

# 「貸し渋り」・「借り渋り」、と「返済猶予」？： ドタバタを楽しむための経済学のイロハ

金融システム研究フォーラム（東京大学経済学部CARF）  
November 20, 2009  
三輪芳朗（東京大学経済学部）

下記からダウンロード可能：  
<http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/fs-forum/20091120-1.pdf>

## まえおき

- これは、最近の一連の「騒動」・ドタバタに至るプロセスを念頭に置いて、その楽しみ方の1つを提示するもの。
- もともとは、来年の受験生を想定した東京大学オープンキャンパス、経済学部プログラムの一環である講義(August 6, 2008)のために用意したもの(常識・定説の危うさ——銀行の不良債権・貸し渋りと日本の「失われた10年」? ——)に基づく。それは、下記からダウンロードできる。

<http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/fs-forum/20091120-2.pdf>

- これを餡子とするどらやきを想定した皮の部分がこのファイルである。前半が表の皮、後半が裏の皮にあたり、その間に餡子を挟んで食していただきたい。
- また、「どこまでがドタバタか?」「ドタバタの具体的内容は何か?」と思案しながら、お楽しみください。

## 4つの注意点

――(3)(4)については、途中で、あるいは後で立ち戻って読んでもよい。

- (1)「貸し渋り」の定義:「お金があるくせに、貸して欲しい企業・家計に貸さないなんて・・・」と考えて、借りたいのに借りられない企業等が存在するから、「貸し渋り」が豊富に存在することは自明だ、と考える人が多い。――お腹が空いて「お金はないが蕎麦を食べさせてくれ・・・」と言って、断られた消費者が「そこに蕎麦があるじゃないか・・・、蕎麦屋の売り渋りだ」と批判するケースと異なるらない？
- 以下で話題にする「貸し渋り」は、こういうものではない。――これまでの経験では、議論が「混乱」する最大の原因は、この「定義」の違い。――蕎麦屋の「売り渋り」も問題か・・・？

## (2)存在するのは「貸し渋り」ではなく「借り渋り」

- Section 0-1に示す如く、発生するのは「貸し渋り」ではなく、むしろ「借り渋り」とでも呼ぶべき状況。
- この点を無視して、「貸し渋り」が深刻で、これへの対応を重大な政策課題だとする「土俵」の上で、具体的な「政策」手段の可否を議論しているだけ？
- たとえていえば、「猛獣が出没して危険だとされる状況」への対応の具体策をめぐって激しい論議が交わされているが、猛獣は登場せず、タイやヒラメ、ウサギやネコがくつろいでいるだけ・・・？
- 政策課題の存在・深刻さの確認から始める必要がある？政策論議が的外れにならないよう、慎重に・・・。

### (3)担保・保証などの提供が行われること、およびその機能については、とりあげない

- 戦後一貫して、日本の銀行は融資に際してほとんど例外なく担保や保証を求めてきた。一部の大企業向けには例外があるが、これもイザとなったら提供を求めることができることを条件にしている。
- 以下で担保・保証を同時に考慮することは議論を複雑にするのみであって、それによって新たな知見が得られるわけではない。
- 担保・保証が額面どおりに機能すれば、(事後処理のための事務的なコストを除けば)貸し倒れのリスクはなくなるから、以下の検討は、実質的により簡略化される。

## (4) 「自己資本比率規制」の影響に起因する(?) 「貸し渋り」は考察対象ではない

- 以下では、少なくとも明示的には銀行に対する「自己資本比率規制」の影響に起因する(?)「貸し渋り」は考察対象にしない。
- もっとも、それが深刻であるとすれば、 $r$ に比して $r_1$ がより高くなると考えればよい。
- 対中小企業向けだけが差別的な影響を受けるわけではない。
- この面からの「貸し渋り」が深刻であれば、対応策は、自己資本比率の「充実」であって、「貸し渋り」改善の促進(?)ではない。——金融機関の増資がprofitableな状況だから、これが進まない(?)理由についても検討する必要がある。
- 有力な非金融機関(たとえば、商社)が、CP・社債・増資などで市場から資金を調達しtrade credit等を増加させるprofitableな裁定機会？
- この状況下では、中小企業向けの貸出増は「大企業向け」の貸出減に帰結し、「景気対策」にならない？
- もちろん、このような現象が深刻か否かは慎重な検討を通じて確認する必要がある。——融資要請を断る際の口実かもしれない？

# Section 0-1. 基本のきほん(表の皮)

## Step 1. 会社の設立と投資(事業)計画

- 時点:  $t=0, 1$
- 時点1で成果が上がる投資計画を立て、その実行のために  $t=0$  で会社を設立する。
- 出資金は  $E_0$ 、必要投資金額は  $I_0$ 。  $E_0 < I_0$  であり、差額は銀行から借り入れる ( $L_0$ )。  $L_0 = I_0 - E_0$ 。
- 銀行の貸出金利は  $r_1$ 。これが「市場金利」( $r$ )を上回り、回収可能であれば、融資取引は銀行の利益になる。
- (通常は  $r=r_1$  として議論する。直感的理解を容易にするための工夫である。  $r=r_1$  として、特に得るところはない。)

## Step 2. 投資プロジェクトの収益性

- t=1で実現する投資収益は $V_1$ である。誰もが知っている。
- t=1での元利返済金 $L_1$ は $L_1 = L_0(1 + r_1)$ 。これが上限である。
- t=1での投資家の取り分 $E_1$ は $V_1 - L_1 = V_1 - L_0(1 + r_1)$ である。
- 出資者は、投資を取りやめて、「市場金利」で運用することができる。その際のt=1での取り分は $E_0(1+r)$ 。

