

## 書評

### 『金融危機の経済分析』（櫻川昌哉著）

堀内 昭 義

#### 現実へのまなざし

不完全情報や不完備契約にかんする理論など、金融の分野における理論的分析手法の発展は目覚ましい。この書物は、この発展著しい分析手法を駆使して、1990年代以降、日本を襲った金融危機の原因を理論的に解明し、そうした危機を予防するための処方箋を提示するという野心に満ちた試みである。多くの理論的分析は論理的整合性や分析手順の厳密性にこだわるあまり、その現実関連性を犠牲にする嫌いがあるものだが、この書物にはそのような不毛さが全く感じられない。著者の現実に向けた確固たる「まなざし」が、平板となりがちな理論的分析に生命力を与え、読む者を退屈させない。この書物を読むことによって、日本の金融危機に関する完全に満足のいく理解を獲得できたとは思わないし、理論的分析の一部に異和感を覚えるものの、著者の論理展開から大いに刺激を得ることができた。最先端の金融分析手法とその応用の具体例を学ぼうとする学生諸君ばかりではなく、実務的な立場から、日本の金融システムのあるべき姿を考えたい人々も挑戦すべき書物のひとつである。

#### 本書の構成

この書物の構成は次のようになっている。まず第1章と第2章で、不動産価格の高騰と、その後の暴落をきっかけとする金融危機発生、およびその深刻化のメカニズムを理論的に分析し

ている。第1章は、不動産担保融資を中心とする金融システムにおいて、投資家の将来見通しに支えられる不動産価格が銀行の資産（貸出債権）の価値を規定するという（ある意味では当然の）メカニズムを分析し、投資家たちの将来見通しの如何によって、不動産価格も高く、それゆえに銀行の資産価値も高水準を維持するような安定的な均衡状態と、不動産価格が低く、それゆえに銀行に資産価値も低く、破たんし瀕するという危機的な均衡という対照的な均衡が並存することを明らかにする。第2章では、銀行融資を実物融資（設備投資など企業活動を支える融資）と不動産融資（不動産仲介業者向け融資）に峻別し、銀行融資が不動産融資に傾斜する状況（これは投資家たちの楽観的な期待による資産価格上昇が契機となる）が金融危機の土台を準備するプロセスを分析している。

第3章、第4章は、本書全体の構成の中では、日本の金融危機という現実から距離をおいた論述になっている部分であり、D. DiamondやStiglitzなどによって展開されてきた「新しい金融仲介理論」を、非常に分かりやすい形で解説している。この部分は、金融分野で急速に発展してきた新しい分析手法を学びたい者にとって、役に立つテキストになっているが、日本の金融危機の分析という本書の主題にこだわって論評する視点からは、あえて詳しく言及する必要はないであろう。

第5章は、いわゆる「追い貸し」のメカニズムを分析している。追い貸しは、経営危機の渦中において再生が困難と思われる企業に対して、銀行が敢えて追加資金を融資し、その結果、銀行の貸出資産の価値を一層劣化させてしまうという現象と考えられる。著者の分析によれば、

銀行の経営者が（いわば「囲い込まれて」いるために）利益最大化から逸脱した経営に手を染めることができること、そして銀行の資産価値を経営者が相当に操作できるという不透明な会計制度が、追い貸しという非効率的な融資活動の基盤となっている。BIS 自己資本比率規制の導入によって銀行の健全経営規制が強化されたため、多くの銀行経営者は、追い貸しという実態を不正確な会計報告で糊塗する政策に走ったと著者は主張している。この非効率的状況から脱却するためには、不良債権を市場で自由に売買するという方法、すなわち「市場による解決」が不可欠だと主張されている。「時価会計の導入にもとづく不良資産の査定徹底や会計情報の開示の徹底など、会計制度の充実が、適切な BIS 規制の運用のための必要条件といえる。また不良債権の時価評価をすすめるためにも、不良債権の売買市場の育成は不可欠であると思われる（123 頁）。」

第 6 章「不良債権問題の一般均衡アプローチ」は、不良債権問題が融資配分に見捨てられない非効率性をもたらすことを、次のような形で明らかにしている。まず銀行の直面する不良債権問題は、一面では非効率的な（事実上破たんしている）企業への「追い貸し問題」をもたらす。しかし他面では、BIS 規制を軸とする健全経営規制の強化によって、効率的な投資プロジェクトへの融資を銀行がためらうという「過剰債務問題」を惹起している。これら二つの問題は、明らかに正反対の性格をもつ現象である。つまり銀行部門全体の貸出供給は減少していないが、融資の太宗は「ゾンビ企業」と呼ばれる非効率的な企業に向けられており、将来性のある企業の活動を支えるための融資は減少しているという、一種のねじれ現象が説明されているのである。融資配分のこのねじれは、実体経済の不況を一層深刻化させるし、不況に対応するための金融緩和策は、このねじれを温存することに貢献してしまう（131 頁）。このような非効率性の原因も、銀行経営の状況が明確に把握できないという会計制度の不備と、不良債権が銀行部門に累積した状況の下で始められた

