

# 金融改革の難しさ

石見 徹

東京大学大学院経済学研究科教授

## 1 金融改革の課題

日本の金融システムは戦後かつてない困難に直面している。この難局は、昭和初期の金融恐慌に匹敵するといってもよいが、その当時に比べて世界の中で日本経済の占める位置は比べものにならないほど大きくなった。だからこそ「不良債権」は国際的にも注目をあびる問題になり、日米首脳会談やサミット（主要国首脳会議）で日本の首相は速やかな解決を約束させられたのである。1997年に当時の橋本龍太郎首相が述べた「日本発の世界恐慌は起こさない」という台詞が、久しぶりに政府首脳から発せられるようになった。

世界恐慌など起こらない方がむろんいいに決まっているが、ここでは日本の金融システムをいかに改革すればよいかを、生活者の視点から捉えてみることにしよう。具体的に言うと、問題は大きく二つに分けられる。

### いわみ とおる

1948年生。71年東京大学経済学部卒。東京大学大学院経済学研究科博士課程修了。76年法政大学社会学部助手、77年講師。79年東京大学経済学部助教授を経て現職。著書に『世界経済史—覇権国と経済体制』『国際通貨・金融システムの歴史』『日本経済と国際金融』など。

まず第1に、金融システムに正常な機能を回復させることが重要になる。さもないと、日本経済がいつまでも変調を脱しきれず、企業倒産や失業などの形で、私たちの日々の生活が脅かされる。いうまでもなく、「不良債権問題」の処理がこの問題を解決する鍵になる。

第2に、私たちは多かれ少なかれ預貯金や国債、株式などの有価証券を持ち、さらに保険にも入っている。こうした金融資産を安心して、有利に運用するのに、何が望ましいかは、金融システムをどのように改革すれば、日本経済の中長期的な発展にふさわしいかという点と実は重なってくる。以下ではこうした問題を順に取り上げることにしよう。

とはいえ、金融改革の方向性は、これまで何度くり返し論じられ、すでに大まかな合意はできているといっても過言ではない。たとえば、すでに1996年11月に橋本政権の「日本版ビッグバン」は基本的に正しい方向を打出していた。すなわち国際化（グローバル化）、自由化、透明性を高めることなどは、日本の金融機関がその資産規模にふさわしい競争力を備えるのに、当然の前提条件であった。しかし1997年秋に北海道拓殖銀行、山一証券、そして98年には日本長期信用銀行などが相次いで破綻し、金融危機が深化する中で「ビッグバン」はいつの間にか忘れ去られたのであった。

1999年3月には大手15行に合計7兆円を上回る公的資金を投入し、不良債権の処理は峠を越したとの発表が何度か行われてきた。それ

にもかかわらず、不良債権の規模は一向に減る気配がみえないので、この際、抜本的な解決に踏みきった方がよいとの声が強くなった。そしていよいよ今年になって森、小泉両政権は、不良債権の処理は2～3年以内に片付けると対外的に公約したのである。

しかし難しいのは、金融システムの改革をどのような順序で、どの程度のスピードで進めていくかということである。「順序」というのは、不良債権処理と他の金融改革との間でも問題にはなるが、とりわけ現在では「改革」一般と「景気」のどちらに優先順位を置くかが重要な決断になる。そして、改革の「スピード」はデフレの進行状況に大きく左右されることが、問題の解決をいっそう難しくしている。

## 2 不良債権問題をどう考えるか

不良債権の処理は、なぜ急いで行う必要があるか、遅らせると何が起こるのだろうか。不良債権といっても、いくつかの分類方法があるが、概括的にいうと、返済の見込みがほとんどない貸付残高のことである。これに何の手も打たずにいると、金利が滞納されるので銀行の収益を圧迫するばかりではなく、貸し付けと返済によって経済循環を媒介するという、銀行が本来の機能をはたしていないことになる。これまでのように、利益の中から不良債権に見合うだけ引当金を積み上げる方式（間接償却）では、先行きの怪しい借り手に、さらに救済融資の形で資金を注入せざるをえない。それがまた新たに不良債権を作るという悪循環に陥ることになる。その意味では、処理は早ければ早いほどよい。そこで直接償却が脚光を浴びてきたのである。

直接償却では、不良債権を「直接」バランスシートから消去することが基本になる。これには

いくつかの方式があり、1) 返済の見込みのない借り手を法的に整理するか、2) 債権を放棄するか、3) 債権を転売するしかない。いずれの方式によっても、不良債権は銀行のバランスシートから消えてしまう。ただし注意すべきは、直接償却をしても、不良債権に「塩漬け」されていた資金がそのまま回収されるわけではないことである。1) の方式では担保の部分が、3) の方式では売却額が、不良債権の一部として返ってくることはたしかであるが、それは元本のごく小さな部分である。返済の見込みがないからこそ「不良」化したのだから、当の債権を処分しても、回収できる割合はごく限られている。