- 銀行が融資取引を選択するために必要な条件

$$L_1 = L_0(1+r_1) > L_0(1+r) \rightarrow V_1 > L_0(1+r_1) \dots(1)$$

- 投資家が融資を受けて投資を実行するために必要な条件

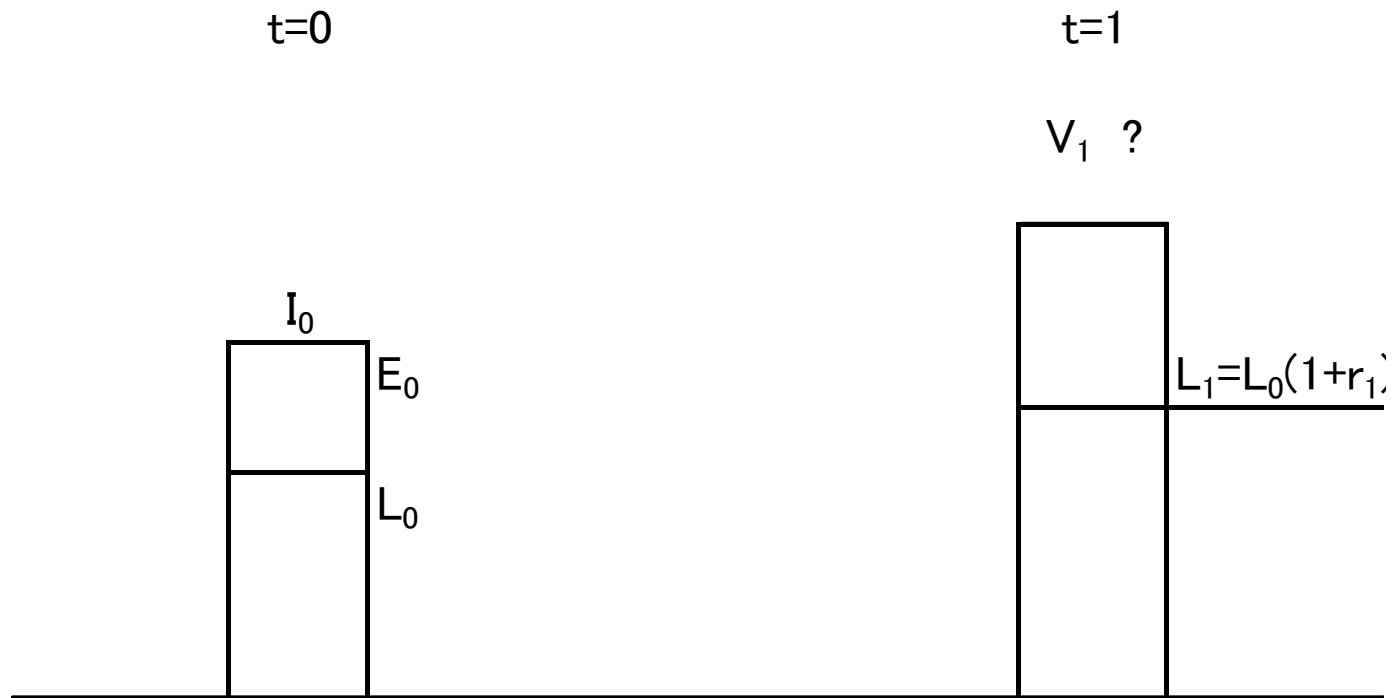
$$E_1 = V_1 - L_0(1+r_1) > E_0(1+r)$$

$$\rightarrow V_1 > L_0(1+r_1) + E_0(1+r) \dots(2)$$

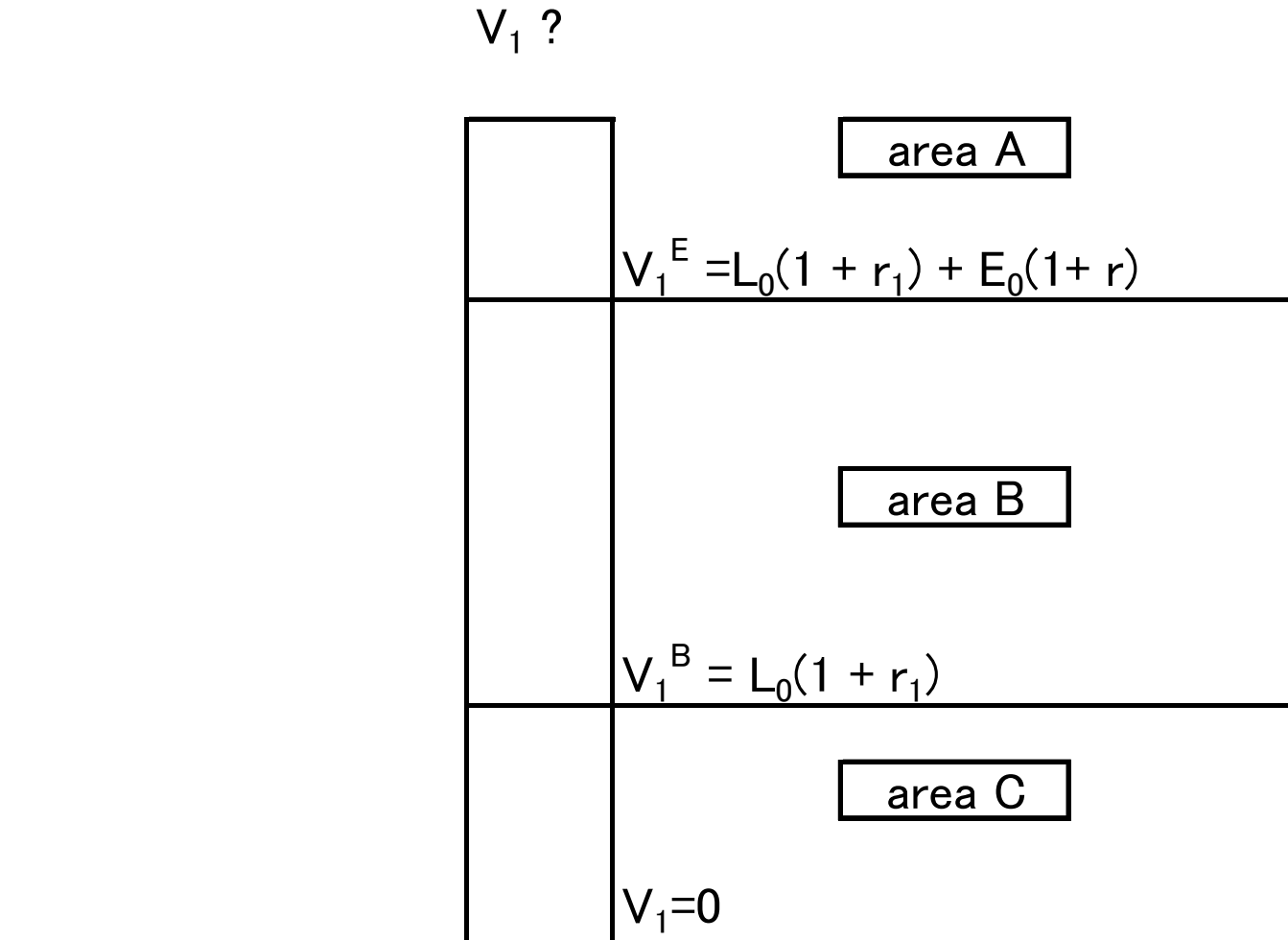
\* 条件(2)が満たされれば、条件(1)は常に満たされる。



# Fig.0-1. 投資プロジェクトの収益性



# Figure 0-2. 投資プロジェクトの収益性と実行可能性



## 投資が実行されるために必要な条件

- 双方の合意に基づく。——条件(1)と条件(2)の双方が満たされなければならない。  
——voluntary exchange by agreement.
- 条件(2)が満たされるためには、 $V_1 > V_1^E$ .
- 条件(1)が満たされるためには、 $V_1 > V_1^B$ .
- 
- Area Aでは双方の条件が満たされて、融資・投資が実施される。
- Area Cでは双方の条件が満たされず、融資・投資のいずれもが実施されない。
- Area Bでは(1)は満たされるが、(2)が満たされないため、融資・投資のいずれもが実施されない。——双方の意見が一致しないarea Bのケースは、「貸し渋り」というよりは、「借り渋り」？

## \* 融資金利引き下げを強制すると...

- “voluntary”とは言っても...? (笑い?)
- Figure 0-2で、 $r_1$ の低下に伴って $V_1^E$ と $V_1^B$ が同額低下するにすぎず、area Bの幅は変化しない。――何が起こるか?
- 実質的に、融資そのものも強制するさ...という声があるかもしれない。
- しかし、area B, area Cでは借り手が融資を望まない。――借入の強制?
- いかなる理由によるにせよ、このschemeに乗って「強制された融資」を受ければ...? ――大臣、政権が交代した後に何が起こるか...と心配する?

