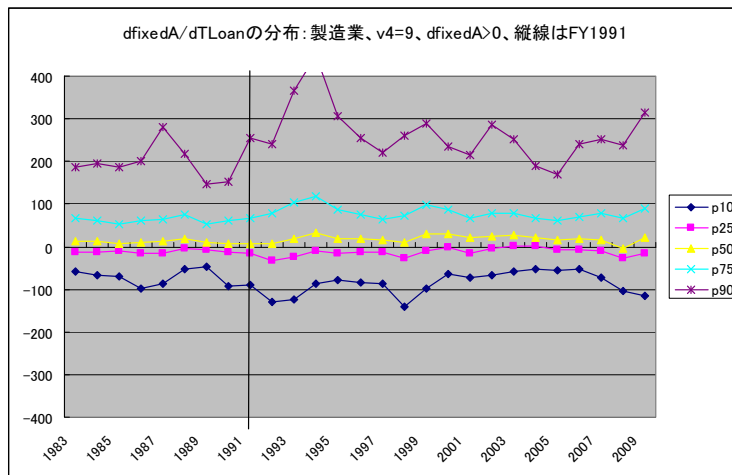
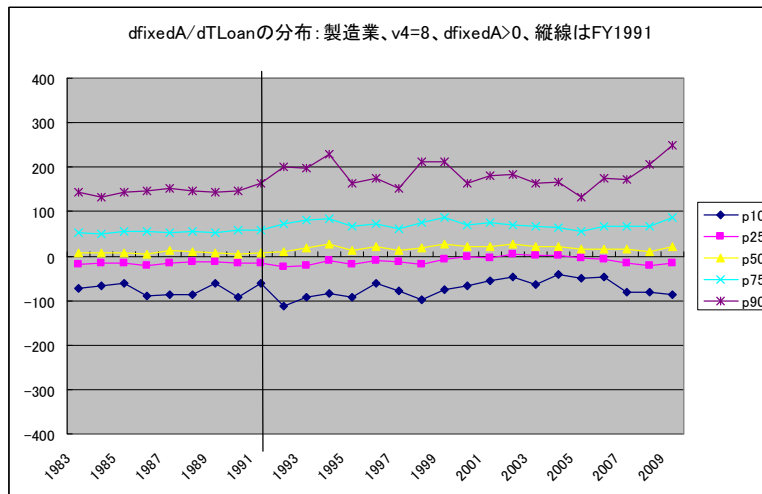




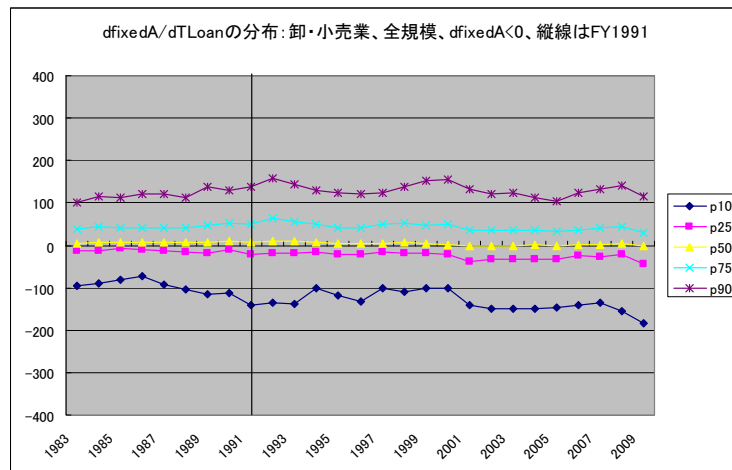
[製造業] dfixedA>0

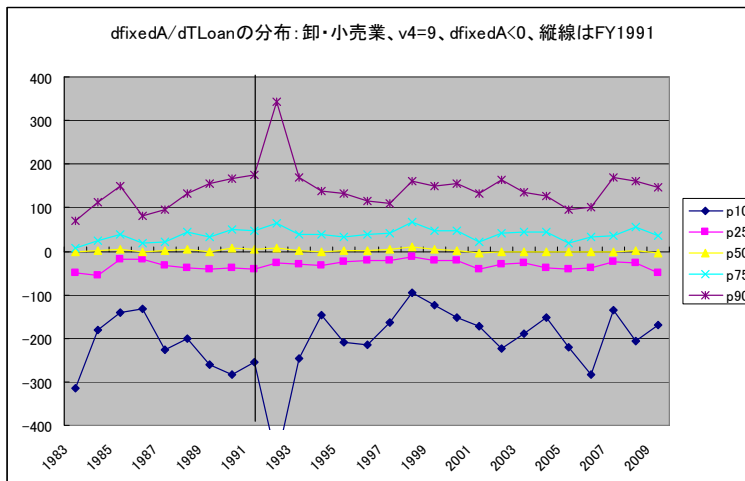
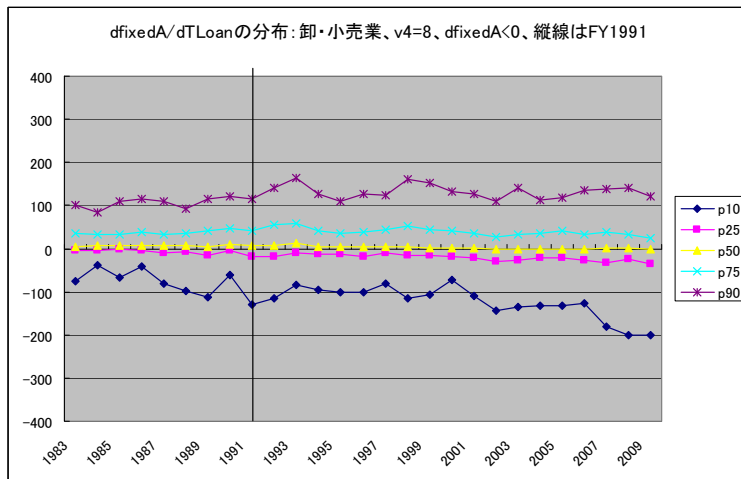
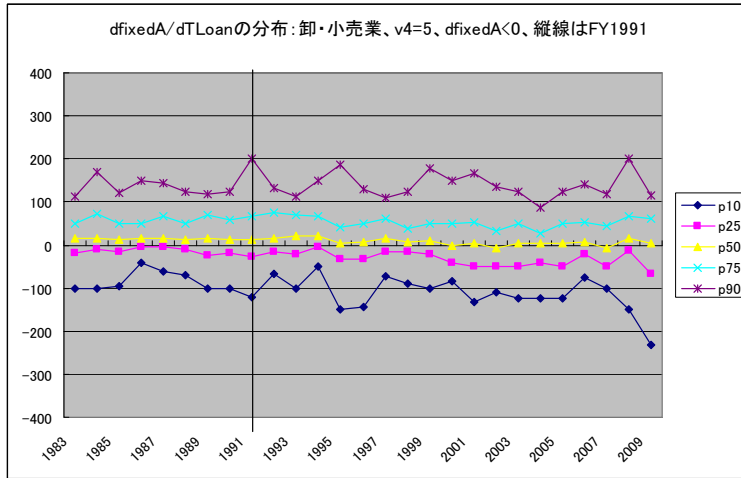




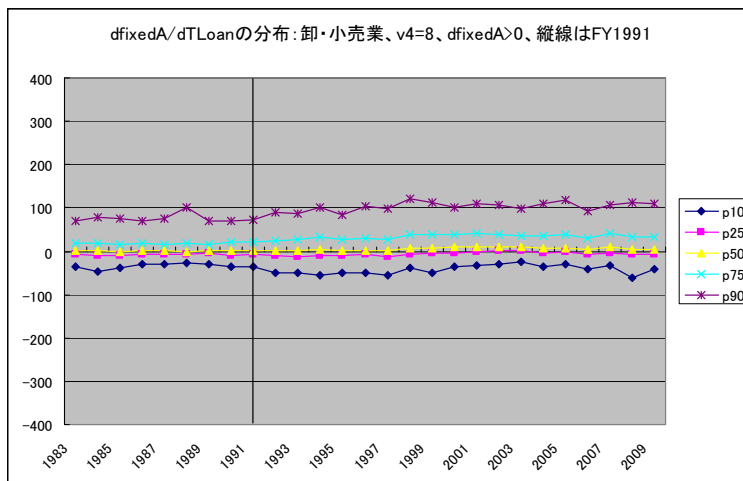
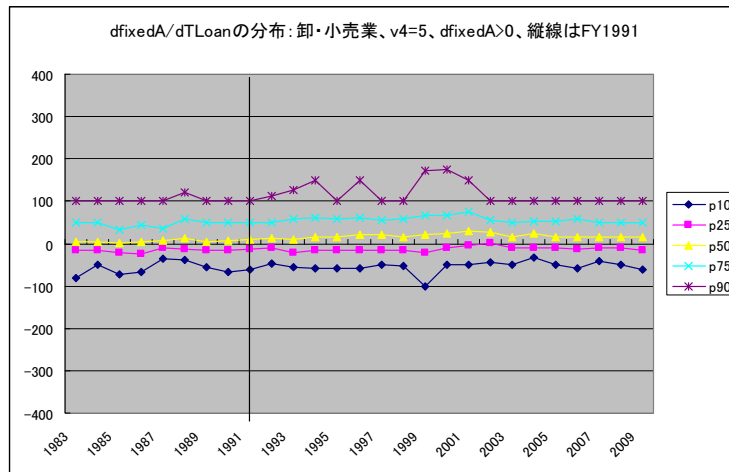
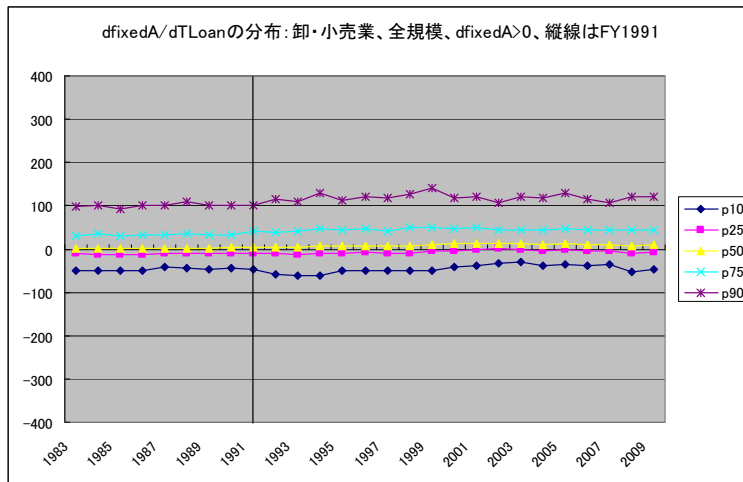


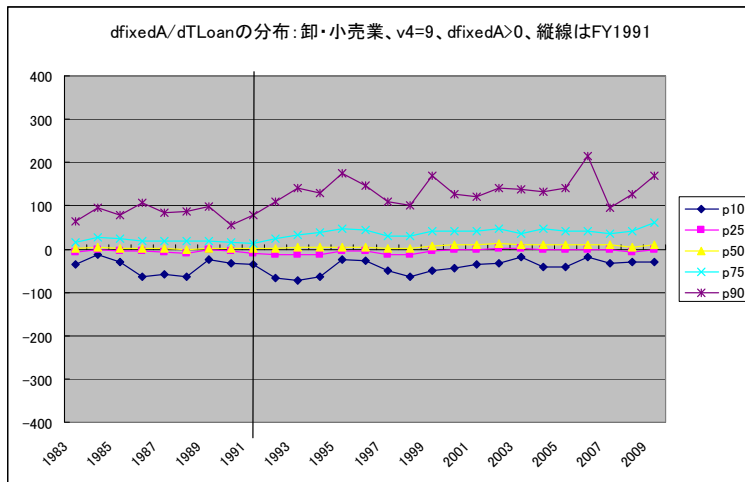
[卸・小売業] dfixedA<0



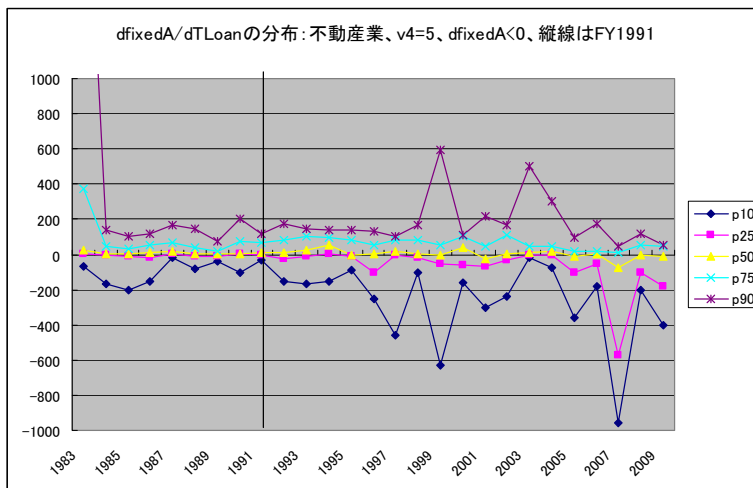
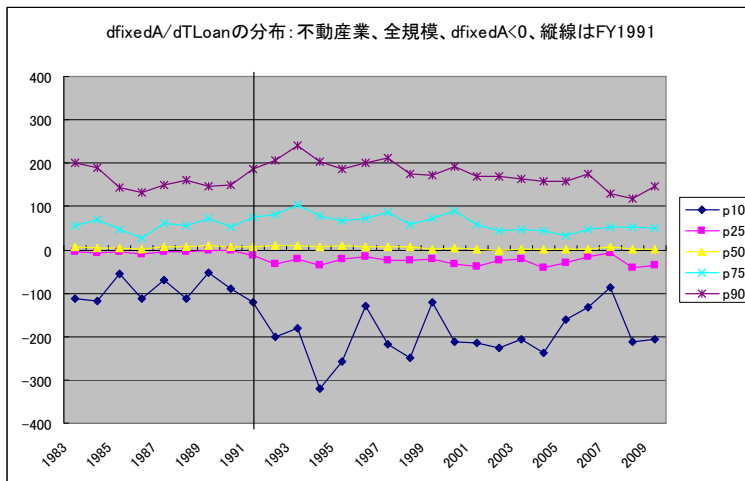


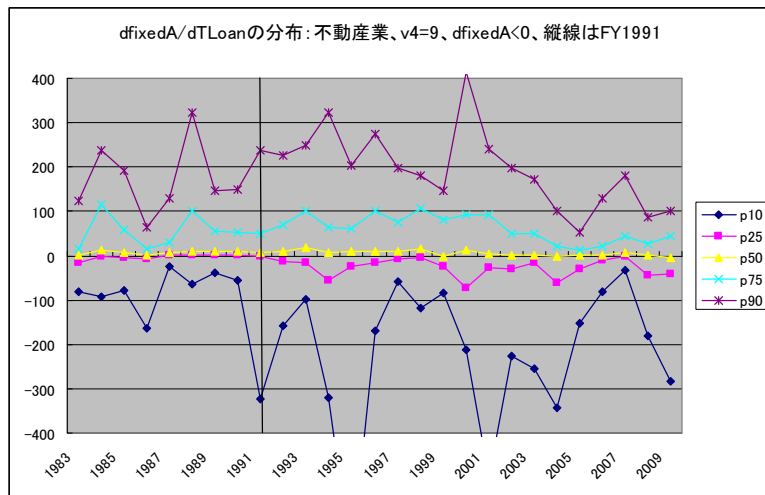
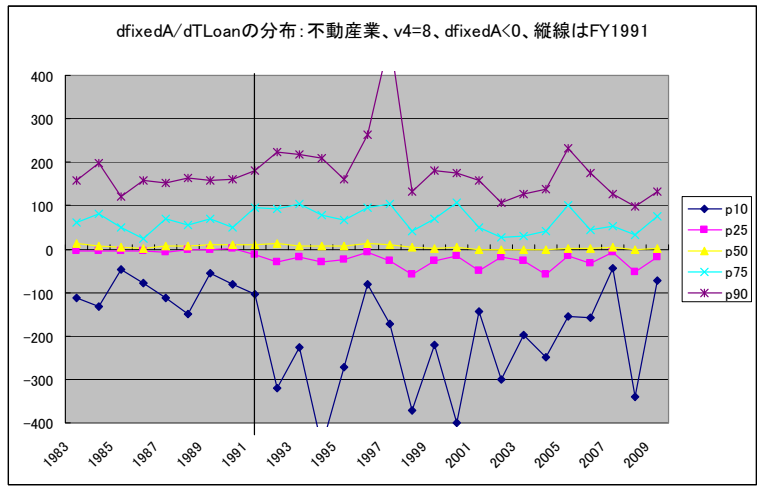
[卸・小売業] dfixedA>0



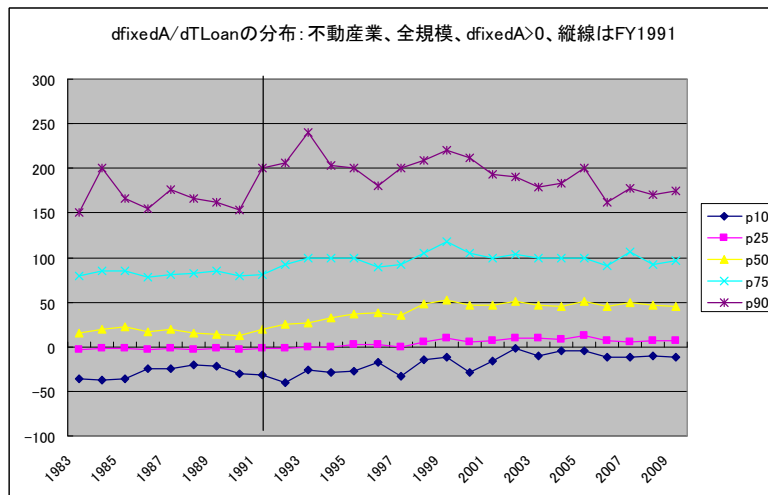


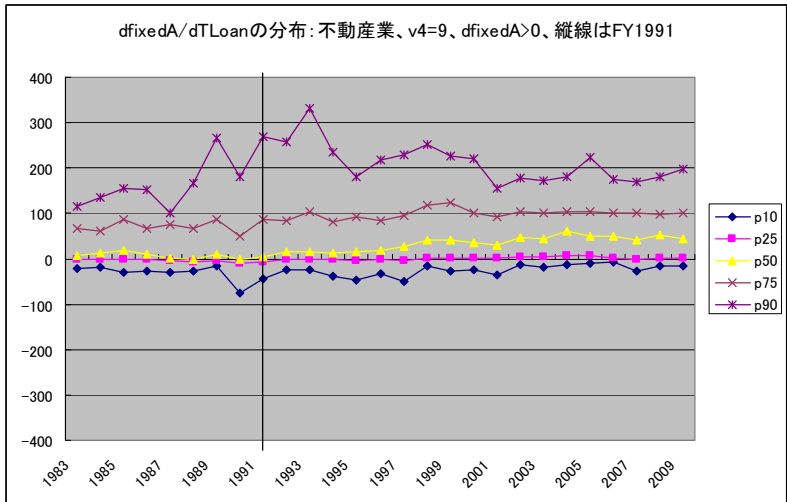
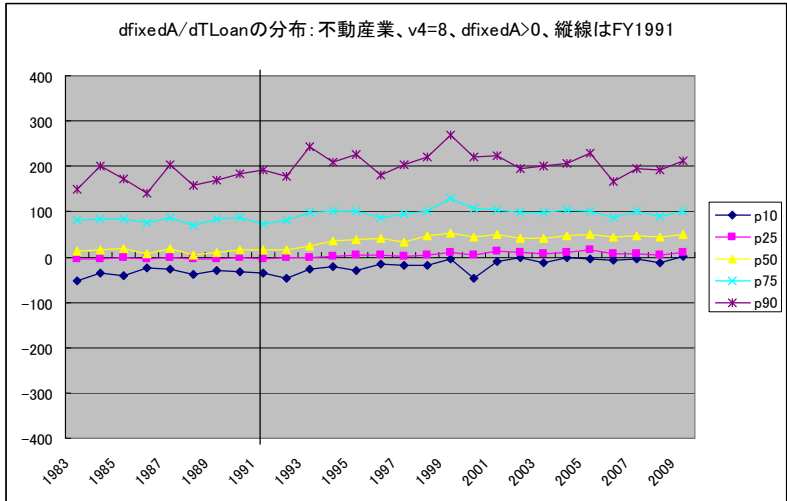
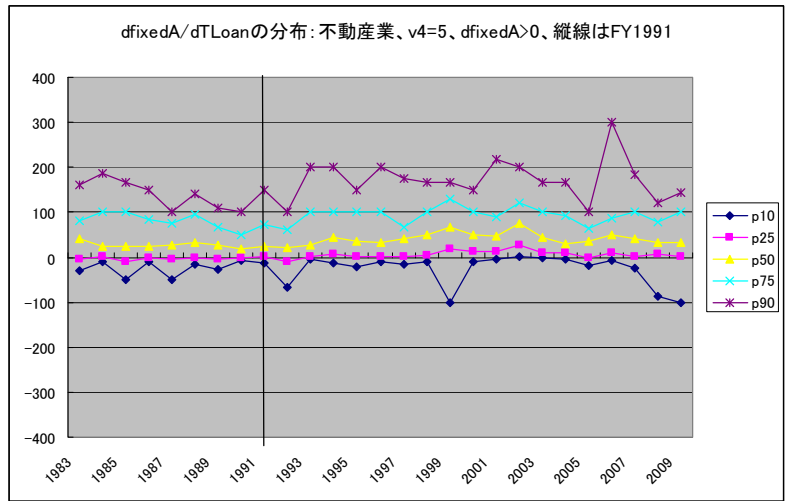
[不動産業] dfixedA<0





[不動産業] dfixedA>0





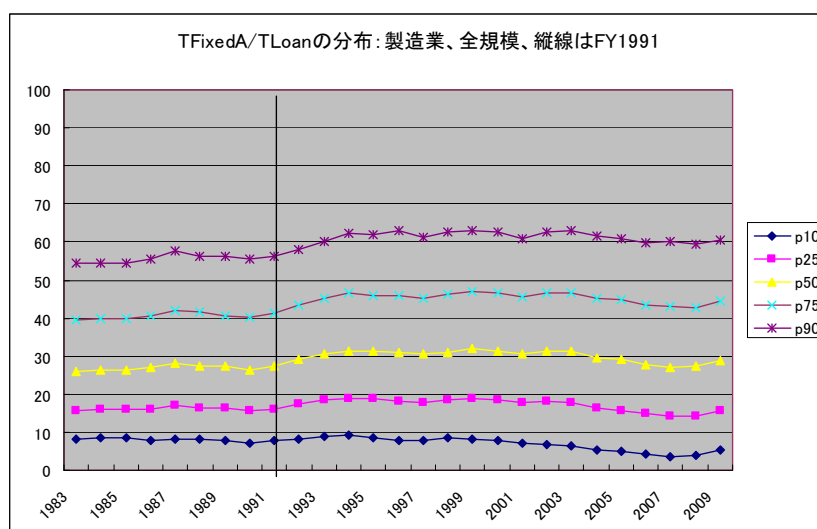
### X-3. TFixedA/TLoan と dTFixedA/dTLoan の分布