したがって不良債権の処理は、日本経済の回復を直ちにもたすことにはならず、その出発点に過ぎない。重要なことは、その後、銀行が成長性の高い有望な企業に貸付を増やすことであるが、現状では銀行が「リスク」をとる余裕がないのである。しかし「直接償却」はデフレをさらに進行させる、その結果、不良債権もまた増える。デフレと不良債権の悪循環に陥らないという保証はない。

一例を挙げると、2000年9月末で大手16行の不良債権（実質破綻、破綻懸念先）は12兆6600億円であったが、その後、半年間で4兆3800億円が処理された。ところがその一方で新たに3兆3900億円も不良化した債権が発生したので、2001年3月末までに減った不良債権は1兆円にすぎないのである。なぜそうなったかということ、「要注意先」とされていた債権が「破綻懸念先」など不良債権の分類に変わったからである。いうまでもなく、これはデフレ景気が最大の原因である。しかも問題は、2001年3月末の「要注意先」債権は大手行だけで50兆円、地方銀行、第二地方銀行を含めると87兆円にもなっていたことである。<sup>1)</sup>

不良債権の直接償却に相当の「痛み」を伴うことは、すでに常識になっているといつてよいだろう

う。不良な借り手企業が清算された時に失業が発生することはむしろであるが、たとえ企業が存続しても、業務の立て直しにリストラ、すなわち人減らしは避けがたい。「構造改革」の理想は、仕事を失った人が新たに成長する産業部門に転職することではあるが、それはかなり難しい。企業にとって一番重荷になっている年齢層は団塊の世代である。この層は年齢も給与水準も高く、数も多いからである。だからこそ、真っ先にリストラの対象になるだろうが、50歳を過ぎて新たに技術を習得したり、これまで未経験の仕事に慣れたりするのは容易なことではない。これから成長部門とされるIT関連産業に中高年が必要な技術を身に付けることは容易ではない。あるいは政府が雇用創出の一つの柱としている福祉部門にしても、介護ビジネスなどに雇用が増えるのは、男性ではなく女性であろう。

政府も最近になってようやく雇用対策を口にするようになったが、世論の反撥を配慮して失業の規模を過小評価しているようである。というのは、整理さるべき不良債権の範囲のとり方にもよるが、最大の分かれ目は、これまでの議論が大手銀行にばかり焦点を当てていることである。大手銀行が不良債権の処理を進めると、当然、同じ借り手に融資している地方銀行や信用金庫などにも影響が及んでくる。しかしこれらの金融機関は大手銀行ほどに資金や収益の余力がないので、中小企業向けの融資を回収したり、切り詰めたりすることになる。そこで中小企業向けの金融をいかに安定させるかという課題が浮かび上がってくるが、この点はあらためて取り上げることにしよう。

### 3 不良債権ショックの緩和策

不良債権処理によるデフレ圧力を緩和するに

は、財政赤字がもはや限界に達したとの認識が強いので、金融政策の出勤に期待が寄せられている。実際、日本銀行が2001年3月に「量的緩和」に踏み切って以来、銀行には潤沢に資金が供給されている。ところが、銀行は日銀から資金を追加されても、貸付を減らし国債投資を増やしている。一方では、銀行側に「リスク」を回避する姿勢が強く、他方で借り手は、デフレ下で債務の実質負担が増えることを避けて、借り入れを増やすどころか、むしろ繰り上げ返済をしているからである。しかし銀行のバランスシートに国債が累増することは、新たな不安定要因になる。財政再建がうまく進まず、国債の相場が下がると、銀行は新たな含み損を抱えることになるからである。したがって、銀行が正常な活動を再開するためには、やはり優良な借り手が増えることが必要であり、それには、短期的には景気の回復、より長期的には、新たな経済成長のエンジンが生まれてくる必要がある。

これから不良債権の整理が進むと、十分な引当金を用意できず、いずれ債務超過に陥る銀行が出てくる。そこで公的資金の再投入が必要になってくることはほぼ間違いない。しかし民間企業である銀行に公的資金を使うことには、納税者の抵抗が相変わらず強い。公的資金によって直接、恩恵を受けるのは、いうまでもなく銀行である。しかし、銀行によって媒介される資金の流れは、一国経済にとっては血液循環のような役割をはたしているので、このシステムを救済することが必要になる。個々の銀行はともかくとしても、システムとしての銀行は「重要すぎて潰せない」のである。