## Variation1:

### 投資の収益性に関する見通し $V_1$ がバラつくと・・・？

- $V_1$ に関して、見通しが一致するという仮定に不満が多いだらう。
- まず、 $V_1$ は確定値だが、関係者間でバラつくとする。
- Figure 0-2で見ると、銀行が貸したくないと判断するケースで、投資家が融資を受けて投資を実行したいと考えるケース——「貸し渋り」？——は、 $V_1$ の見通しに関して投資家の見通しが銀行の見通しを、 $E_0(1+r)$ 以上の幅で上回るケースであることになる。

- 銀行がarea Bだと判断するケースで、投資家が強気の見通しに基づいて融資を申し入れるケースでは、(1)収益性の観点からは、喜んで融資要請に応じるから、「貸し渋り」とはならない。
- (2)年来の取引関係や、他の融資先との関係を重視して、融資を躊躇し、投資断念を勧告するかもしれない。
- 担保・保証人を確保しているとしてもarea Bであり、予想通りの結果になれば、そのような権利の行使は不要である。――予想を大幅に下回り、area Cの結果になれば、権利を行使する。

- 悲惨な結果を予想して銀行が融資を断り、投資断念を勧告すると・・・？
- 他の融資先、資金提供者を探すだろう。
- 当該銀行が例外的に悲観的な見通しを示したのだとすれば、他の銀行や出資者は資金提供要求に喜んで応じるだろう。
- 一一結果として、どの金融機関からも融資を受けられず、他の資金提供者も見つからなかった・・・とすれば、経営者の強気の見通しを支持する銀行・資金提供者が(友人・知人も含めて)、存在しなかったことを示唆する？

- 資金提供者間に見通し $V_1$ がバラついたとしても、 $V_1^E$ と $V_1^B$ の gap,  $E_0(1+r)$ を跳び越えるようなケースは、存在するとしてもきわめて稀？
- しかも、risky?——銀行ではなく、venture capital (capitalist) の出番？もっとも、それも見つからない・・・ケース？
- 
- 資金の出し手がみつからないprojectの実施が本当に(社会的に)望ましいか？
- 企業家の選択の自由だから断念させることはない・・・としても、それを政府(社会)がsupportすべきか？



# 政府が出てきて・・・？

- 政府（・「世論」？）が出てきて、「貸し渋り」はケシカラン、借りたいと言う企業には貸せ、それが社会的責任だ、と言ったら・・・？
- [A]. 最初の見通し $V_1$ が一致しているケースでは、「貸してもよい」と考え、「ゼロ回答では周囲が騒々しいから誰か手を上げてくれないか・・・」と銀行が期待しても、誰も登場しない。
- 仕方がないから、とお願いして名乗り出てもらおう？あるいは、この日を予想して、area Aの融資先の一部に対して、そういう声が出るまで融資を待ってもらおう・・・？
- 強制ではなく、銀行の”voluntary”な判断に任せるか否かは irrelevant.
- 銀行が要請に応じるための条件の賦課も irrelevant...？

## [B]. 見通し $V_1$ がバラつくケース・・・？

- (2)年来の取引関係や、他の融資先との関係を重視して、融資を躊躇し、投資断念を勧告するかもしれない(sheet 14) — こういう銀行が多かったとしても、政府・世論の声に押されて、仕方なく強気の経営者の融資要請に応じるケースが増える？ — あるいは、こういう配慮に欠ける(最近流行の表現では、「市場原理主義」「新自由主義」に忠実な?)金融機関が跋扈する・・・？
- 本当は融資・事業の継続を断念し撤退したいのに、従業員を含む周囲の声に押されて、事業を継続して、さらに悲惨な結果になる・・・ケースも？
- 結果として、融資・投資はその分増加するが、 $t=1$ で悲惨なケースが激増して、「格差社会」を助長する？

- 事後的に、ひどい大臣・政府だとの怨嗟の聲が街にあふれる？——戦後の「軍部」(とりわけ「陸軍」)・軍人批判・・・のようには？
- 「借りなきやよかった・・・」と後悔する中小企業経営者およびその家族・関係者・・・に関心の方は、三輪『誰にも知られずに大経済オンチが治る』(ちくま新書、2002)の第2章を参照。既に絶版。下記からダウンロード可能。

<http://www.e.u-tokyo.ac.jp/~miwa/Miwa2002-Onchi.pdf>

# 政府が損失を補填すると・・・？

- 単に要請し、さらに強制するのではなく、結果として発生する「損失」を政府が補填すると・・・？
- [A]. 見通し $V_1$ が一致するケースでは、債権者が優先弁済請求権を有するから、 $E_0(1+r)$ を上回る「公的資金」の投入を補填として覚悟しなければ、新たな投資家は登場しない。
- [B]. 見通し $V_1$ がバラつくケースでも、状況は大きくは変わらない。

## Variation 2. $V_1$ が不確実だと・・・？

- $V_1$ に関して、見通しが一致するという仮定に不満が多いだろう。——  $V_1$ は確定値ではなく、不確実だとしよう。
- ここでは、不確実ではあるが、その内容に関しては、関係者が共通の認識を有するとする。——「情報の非対称性」に関しては検討しない。
- 「情報の非対称性」こそが重要であって、この「壁」に悩まされる企業(とりわけ中小企業)向け融資の推進こそ、銀行の「社会的責任」だという類の主張の支持者が少なくない。——たとえば、「有望なビジネスだと吹聴して出資・融資を促して、大きな『社会問題』を引き起こす人達が、『情報の非対称性』故にわれわれは苦闘している・・・と主張するケースを、誰がどのようにして識別するか、識別の失敗のツケを誰が支払うのか」という設問への回答を求めよう。

- $V_1$ が確率  $\alpha$  で  $V_1^H$ 、 $1-\alpha$  で  $V_1^L$  で実現すると仮定する。  $V_1^H$ ,  $V_1^L$ ,  $\alpha$  は関係者間でcommon knowledge.  $V_1^H > V_1^L$ .
- Figure 0-1の  $V_1 > V_1^B$  から、  $V_1^H$ ,  $V_1^L$  のいずれもが  $V_1^B$  を上回り、あるいは下回るケースでは新たな検討課題は発生しない。
- だから、  $V_1^H > V_1^B > V_1^L$  のケースに注目する。
- 今回の融資金利を  $r_1^*$  とする。通常は、  $r_1^* > r_1$ .
- $L_1^e = \alpha L_0(1+r_1^*) + (1-\alpha)V_1^L > L_0(1+r_1) = V_1^B$   
 $\rightarrow (1-\alpha)V_1^L > L_0(1+r_1) - \alpha L_0(1+r_1^*) \dots (1)'$
- 投資家が投資を実行するために必要な条件は、
- $E_1^e = \alpha (V_1^H - L_0(1+r_1^*)) > E_0(1+r)$
- $\rightarrow V_1^H > L_0(1+r_1^*) + \alpha^{-1}E_0(1+r) \dots (2)'$

# 政府の(望ましい?)役割?

- こういう場面(資金の融通)で、政府の出番はあるか?あるとすればどこか?
- 市場が用意するブレーキの作動を妨害・阻害し、破壊するだけでは?
- 政府に何ができるか?
- 政府は何をすべきか?
- 政府の望ましい役割は・・・?この周辺か?