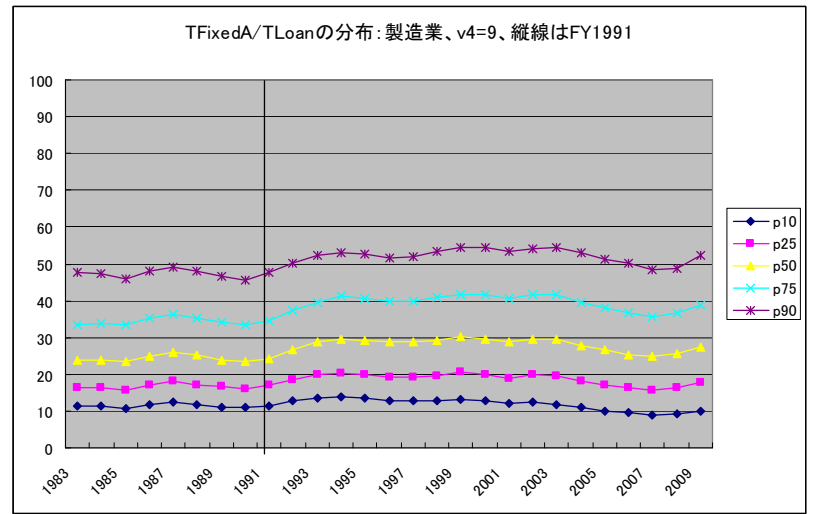
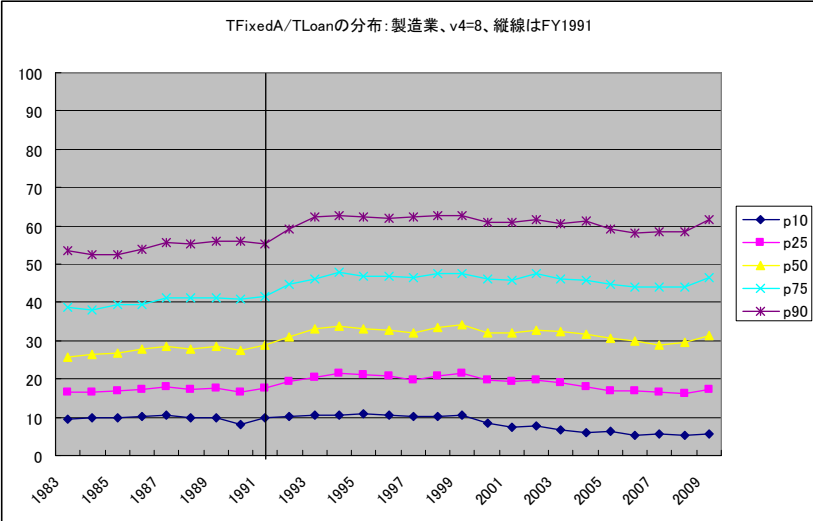
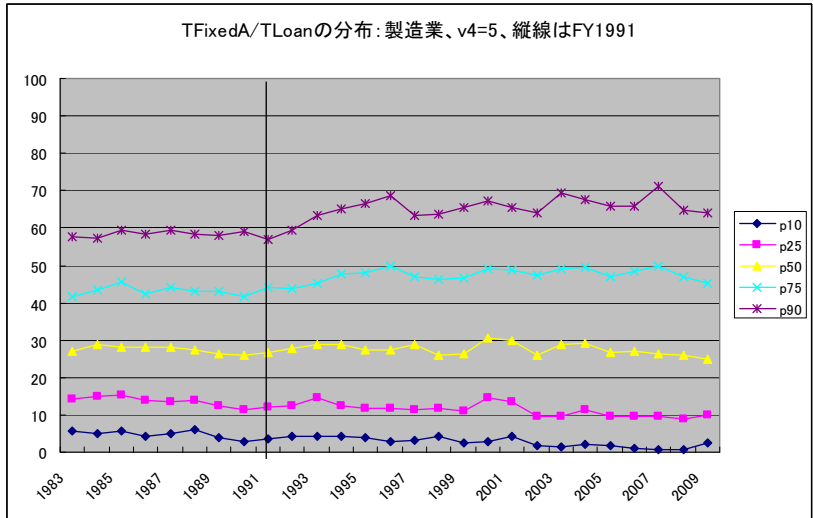
本論文では、固定資産を「土地」と「土地以外の固定資産」に分けて、後者(fixedA)の変化分を(狭義の)設備投資(dfixedA)と呼んで、前者に基づく「土地関連投資」(dland)と対比しながら検討している。多くのdfixedAがdlandを伴う。このため、両者を結合した合計額dTFixedA=dfixedA+dlandに焦点を合わせた検討結果に関心を抱く読者が多いだろう。また、これらを分離したdland/dTLoanとdfixedA/dTLoanの分布に注目した検討結果から導いた(strictly binding) financial constraintは妥当性に乏しいとする結論について、両者を分離した恣意的・不適切な検討方法の選択に起因するのではないかと受け入れを躊躇する読者が少なくないかもしれない。以上の理由から、X-3では $TFixedA=fixedA+land$ と $dTFixedA=dfixedA+dland$ に注目した、TFixedA/TLoanとdTFixedA/dTLoanの分布について簡単に検討する。

これまでの結論に修正を加える必要はない。

#### X-3-1. TFixedA/TLoan の分布の検討

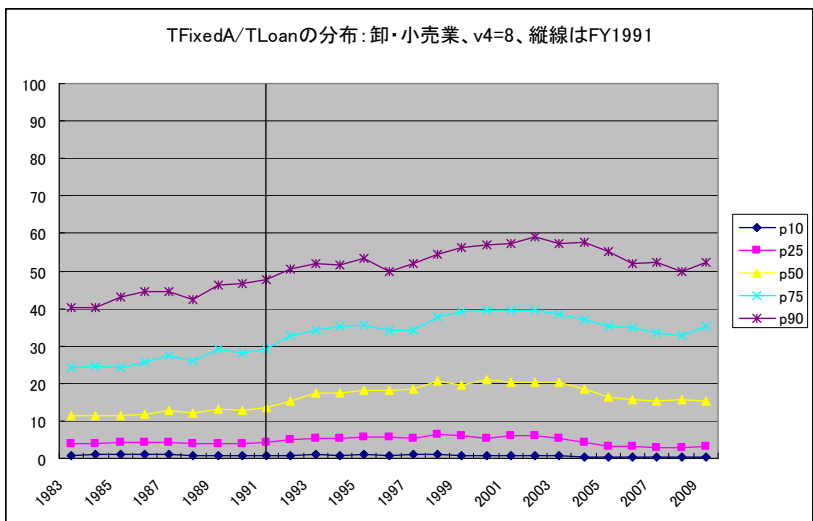
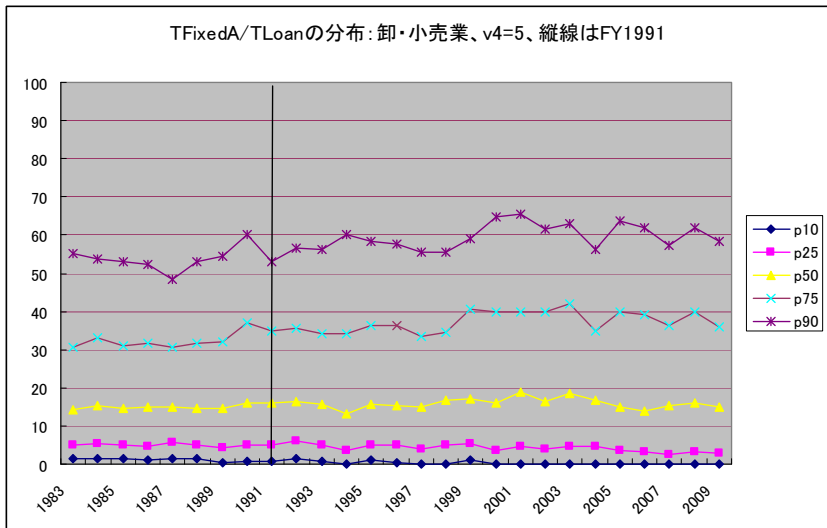
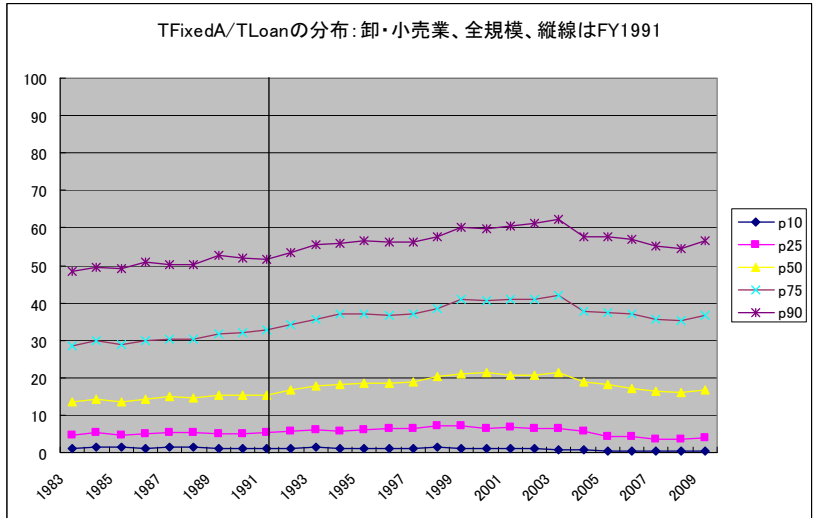
[製造業]

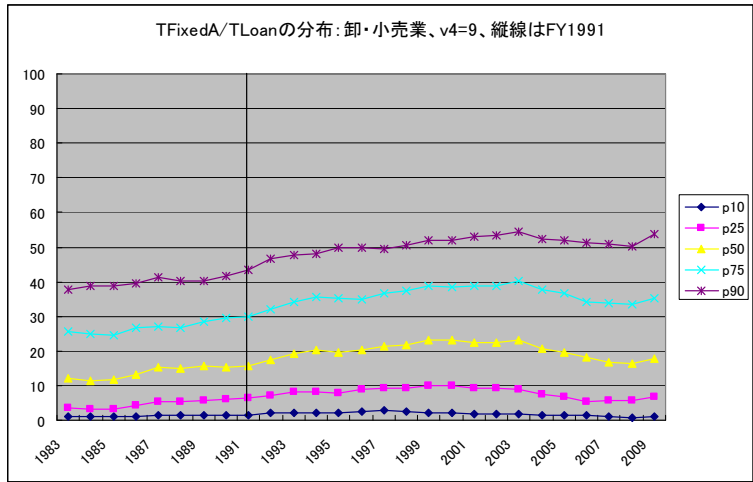




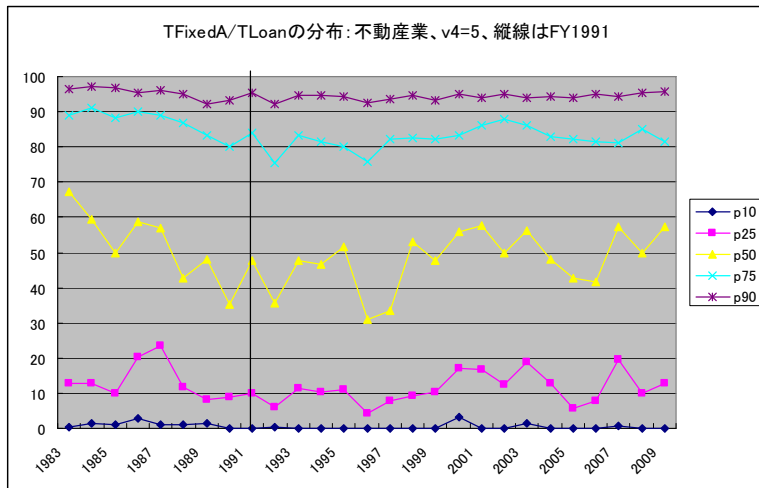
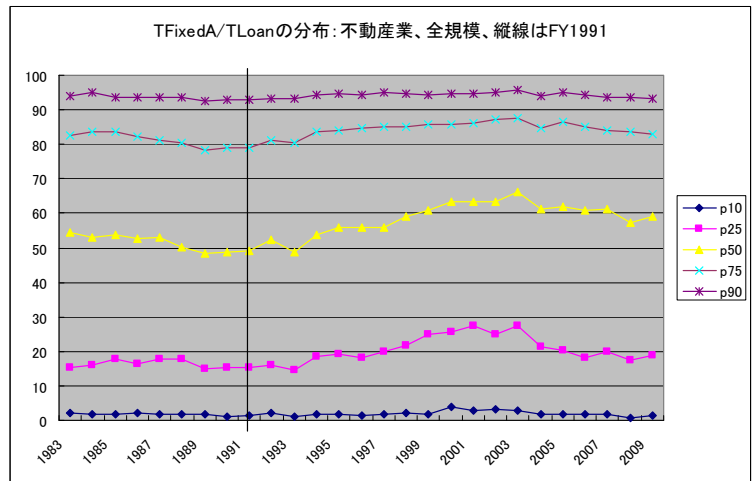
[卸・小売業]

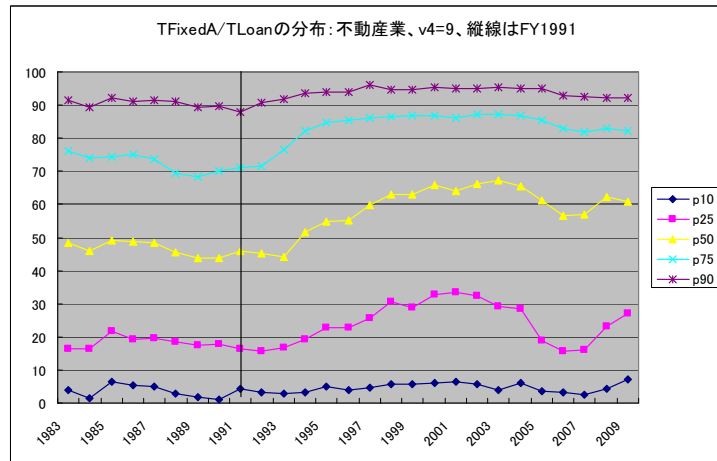
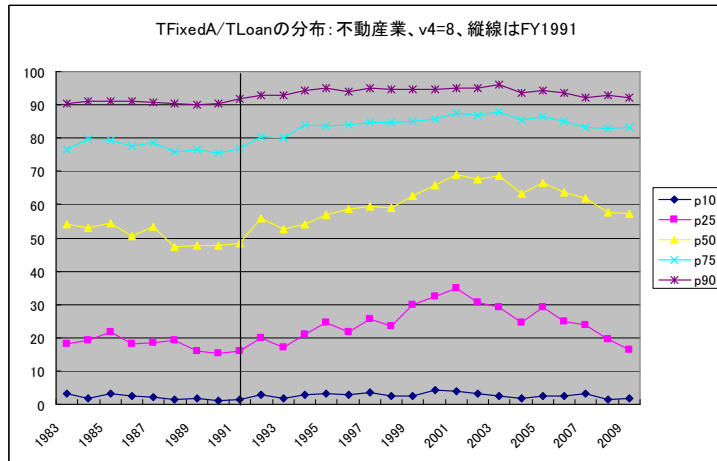






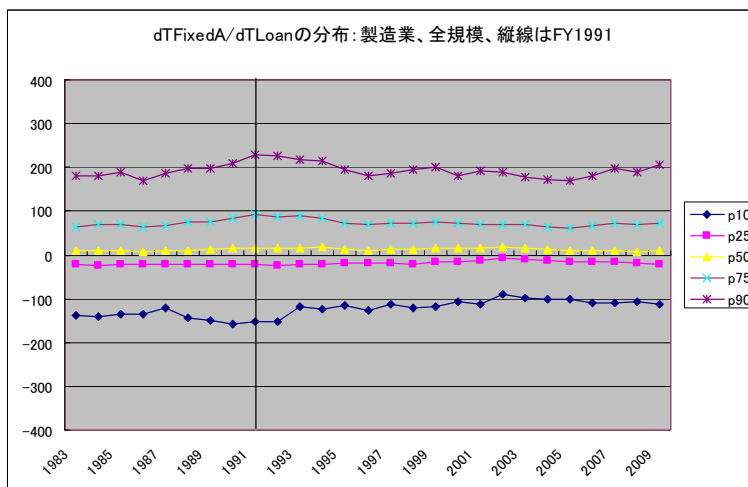
[不動産業]

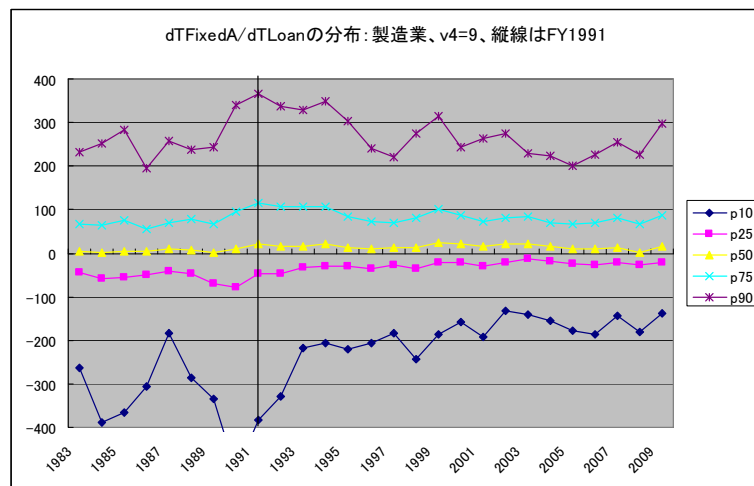
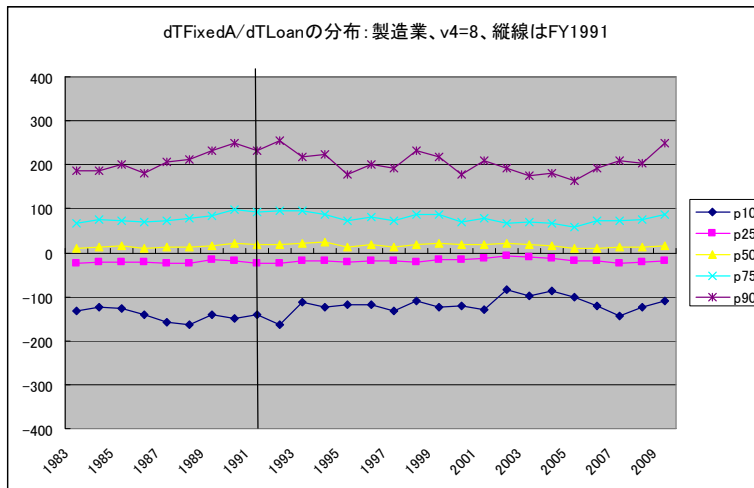
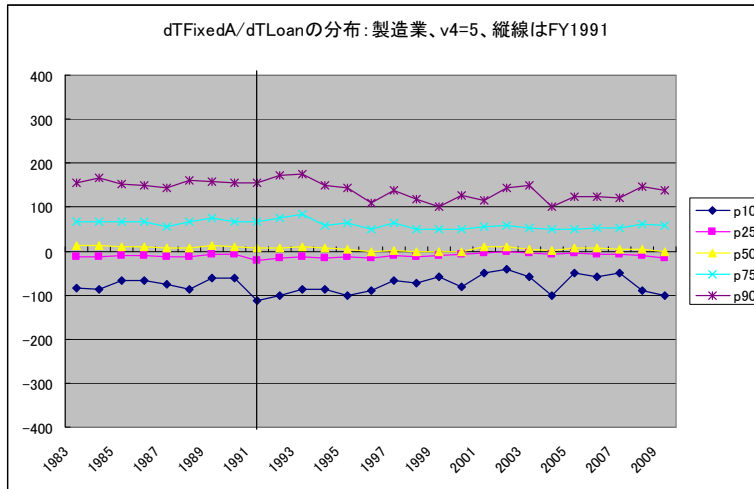




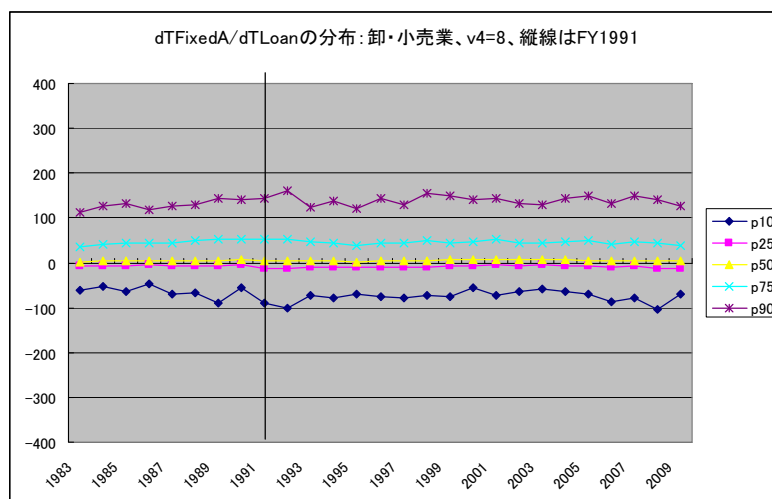
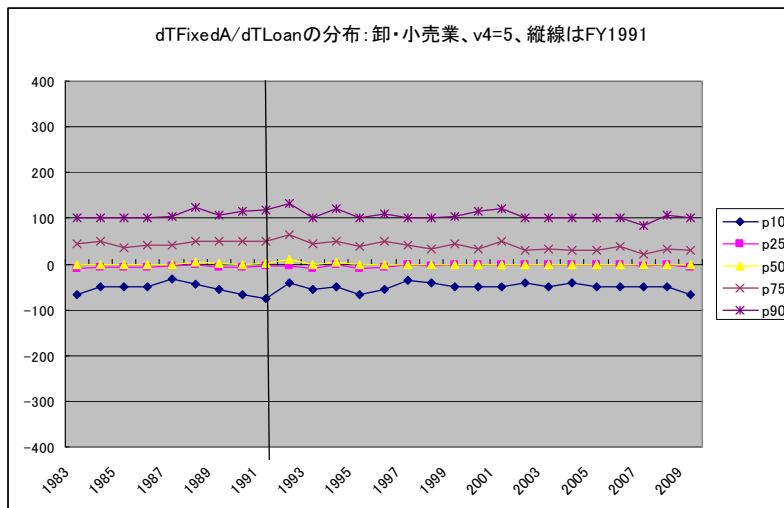
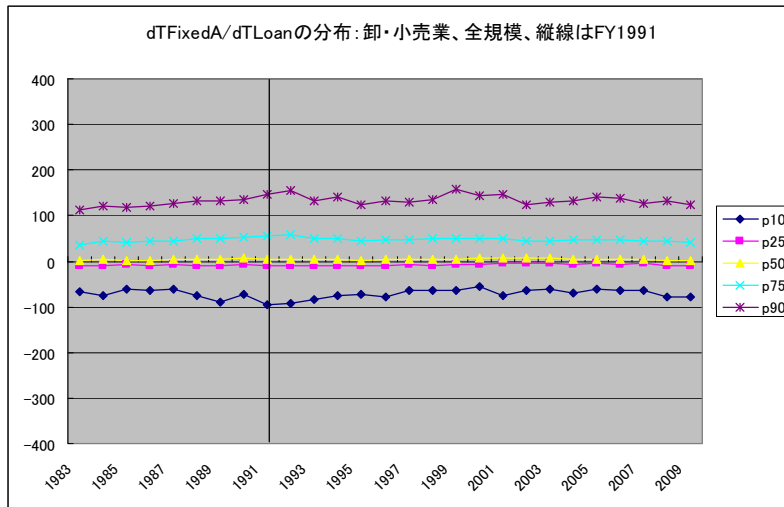
### X-3-2. dTFixedA/dTLoan の分布

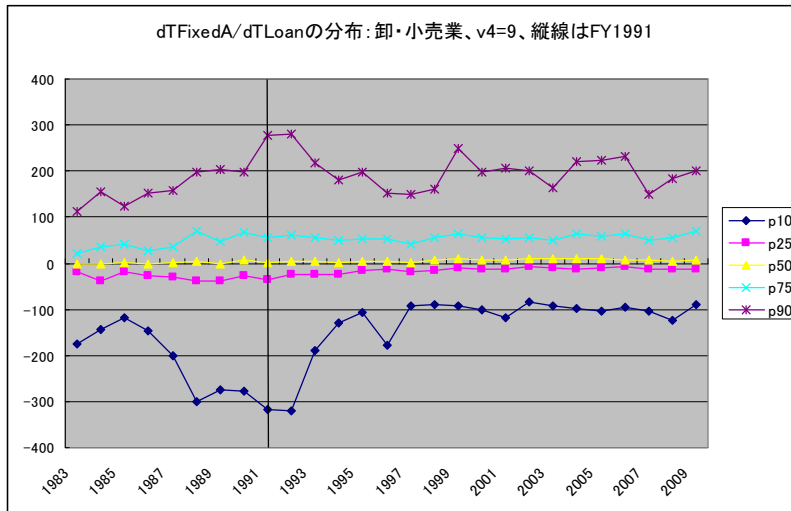
[製造業]