しかし、公的資金まで投入するに至ったのは、誰の責任かという問題が依然として残る。不良債権は、まず「借り手」に責任があることはいうまでもないが、「貸し手」である銀行が無理に融資を押し付けたという事実も少なからず指摘されている。銀行が経営者の責任問題に波及す

ることを恐れて、不良債権額を過小に公表したり、金融監督当局（かつては大蔵省の銀行局、現在は金融庁）がみずからの行政の失敗を隠したりする傾向があることは否めないであろう。そもそも「バブル」を膨張させ、その後の急激な引締め政策で不良債権を増加させた責任といえば、日本銀行も免れない。

わたしたちの感情としては、過去の失敗に関わった全責任者を追放し、個人的な資産で弁済させるくらいのことを行えば、とても気がすまない。しかし銀行、金融監督当局の責任者を追放するといっても、そもそも責任の範囲をどこまで広げるか不明確である。戦後改革のような特殊状況であれば、厳しい責任追及ができるかもしれないが、平時にそれがどこまでやり遂げられるだろうか。

金融システムには、不確実性、いい替えると、リスクがつきものだということである。貸付の例を取り上げると、返済は将来になるので、その間に何が起こるか分からない。また貸し手には借り手の状況を完全に把握することができない、という限界（情報の非対称性）がある。このようなリスクをできる限り回避することはむろん必要ではあるが、それを完全に排除することはできない。公的資金を注入したり、預金を保険で保護したりすること、また時には中央銀行が緊急融資で金融機関を救うのも、すべて金融システムに内在する「リスク」に対する安全装置なのである。

#### 4 改革の方向性

不良債権処理は、いわば後ろ向きの対策であるが、中長期的には金融システムの機能をどのようにして効率化させ、強化していくかが重要な課題である。いうまでもなく、その目標は、

個々人にとっても金融資産の運用に利益をもたらすことになる。

日本の個人金融資産は規模がきわめて大きい。それがいわゆる間接金融を中心にした金融システムの一つの側面であるが、なかでも郵便貯金や簡易保険などの公的な金融機関の占めるシェアがきわめて大きい。具体的にいうと、個人金融資産の額は2000年末で約1390兆円にも達するが、このうちで52%が預貯金、株式は5%未満であった。アメリカでは株式が24%で、ドイツは13%であるのに比べると、たしかに株式の比重は小さい。しかも郵貯と簡保の資産残高は約360兆円で、これだけで個人金融資産の4分の1を占める。<sup>2)</sup>これが資金の効率的な配分を歪めていることに、問題がある。

郵貯といえば、公的な金融機関が経済開発政策の重要な一環であり、それなりの歴史的役割を担ってきたことは否めない。現在の発展途上国においても、これに類似した制度が貯蓄不足を克服する手段になりうる。しかし現在の日本では、経済開発を支える社会的基盤はすでにかなり整備されてきた。むしろ、郵貯や簡保で入る巨額の資金が無駄な公共事業を温存させるという弊害が指摘されるようになってきた。これまで郵貯や簡保が巨額の資金を集めることができたのは、民間の金融機関よりも有利なサービスが受けられたからであり、それも結局は、事実上、財政を通じた補助金によって支えられていたことを忘れてはならない。

日本の金融システムを改革する方向としては、直接金融の比重をより大きくすることが望ましい。銀行を経由した貸付が正常に機能していなかったことは、「不良債権」で明るみにでた。むろん株式市場にも潜在的にはバブル的な要素があるが、資金を調達する側からみても、運用する側からみても、手段が多様であることが望ましい。

直接金融の役割が増すことは、個人の金融資産が株式や証券投資信託によりいっそう流れることになる。しかしバブルが弾けて以来、株式市場で個人の比率がますます低下し、代って外国人の割合が増えている。昨年来、東京証券取引所の株価は外国投資家の判断によって左右される状況になっているが、これは好ましい状況ではない。外国の投資家と日本の投資家との間に、短期的な相場の利得をねらうか、長期的な企業の成長可能性に賭けるかという、判断の違いがあるからである。たしかに外国の投資家が必ず短期的な利益を目標にするとはい限らないが、1997-98年に東アジアから始まった通貨・金融危機で有名になったヘッジファンドなどは、長期投資の観点が乏しい。その意味で、日本の個人投資家が「貯蓄」の観点から、株式投資の割合を増やすことが必要なのである。

株式に個人資産を呼び戻すために、証券税制の改革が何度も議論の種になっている。参議院選挙の直後に、株価がバブル崩壊後の最安値を更新したことから、またしても株価対策を求める声が強くなったが、そこでも焦点は税制改革である。それは要するに、証券取引にともなう税を優遇して、より多くの資金を株式市場に呼び込もうというわけであるが、やはり税の「公平性」が問題になるし、それが特効薬になるわけでもない。