## Section 0-2. 中小企業？

- 大企業と違って、中小企業が「貸し渋り」の対象となりやすく、中小企業向けの「貸し渋り」対策として、さまざまな「政策的」関与が必要だとの意見が根強い……。
- これまでの検討結果とは独立の検討課題のように見えるが、昔懐かしい、(資本市場の)「二重構造」のイメージあるいはその残像が、間歇的に噴出して騒動を引き起こす……？
- 金融機関が一斉に対中小企業向けに貸し渋れば、需要曲線は右下がりだから、大企業向け融資市場と中小企業向け融資市場との間に、大きな裁定取引の機会が生まれる。このため、伝統的な主張は、金融機関は団結して(?)その裁定機会の利用を断念する、し続けている、というにわかには信じがたいものであることを指摘し、若干の図表を示すに留める。
- こういう主張の珍妙さについて、詳しくは、三輪芳朗『日本の企業と産業組織』(東京大学出版会、1990年)の第2章と第5章を参照。より簡単には、三輪・ラムザイヤー『日本経済論の誤解——「系列」の呪縛からの解放』(東洋経済新報社、2001年)の4-5「融資集中機構」を参照。



## \* 二重構造、中小企業への貸し渋り、シワ寄せ？

- 昔懐かしいissuesは、本当だったか？
- 1969年の金融制度調査会の中小企業金融部会の資料。――2つの表
- 金融引き締めの影響？――借り手企業別――大規模企業の方がストレート・・・。
- 設備投資への影響？――金融引き締めの影響は、大規模企業の方が大きい。
- 1960年代末でも・・・。

表 5-3 主力の取引先金融機関の貸出態度の変化(資本金規模別) (%)

貸出態度 \ 資本金	A	B	C	D	E	合計
(1) 金利引上げ	44.7	49.9	46.3	40.3	25.8	43.3
(2) 貸出引締め	8.8	5.5	5.6	6.8	12.4	7.4
(3) 金利上げと貸出引締め	27.7	20.3	16.9	11.9	11.8	19.0
(4) 不変	16.0	21.8	27.3	39.7	44.4	27.5
(5) 無回答	2.8	2.6	3.9	1.3	5.6	2.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

注: 資本金規模: A: 10 億円以上, B: 1-10 億円, C: 5,000 万円-1 億円, D: 1,000-5,000 万円, E: 1,000 万円未満.  
 資料: 金融制度調査会 [1969] 26 頁.

表 5-4 設備発注の繰延べあるいは延期の理由(資本金規模別) (%)

理由 \ 資本金	A	B	C	D	E	合計
(1) 景気, 業界の見通し	37.0	43.4	49.4	52.9	54.5	45.9
(2) 景気調整策発動	11.0	10.6	5.6	10.6	4.5	9.2
(3) 借入金金利の引上げ	1.0	1.0	4.3	2.6	2.8	2.1
(4) 借入額の引締め	40.0	30.1	25.1	14.8	15.7	27.1
(5) 増資, 社債発行の困難	1.0	0.8	0.0	0.3	0.0	0.5
(6) その他	2.5	1.6	1.3	3.9	3.9	2.5
(7) 無回答	7.5	12.5	14.3	14.8	18.5	12.6
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

注: 資本金規模: A: 10 億円以上, B: 1-10 億円, C: 5,000 万円-1 億円, D: 1,000-5,000 万円, E: 1,000 万円未満.  
資料: 金融制度調査会 [1969] 31 頁.

## 先の”Credit Crunch” (1997-1999)の時期に・・・？

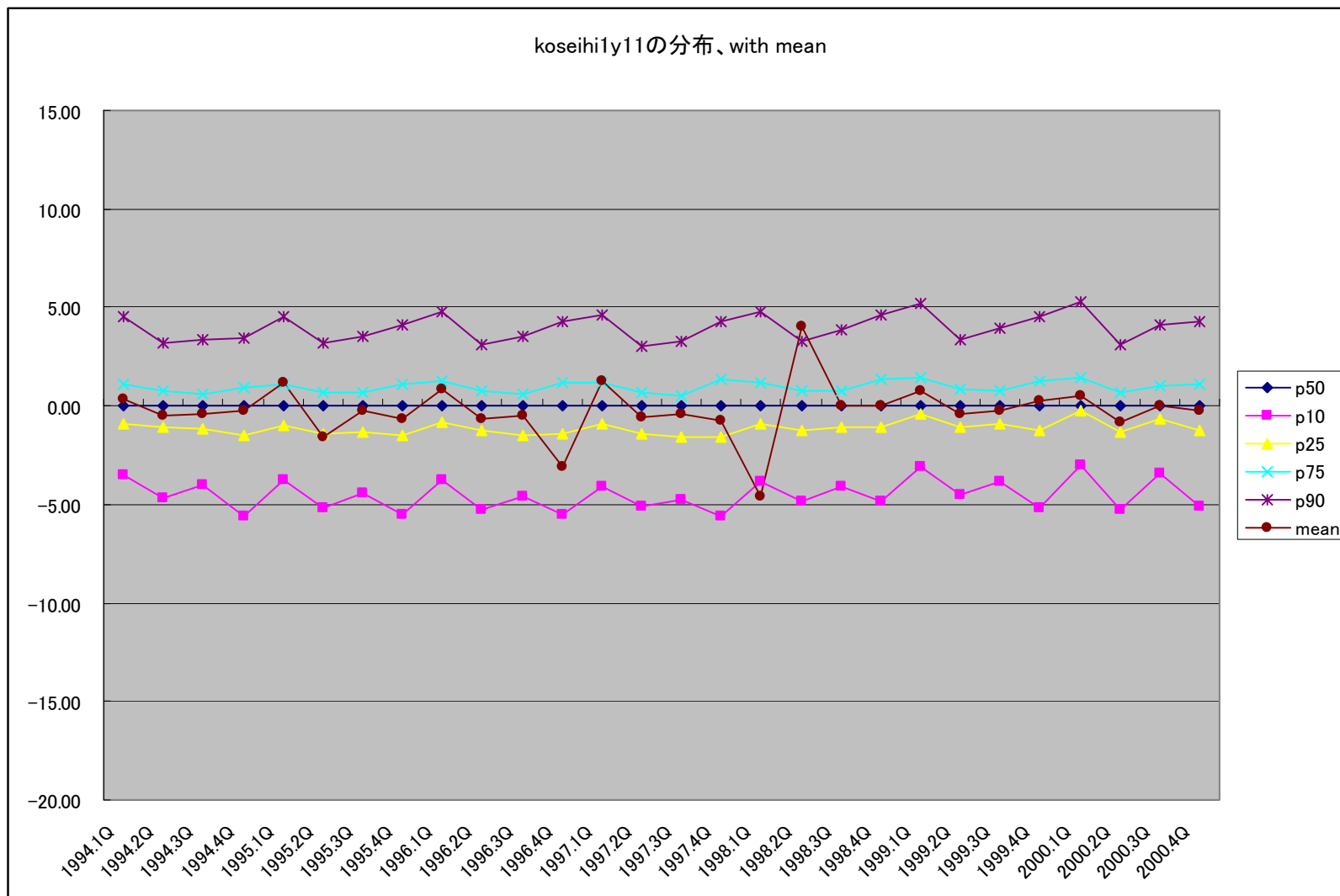
- 「法人企業統計季報」の個表データを使った検討の結果では・・・。  
——三輪[”Credit Crunch”? 『法人企業統計季報』個表にみる1997－1999年「金融危機」の実相]CIRJE-J-202, August, 2008の結果。 —— [http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/03research02dp\\_j.html](http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/03research02dp_j.html)
- “credit crunch”? ---where? and when? ——短期借入金の変動。
- 資本金6億円以上の「大企業」を相手にしているから？ ——大企業が有利なら、大企業の借入が増えて、買掛金が減少し、あるいは売掛金が増加した？（対中小企業向けを中心に？）
- 相関係数を見ても、それぞれの動向を見ても、そういう変化は識別できない。
- より詳しくは、上記discussion paperを参照。