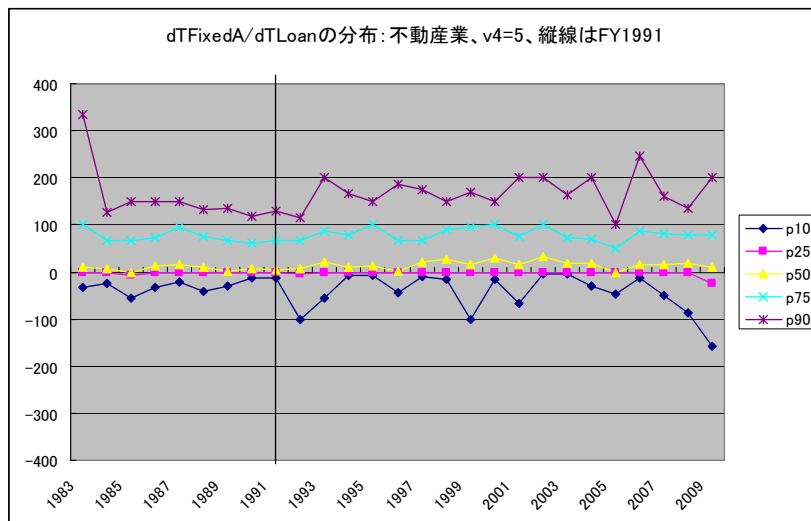
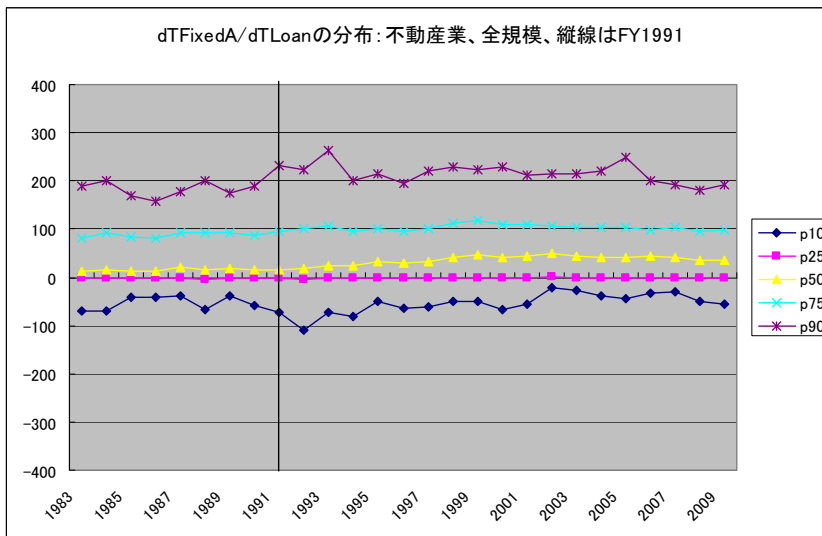


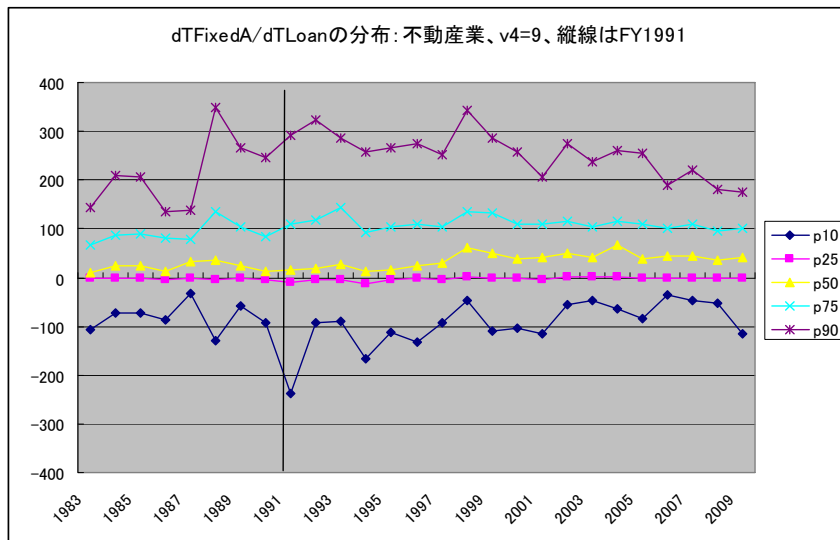
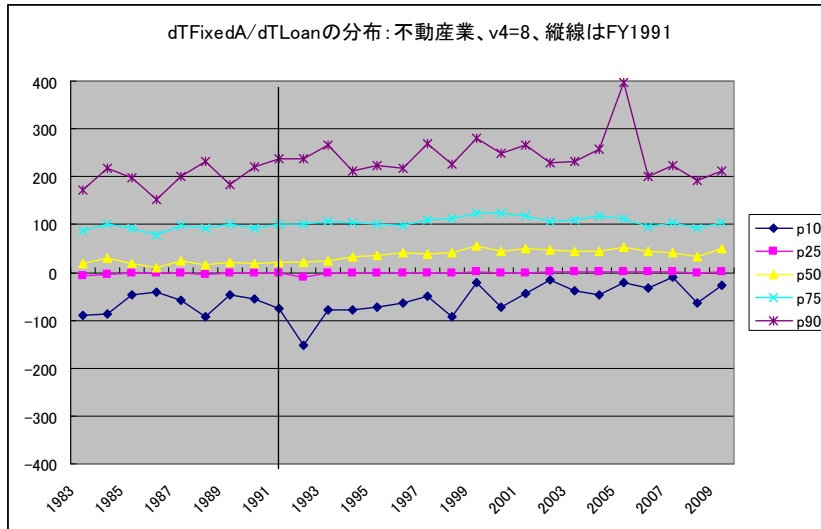
[卸・小売業]



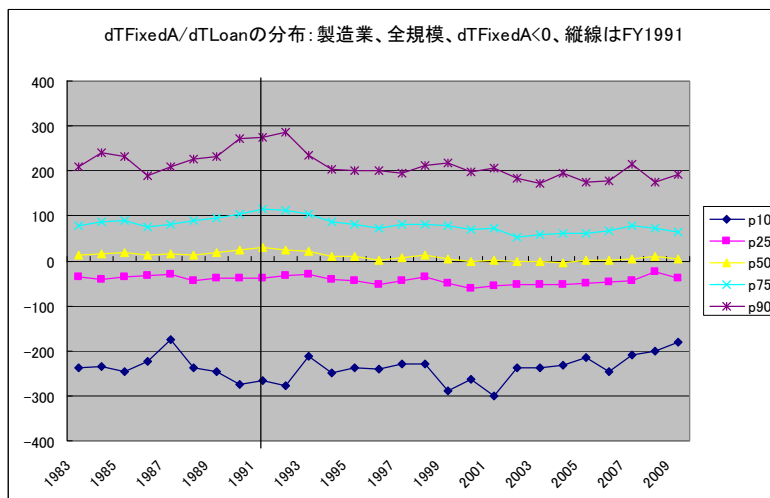


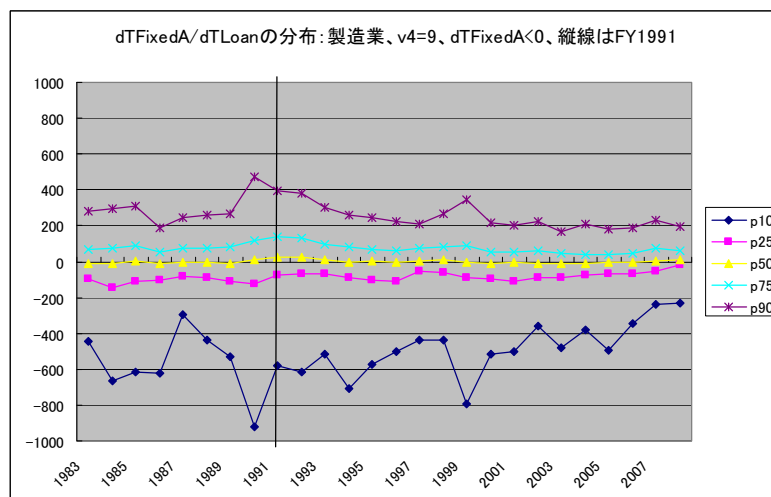
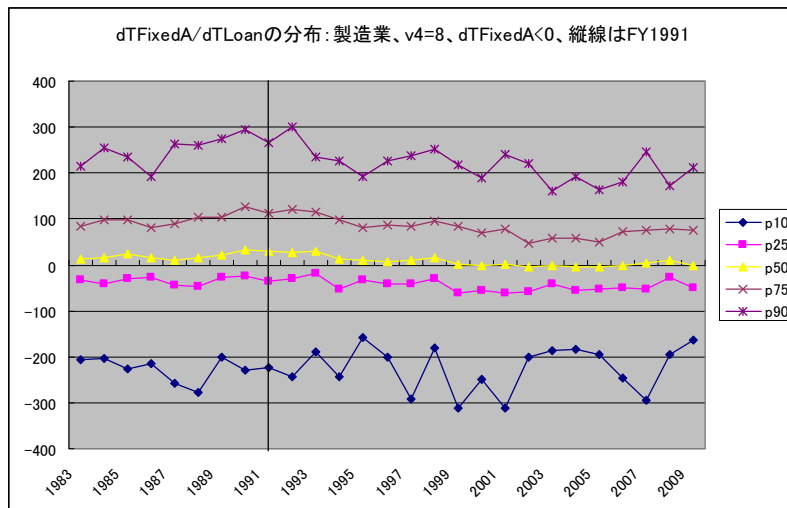
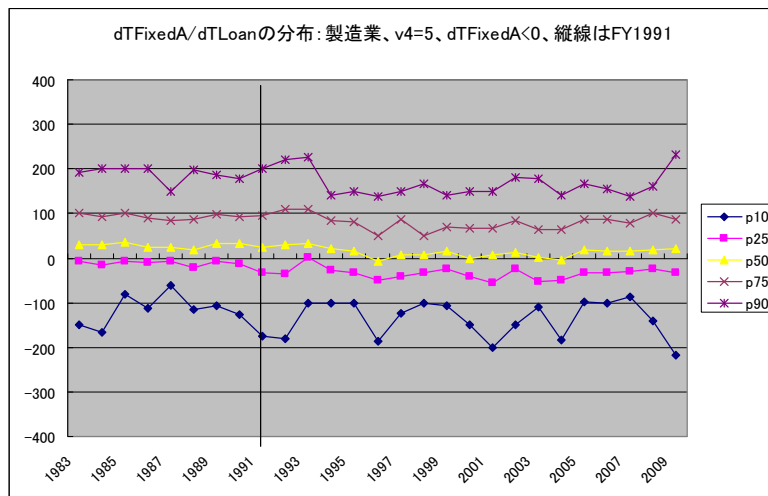
[不動産業]





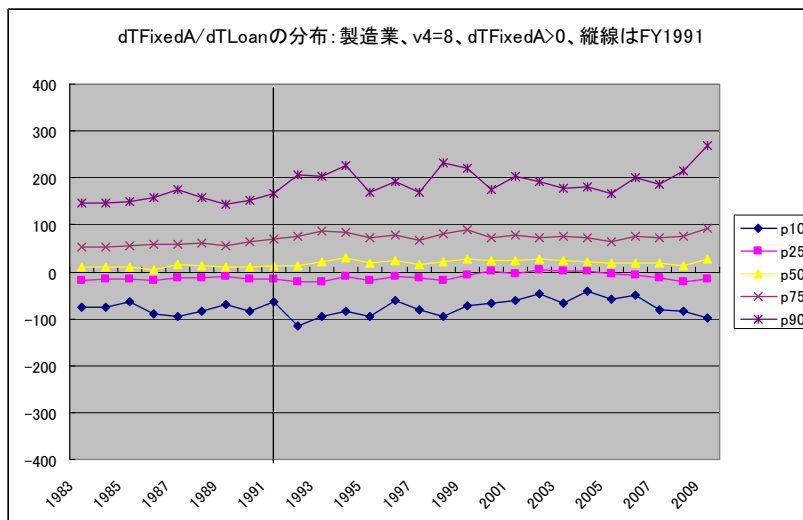
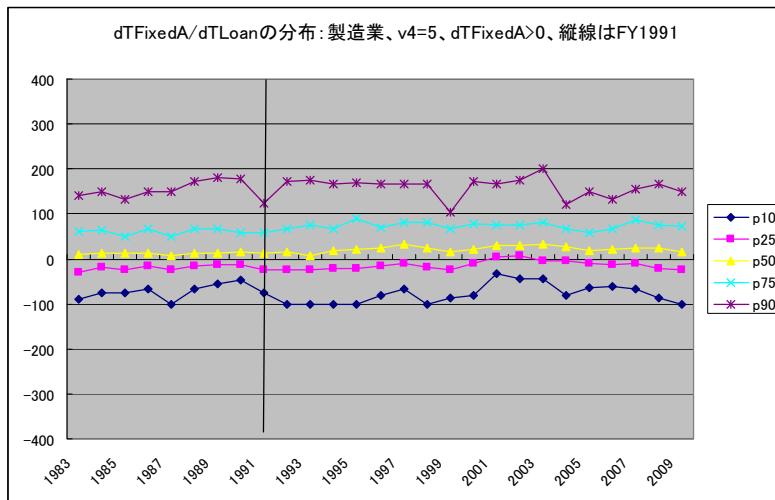
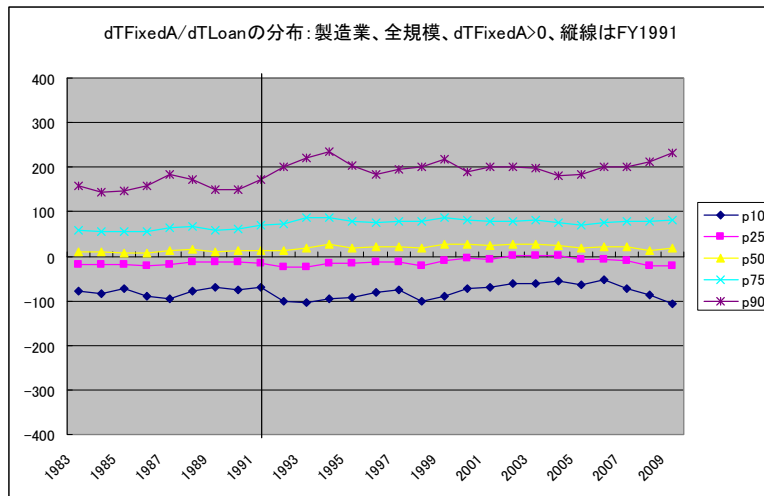
[製造業] dTFixedA<0

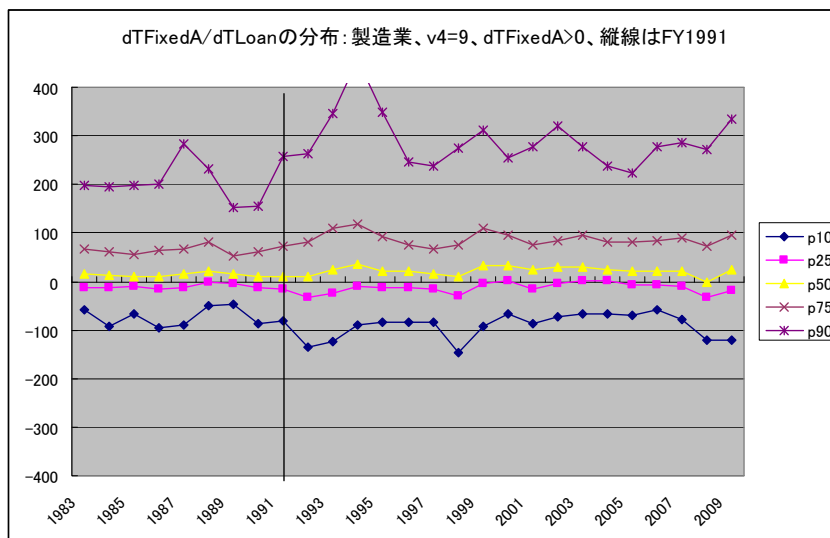




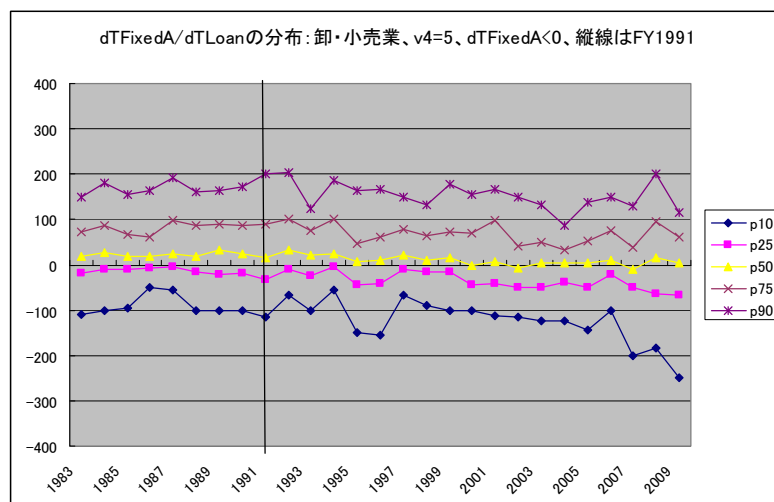
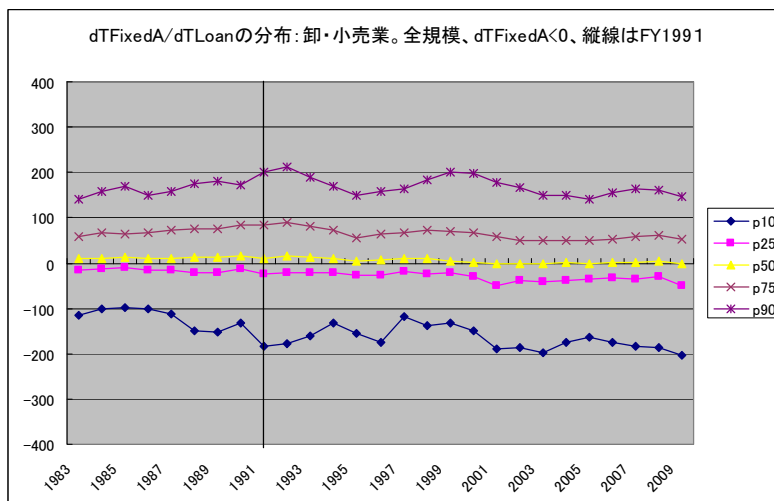
[製造業] dTFixedA>0

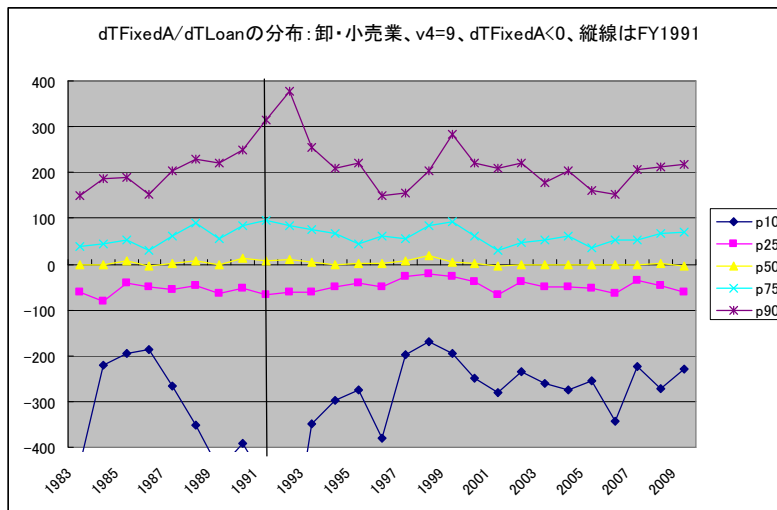
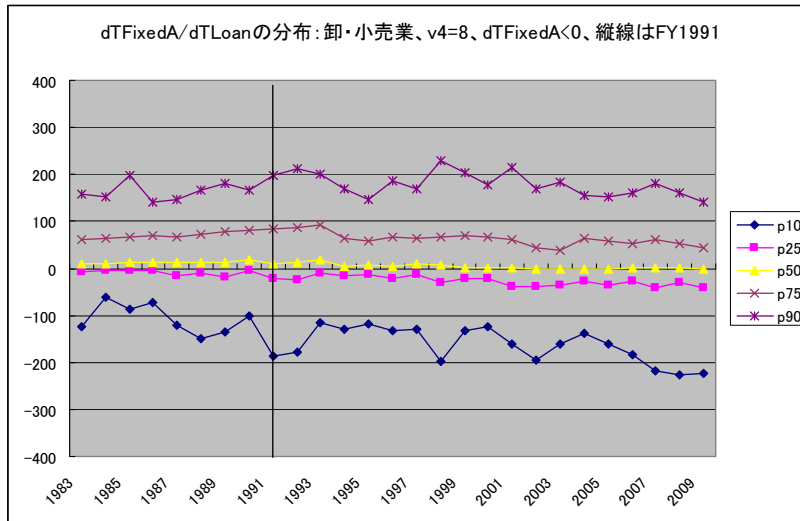