現在でも株式の譲渡益は分離申告できるので、累進制による高い税率を回避できる特典がある。さらに税率を低くしたり、損失が発生すると、何年にもわたって申告できるようにしたりで、株式投資を優遇するのは、やはり「不公平」という印象は免れない。この欠点を是正するためには、少なくとも株式譲渡益を総合課税制度で捕捉すべきであり、それには納税者番号制を導入して捕捉もれを防ぐ必要がある。ただし、株式会社の利益に法人税がかかり、残る税引き後の利益から分配された配当にも二重に課税さ

れるという問題がある。この点は、むしろ公平性の観点から是正されてよいだろう。

これまでも、証券市場の「透明性」を高める方向で改革が進められてきたが、それでも個人の資金が期待されたほどに株式市場に戻らないのは、何といてもバブルの後遺症で相場が低迷しているからである。先進諸国の中で日本だけが10年以上もバブル期の最高値よりもはるかに低い水準にある。したがって、証券取引の税制改革が個人の貯蓄を株式市場によびこむ効果があったとしても、それはきわめて限られたものである。

ところで、以上のように、直接金融の比重を高めることが必要であるとしても、その一方で、間接金融の役割がなくなるわけではない。とりわけ、株式や社債を発行するだけの条件を満たしていない企業、端的にいうと中小企業にとっては、銀行をはじめとする間接金融機関が資金調達のを保証する点で重要である。

中小企業向けの金融機関は、大手銀行に比べて収益力も資金的な基盤も脆弱なので、不良債権の整理が進めば、債権に対する自己資本比率は大きく低下する。そこで債権額を圧縮する、すなわち貸付資金を回収する動きが強まり、その負担が中小企業にシワ寄せされることは間違いない。それに加えて「ペイオフ」の制度が2002年4月から解禁されることになっている。これは、銀行が倒産して預金の払戻しが困難になった時に、1000万円までは預金保険で保証するが、それを越える部分には保険がかからないという制度である。したがって、「ペイオフ」が実施されると経営基盤の弱い銀行から預金流出し、存続できなくなる銀行が増えることが予想される。

このようにして、不良債権処理と「ペイオフ」解禁で脆弱な中小銀行が整理され、より大きな少数の銀行に統合されていくことで、日本の金融システムはより強固になるだろうか。中小企

業に対する金融は、抽象的に考えると、大手銀行でも担うことができるが、「人を見て貸す」といわれるように、「信用」供与には人的な要素が絡む。とりわけ中小企業への融資は、継続的で、個人的な関係を基礎にしているので、大手銀行がすべてを支配するシステムに移行すると、円滑に機能しなくなる。したがって、こうした金融取引の存続を危うくする、「ペイオフ」の解禁は延期すべきであろう。

## 5 結論

金融改革は、日本経済にとって重要な課題ではあるが、それだけで景気対策や経済成長の促進につながる訳ではない。すでに多くの人々が知っているように、不良債権の処理（正確にいうと「直接償却」）は、短期的には景気をいっそう悪化させる。こうした制約を乗り越えて、中長期的に日本経済を成長軌道に復帰させるためには、新たな発展の動力が必要になる。それがIT革命になるのか、あるいはそれ以外のバイオや環境関連の新産業になるかはともかくとして、金融システムは、そのような新技術や産業の立ち上げに、必要な資金を供給することに本来の役割がある。それを産業の潤滑油といえは過小評価になるかもしれないが、少なくとも経済の血液循環に喩えられるほどの重要性をもっているこ

とは間違いない。

金融システムには不確実性が避けがたいことはすでに述べた。そして短時間に巨額の資金が国境を越えて移動する現在では、不測の事態が起こりかねない。日本には当面、景気の自律的な回復の兆しがみえないし、アメリカではITバブルがはじけ、個人消費が低迷して、世界経済には牽引役が不在の状態である。こうした状態の時に、不良債権処理を急ぐと悪循環に陥る可能性がきわめて高い。

本稿で、金融システムを前向きに改革する方向性よりも、不良債権問題を重点的に議論してきたのは、当面の危機回避がきわめて重大な問題になってきたからである。この深刻な問題に比べると、日本の金融機関や市場が自国産業の競争力にふさわしい国際的地位を占めるために、何が必要であるかについては、すでに大筋の解答は出ている。バブルが崩壊して以来、「マーケットの声を聞く」ことが重視され、金融「ビッグバン」宣言もその延長線上にあった。金融システムがこの方向に進むことは必然的であるが、現時点では日本経済が危うい状態にあることを十分に認識した上で、改革の速度を調整することが必要である。

(注)

- 1) 『週刊東洋経済』2001年6月16日号、p.114。
- 2) 『朝日新聞』、2001年7月15日、7月25日号。