# 短期借入金構成比の変化、四半期、全産業

koseihily11

	N	mean	std. dev.	min	max	p50	p10	p25	p75	p90	p25+p75	p10+p90
1994.1Q	5744	0.32	6.97	-68.27	247.86	0.00	-3.52	-0.91	1.09	4.50	0.17	0.98
1994.2Q	5880	-0.45	6.50	-124.60	73.23	0.00	-4.68	-1.11	0.78	3.18	-0.33	-1.50
1994.3Q	5835	-0.41	11.33	-750.00	67.86	0.00	-4.02	-1.19	0.57	3.32	-0.62	-0.70
1994.4Q	5803	-0.23	29.68	-100.00	2200.00	0.00	-5.58	-1.48	0.91	3.47	-0.57	-2.11
1995.1Q	5965	1.21	77.93	-120.62	6000.00	0.00	-3.77	-0.98	1.08	4.56	0.10	0.79
1995.2Q	6068	-1.57	78.97	-6100.00	313.51	0.00	-5.19	-1.40	0.71	3.15	-0.70	-2.04
1995.3Q	6038	-0.26	8.14	-140.47	239.50	0.00	-4.43	-1.29	0.72	3.50	-0.57	-0.93
1995.4Q	6014	-0.64	16.22	-1100.00	144.15	0.00	-5.54	-1.46	1.14	4.16	-0.32	-1.38
1996.1Q	6175	0.86	47.83	-269.81	3703.85	0.00	-3.79	-0.84	1.27	4.80	0.43	1.01
1996.2Q	6288	-0.64	7.30	-195.78	97.12	0.00	-5.26	-1.28	0.73	3.10	-0.54	-2.17
1996.3Q	6232	-0.48	8.00	-287.10	190.79	0.00	-4.61	-1.49	0.60	3.53	-0.89	-1.08
1996.4Q	6198	-3.05	191.09	-15000.00	411.95	0.00	-5.55	-1.45	1.20	4.31	-0.24	-1.24
1997.1Q	6347	1.25	94.35	-130.20	7500.00	0.00	-4.06	-0.93	1.18	4.63	0.26	0.58
1997.2Q	6418	-0.54	8.38	-179.60	365.38	0.00	-5.08	-1.40	0.72	3.02	-0.69	-2.06
1997.3Q	6359	-0.40	6.82	-81.16	181.14	0.00	-4.76	-1.56	0.55	3.30	-1.00	-1.46
1997.4Q	6299	-0.71	24.09	-1739.15	375.25	0.00	-5.57	-1.56	1.36	4.26	-0.20	-1.31
1998.1Q	6412	-4.57	367.26	-29400.00	150.00	0.00	-3.87	-0.91	1.20	4.80	0.30	0.93
1998.2Q	6495	4.02	364.91	-375.00	29400.00	0.00	-4.86	-1.24	0.75	3.26	-0.48	-1.60
1998.3Q	6424	0.05	8.62	-217.98	286.25	0.00	-4.07	-1.10	0.81	3.88	-0.29	-0.18
1998.4Q	6348	-0.01	13.69	-360.18	691.01	0.00	-4.82	-1.10	1.39	4.63	0.29	-0.19
1999.1Q	6445	0.77	17.70	-212.28	1000.00	0.00	-3.12	-0.40	1.42	5.23	1.02	2.11
1999.2Q	6512	-0.39	16.44	-900.00	568.18	0.00	-4.52	-1.06	0.83	3.37	-0.22	-1.16
1999.3Q	6411	-0.27	14.73	-879.22	174.09	0.00	-3.82	-0.89	0.78	3.94	-0.10	0.11
1999.4Q	6337	0.25	33.93	-233.33	2400.00	0.00	-5.20	-1.24	1.26	4.56	0.02	-0.64
2000.1Q	6453	0.55	8.97	-255.67	144.64	0.00	-3.00	-0.25	1.43	5.25	1.18	2.25
2000.2Q	6561	-0.79	15.70	-1000.00	334.25	0.00	-5.22	-1.36	0.71	3.10	-0.66	-2.12
2000.3Q	6440	0.03	9.48	-428.21	65.58	0.00	-3.44	-0.65	1.02	4.09	0.37	0.65
2000.4Q	6352	-0.23	9.22	-198.98	250.00	0.00	-5.12	-1.27	1.09	4.27	-0.18	-0.85
AVERAGE T	6245	-0.23	53.72	-2173.13	2056.27	0.00	-4.52	-1.14	0.98	3.97	-0.16	-0.55
AVERAGE 1	6104	-0.36	38.98	-1649.17	1381.97	0.00	-4.71	-1.27	0.91	3.80	-0.36	-0.91
AVERAGE 2	6433	-0.05	73.39	-2871.74	2955.33	0.00	-4.26	-0.95	1.06	4.20	0.10	-0.06