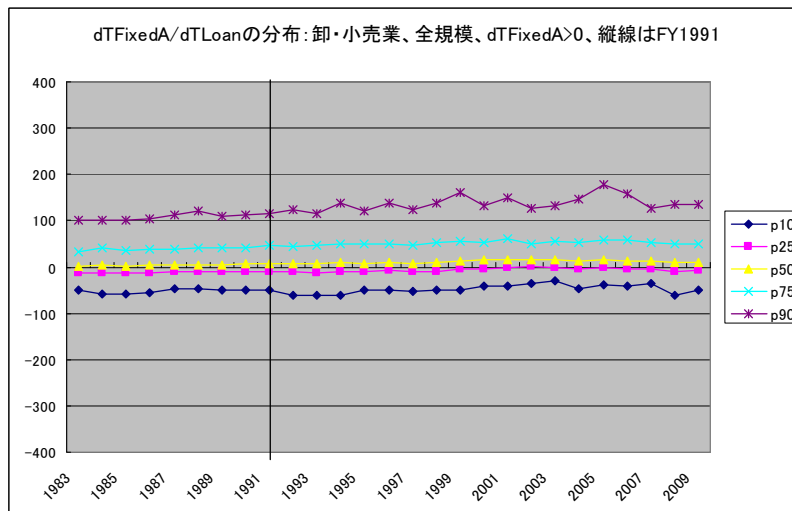


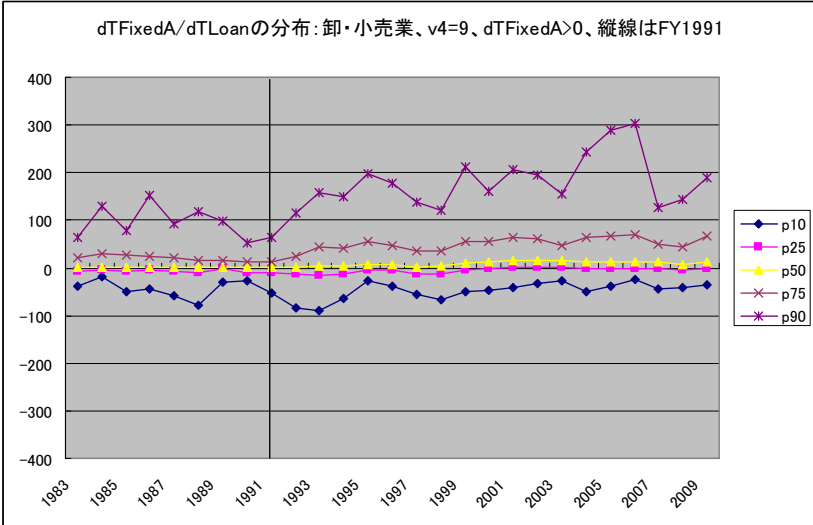
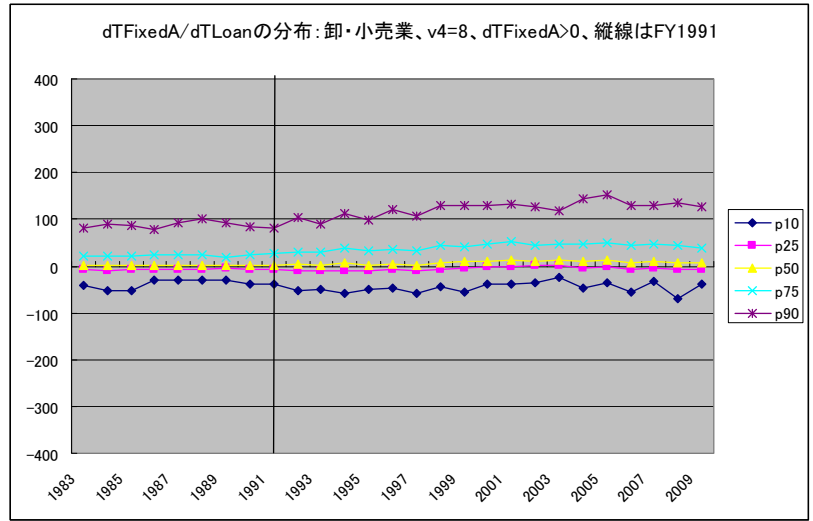
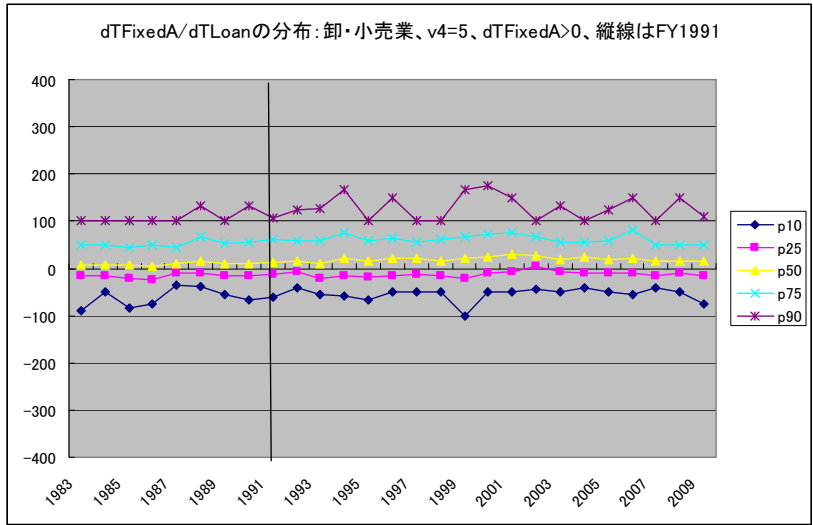
[卸・小売業] dTFixedA<0



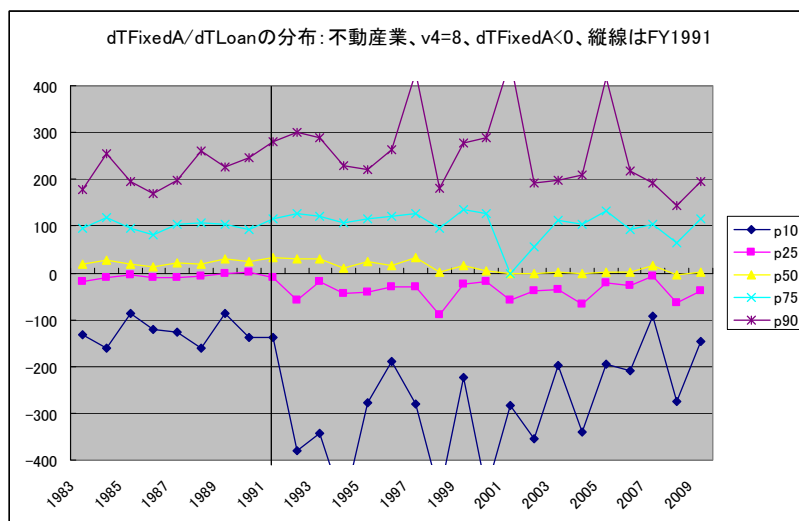
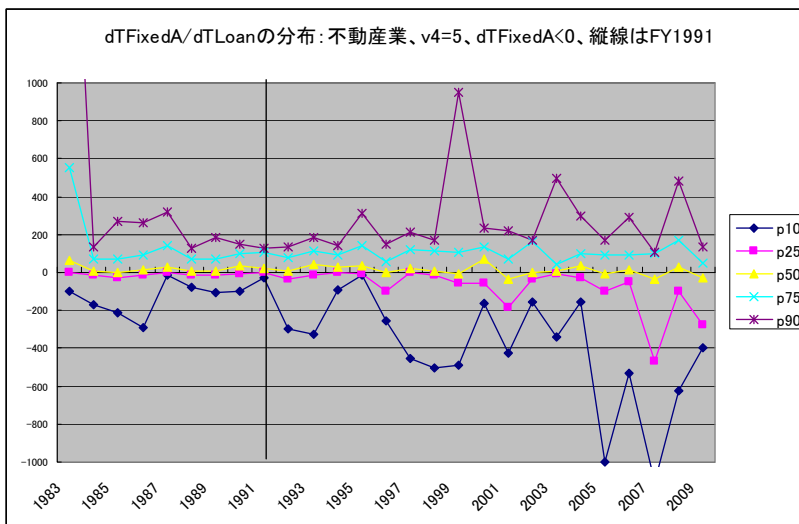
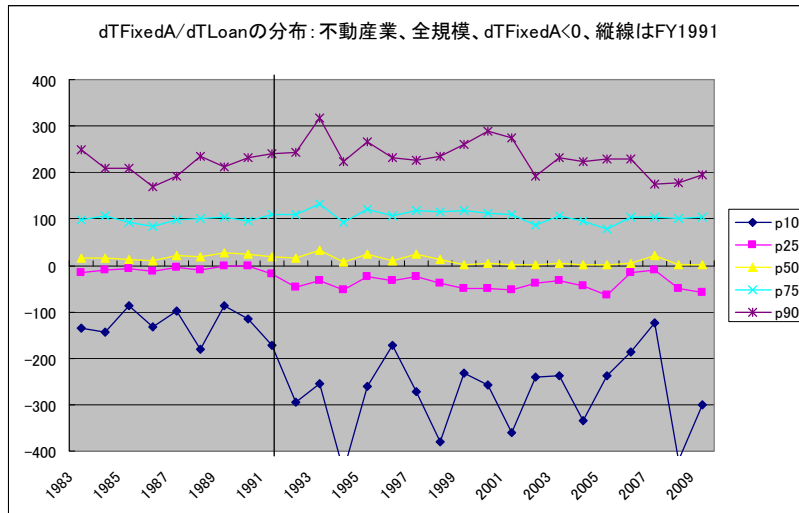


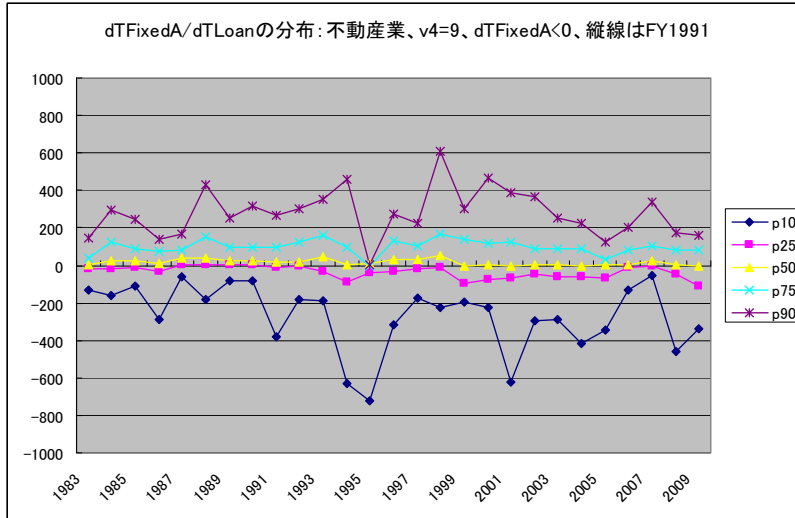
[卸・小売業] dTFixedA>0



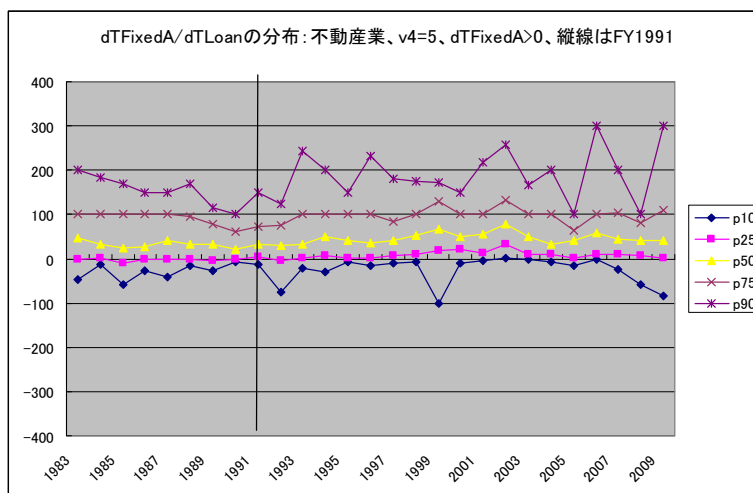
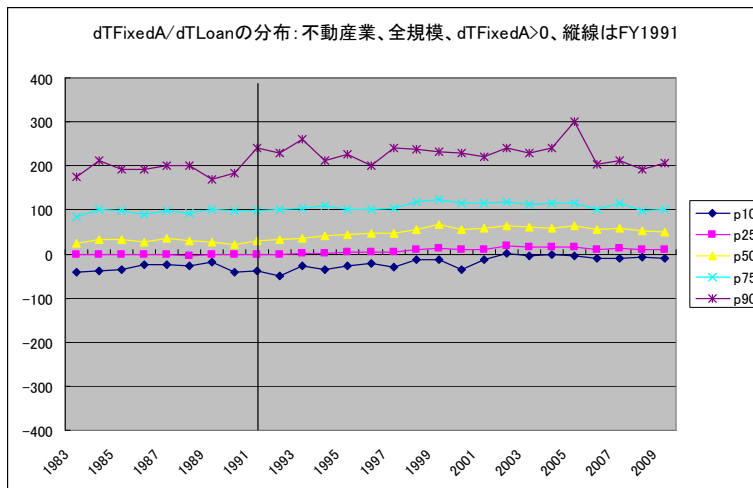


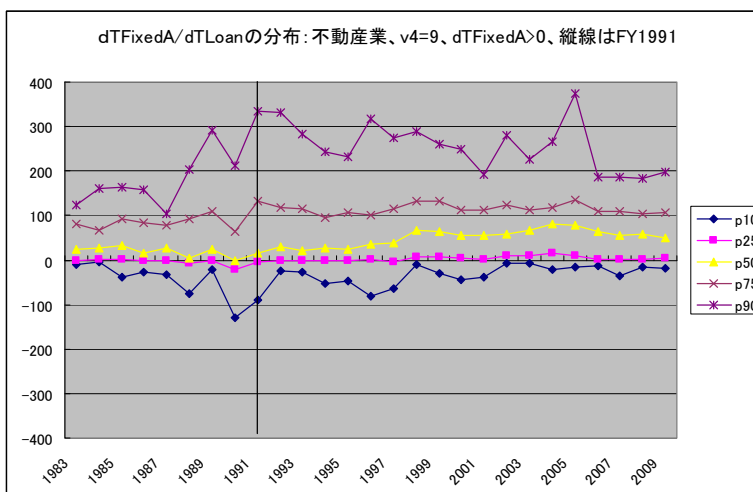
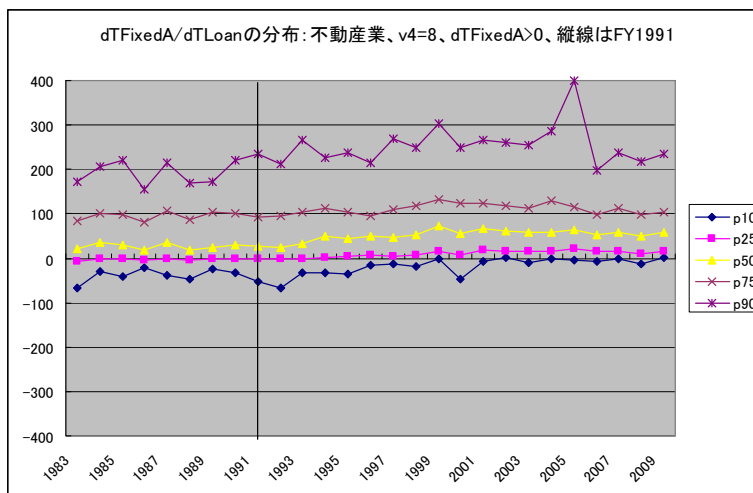
[不動産業] dTFixedA<0





[不動産業] dTFixedA>0





## XI. [補論]「法人企業統計年報」の負債項目のうち4つの「その他」の検討

### XI-1. はじめに

#### 「その他」項目の重要性

以上に見た如く、「有形固定資産」保有(本論文では  $land+fixedA$ )の資金源としての金融機関借入の比率はさほど高くない。さらに、その変化分(その対総資産構成比が  $dTFixedA=dland+dfixedA$ )は金融機関借入可能性に強く条件づけられていない (**strictly binding financial constraint** の下でない)。残る部分の資金調達源・ルートは何かという、代替的ルートの実態に関心が向かうのが自然だろう。代替的ルートの存在、より有利な条件での利用可能性が、以上の観察事実を発生させているはずである。金融資本市場における金融機関の地位と役割の圧倒的重要性、企業の資金調達源・ルートとしての金融機関の決定的重要性を基本的大前提とする日本経済・日本企業の行動に関する「通説」「通念」の根本を揺るがす結論である。その根源に関わる代替的ルートの実態に関心が高まるのが自然である。

「貸し渋り」等のどちらかといえば企業の短期資金調達に焦点を合わせた前回の研究(とりあえずは、三輪[2011a, b]を参照)では、その代替的ルートとして「売掛金」や「買掛金」という「企業間信用」に注目して、ミクロデータを用いて詳細に検討した。とはいえ、「金融機関借入金」および「自己資本」に「支払手形・買掛金」を加えても、総資産額を大きく下回り、それ以外の資金調達ルートに対する関心は必ずしも十分には満たされなかった<sup>21</sup>。

「有形固定資産」保有のための資金調達源・ルートについても同様である。金融機関長期借入金(あるいは、短期借入金を含めた総借入金)以外の資金調達源・ルートは何かという点に関心が向かうだろう。しかし、ここでも情報源の決定的不足・欠落という壁に直面する。この壁の克服は容易ではない。金融資本市場における金融機関の圧倒的優位性と企業の資金調達源としての金融機関借入金の支配的地位を自明の前提とする「通説」「通念」により、関連情報の欠落の重要性は痛感されず、結果としてかかる情報に対する関心が高まることはなかった。

ここでは、「法人企業統計」に注目し、その負債項目のうち「その他」に分類されている項目に関する情報を整理し、読者の関心の一部を満たすと同時に、関連情報の重要性とこれを認識した読者の関心・需要を高め、その供給を促すための条件整備の一環としたい。

#### 負債項目のうち「その他」扱いとなっている4つの項目

「法人企業統計年報」(季報ではない)の負債項目の中には、「その他」扱いの項目が4つある。金融機関借入以外の負債項目の実態に関心が向けば、これらの項目の実態に対する関心が高まるだろう。「どの程度の大きさか?」「時期によりどのように変化したか?」「利

<sup>21</sup> 「法人企業統計」が最も有力な情報源だと思われるが、この統計を含め利用可能な情報は限られる。「企業間信用」に焦点を合わせた研究についても、とりあえずは、三輪[2011a, b]を参照。より詳しくは、三輪[2010e, f]を参照。



利用者による利用状況のバラツキはどの程度か?」「分野によるバラツキはどの程度か?」「規模によるバラツキはどの程度か?」「1980年代後半の時期には他の時期と異なったか?」などの具体的設問が関心を象徴するだろう。

とりあえずの関心の焦点は1980年代後半の「バブル」期とその後の調整期である。とはいえ、ほぼ30年間にわたる個表データをフルに利用できる。たとえば、『バブル』崩壊期の融資規制にこれら『その他』のルートがバイパスとして機能したか?」「機能したとすれば、どこでどの程度に機能したか?」などの関心である。もっとも、前節までの検討内容は、「バブル」崩壊期の融資規制はほとんど機能しかなかったことを示唆する。あるいは、「とりわけ顕著に『銀行ばなれ』が進行した時期に、どの分野でどの『その他』項目の利用が拡大したか?」という設問も興味深い。

本論文では「構成比の分布」は期初の構成比を用いているが、XIでは期末の構成比を用いている点に留意していただきたい。

#### 企業のバランスシート項目構成比：2003年度の製造業の状況による例示

先へ進む前に、企業のバランスシート項目構成比を見て資産・負債および資本の状況の概要を把握し、4つの「その他」負債項目の位置づけと重要性に関するおおよそのイメージを持っていただく。

ここでは、『法人企業統計年報』を用いて2003年度末の製造業の規模別の状況を例示する。集計対象企業の総資産の合計値に対する各項目の合計値の比率(%)である。個別企業の構成比の平均値ではない。負債および資本を中心とし、資産項目については流動資産の一部についてのみ示す。資本金規模別区分についても『年報』の区分を用いるため、1,000万円～5,000万円(表区分の10~50)が1区分となり、『季報』のv4=5と6の合計がこれに対応している。

各バランスシート項目の対総資産構成比：製造業、2003年度

単位＝%

| 資本金規模      | 全規模          | 2*           | 2.5          | 5.10         | 10.50        | 50.100       | 100.1000     | 1000         |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>負債</b>  | <b>59.3</b>  | <b>77.9</b>  | <b>89.5</b>  | <b>86.4</b>  | <b>70.1</b>  | <b>64.8</b>  | <b>64.7</b>  | <b>53.9</b>  |
| 流動負債       | 36.0         | 38.1         | 41.8         | 42.4         | 37.5         | 39.0         | 44.5         | 33.7         |
| 支払手形       | 3.7          | 2.7          | 3.4          | 3.6          | 7.8          | 8.4          | 7.2          | 1.6          |
| 買掛金        | 10.8         | 4.0          | 5.1          | 5.7          | 7.4          | 9.5          | 12.2         | 11.7         |
| 短期借入金      | 11.1         | 19.4         | 22.2         | 21.9         | 14.6         | 14.0         | 16.5         | 8.5          |
| 金融機関借入金    | 8.5          | 6.4          | 11.4         | 9.8          | 10.5         | 12.0         | 12.4         | 6.8          |
| その他の借入金    | 2.6          | 13.1         | 10.8         | 12.0         | 4.1          | 2.0          | 4.1          | 1.7          |
| 引当金        | 0.8          | 0.3          | 0.1          | 0.4          | 0.3          | 0.6          | 1.2          | 0.9          |
| その他        | 9.7          | 11.7         | 11.0         | 10.8         | 7.5          | 6.4          | 7.5          | 11.0         |
| 固定負債       | 23.2         | 39.8         | 47.7         | 44.0         | 32.6         | 25.8         | 20.2         | 20.2         |
| 社債         | 4.3          | -            | -            | -            | 0.6          | 1.8          | 1.3          | 6.1          |
| 長期借入金      | 13.4         | 39.2         | 45.9         | 41.9         | 30.5         | 20.8         | 12.5         | 7.2          |
| 金融機関借入金    | 11.7         | 20.7         | 29.9         | 28.1         | 26.0         | 19.3         | 10.9         | 6.7          |
| その他の借入金    | 1.7          | 18.6         | 16.0         | 13.8         | 4.5          | 1.5          | 1.6          | 0.5          |
| 引当金        | 3.7          | 0.2          | 0.3          | 0.0          | 0.7          | 2.2          | 4.9          | 4.5          |
| その他        | 1.9          | 0.4          | 1.5          | 2.1          | 0.8          | 1.0          | 1.5          | 2.3          |
| <b>資本</b>  | <b>40.7</b>  | <b>22.1</b>  | <b>10.5</b>  | <b>13.6</b>  | <b>29.9</b>  | <b>35.2</b>  | <b>35.3</b>  | <b>46.1</b>  |
| 資本金        | 8.3          | 1.4          | 7.5          | 9.7          | 4.5          | 3.4          | 4.2          | 10.5         |
| 資本準備金      | 6.8          | 0.3          | 0.1          | 0.1          | 0.4          | 1.6          | 1.7          | 10.1         |
| 利益準備金      | 1.0          | 0.7          | 0.8          | 1.0          | 0.8          | 0.8          | 0.6          | 1.2          |
| その他の剰余金    | 24.5         | 19.7         | 2.0          | 2.8          | 24.1         | 29.4         | 28.8         | 24.3         |
| <b>総資産</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |
| 現預金        | 10.1         | 23.1         | 17.7         | 18.1         | 16.8         | 13.9         | 11.7         | 7.4          |
| 受取手形       | 3.2          | 3.5          | 3.5          | 6.3          | 5.8          | 5.6          | 4.9          | 1.9          |
| 売掛金        | 16.6         | 9.8          | 13.1         | 13.6         | 15.5         | 16.5         | 19.8         | 16.4         |
| 棚卸資産       | 9.0          | 10.3         | 8.3          | 9.0          | 9.8          | 9.6          | 11.4         | 8.3          |

\*:資本金規模の単位は100万円

資料出所：『法人企業統計年報』2003年度版

## 負債項目のうち4つの「その他」項目

4つの「その他」とは、次の4項目である。カッコ内の数字は、資本金規模1,000万円～5,000万円規模クラス（v4=5と6に対応）と1億円～10億円規模クラス（v4=8）の対総資産構成比（%）である：(1)「金融機関以外からの長期借入金」（4.5、1.6）；(2)「その他の固定負債」（0.8、1.5）；(3)「金融機関以外からの短期借入金」（4.1、4.1）；(4)「その他の流動負債」（7.5、7.5）である。

統計調査時に利用される「マニュアル」の解説は以下の通りである。これ以上の情報は得られない。

- (1)：金融機関以外からの借入金のうち、1年以内に期限の到来しないもの。
- (2)：社債、金融機関借入金、その他の借入金、引当金の4項目以外の固定負債。税効果会計を適用している場合、固定負債に属する繰延税金負債（土地の再評価に係るものを含む）はここに含める。
- (3)：金融機関（銀行、信託銀行、信用金庫、信用組合、協同組合、公庫等の政府関係金融機関、貸金業等広義の金融機関をいう）以外からの借入金のうち、1年以内に期限の到来するもの。
- (4)：未払金、前受金、預り金、未払費用、前受利益、未払法人税、1年内償還予定社債、コマーシャルペーパー、リース取引で借り手側が負うリース債務のうち流動負債に計上したもの。

本論文の主たる検討対象は資本金 1,000 万円以上規模クラスである。上掲表を見ると、それ以下の規模クラスで「その他」の比重がはなはだしく高いケースが見られる。とはいえ、ここでは資本金規模 1,000 万円以上の規模クラスに限定する。ちなみに、資本金規模 1,000 万円～2,000 万円規模クラス(v4=5)で、この頃の平均従業者数は 10 名強であった。