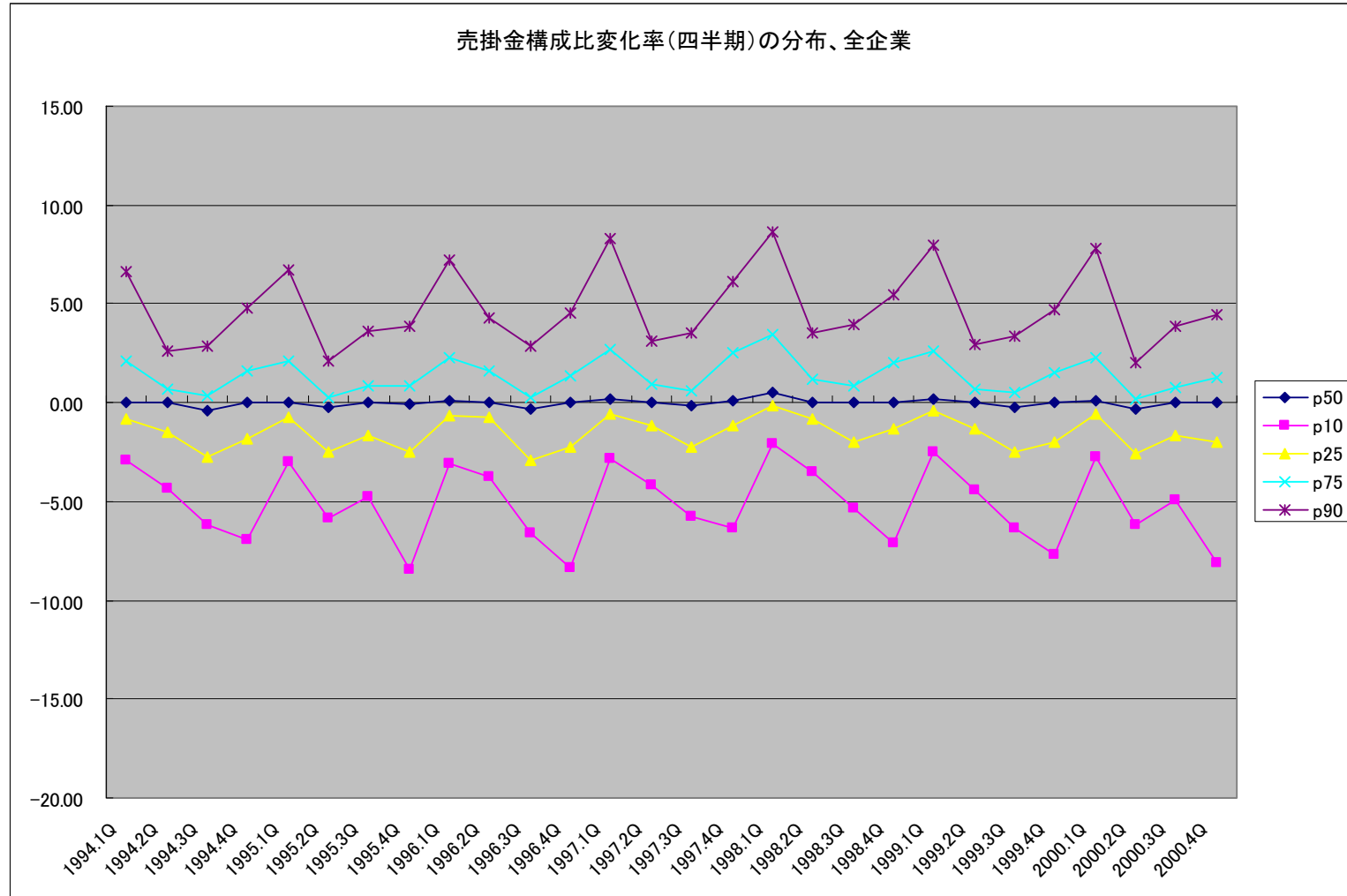
# 短期借入金構成比変化率、四半期の分布、全産業



# 相関係数

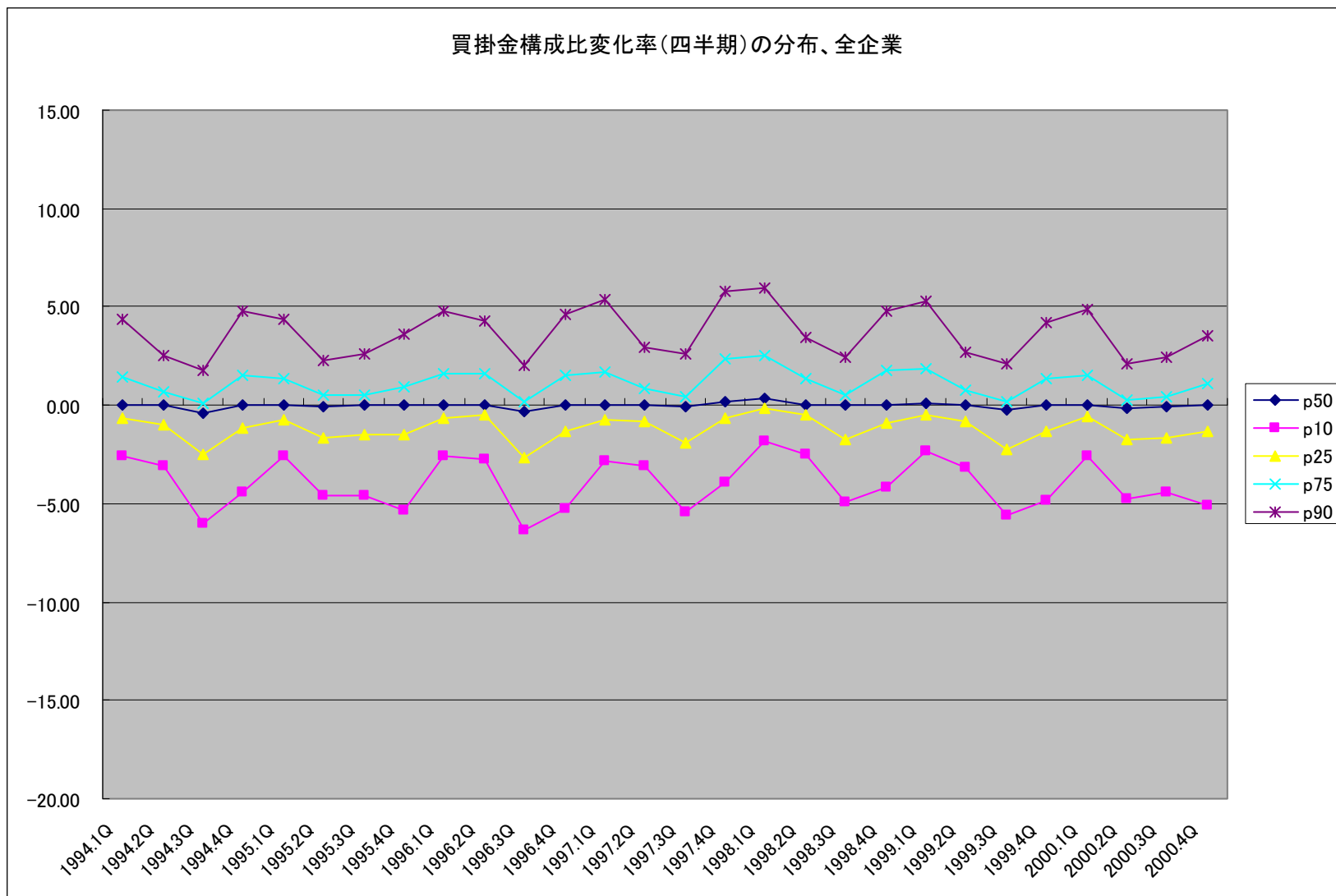
	現預金	売掛金	棚卸資産	流動資産	固定資産	手形割引	買掛金	長期借入	N
1994.1Q	0.039	0.135	0.033	0.197	0.113	-0.075	0.013	-0.475	5689
1994.2Q	0.004	0.109	0.034	0.124	0.078	-0.067	-0.014	-0.465	5812
1994.3Q	0.086	0.104	0.058	0.179	0.061	-0.058	-0.068	-0.457	5781
1994.4Q	0.091	0.067	0.059	0.174	0.088	-0.035	-0.043	-0.550	5731
1995.1Q	0.044	0.171	0.043	0.221	0.082	-0.096	-0.044	-0.446	5906
1995.2Q	0.069	0.125	0.067	0.191	0.037	-0.078	-0.033	-0.465	6005
1995.3Q	0.047	0.131	0.099	0.229	0.091	-0.137	-0.056	-0.382	5974
1995.4Q	0.065	0.081	0.033	0.168	0.043	-0.093	-0.053	-0.541	5931
1996.1Q	0.056	0.145	0.057	0.202	0.083	-0.085	-0.048	-0.438	6115
1996.2Q	0.009	0.074	0.094	0.115	0.057	-0.056	-0.063	-0.486	6216
1996.3Q	0.050	0.126	0.120	0.204	0.102	-0.069	-0.020	-0.447	6162
1996.4Q	0.048	0.059	0.063	0.128	0.102	-0.063	-0.068	-0.587	6115
1997.1Q	0.038	0.141	0.037	0.196	0.086	-0.070	-0.044	-0.453	6284
1997.2Q	0.018	0.126	0.102	0.176	0.085	-0.052	-0.044	-0.516	6370
1997.3Q	0.067	0.113	0.099	0.199	0.084	-0.127	-0.062	-0.439	6280
1997.4Q	0.078	0.074	0.054	0.159	0.092	-0.103	-0.043	-0.533	6206
1998.1Q	0.091	0.138	0.048	0.232	0.060	-0.058	-0.018	-0.490	6331
1998.2Q	0.054	0.124	0.044	0.168	0.038	-0.066	-0.026	-0.510	6435
1998.3Q	0.057	0.081	0.081	0.156	0.074	-0.077	-0.061	-0.519	6346
1998.4Q	0.053	0.072	0.057	0.140	0.056	-0.095	-0.066	-0.524	6237
1999.1Q	0.103	0.125	0.036	0.194	0.086	-0.053	-0.030	-0.466	6356
1999.2Q	0.094	0.091	0.072	0.178	0.059	-0.033	-0.046	-0.479	6405
1999.3Q	0.104	0.092	0.119	0.211	0.173	-0.013	-0.026	-0.408	6328
1999.4Q	0.099	0.068	0.041	0.158	0.085	-0.046	-0.029	-0.494	6190
2000.1Q	0.120	0.117	0.041	0.206	0.117	-0.079	-0.012	-0.510	6345
2000.2Q	0.084	0.083	0.056	0.157	0.087	-0.029	-0.066	-0.506	6469
2000.3Q	0.095	0.091	0.077	0.182	0.108	-0.065	-0.033	-0.492	6327
2000.4Q	0.094	0.033	0.076	0.146	0.102	-0.047	-0.029	-0.514	6212