以下に見る如く、「その他」の負債項目は、いずれも、一部の企業にとってきわめて重要な資金調達源になっており、上掲表の平均値の数字を大きく上回る比率を示している。

以下では、不動産業と製造業の分野別の検討結果を示す。

全規模、v4=5, v4=8 の 3 つの図の対比を基本とする。必要に応じて v4=9 を含むその他の規模についても結果を表示する。

比較を容易にするために、縦軸の目盛りの上限を 60% に設定した。ただし、2 つの表にのみ例外を設け、その旨を明記した。

## XI-2. 「金融機関以外からの長期借入金」構成比の分布

XI-2 と XI-3 では、「固定負債」の中の 2 つの「その他」項目の分布についてみる。

不動産業の v4=5 のケースについてだけ、目盛りが異なる点に注意されたい。

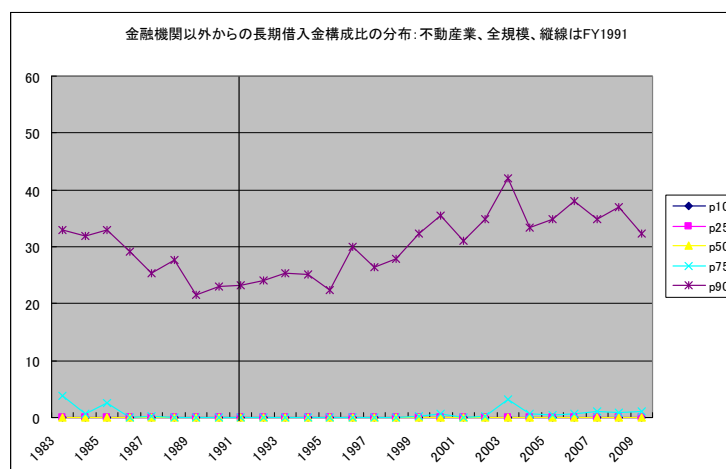
不動産業では、ほとんどの図で、p90 だけがプラスで、極めて高い水準で推移する。

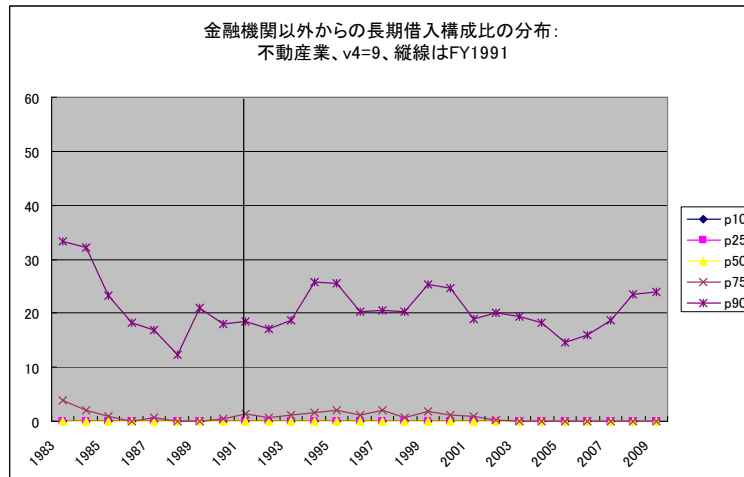
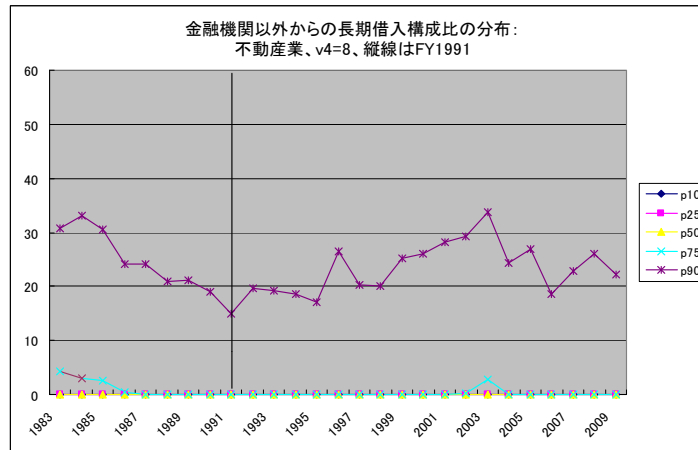
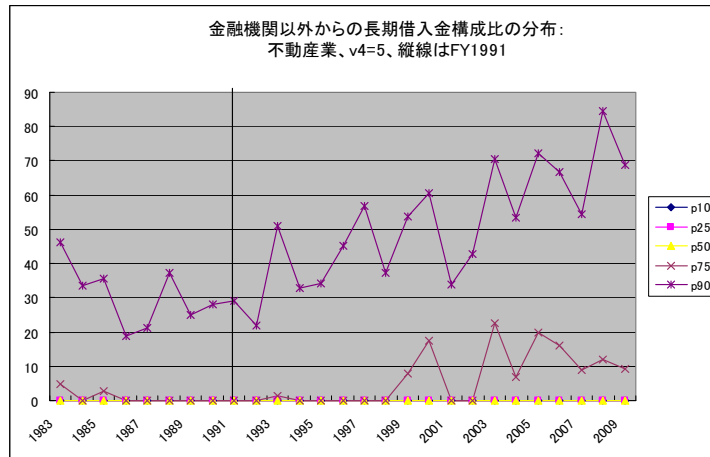
不動産業では、p90 が一貫して高い水準に位置する。しかし、「バブル」期に限ると、水準はむしろ低下する。

不動産業では、規模の小さな企業で p90 の水準が高い。

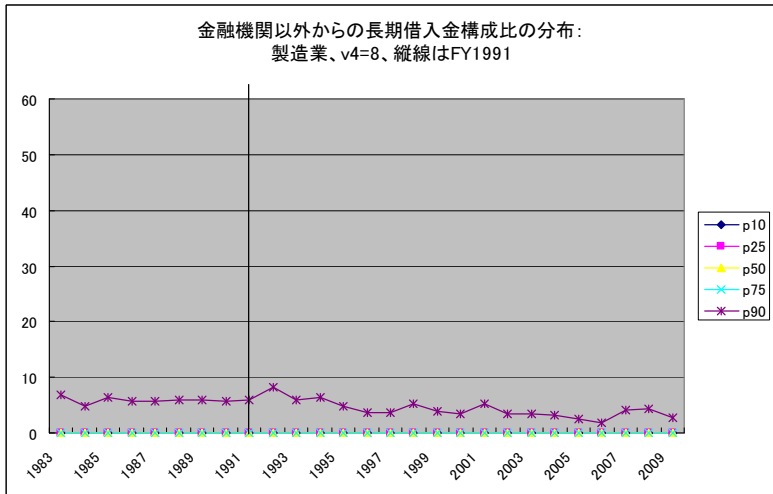
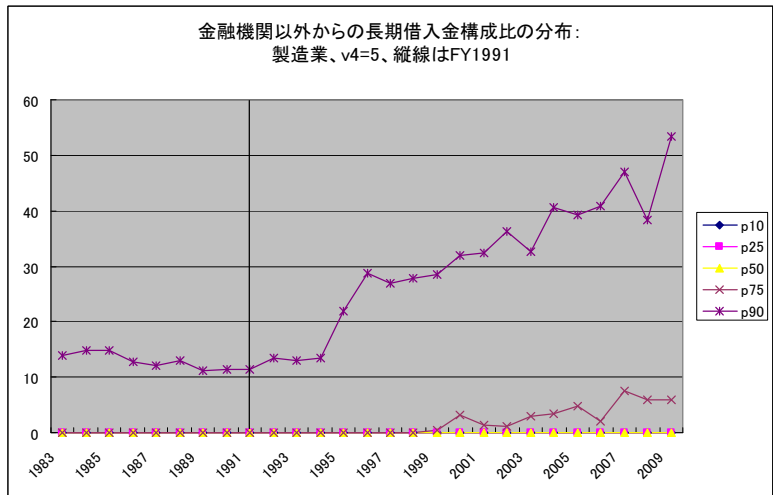
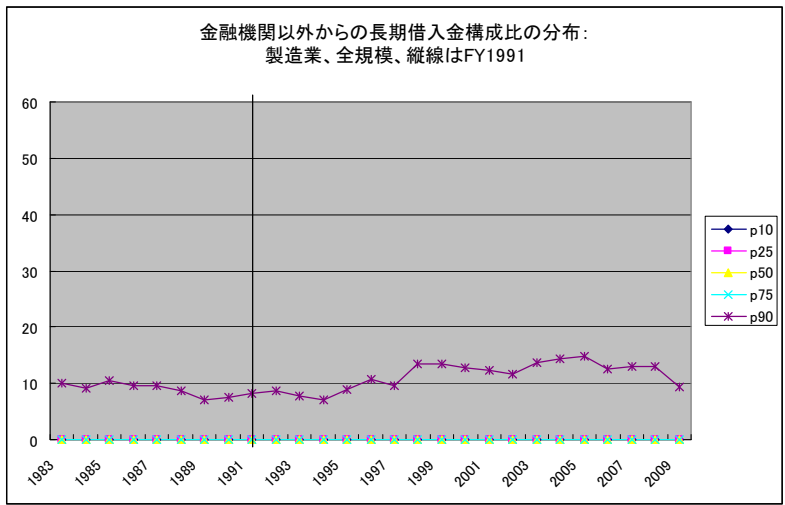
製造業についても、p90 のみ目立つことには変わりはない。しかし、p90 の水準は、「バブル」期には 10% 程度の水準にあり、不動産業の水準を大きく下回る。v4=5 では 1995 年頃から水準が急激に上昇した。

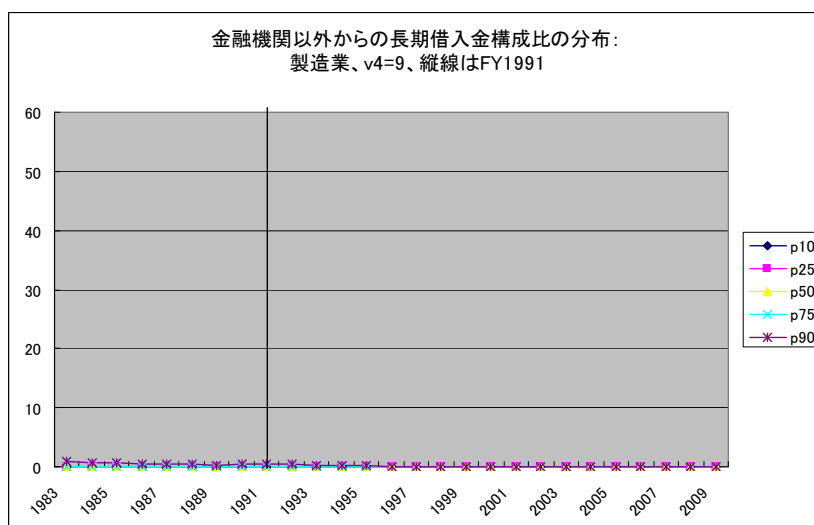
### [不動産業]





[製造業]





### XI-3. 「その他の固定負債」 構成比の分布

XI-3 では、「その他の固定負債」 構成比の分布について見る。不動産業についてのみ、v4=5~9 の 5 クラスすべてについて規模別分布の推移を表示する。

不動産業では、p90 に加えて p75 (さらに p50) までプラスの値をとっている。

ここでも、不動産業と製造業ではパターンに大きな違いがある。

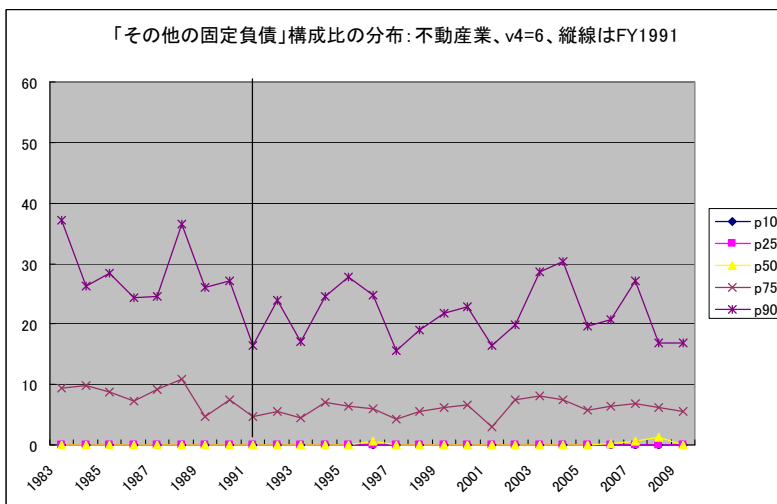
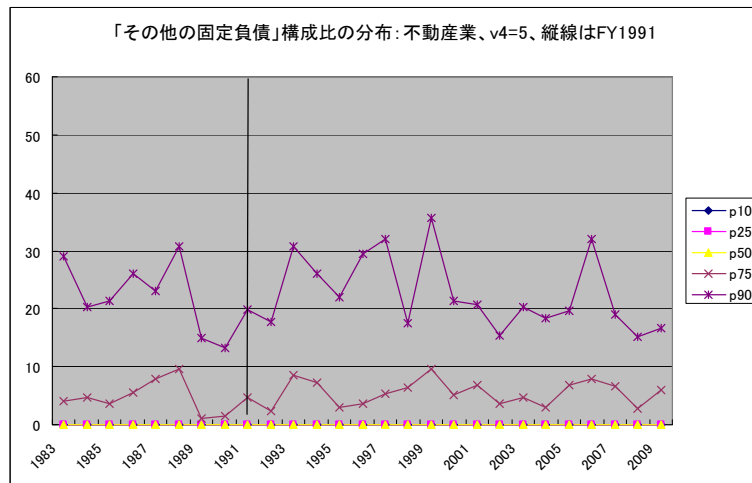
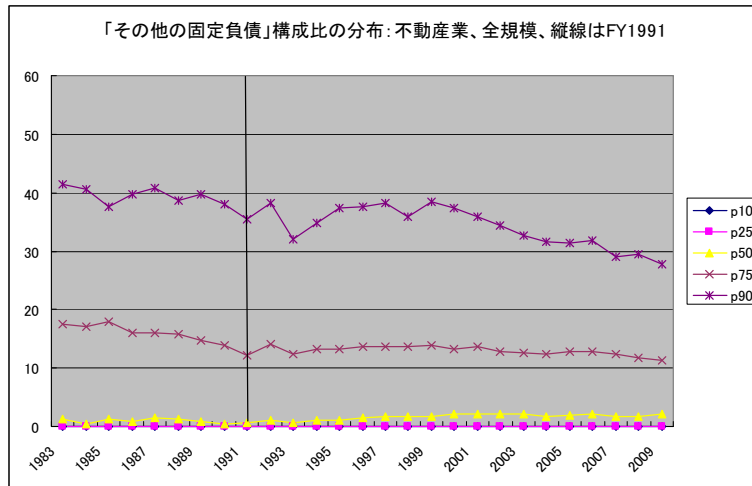
不動産業では、大規模企業の一部が積極活用しており、それに比べれば v4=5 の p90 の水準は低い。

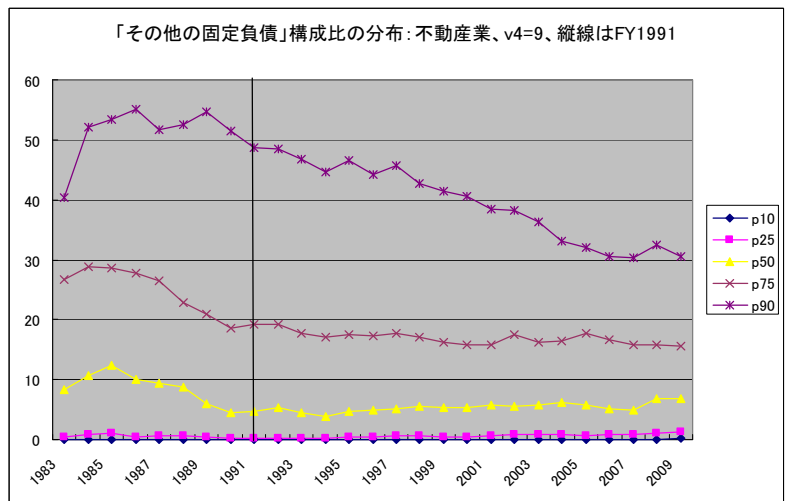
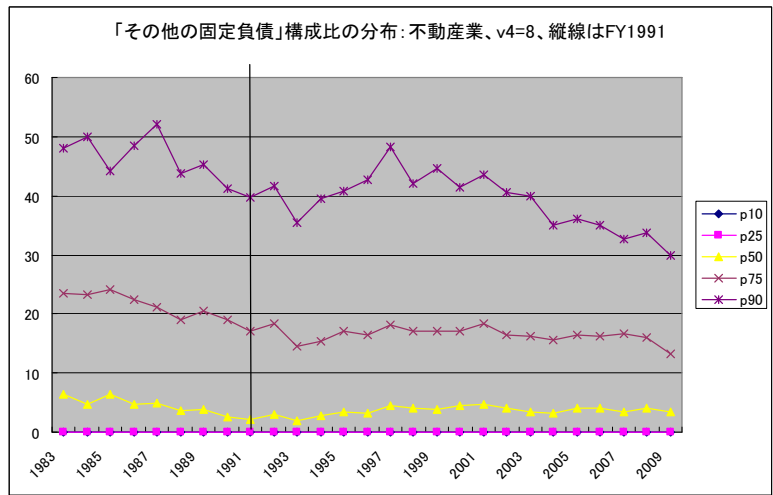
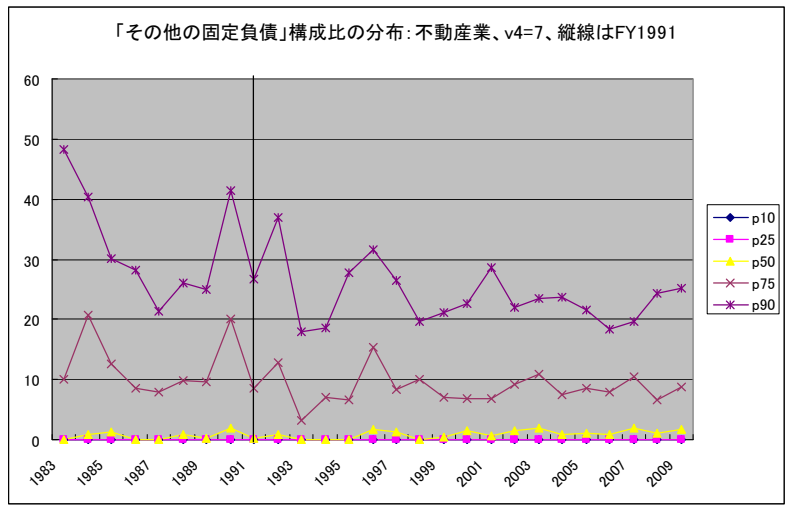
大規模企業グループでの利用状況は、趨勢的にむしろ低下している。これに対し、v4=5 では、そのようなトレンドは観察されない。たとえば、「バブル」崩壊後の「融資規制強化」への反応のようなものは観察されない。

製造業でも、利用者は大規模企業に偏る。

著しい特徴は、とくに v4=9 で「金融危機」頃から利用が急激に活発化したことである。もともと、製造業の v4=9 といえどもピークで 7% の水準にとどまる。

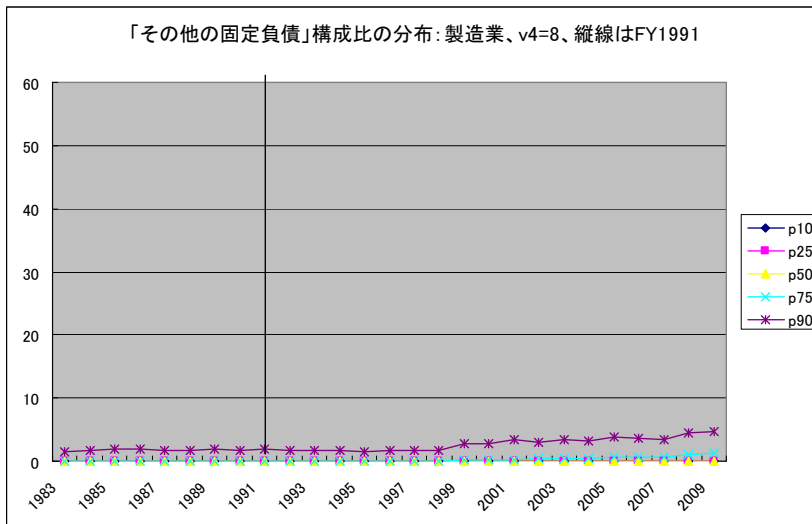
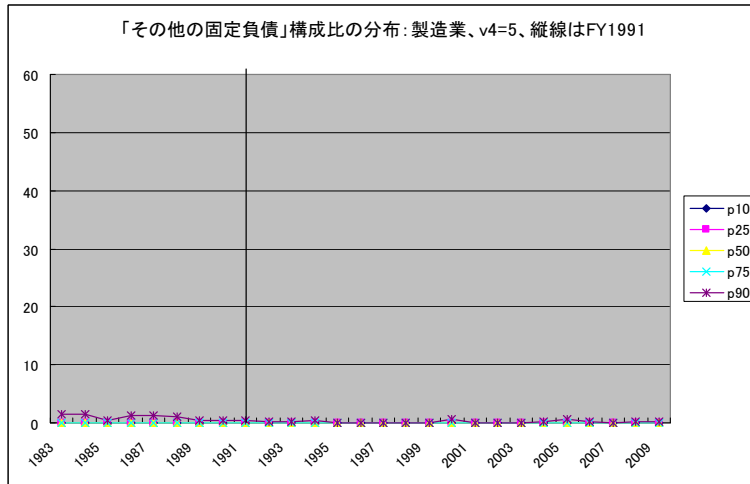
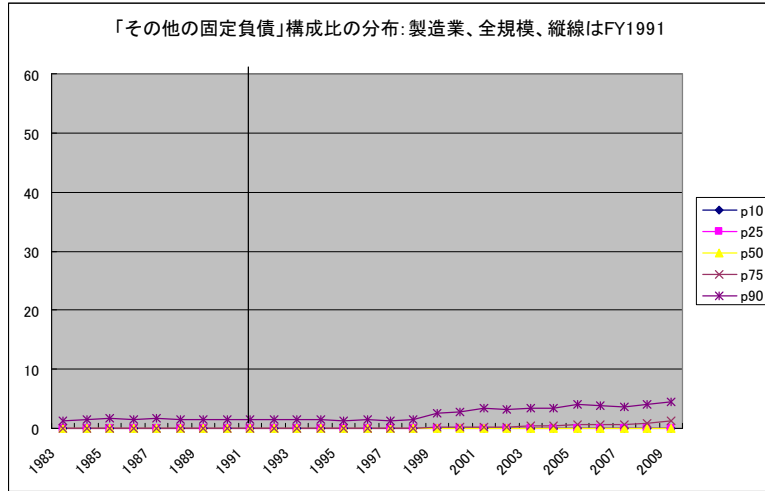
[不動産業]

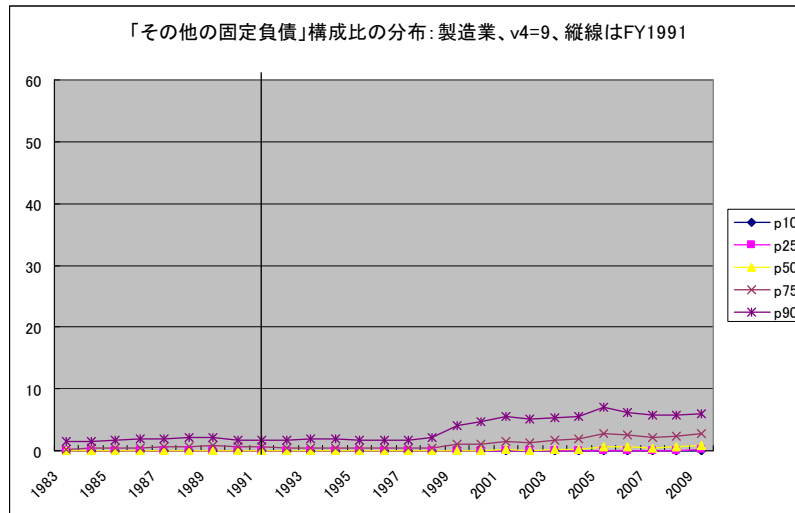




[製造業]