# 売掛金構成比変化率、四半期の分布、全産業





# 買掛金構成比変化率、四半期の分布、全産業



## ここで、[餡子]

- 常識・定説の危うさ——銀行の不良債権・貸し渋りと日本の「失われた10年」? ——)に基づく。それは、下記からダウンロードできる。<http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/fs-forum/20091120-2.pdf>
- さらに、後半へ
- 「不良債権」が存在する状況を設定(創出)するために、 $t = 0, 1, 2$ の3時点とする。

# Section X. 過去があると・・・。

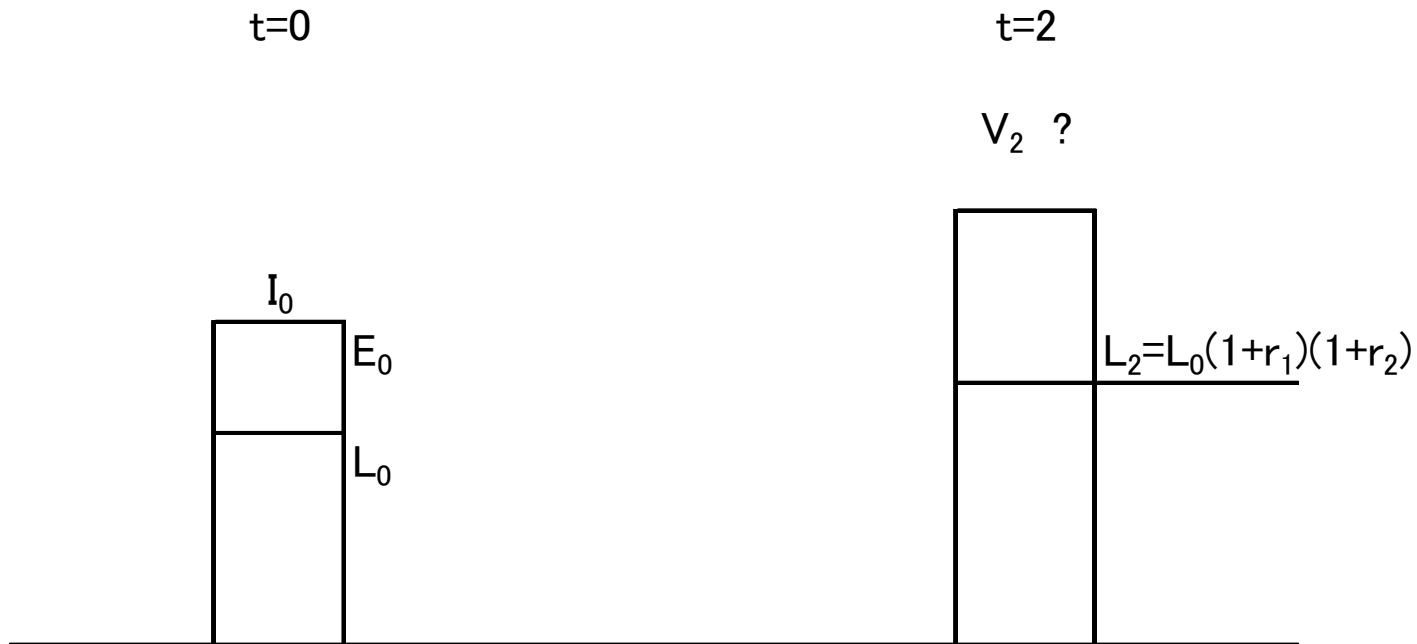
## (ここから、裏の皮)

- とくに、 $L_0(1+r_1) > V_1$ となり、 $t=1$ で「不良債権」が発生していると・・・。
- このgapの分だけ、投資家が次のstepに進むための条件が厳しくなる。--  
-debt-overhang?
- これを政府が除去する？ --この分だけ除去しても、最初の検討結果に戻るだけ。
- 重要なのは、新たに発生する(追加的に発生する?)損失(の一部)を政府が補填する・・・(保証)することの実質的意味・・・。
- 新たに発生する(追加的に発生する?)損失とは？ --銀行と借り手企業が結託すれば、昔の不良債権分も「新たに発生した・・・」ことにできる？ --「不良債権」の飛ばし？ --これに対応する分だけ、担保・保証人を通じる回収が減少すれば、実質的に、不良な債務者へのtransfer?
- 単にarea Cの部分に焦点を定めるのであれば、効果は・・・？