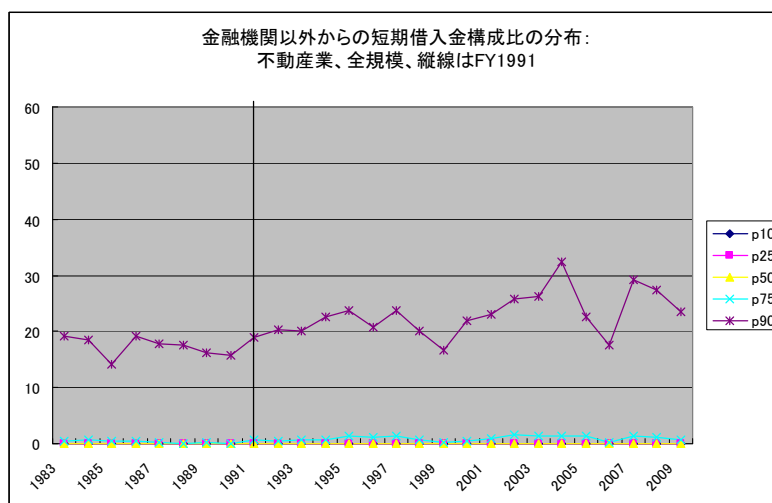
#### XI-4. 「金融機関以外からの短期借入金」構成比の分布

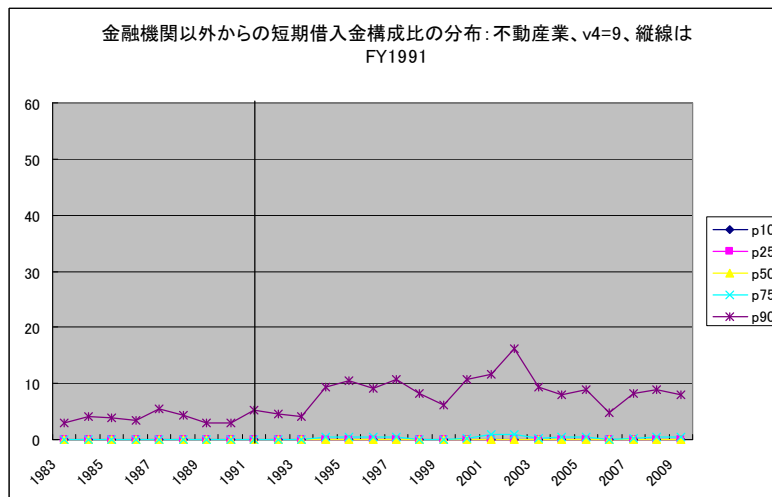
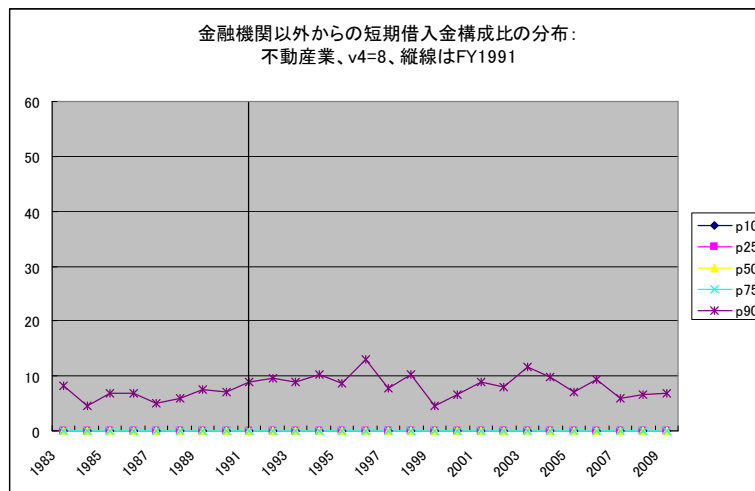
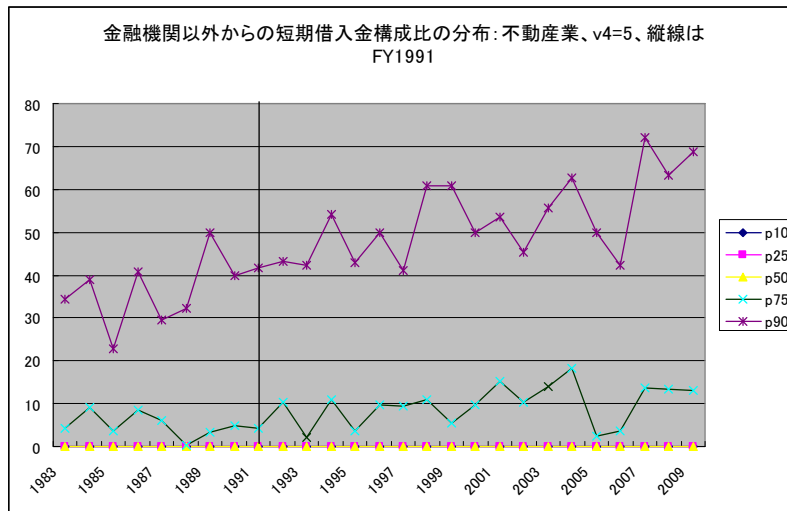
XI-4 と XI-5 では、「流動負債」の中の 2 つの「その他」項目の分布についてみる。

不動産業の v4=5 のケースだけ、目盛りが異なる点に注意されたい。

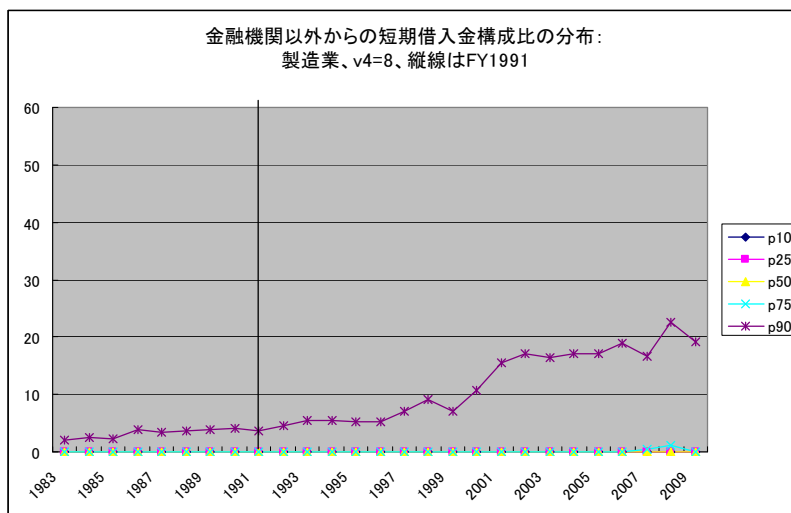
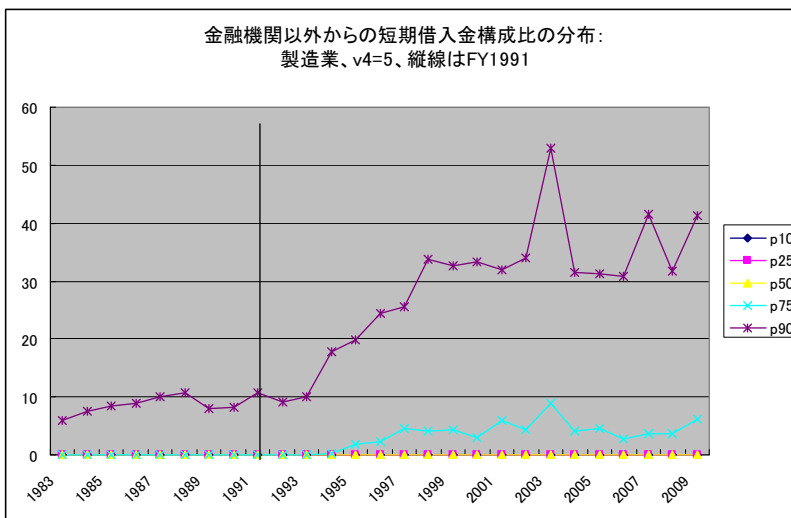
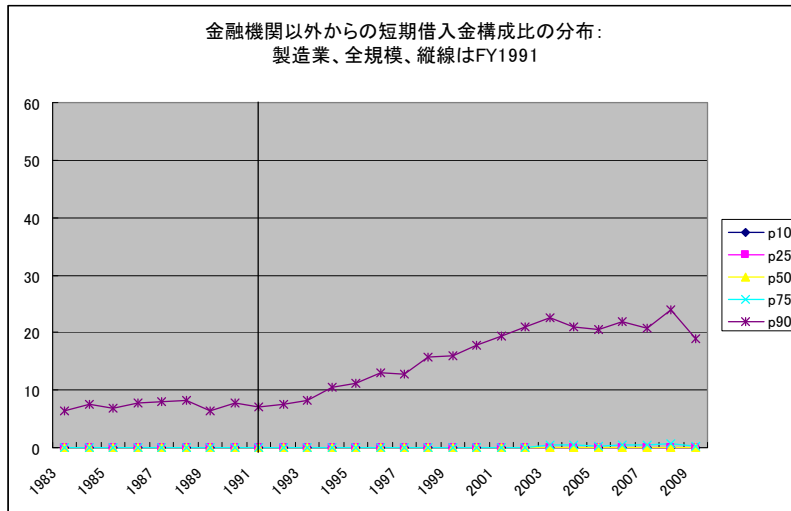
不動産業と製造業では若干のパターンの違いがある。しかし、例外的なケースを除いて、目立つのは p90 のみであり、利用企業が小規模企業に偏る点は共通である。不動産業では 1980 年代でもかなりの利用があったが、製造業では、「金融危機」頃に比率が急上昇したという点では違いが目立つ。ただし、大規模企業グループでは水準が低いといっても、「その他の固定負債」よりは高い。

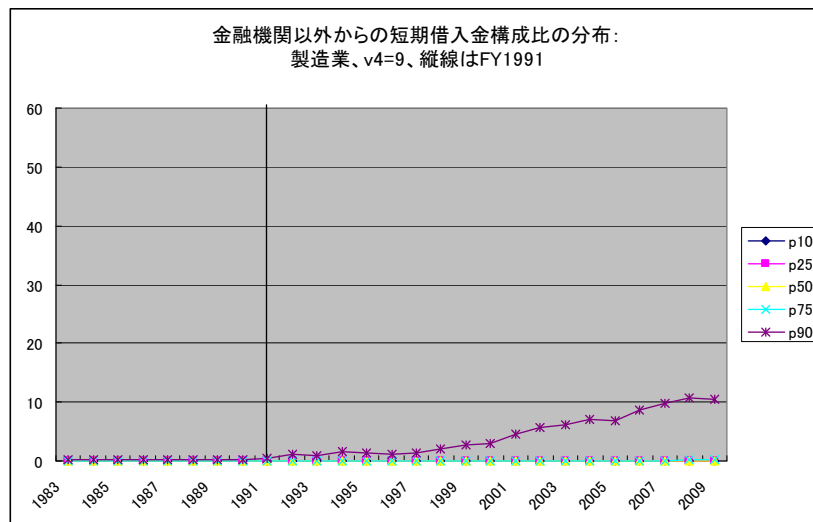
[不動産業]





[製造業]





#### XI-5. 「その他の流動負債」 構成比の分布

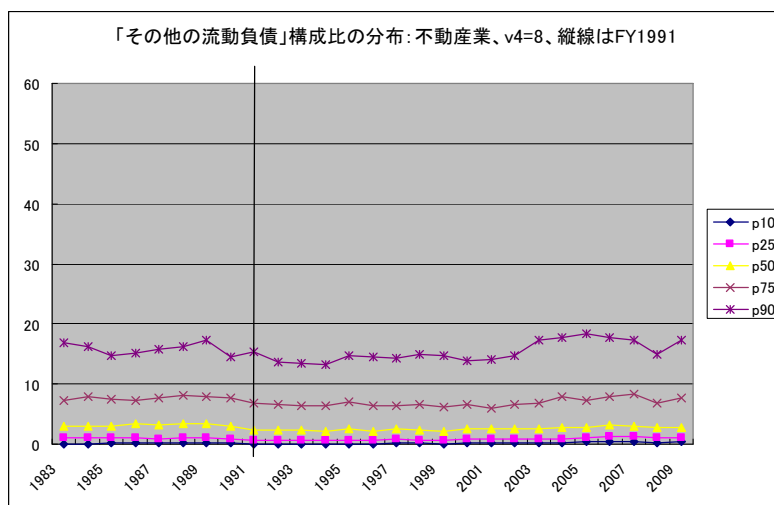
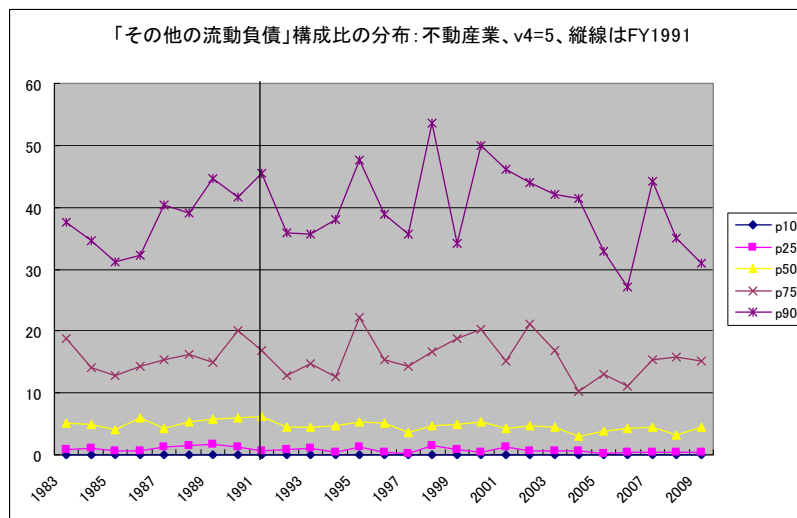
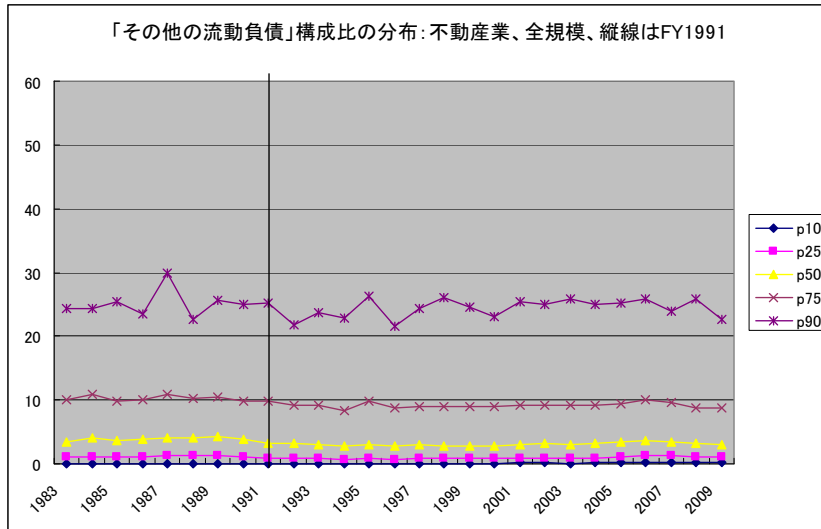
4つの「その他」項目の中で、目だって広く利用され、分野・時期の両面で利用量が安定している。不動産業のv4=5だけ、目だって利用水準が高い。しかし、両分野のいずれの規模クラスでも、p90だけが目立って高いということはない。

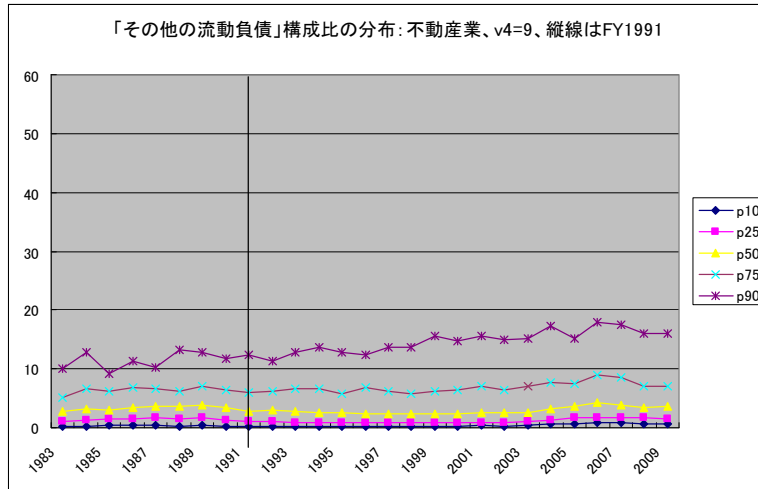
たとえば、「バブル」崩壊前後の融資規制強化時に、それに対する反応して利用が増加したということはない。「金融危機」時についても同様である。

上記の如く、現時点では、「未払金、前受金、預り金、未払費用、前受収益、未払法人税、一年内償還予定社債、コマーシャルペーパー、リース取引で借り手が負うリース債務のうち流動負債に計上したもの・・・」と解説されるにとどまる。「リース取引やコマーシャルペーパー市場の発展を反映して近年その比重が高まっているのだ」とする予想される解説は、1960年から2009年の長期間にわたってこの比重にほとんど変化が見られないという観察事実と整合的でない。<sup>22</sup>

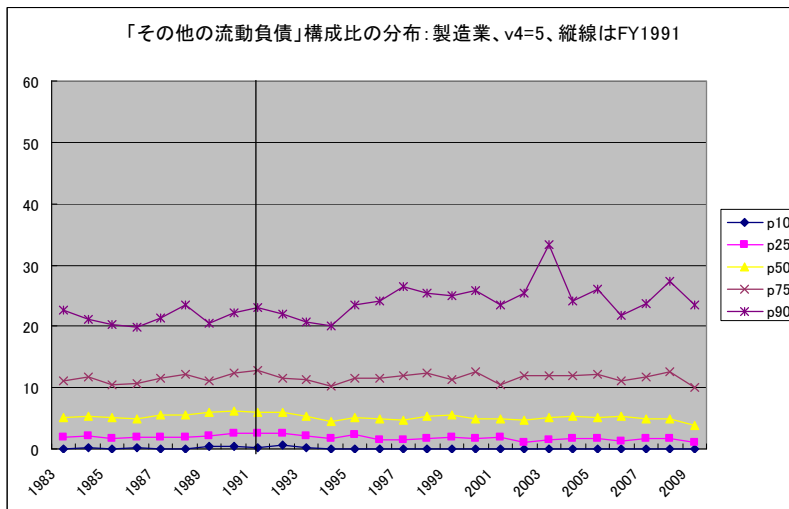
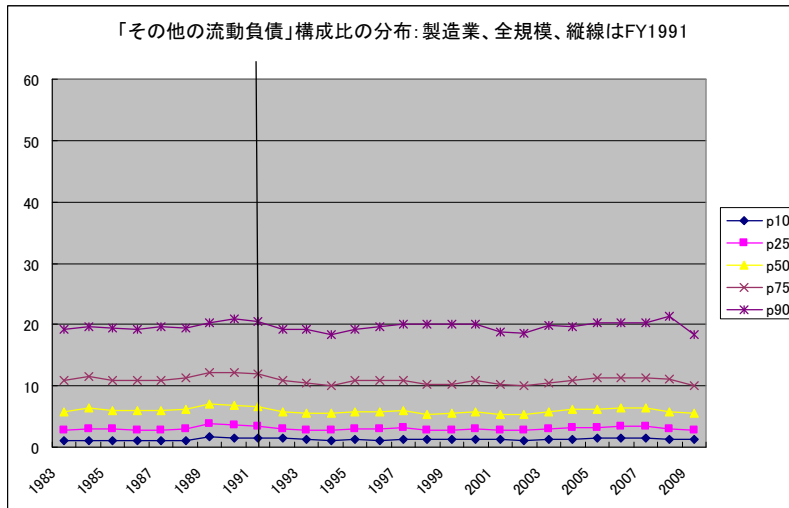
[不動産業]

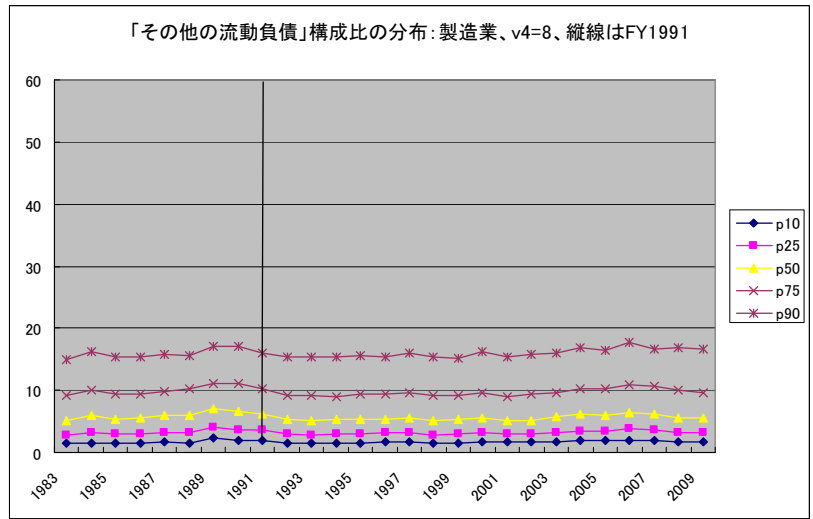
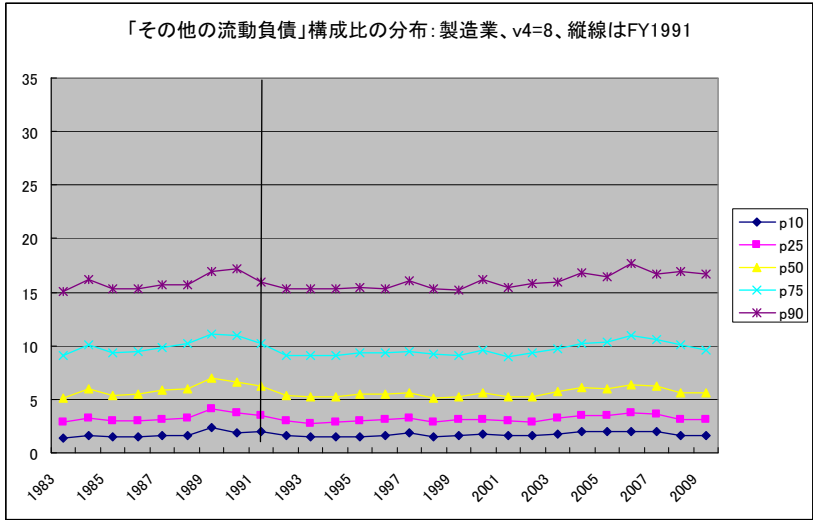
<sup>22</sup> ちなみに、1960年度～2009年度の構成比の期間平均と2009年度の構成比(%)は、10～50、50～100、100～1,000、1,000～(以上、単位、100万円)、全規模でそれぞれ(7.7, 6.5)(8.2, 8.1)(11.9, 11.3)(10.4, 9.3)(9.2, 9.6)である。





[製造業]







## XII. 「過剰設備」と「失われた 20 年」: 「ブーム」あるいは「バブル」の後遺症?

「1980 年代後半の『設備投資ブーム』あるいは『土地投資関連バブル』と 1990 年代以降の『失われた 10 年 (20 年)』との関連性はいかなるものか?」という設問の検討に移ろう。

もちろん、1990 年代以降の時期に観察された諸現象の発生原因が先行する時期 (たとえば、1980 年代後半の時期) の発生事象・諸現象であるとはかぎらない。また、発生原因の特定化が可能であり特定化に成功するとはかぎらない。特定化に成功したとしても、それが他に有力な原因が存在しないことを意味するわけではない。1980 年代後半に観察された (とされる) 華々しい現象と、次の時期に発生した (とされる) 現象を、曖昧ではあるが華美で魅力的(fuzzy but colorful and beautiful)な用語で関連づける説明を受容する罠に陥ることに対する警戒が必要である。<sup>23</sup>

### 銀行の「不良債権」と「失われた 20 年」?

「不良債権処理」の遅れと関連政策の失敗に注目する広く受容されている「通念」は次の如く主張する。「バブル」崩壊に伴って地価を象徴とする資産価格が大幅に下落し、結果として銀行が膨大な額の「不良債権」を抱え込むことになった。純資産を減少させた銀行は融資額を減少させ、これが銀行借入の減少を通じて企業の設備投資を圧迫し、結果として経済全体を停滞させた。銀行の「不良債権処理」が大幅に遅れさらに処理促進に向けた政府の政策の発動も遅れたことが、日本経済の停滞を大幅に長引かせた。不良債権処理の本格化は、1997 年末以降に顕在化した「金融危機」の後の、小泉政権下に実施された「竹中プラン」によってであり、「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)。

この「通念」の実質的内容およびその説得力と妥当性については三輪[2011c]で詳細に検討し、次の如き評価を示した。

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。

---

<sup>23</sup> 20 世紀イギリス史に関する“declinist”型の「通念」に対する見直しをめぐって最近 20 年ばかりの間に顕在化した“decline debate”との関連で、Hannah[1995, p.248]は 20 世紀イギリス史をめぐり「通念」は“explains an outcome that never happened ... by a cause that is equally imagined”と指摘した。1980 年代後半の「バブル」および続く時期の「失われた 20 年」に関しても同じことが起きたのかもしれない。

加えて、自らの周到的な検討に基づいて、一部あるいは少数（さらに、多数）の銀行の貸出しの減少が、圧倒的多数の日本企業の設備投資行動を大きく制約して、日本経済を停滞させ、しかもかかる状況が 10 年あるいは 20 年の長期にわたって継続したとする見方を受容する読者が多いとは思われない。企業の資金調達先に占める銀行融資の比重は「通念」の想定を大きく下回り続けたし、2000 年以降さらに低下した。<sup>24</sup>また、2000 年代には、金融超緩和政策が推進され続けた。さらに、本論文に見た如く、「通念」の前提となっている **strictly binding financial constraints** の想定の妥当性についても重大な疑問がある。

以上の理由から、「バブル」崩壊に伴って発生した銀行の「不良債権」の長期的な存続が「失われた 20 年」の基本的な原因だとする「通念」は採用できない。

ちなみに、この検討結果は、銀行の「不良債権」発生の原因となった地価下落の原因が先行する「バブル」（的企業行動）か否かに依存しない。日本経済に関する楽観的将来像に基づいて日本の地価が長期的に上昇し続けた後に、将来像に変化が生じたことの結果生じた地価下落と「不良債権」の関係についても同様である。「バブル」という表現に伴う、「強欲」「熱狂」「狂気」「非合理性」などのイメージ、さらに『バブル』の熱狂に溺れて正常な判断力を喪失したことの報い、タタリなどという類の思い入れとも独立である。この点は、次の「過剰設備」に関わる議論についても同様にあてはまる。

### 企業の「過剰設備」と「失われた 20 年」？

長期間にわたって大いに盛り上がった「設備投資ブーム」が終了し、残された「過剰設備」が、企業の投資行動を制約・萎縮させ、結果として「失われた 20 年」に結果したとする見方・主張にも人気がある。たとえば、公表されるマクロの（つまり、経済全体に関わる）「設備稼働率」指標の水準が低い水準に留まり続けていることがその象徴的証拠として注目されることが多いようである。<sup>25</sup>

多くの「通念」と同様、この主張についても、その実質的内容、論拠、証拠のいずれについても曖昧あるいは不明確であって、検討の俎上に載せるのさえ容易ではない。<sup>26</sup>

「不良債権」および「その処理の遅れ」を重視した「失われた 20 年」論議に関わる上記の結論を導いた三輪[2011c]は、次の 4 つの基本的設問で始まる。

- (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>27</sup>

<sup>24</sup> この点については三輪[2011a,b]を参照。

<sup>25</sup> Ref?

<sup>26</sup> 「何をどのように検討すればよいか？」「何が示されたら妥当な説明として受容するか？」などの視点から検討の具体的論点と方法を読者自ら明確化してみるとよい。この説明を受容し支持する読者についても同様である。

<sup>27</sup> 『不良債権処理』の実相」と題して三輪[2011c]の VII で詳説した。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

- (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？
- (1)を構成する 5 つの設問の 1 つである次の設問(1b)に注目する。

(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？

私の見るところ、「不良債権」およびその「処理」をめぐる政策論議の検討の中心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。

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。

「過剰設備」の存在・存続が「失われた 20 年」と呼ばれる状況を発生させた重要な要因（の 1 つ）だとする「通念」についてもほとんど同じことがあてはまる。「通念」を受容し支持する読者には、まずは基本的設問(1)(2)の自問自答を勧める。ただし、「過剰設備」（処理）に関しては、具体的政策の発動・具体的内容を伴う政策論議のいずれもが具体化していない。このためもあって、「『過剰設備』とは何か？」「この発生・存続が『失われた 20 年』にどのようにしてどの程度貢献したか？」「いかなるメカニズムを通じて貢献したか？」

---

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。

などの主要な論点に関する検討は、「不良債権」のケース以上に不明確である。

### 何が話題の焦点か？

有利な投資だとの判断に基づいて設備投資をスタートしたが、進行途上、完成時点、あるいは完成後の使用期間中の各種状況・条件の変化（たとえば、需要の将来予想の大幅縮小）により、採算見通しが大幅に悪化し、設備の稼働率が低い水準で推移することが予想されることになったとしよう。たとえば、ゴルフ場、ゴルフ場に近いリゾートホテル、その地区へのアクセスとして建設された鉄道などをイメージすればよい。理解を容易にするために、予想の変更はこの時 1 回限りであり、今後の変更はないと関係者が確信し、その通りに実現すると仮定しよう。

見通しの変更時点で、投資採算に照らして、この投資は失敗だったと評価されるだろう。当該企業はこの「後遺症」に悩まされ、その後の投資行動をこの「失敗」によって強く条件づけられるか？ 保有「設備の稼働率が低い・・・」と嘆くことになるとしても、それが当該企業の行動に影響するか？ いかなる影響か？ その影響は、たとえば、10年、20年と継続するか？

「設備（あるいは、資本）の稼働率が低い」といっても、使われず、役にも立たない設備をバランスシート上に「資産」として計上し、それを合算した値に基づいて稼働率が低いと騒いでいるだけかもしれない。銀行の「不良債権処理（政策）」の促進が喫緊の課題だとする 2002 年秋の世論の盛り上がりに対する次のコメントは、企業の「過剰設備処理（政策）」についてもそのあてはまるのではないかと。「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）。そんなものに関わる情報を収集して「稼働率」を求め、さらにその水準が低いこと、低い水準で推移していることに注目することはいかなる意味があるというのか？ まして、そのような「設備（資産）」を「不良資産」と呼んで、さらに企業のバランスシートから消し去ることに実質的效果がるとは思われず、政策的に推進する必要はないだろう。

### 「通念」の 3 つの構成要素？

「過剰設備」の存続が「失われた 20 年」の有力な原因だとする主張に対する支持の強さと広がり鑑みて、さらに立ち入って主張の内部構造を覗いておく。主張は、次の(1)～(3)の 3 つの要素の合成物のように見える。

- (1) 設備投資をした企業の多くで設備投資に伴う損失が発生した。
- (2) そのような企業の一部で、使われず、役に立たない（利益に貢献しない）設備が残った。
- (3) 少なからぬ企業が債務を返済できなくなり、銀行借入が「不良債務」となった。銀行にとっては「不良債権」である。

使われない設備を「処理」せず残したことが(2)に結果したから、(1) → (2) は、必然的な関係ではない。「処理」せず残す方がより大きな利益（より小さな損失）を生むとする合理的選択の結果と見るのが自然だろう。

(3)は「返済しない」という企業の選択、あるいは「返済できない」という状況の結果である。使われない設備を「処理」したか否かとは独立である。(2) → (3) は、必然的な関係ではない。

当然、(1)→(3)は、必然的な関係ではない。(1)を(3)の有力な原因だとするためには、追加的な説明と説明の説得力を示す証拠が必要なはずである。(1)の条件を満たす企業のほとんどが銀行借入を返済したという直截な観察事実を、この見方の主張者・支持者がどのように評価するかは不明である。

もちろん、(1)の条件を満たす企業は、「バブル」や「設備投資ブーム」の結果としてのみ発生するのではない。「バブル」や「設備投資ブーム」の結果としてのみ(1)が(3)の有力な原因となるとすれば、追加的な要因が必要となる。たとえば、昭和 20 年代後半から 30 年代の時期のエネルギー源の代替により、石炭鉱業に膨大な過剰（あるいは不稼働）設備が発生した。ほぼ同じ時期の捕鯨業についても同様である。これらが「バブル」や「ブーム」の結果か否か、設備投資時点からの設備稼働全期間を通じた投資採算がマイナス（つまり、損失）であったか否かも不明である。高度成長期以降の綿紡績や綿織布業についても同様である。

(1)→(3)は必然的な関係ではないとすれば、(1) ~ (3) のどの要素に注目して、「バブル」や「設備投資ブーム」の結果として企業の設備投資行動が制約されるというのか？なぜ、どのように制約されるか？？制約しないとすれば、なぜそんなものを話題とするか？

### 誰の保有「設備」がいかなる基準に照らして「過剰」か？

標準的なケースを想定しよう。「設備」は生産設備であり、企業が保有するとする。保有設備について、保有企業には、(1)保有継続、(2)他の用途への転用、(3)他社への売却、(4)廃棄などの選択肢がつけねに選択し、各時点で企業目的に照らして最適な選択をする。t=0 で建設した設備を t=1 でも継続して保有するのは、t=1 で他の選択肢を選択するよりも、(1)保有継続の方が企業目的に合致（つまり、より大きな利潤、あるいはより小さな損失を実現）するためである。このような企業の最適化行動の一環として設置され維持されている生産設備が「過剰」であるのはいかなるケースであり、誰のいかなる基準に照らした判定か？

当該企業にとって保有設備が「過剰」であるケースとして、たとえば、「廃棄」のために必要な追加コストが当面保有を継続して廃棄時点を延期するという選択肢に伴うコストを上回るケースや、規制等により企業目的の追求が制約されるケース、(将来の廃棄補助金の交付が期待できるなど) 何らかの理由により「過剰設備」を保有することが利益につながるケース、「過剰設備」を保有していること（にすること）が「業界利益」に合致しあるいはある種のファッションとなっているケースなど、多様なケース・状況が想定できないわけではない。しかし、合理的な選択の結果として以上の意味での「過剰設備」が大量に残

存し、当該企業の行動や産業・マクロ経済の動向に大きな影響を与えること、さらにそのような状態が例えば10年以上の長期間にわたって継続することは考えにくい。多くの経済学者のみならず、多くの読者が同様に考えるだろう。

スキー場の設備のほとんどが夏場に稼働しないこと、結構式場の稼働率が真夏に低いこと、多くの市況産業で設備稼働率が低い時期がほぼ定期的に観察されることなども、関係企業の合理的な選択の一環であり、不稼働設備の存在が「設備過剰」を意味するのではない。

また、以上の意味で過剰ではない設備が当該企業のバランスシート上に高評価のまま残存するとしても、「過剰設備」が存在し、それが企業行動に大きな影響を与えているとはかぎらない。設備を含めた保有資産の価値が適切に評価可能とはかぎらないし、常時そのような評価が常時実施されているとはかぎらない。さらに、そのような評価結果がバランスシート上の評価に即時に反映されるとはかぎらない。評価替えのタイミングも、企業の利益状況やその処分方針等にも依存するだろう。先にも見た如く、「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頁）。

#### 産業や地域、さらに経済全体については話が別か？

産業や地域、さらに経済全体については話が別か？設備が「過剰」か否かは誰が評価・判断するのか？

個別企業が自らの採算基準に照らして「過剰」（したがって、保有することが自らの利益に反する）と判断する「設備」を保有する（さらに、長期間にわたって保有し続ける）ためには、上に見た如き特殊・特別な事情が必要であり、極めて例外的なケース以外には、行われぬ。まして、長期間の継続にはよほど特別な条件が必要である。

「個別企業が『所属』する産業や地域については事情が異なるか？」という設問から、多くの読者が想起するのは、かつては多くの「規制」産業で採用・活用され、1980年代から90年代にかけて批判が強まり、現在では「原則廃止」の考え方が定着している「需給調整」という考え方である。典型的には、新規参入や設備増設などの許認可に際し、関連市場の需給状況に照らして、すでに十分な供給能力が存在するか否かを考慮することを原則とし、その判断のために既存企業の同意取得を条件として求めることとした。その帰結は容易に予測がつくはずである。このような考え方により、新規企業の参入阻止や競争企業の設備増設（さらに最新設備の導入）を制限することが可能であれば、「過剰」だとの声が絶えることは稀だろう。<sup>28</sup>

企業はほとんど例外なく、潜在的競合企業の新規参入や既存競合企業の設備投資について「できれば制限しあるいは抑制したい」と考えるだろう。「産業あるいは地域の『設備』

---

<sup>28</sup> いまさら具体例を挙げる必要はなからう。かつての公衆浴場や薬局の距離制限、宅配便が苦しめられた陸運業界の需給調整、病院や医院の開業規制などが著名な例である。司法試験合格者数を増加させるに際しても、需給調整的発想に基づく日本弁護士連合会の強い反対に直面した。「需給調整」が原則廃止となっているとしても、この考え方が消滅したわけではないし、実質的に存続している業界がないわけではない。

は過剰ですか？」との設問にも、特段の支障がなければ、「過剰です」と回答するはずである。とくに、業界単位での「設備廃棄」の推進やそのための政策的支援が背景があれば、そのことによって自社設備の廃棄を迫られるなどの具体的不利益が予想されるのでなければ、「過剰だ」との声に積極的に賛同するだろう。所管庁（所管課）や業界団体、メディア関係者・研究者などの設問であれば、「過剰ではない」と積極的に回答する誘因はほとんどない。「過剰だ」との声を産業や地域単位で出すことが、協調（あるいは、共同）行為の容認と推進、さらに補助金などの政策に結果することが予想できるケースでは、各方面の支持者・支援者を動員した「過剰設備」の大合唱になる。<sup>29</sup>

多様な状況・さまざまな意味で、「過剰設備」が話題となり、その「影響」と必要な対応策が話題として浮上り議論が盛り上がる。しかし、産業や企業について個別企業の自社設備の新設・保有・廃棄などに関する具体的選択の結果以外に、過剰設備の存在の有無や個別設備の存続の当否について国民経済的観点から検討に値するケースがあるか？「過剰設備」と判定してその廃棄を政策的に推進すべきケースや、「過剰設備」の存続が「失われた20年」と呼ばれる状況の発生・存続に大きく貢献するケースがあるか？

個別企業の自社設備の新設・保有・廃棄などに関する具体的選択の結果として実現する状態が（標準的な表現では、競争的市場の選択）が国民経済的に見て最適ではなく（市場の失敗）、政府の積極的関与が望ましいケースが各方面に発生し、さらに長期間にわたって存続するケースが稀ではないと考える読者が多いとは思われない。1990年代以降の日本経済がこの意味で特異・特別だと考える読者も稀だろう。<sup>30</sup>

さらに規模と視野を拡大して、一国経済全体について「過剰設備」の存在を認定し、存続が「失われた20年」の如き状況の発生・存続に大きく貢献したとする主張を、冷静かつ周到な自己吟味の上に受容し支持する読者が多いとは思われない。<sup>31</sup>

## 既存設備と新規設備投資

企業は、与えられた条件の下で最適な質と量の設備の保有を計画し、その実現に向けて設備投資を実行する。この設備投資計画は、市場の需要条件や新規設備投資によって実現

---

<sup>29</sup> 第1次石油ショック後の「構造不況」時の雰囲気と流行した主張を想起する読者が多いだろう。

<sup>30</sup> かつての日本のように、業界単位での需給調整が幅広く行われ、勧告操短、不況カルテル、設備廃棄等の「協調行動」が業界団体・所管庁を通じて実施され（さらに、補助金や原材料の輸入割当などにより実質的に強制され）ることが強い蓋然性も持って予測できたケースでは、その日のために、本来維持する必要のない設備を保有する企業も少なくなかっただろう。このような「過剰設備」は「政策」によって発生・存続が誘導されたものである。

<sup>31</sup> かりに大量の失業が存続するとしても、「過剰設備」の存在がその主要原因であり、その廃棄の推進が有効かつ望ましい政策だということはないだろう。経済全体に関するマクロの「設備稼働率指数」や、個別産業の「設備稼働率指数」が長期的にはなほ低い水準で推移するとすれば、指数の作成方法に問題があるか、低水準での推移の発生メカニズムの解明が検討課題だろう。指数の水準を引き上げるためにたとえば「過剰設備」の廃棄する政策が望ましいことはなからう。

できる最新の技術条件とともに、すでに自ら保有する設備や、競合関係にある企業の行動や保有設備や設備投資計画にも依存する。自社のものか競合他社のものかを問わず、1980年代のブーム時に建設した設備の存在によって現時点での設備投資計画規模が縮小することもあり得る。このような設備投資の「先食い」とでも呼ぶべき現象が存在するとしても、これを「過剰設備」と呼び、あるいはこれが新規設備投資を圧迫して「失われた20年」を発生させたと主張することに共鳴する読者は多くないだろう。このような「先食い」が当該産業の新規設備投資を圧迫するとしても、これが長期間にわたって経済全体の停滞を結果することはなからう。

需要が趨勢的に減少する産業では、使う必要のない設備が1980年代後半に上積みされたかもしれない。他の事情に変化がないとしても、需要が減少すれば、使われない設備が誕生し増加する。しかし、このような「過剰設備」も、関連企業の合理的選択の合成物である市場メカニズムを通じて適切に廃棄・転用されるだろう。戦後の日本経済でも、「政治」が積極的に関与した一部の産業を除いて、多くの産業・市場で観察されたことである。その際に、「過剰設備だ」とする声は大きくは注目されなかったし、「過剰設備」の存在が産業や経済全体の停滞を発生・存続させるとする声は見られなかった。

以上は、現時点で計画される設備投資と実質的に代替関係にある設備であり、たとえば「先食い」に当たるケースである。1980年代後半に建設されたレジャー関連施設は、その採算性あるいは資産の実質的価値に関わりなく、計画中の自動車工場の設備投資の規模や内容に影響しないだろう。このようなケースで、レジャー関連施設が「過剰」だとしても、自動車工場建設の設備投資を圧迫することはない。

「バブル」の結果であれ、「設備投資ブーム」の結果であれ、1980年代後半に増加した「固定資産投資」が10年以上の長期間にわたる日本経済を停滞させた主要な原因の1つではありえない。

VIII-1の土地以外の固定資産保有額を増加させた( $dfixedA < 0$ )製造業企業の比率の推移を全規模と規模別に見た図を想起して欲しい。確かに1990年度をピークに目立った盛り上がりを見せて1993年度頃にかけて急落したが、その後も何度かの上昇期が観察され、とりわけ規模の大きな企業で盛り上がりが大きかった。1980年代後半の「設備投資ブーム」の後遺症が決定的に重要であり続けたとすれば、このような盛り上がりは繰り返し観察されることはないだろう。このことは、 $dfixedA < 0$ の企業の比率と同時に、VIII-2に見た如く、 $dfixedA$ の分布の推移についてもあてはまる。



### XIII. 失敗に終わった設備投資の影響と資産価格変動の影響

簡単な検討の枠組みの一部を明示して、これまでの議論を整理しておこう。<sup>32</sup>

「バブル」と呼ぶか「ブーム」と呼ぶかに関わりなく、1980年代後半の日本経済を最も強く特徴づけるのは、設備投資の盛り上がりと地価（・株価）の顕著な上昇であり、続く1990年代前半を特徴づけるのは、設備投資の停滞と地価（・株価）の大幅下落である。

両者が並行したとはいえ、投資ブームに今回ほどの大幅かつ長期間にわたる地価上昇が並行するとかかぎらない。先行する「神武景気」「岩戸景気」「イザナギ景気」などの投資ブームでは、これほどの地価上昇は並行しなかった。このためもあり、本論文では、両者の影響を分離して検討している。

#### 呼称の選択：「バブルの時代」と「設備投資ブームの時代」

それぞれに関する検討に先行して、「バブルの時代」と「設備投資ブームの時代」という2つの呼称の選択に伴う注目点を見ておく。本論文では「設備投資ブームの時代」を選択している。

第1に、「バブルの時代」と呼ぶことでより大きな関心が地価（・株価）の大幅上昇と下落に置かれる傾向がある。これに対し、「設備投資ブームの時代」と呼べば、より大きな関心が設備投資の盛り上がりと停滞に向かう傾向がある。

第2に、VIIに見た如く、製造業を象徴とする幅広い分野で、「バブル」の時期に、設備投資の大変な盛り上がりが見られた。これらの分野での設備投資の盛り上がりは、実施企業数と投入資金規模の双方で土地投資の盛り up を遥かに上回った。ごく一部の極端な企業の行動事例を念頭に置いた「バブルの時代」という特徴づけで、この時期の企業の設備投資を強欲と狂気に支配された非合理的・「バブル的」な判断に基づく行動だ（だから、実施すべきではなかった、反社会的な投資だ）と決め付ける（あるいはそういう「色メガネ」で見る）傾向が生じれば、このような観察事実の本格的検討を実質的に棚上げし無視することになる。<sup>33</sup>

第3に、「バブル」と呼ぶ際の検討・説明の焦点は、「近い将来に崩壊して0になることを参加者の多くが承知している価格上昇分（fundamental valueからの乖離分）がなぜ0にならないで存続し、膨張し続けるか？」という点（つまり、バブルの発生・膨張から崩壊に至るメカニズム）にある。これに対し、「設備投資ブーム」は、基本的に将来の利潤獲得に向けた設備建設行動であり、この価値が近い将来に大きく減価するとはほとんどの参加者が予測していない。<sup>34</sup>膨大な量の使われない（役に立たない）設備に結果したという側

<sup>32</sup> 基本的考え方に関心の読者は、たとえば、Roll [2011]を参照。

<sup>33</sup> このような偏見に基づく事実誤認と誤解を回避し、ごく少数の極端な事例から多くの企業が参加したより重大で興味深い観察事実への関心の移行を明示するための手段の1つとして、本論文では“(土地投資)Bubble”に替えて“(設備投資) Boom”という表現を採用している。

<sup>34</sup> 「バブル」と呼べば、ブームが続かないことを前提にしたババ抜き(old maid)ゲームのイ

面があったとしても、この結果にあまりに大きく注目することは、1980年代後半のように長期間にわたって幅広い分野で大規模に継続した設備投資の盛り上がりの実質を見誤ることになりかねない。結果として使われない設備が残ること、建設した設備が利益に結びつかないこと、つまり、設備投資の失敗は、倒産企業の発生と同様、正常な市場機構の一環であり、特別のことではない。

第4に、半面、「バブルの時代」ではなく「設備投資ブームの時代」と呼ぶことにより、並行した地価（・株価）の大幅上昇と下落に対する関心が薄れる傾向がある。東京が世界の金融センターの1つとして大発展するとの見方に基づく巨大な office building 群の建設、あるいは日本人を含む日本在住者がより豊かになり豊かさにふさわしいリゾート施設に対する需要が激増するとの予想に基づくリゾート施設や宿泊施設の建設も、「設備投資ブーム」の一環である。しかし、「設備投資」という表現は、製造業やエネルギー関連施設などの「生産設備」を連想しやすく、そのような土地投資を重要な一環とする「設備投資」を連想しにくい。

#### 「設備投資ブーム」の「後遺症」？

日本には1980年代後半の時期以上に大規模で長期的な「設備投資ブーム」が存在した。高度成長期の日本経済の経済成長は設備投資主導型とも言われ、大規模設備投資が壮大な規模で多くの分野で行われた。象徴は製鉄業の大規模一貫製鉄所、とりわけ高炉の建設である。他にも、造船所、発電所、製油所、石油化学プラント、セメント工場、製紙工場、自動車工場、電気機器工場などの多くの分野で大規模工場が次々と建設された。しかし、1980年代以前の「ブーム期」に関しては、「バブル」という表現は用いられなかった。