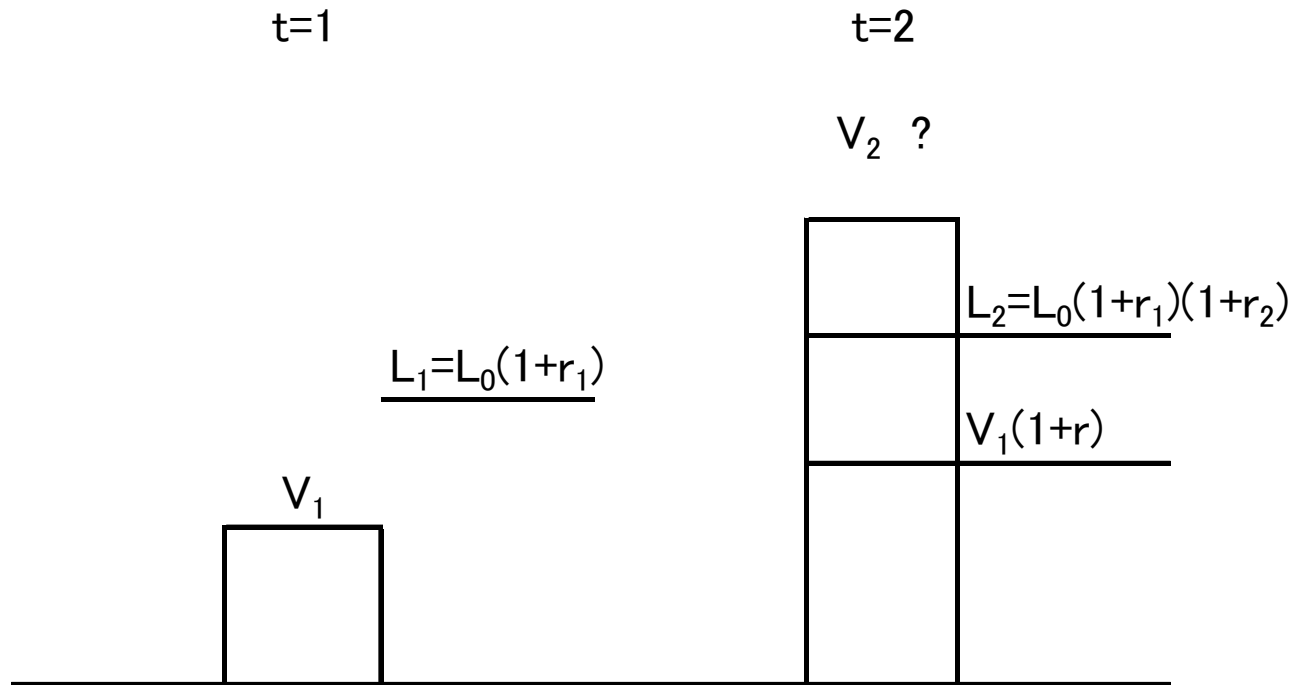
# 前半と比べた設定の変更

- $t=0, 1, 2$
- $V_1$  (さらに  $V_2$ ) は area A にあると双方が考えて長期投資を実施した。
- $t=1$  で事前の了解に基づき融資継続の可否を再検討することになっていた。——ここに焦点を合わせる。
- 「予期せぬ出来事」もあり、 $V_1$  が事前の予想を大きく下回った。  
——area B、さらにarea Cに落ち込んだ。 $t=0$  でこのことが予想されていたら、融資・投資は実行されなかった(かもしれない)? ——「不良債権」? 「貸し渋り」「借り渋り」?
- そこに、政府が登場し……

# Fig.x-1. 投資プロジェクトの収益性



# Fig.x-2. 出資者が望まない融資打ち切り？



## t=1でarea Cに落ち込んだケース

- 事業見通しが好調であれば、事業継続しなければ回収できない分も回収できるから、銀行はより強く事業継続を望む。
- 企業家にとっては、新規事業に比して、その分だけ優先返済負担が大きくなるから、事業継続の誘因は小さい。――ハードルが高い。―― $E_0$ の回収・運用ではなく、少しでも手元に残るための条件。
- 政府にできること・・・？

## Section X-1. 帰結？

### ——政府による信用保証？損失補填？

- 政府はどの部分を「損失」として回復を保証し、補填するか？
- 直接的な受益者が銀行である点に注意。——饅頭コワイ？
- 銀行が勧めて応募させる？——「不良債権」のとばし？
- さらに、損失を膨らませる可能性？——銀行の関係企業・融資先との「取引」を通じて損失を増大させる？——そのほかとの取引先（経営者が関与する他の企業も・・・？）
- 借り手も「協力企業」に利益を移転？——さらに、保証担当機関も「天下り先」へ・・・？
- （潜在的には）誰にでも開かれた「たかり」の機会？
- これを有効に防止する手段は用意されているか？——有効に行使されるか？



## t=1でarea Bに落ち込んだケース

- $V_1 > L_0(1+r_1) = L_1$ であり、元利返済可能状態である。
- $E_1 < E_0(1+r)$ であって、それまでに「損失」が発生している(もちろん、bygone is bygone)。この時点での出資金額 $E_1 (>0)$ が市場での運用( $E_1(1+r)$ )を上回る結果になればよい。
- 基本的なメカニズムは、前半と同じ。
- 図を描けば、 $E_0$ が $E_1$ に縮小している分だけ、area Bの幅が縮小する
- しかし、ここでも、「たかり」は可能？

# 短期的影響、さらに中・長期的影響？

- Moral hazardの具体的内容？
- 損失は、政府が補填・保証してくれるなら・・・、担保・保証人を確保する必要は低下し、なくなる・・・。
- 審査も不要？
- 同様の機能を果たす自己資本( $E_0$ )も不要になる・・・？
- 経営者も、損をしたら、政府が出してくれるからと、当たれば大きいprojectを選択するようになる・・・賭博の奨励？
- 貸し手と借り手が結託して・・・？
- 
- バブルの末期に、どうせここまで来たのだから、いまさらドタバタしても・・・と「不良債権(債務)」を膨らませた・・・ことの再現？
- さらに、政府あるいは政府系金融機関(含む「郵政公社」?)が(低利)融資・補助金・出資などを通じて直接乗り出すことも同じ？

## ここまでくると・・・

- こんなうまい儲け話が保証されていると、誰もまともに働かなくなる・・・？
- ツケは、国民の負担となる……。
  
- しかし、皆がうまい儲け話に乗ると、税収がますます減少し、儲け話が空手形になる？
- 
- そうすると、・・・？
- 
- こういふ分野で政府の望ましい役割・なすべきことは？
- ベルリンの壁が崩壊してからこの11月で丁度20年になるというのに……。しかし……。

# Section X+2. And, so ...?

## ——ドタバタの具体的内容とその範囲？

- 結果として何が起こるか？
- 「努力結果の報告」を求められる金融機関は？ 借り手は？
- 「中小企業」は歓迎するか？ 歓迎するのはどのような中小企業か？
- 1年後、あるいは3年後に予想される結果は？ ——そんなに長くは続かない？
- 中、長期的な影響、後遺症は？
- なぜこういうことが(繰り返し?)起きるか？
- 誰が喜ぶ(喜んでいる)のか？
- 日本特有か？ 今回は特殊か？

# 日本特有か？——そんなことはない？

- 中国では担保権の行使に選択的に介入？--"Handling Bad Loans Badly" by Ted Osborn, *Asian Wall Street Journal*, October 5, 2009.
- アメリカについては、"Barney Frank, Predatory Lender" by Peter J. Wallison, *Asian Wall Street Journal*, October 19, 2009を参照。小見出しは"The genesis of America's bad mortgages". Barney Frank議員は、the chairman of the House Financial Services Committee.

# 今回は特殊か？ Something new?

- 今回は、モラトリアムという表現が用いられたこともあってか、マスコミや金融関係者、茶の間などでも議論が大きく盛り上がった。とりわけ批判的な見方が広く表明された。
- いわば落としどころとして当初より予定されていたようにも見える今回の「返済猶予法案」は・・・？
- 背景となる考え方、実質的に機能した広範な支持は、1950年代から1960年代に流行した資本市場の「二重構造」論議と同じでは？——ゾンビ？
- 細々と実行されてきた中小企業向け融資に対する信用保証などについて、適用条件を大幅に緩和してその規模を一挙に拡大し、結果として膨大な額の損失を計上した小渕内閣の「政策」に関して、今回のような批判は事後的にも見られなかった。——マスコミ等の批判は、「モラトリアム」という表現に対する反撥・条件反射？
- このような考え方・政策に対する関心を喚起したという点では、今回の大臣の発言および行動は、中長期的には政策の健全化に大きく貢献する・・・かもしれない？