予定通りに需要が伸びなかったら、「バブル」の後遺症・ツケと批判されたかもしれないと考える読者が少なくないかもしれない。日本人が日本経済の将来に最も強気の見通しを抱いたのが「イザナギ景気」と呼ばれた時代（1960年代後半から1970年頃）であり、強気の将来見通しに基づく大型の設備投資が次々と計画・実行された。ここでも象徴は大型の一貫製鉄所と大型造船所の建設であった。しかし、その後のニクソン・ショックや石油ショックで状況は急変した。この急変振りは、「バブル」崩壊期の比ではなかった。

「構造不況」と評される時期が到来し、多くの「構造不況」業種で、「構造不況対策」と呼ばれる政策が実施され、政府も関与しながらの設備廃棄・設備投資調整が行われた。その1つが、鉄鋼業、なかでも中小鉄鋼といわれた電炉型の製鉄会社であり、塩ビ、アルミ、エチレン、綿紡績、セメントなどと続き、銀行や商社までが「構造不況業種」と呼ばれる

---

メージが支配的となる。もちろん、そうではない「設備投資ブーム」であるとしても、最終局面では、ババ抜きゲームだとどとする見方が可能な（一部の観察者や業界関係者にはそう見える）ケースもあるかもしれない。しかし、それは最終局面のことである。超合理的行動を想定して、「それならその前の時期にも・・・」という backward induction が気楽に使われすぎるかもしれない。「ババ抜き」的見方は、1980年代後半の日本経済に関しては最終局面に関する「あと講釈」であって、「一部にはそういう側面もあり得る」ということのように見える。しかし、「バブルの時代」と呼んだことによりそれがすべての現象の説明の基本となった。

ことがあった。<sup>35</sup>しかし、「バブル」の後遺症とは言われなかった。

「設備投資ブーム」の有無あるいは「ブーム」の結果か否かにかかわらず、需要が（予想以上に）減少すれば、設備過剰となり、設備投資の成果である生産設備の廃棄・処理などが話題となる（もちろん、共同で、さらに政府主導で実施する必要はない）。需要の代替品へのシフトによる「構造調整」についても同様である。1990年代以降に観察された「過剰設備」も、「構造調整」という側面が強く、1980年代後半のブームがそれをより深刻化したのかもしれない。重要なことは、「構造調整」によるものも含め、使われない設備（「過剰設備」？）はほとんど例外なく予想が外れたことの結果だという点である。1980年代後半の日本経済を「バブル」と誰かが呼び始め、この呼称が広く愛用されたことが、不幸、無知と誤解、誤診の始まりのように見える。

「神武景気」「岩戸景気」「イザナギ景気」と呼ばれた一連の「設備投資ブーム」後の設備投資沈滞期は、1980年代後半の時期に続く「失われた20年」と呼ばれる時期の長さ比べればはなはだ短期間に終息した。「バブルの時代」と読んで特殊・特別扱いすることなく、「設備投資ブームの時代」と呼んで、先行する「ブーム期」との比較可能性を想定することが、今回の停滞が長引いている理由の冷静な解明につながるだろう。

利潤最大化行動の一環として設備投資行動を理解すれば、意思決定対象である設備との代替関係が存在しないまったくの「過剰設備」の存在・多寡は、設備投資に影響しない。このため、かかる「過剰設備」の存在が、設備投資行動を圧迫し、たとえば、「失われた20年」に結果することはない。意思決定対象である設備と代替関係にある「過剰設備」の存在は、いわば設備投資の「先食い」であり、需要が回復すれば「過剰」でなくなる。需要が回復しない産業であれば使われない設備であって「過剰」と呼んで特別視する必要もない。これによって圧迫される設備投資もない。さらに、設備の耐用年数を考慮すれば、多くの分野で、このような設備の存在が設備投資を圧迫する状態が10年以上にわたって継続し、経済全体の停滞状況を生み出すとは考えられない。

### 「設備投資ブームの時代」と地価変動に伴う資産効果

先に第4点として見た如く、「バブルの時代」ではなく「設備投資ブームの時代」と呼ぶことにより、並行した地価（・株価）の大幅上昇と下落に対する関心が薄れる傾向が生まれる。

「バブル」崩壊によるともされる地価や株価の大幅下落により、家計や企業の保有資産価値が大幅に減少し、これが日本の家計や企業の行動に重大かつ持続的な影響を与え、「失われた20年」の発生に大きく貢献したとする見方がある。この「資産効果」である。

このような「効果」がまったく存在しなかったと主張するつもりはない。しかし、その規模と方向性については慎重に検討し証拠に基づいて確認する必要がある。ここでは、検討に際しての注目点を列挙しておく。

第1に、地価の上昇と下落に注目するとして、その始点と終点がどこかを決定する必要

---

<sup>35</sup> もっとも、綿紡績・紡織業では、以前から政策主導で設備廃棄が行われていた。

がある。「地価バブル」と呼ぶなら「バブル」の始点と終点である。この決定なしには、いかなる評価も不可能である。

“The Aftermath of Financial Crises”と題して、先進国における戦後の18の“banking crises”（この中に1992年以降の日本のものなどの“the big five”が含まれる）のその後について、資産価格の天井から底までの過程の深さと期間の長さについて検討した Reinhart and Rogoff [2009, p.5]によれば、価格下落期間の長さが平均5年であるのに対し、日本の連続17年間というのは“the extraordinary experience”と指摘している（しかも、この時点で終了していたのではない）。これを「地価バブル」の崩壊過程だとすれば、開始時点はどこかという点に関心が向くはずである。

第2に、地価下落の「資産効果」と同時に、先行する地価上昇の「資産効果」も考慮する必要があるかもしれない。効果は即時に実現したから不要だとの見方があるかもしれない。しかし、家計と企業のいずれもがかなりの長さの期間を通じた最適計画に基づいて意思決定すると想定すれば、将来の地価下落可能性を考慮していたはずだと考えるかもしれない。「すべてお見通しだった」と想定すれば、地価は出発点に戻っただけだから資産効果は0かもしれない。

第3に、代表的経済主体を想定すれば、いかなる地価でのものであれ売買による影響はないし、その前後の地価変動によっても所得(資産価値)の移転は考慮する必要はない。したがって、実際の売買状況の影響を考慮する必要はない。代表的経済主体の想定を外しても、結論が大きく影響されるとは思われない。たとえば、地価上昇の最終局面でtype Aの投資家（たとえば、農家）からtype Bの投資家（たとえば、ショッピング・センター運営企業）に大量の土地が譲渡され、その後地価が大幅下落したとしよう。このような異なるタイプの土地取引であることが「資産効果」として重大な影響をマクロ経済に長期間にわたって与えるだろうか？<sup>36</sup>

第4に、家計ではなく企業に関心を限定すると、目的関数である利潤関数に「保有資産額」は通常は入らず、保有資産額の多寡・増減が設備投資行動に影響を与えることはない。つまり、企業行動に関しては「資産効果」が大きいと考えるのは標準的ではない。

### 資産価格変動の経済効果

「1980年代後半とそれに続く時期の日本経済で大量に発生したのは、単純な資産価格の変動ではないし、使われない生産設備でもない。過度の単純化によるゴマカシだ」と両者を分離した以上の検討に不満な読者が少なくないかもしれない。念頭に置かれるのは、たとえば、ゴルフ場、工場用団地、officeビル、住宅やマンション、リゾート施設やホテル、各種工場、各種インフラなどの建設である。

そのように考えて不満な読者を念頭に置いて、これまでの議論の理解を容易にするための例を示そう。ゴルフ場建設プロジェクトのケースである。上掲リストの他の項目にもほと

<sup>36</sup> 第2の論点と組み合わせて考えれば、「バブル」のスタート時点で、type Bの投資からtype Aの投資家に差額分の所得が移転されたケースと同じである。このような移転が、経済全体にいかなる影響をどの程度に与えるかは明らかではない。

んどそのままあてはまる。

【Case 1】: 時価 1 億円の土地がある。これを購入し、10 億円を投資すると 20 億円の価値があるゴルフ場になると考える事業会社が 5 億円で購入した(at  $t=0$ )。

建設工事進行中にゴルフ場ブームがさらに盛り上がり、建設費用は 12 億円となったが、会員権は 25 億円で売却できた(at  $t=1$ )。しかし、数年後に、会員権市場の評価(時価評価)は全体で 3 億円になった。

このケースでは、損失は、全額(22 億円)、会員のものである。ゴルフ場を建設した企業は膨大な利益(8 億円)を取得した。会員権取得時に受けた融資を会員が返済できなければ、ここで「不良債権」が発生する。不良債務者はゴルフ場建設業者ではない。

【Case 2】: 建設工事は無事終了したが、会員募集開始直前にブームが終了し、当初計画価格では会員権がまったく売れなかったとする(工事完了前の販売はしていないとする)。最終的に 3 億円で売却した。土地購入費 5 億円、工事費 12 億円、売却収入は 3 億円だから、ゴルフ場建設会社には 14 億円の損失となった。このうち、どれだけが融資銀行の「不良債権」となり、うちどの部分が回収不能になるかは、多様な条件に依存する。会社の純資産が減少するにとどまり、銀行が全額回収できるケースも少なくないだろう。いずれの Case でも当初の土地保有者は 4 億円の利益を取得する。

【Case 3】: 3 億円は自社評価を下回るからと、当面、会員権をすべて自社保有し、visitors 中心でゴルフ場を経営する。近い将来にゴルフ・ブームが再来すると確信し、25 億円以上の価値があると評価するかもしれない。このような企業にとっては、「過剰設備」ではない。そこまではいかないとしても 10 億円の価値があると考える企業は、損失を計上するが、「過剰設備」ではない。ブームは再来せず、将来(at  $t=2$ )、会員権を総額 3 億円以下で売却することになるかもしれない。

【Case 4】: 土地を購入したが、工事に取りかかる前に状況が悪化し、工事開始を断念したとしよう。準備や工事中断などに伴う実質コストは 0 と想定する。ゴルフ場適地だと市場が認定して時価が 5 億円に上昇して売却され、その後適地ではないと評価されて時価 1 億円に戻ったケースである。ここでは、4 億円の所得移転だけが発生した。土地保有者がゴルフ場の建設を企画して、工事スタート前に断念したケースでは、この所得移転もない。ゴルフ場建設を計画して 5 億円で取得した投資家が、元来の土地所有者に 1 億円で売り戻すケースでも、4 億円の所得移転が発生しただけという点では同じである。

金融機関の融資債権が「不良化」する可能性は、いずれのケースでも存在する。もちろん、ゴルフ場建設業者向けの融資債権だけではない。

#### XIV. 結語

There is a strong temptation to regard the poor performance of the past decade as the beginning of a new long-term adverse trend for the American economy. It is, however, too early to know whether such an extrapolation is really warranted. Some of the poor record of the 1970s has undoubtedly been due to inappropriate macroeconomic policies adopted during the Vietnam War, to the change in production policy of the OPEC cartel, and to other disturbances whose impact will eventually fade away. But the deteriorating performance of the economy may also have more fundamental causes that will not automatically recede. Indeed, some of the sources of our performance may now be so eliminated even in our social and political system that they cannot be eliminated even when the causes of the problem become better understood. It is clear that there is little hope of reversing the poor performance that has lasted more than a decade unless the underlying causes are identified and changed.

Many of the papers and comments in this volume point to the expanded role of government as a major reason, perhaps the major reason, for the deterioration of our economic performance. The government's mismanagement of monetary and fiscal policy has contributed to the instability of aggregate output and to the rapid rise in inflation. Government regulations are a principal cause of lower productivity growth and of the decline in research and development. The growth of government income-transfer programs has exacerbated the instability of family life and perhaps the decline in the birthrate. The low rate of saving and the slow growth of the capital stock reflect tax rules, macroeconomic policies, and the growth of social insurance programs. (Feldstein, 1980, p.2-3)

本論文は、『法人企業統計年報』の個表を用いた 1980 年代後半の時期を中心とした日本企業の設備投資行動の実相の検討を通じて、この時期および続く「失われた 20 年」と呼ばれる時期の企業行動さらに日本経済の実相の本格的検討の準備を整え、実質的に開始することを目的とする。

1980 年代後半の日本経済については、その直後から「バブルの時代」と呼ぶのが慣例となり、投資行動を中心とする企業・家計の行動を「バブル的」と批判・非難することに性急で、実相を正視してこなかった。本格的研究の対象となることもほとんどなかった。続く「失われた 20 年」と呼ばれる長期停滞の時代についても、「バブル」の後遺症・ツケと診断し、それに基づく処方を採用し続けてきた。日本経済停滞の継続はこの処方の不徹底、規模の小ささによるとする主張にも強い支持がある。

この「通念」の大前提に根本的疑問を提示し、詳細な検討を通じて、「バブルの時代」だとする判定および「バブル」という表現の呪縛から読者を解放することが本論文の第 1 の

目的である。さらに、大幅な地価変動との関連で企業の土地関連投資行動に過大な関心を向けがちな「バブルの時代」に替えて、「設備投資ブームの時代」と位置づけることにより、より多くの企業が積極的行動を示した「土地以外の固定資産」に向けた投資行動の実態への読者の関心の移行を促すこと、これによりこの時期の日本経済の実相の的確・適切な検討を可能にすることがより重要な第2の目的である。

前節までの検討に続いて「結語」が登場することに戸惑い、怒る読者が少なくないかもしれない。1980年代の日本経済がいかなる時代であったかにかかわらず、その後の経過時間がすでに20年を超え、この期間を通じて「失われたxx年」と呼ぶことに多くの人たちが違和感を覚えない状態が一貫して継続した。早急この状態から脱出して、高度成長期ほどではないとしても、活気と活力に満ちた成長する日本経済の姿を取り戻す必要がある。そのための具体策を提示することなく「結語」に至るとは、許せない、というわけである。

しかし、そのように解決策、結論を急いだ結果が、冷静に振り返ればいかにも怪しげで、現時点では受容・支持できそうにない診断であり、処方であったと了解する読者も少なくないだろう。急いで事は仕損じる(Haste is from the devil)とも言う。

NBER(National Bureau of Economic Research)創立60周年を記念して、他の多くの technical and specialized character の書物と対照的な、*The American Economy in Transition* (Feldstein ed. 1980) が“unusual volume”として企画された。戦後アメリカ経済の各分野について9人の代表的(若手)研究者が回顧・分析・評価し、各論文についてより上の世代の代表的研究者がコメントしたコンファレンスの議事録である。1970年代はアメリカ経済が深刻な停滞状況に置かれ続けた時代である。その的確な「病状診断」と有効な処方箋が期待されたことはいままでもない。本節冒頭の引用は、編者であるFeldsteinによるIntroductionからのものである。もちろん、「簡明な診断と有効な処方箋を提示せよ」などと要請したのではない。論文執筆者・コメント提示者も、そのようなことは試みていない。当然、すべての参加者が、「可能であればそうしたい」と考えただろう。

レーガン大統領が登場し後に「レーガノミックス」と呼ばれる一連の経済政策が強力に実施される時期の前である。Paul R. Krugmanの*The Age of Diminished Expectations*と題する書物が刊行されて広く読まれたのは1990年である。この書物はその後も版を重ねた。

引用の最初のパラグラフに見られる如く、手っ取り早い診断や処方を求めるのではなく、簡単には除去できないかもしれない social and political system のような more fundamental causes にまで目を向けた周知な検討を志向し、しかも性急な回答を求めている。多少の表現を変更すれば、日本経済の現状にもあてはまるのではないかと考え、日本経済に関してこのような Introduction が書かれるような本格的な研究プロジェクトを開始する必要性を認識する読者が少なくないだろう。そのように考える読者は、ここで立ち止まって「結語」とする私の選択を是とされるだろう。

引用の第2パラグラフについては、その後のアメリカ経済の復活・活性化を予告する見方として共鳴し、現時点の日本に必要なのは、同様の視点からの本格的な検討の開始ではないかと考える読者が少なくないだろう。もちろん、編者であるFeldsteinの考え方に沿った要約かもしれない。ここでも重要な点は、「日本のような活力ある経済になるために・・・」

として注目した「日本的経済システム」や「産業政策」がアメリカ国民の重大関心事のリストから消えるまでにその後 10 年以上の歳月を要したことである。

### 本論文は「失われた 20 年」の日本経済の本格的な研究開始を準備するためのものである

1980 年代後半の時期の日本経済の実相の解明はそれ自体がわれわれの重大な関心事であり、今後の本格的検討の進展が期待される。しかし、「失われた 20 年」からの脱出の気配さえ感じられない現時点の日本経済については、続く 1990 年代以降の時期の日本経済の実相の本格的検討にこそより大きな関心があるはずである。1980 年代後半の時期を「バブルの時代」と呼び、1990 年代以降の時期の日本経済の状況を「バブルの時代」の狂乱と暴走の後遺症・ツケと位置づける見解が「通念」として今日も広く受け入れられている。象徴が、三輪[2011c]で批判的に検討した「不良債権」「不良債権処理の遅れ」「追い貸し」などをキーワードとする銀行を中心とする金融機関に注目する見方と、本論文で取り上げた土地投資の失敗の後遺症と設備投資の失敗に起因する「過剰設備」に注目する見方である。

三輪[2011c]および本論文で、いずれの主張についても、fuzzy but colorful な用語を用いたほとんど意味不明な内容であり、論拠・証拠の双方が理解不能あるいは実質的に存在しないことを示した。これにより、「バブルの時代」だとする呼び方、「バブル的」だとする「色メガネ」から 1980 年代後半の日本経済を解放することが可能となり、実相に関する本格的検討の開始が可能となったはずである。さらに、金融資本市場における銀行の支配的役割と圧倒的優位性、その反映である企業が(strictly binding) financial constraint の下に置かれているという数十年間にわたって日本経済、日本企業の行動に関する検討の大前提となってきた「通念」の呪縛からの解放も重要である。

「失われた 20 年」は、「バブル」、「バブルの時代」、「バブルの後遺症・ツケ」などの表現・イメージに象徴される「バブル論議」に酔い痴れて、日本人が時間とエネルギーを浪費し、日本経済を悪化した長期停滞状態のまま放置した時代であった。本論文の基本的役割・位置づけは、日本経済に関わる研究・議論、診断・処方にかかる憂うべき現状からの覚醒・脱出とそれによる「バブル」の呪縛からの解放である。これにより、1990 年代以降の日本経済の停滞状況の原因を「バブル (の時代)」に求めてきた「通説」「通念」の基本姿勢からも解放され、「失われた 20 年」の診断の本格的開始のための条件が整ったことが重要である。

「失われた 20 年」と呼ばれることが多い日本経済の停滞状況が銀行の「不良債権」や企業の「過剰設備」などの「バブル (の時代)」の後遺症によるとする診断およびそれらへの対処・処方という「通念」に基づいて採用され続けてきた政府の政策は、誤診に基づく不適切な処方である。かかる診断・処方に効果を期待しつつ、時間とエネルギーを消費し、停滞状況からの脱出を期待するのは、不幸なことである。(もちろん、自然治癒・自律的回復とでも呼ぶべき、それ以外の要因による脱出・回復の可能性が 0 だということを主張するのではない。)

とはいえ、現段階の状況は、本格的診断・分析・検討のスタートラインに立った・立ち戻ったというにすぎない。「バブル (の時代)」をキーワードとする「通念」の受容を通じ



て、的外れの現象に注目し、結果として、見果てぬ夢に時間を浪費したことに気づいたとしても、適切・的確な代替的診断と処方箋が用意されているわけではない。だからこそ、本節冒頭に引用した Feldstein の文章に象徴される如き慎重な姿勢に基づく本格的研究の開始が必要なのである。不治の病かもしれないし、現時点では（経済学の現状では）適切な診断さえ容易ではないかもしれない。診断作業の焦点となる注目すべき現象も確認できていないかもしれない。引用冒頭の文章と同じ、“There is a strong temptation to regard the poor performance of the past decade as the beginning of a new long-term adverse trend for the Japanese economy という視点からの検討も必要だろう。<sup>37</sup> “It is clear that there is little hope of reversing the poor performance that has lasted more than a decade unless the underlying causes are identified and changed” とする Feldstein の考え方に共鳴する読者も多いだろう。

XII にも触れた如く、日本経済の将来の成長可能性について日本人が最も強気の見通しを抱いて設備投資を積極化させたのは「イザナギ景気」と呼ばれる時代であった。ニクソン・ショック、さらに（第 1 次）石油ショックにより、多くの産業で膨大な量の使われのない設備（「過剰設備」と呼ばれた）が発生し、同時に経済全体の「構造転換」の必要性が叫ばれ、日本経済が陥った状況は「構造不況」と呼ばれた。当時の総理大臣が「全治 3 年」と診断した深刻な不況は、その後の第 2 次石油ショック後の不況、円高不況などを経て、1980 年代後半の「バブルの時代」とも呼ばれる「設備投資ブームの時代」を迎えた。石油ショックから約 10 年後のことである。より規模の大きな設備投資ブームとその反動およびその後を迎えた石油ショックと「構造転換」の時代の継続期間に比して、「失われた 20 年」はいかにも長い。2 つの時期の転換と対応のプロセスのスピードと期間の長さの違いを生み出している要因とメカニズムの解明が、次の検討課題として興味深いと考えている。<sup>38</sup>

---

<sup>37</sup> 三輪[2011c]の VIII で TFP との関連でも言及した（より詳しくは、三輪[2011d, 158-62 頁]を参照）如く、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 のに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[2011d]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。関連して、Griliches [2000]の Chapter 5 を参照。

<sup>38</sup> 「日本経済の成長戦略の早期策定こそ喫緊の課題だ」とする声が絶え間なく聞こえる。もちろん、有効かつ効率的な「成長戦略」が策定できればそれにこしたことはない。しかし、「不老不死の薬の開発こそ・・・」と政府に要求するようなものであれば、時間の浪費以上に不幸なことである。私の見るところ、現時点までの日本経済について政府が有効かつ効率的な「成長戦略」の策定に成功したことはない。「富国強兵・殖産興業」政策、「戦争準備」と戦時統制、「傾斜生産」政策、戦後の「産業政策」に関する「通説」「通念」は、いずれも実態からはなはだしく乖離した神話にすぎない。このような「通念」の延長線上に、「成長戦略」策定要求が飽きもせず展開されているように見える。

## Reference

- Caballero, Richard J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap [2008] “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, *AER*, 98:5, pp.1943-77.
- Feldstein, Martin [1980] “The American Economy in Transition: Introduction”, in Feldstein ed. *The American Economy in Transition*, The University of Chicago Press.
- Garber, Peter M. [2000] *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, The MIT Press.
- Griliches, Zvi [2000] *R&D, Education, and Productivity: A Retrospective*, Harvard University Press.
- Hannah, Leslie [1995] “Afterthoughts”, *Business and Economic History*, 24-2, Winter, pp.246-62.
- Hoshi, Takeo and Anil Kashyap [2001] *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, The MIT Press.
- 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[2009]「序 不良債権と金融危機」池尾編[1990].
- 池尾和人編[2009]『不良債権と金融危機』慶応義塾大学出版会.
- Krugman, Paul R. [1990] *The Age of Diminished Expectations: The U.S. Economic Policy in the 1990s*, The MIT Press.
- 三輪芳朗[1991]『日本の株価の決り方——四酔人株価問答』有斐閣.
- 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]「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[2011c]『『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？』『経済学論集』第77巻第2号、第3号.
- 三輪芳朗[2011d]「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.
- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer [2005] “Does Relationship Banking Matter? The Myth of the Japanese Main bank”, *Journal of Empirical Legal Studies*, 1-2, pp.247-77.
- 三輪芳朗+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.
- 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].

Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff [2009] “The Aftermath of Financial Crises”,  
NBER Working Paper Series, w14656.

Roll, Richard [2011] “The Possible Misdiagnosis of a Crisis”, *Financial Analyst Journal*,  
March/April, pp.12-17.

吉川洋編[2009]『デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会.