BIS 規制の所産であると結論づけられている。

1990 年代後半の日本で起こった金融危機（より厳密には銀行危機）は一部の専門家の間でオーバーバンキング（「過大な銀行部門」）説を流布させている。本章の第 7 章では、この問題が直接取り上げられ、「過大な銀行部門」の存在が、いかに経済成長の鈍化に結びつくかを理論的に明らかにしようとしている。（ただし本書の著者は、銀行部門がどのような基準で「過大」と判断されるのかについては、明確な定義を与えていない。単に、GDP 比で日本の預金残高、あるいは貸出残高を測定すると、1980 年代以降、急速に高まっているという事実を指摘しているに過ぎない。）本章のモデルで「過大な銀行部門」が問題を惹起する理由は簡単である。銀行は経営危機に陥った企業に対し、追加融資を通じて支援を与えることができるが、それが企業側に安易な投資計画を実行させるというソフトバジェット問題の原因となるからである。一方、資本市場（より具体的には株式市場）には企業救済の機能はないと仮定される。したがって、「株式市場が整備され、預金から株式への資産シフトがすみやかに生じれば、結果として生じる銀行に資金余力がないことを予想した不良な企業家ははじめから貸出市場に参入しない。ソフトバジェット問題は自動的に解決（151 頁）」する。そこで著者は預金へ課税するなり、株式に税制上の優遇措置を施して、投資家の資金を預金から株式へシフトさせる政策が金融システムの効率化に貢献すると主張している（164 頁）。

本書全体を貫いている重要なテーマは、銀行による不動産担保融資の限界であると言ってよいと思うが、第 8 章「土地担保融資と経済成長」は、そのテーマからみるとやや本筋を外れている。というのも、この章では土地担保融資の有効性（金融において生じるエージェンシー問題を削減するという意味での有効性）を強調し、日本の経済成長の過程で、経済成長（あるいはその期待）が土地価格を上昇させる過程（著者は「生産性ルート」と表現している）と土地価格の上昇が銀行による土地担保融資を積極化さ

せ、その結果経済成長を促すという過程（「土地担保ルート」）の相互関係が、見られたのかを統計的に調べているからである。その分析のプロセスにおいては、「土地担保融資の比重の高い銀行システムにおいては、地価上昇率の高さが金融仲介システムの効率性の尺度と考えることができる（176頁）」と主張し、統計分析の結果「地価上昇率の高さに示される金融仲介システムの効率性が、わが国の経済成長のパターンに影響を与えてきたという仮説を支持している（同頁）」と結論している。少なくともバブル期以前の日本においては、成長期待を裏づけとする地価上昇が、結果としては経済成長をもたらすという好循環が、理想的な形で機能した（189-90頁）というのである。

第9章「金融システムの選択と経済成長」は既に説明した第7章と対応する章であり、銀行部門がもつ「企業再建機能」の功罪を、市場システム（株式市場を中心とする金融システム）と比較検討している。ここでの議論は7章のそれと同じ構造になっている。すなわち、経営困難に陥った企業を再建させる能力をもつ銀行と、そのような機能をもたない資本市場の比較である。銀行のメリットは企業を再建させることにある。これは資本の有効利用につながる（202頁）。したがって、銀行融資を中心とする金融仲介システムは、企業再建機能をもたない市場システムよりも高率の経済成長を実現できる。

しかし、経営困難に陥っても銀行に頼れば再建されるという期待を企業経営者に抱かせる。この期待は企業経営者の機会主義的行動（経営努力を怠るという選択）を誘発する可能性があ

1) ついでながらこの章のモデルでは、銀行がゾンビ企業を救済するインセンティブはない。著者は政治的な理由で銀行がゾンビ企業を救済せざるを得ない状況を想定している。この章で、銀行システムが非生産的な機能を発揮するのは、銀行自体の主體的な行動の結果ではなく、政治圧力によるものである。このように仮定してしまえば、銀行中心のシステムに限らず、市場システムにおいても非効率的な結果をもたらされるはずである。その意味で、この章の分析は不完全であると言えよう。

る。とくに再建したとしても十分に高い収益を実現できない企業（いわゆるゾンビ企業）には、こうした弊害が顕著になる<sup>1)</sup>。何らかの理由で、銀行がシステムティックにゾンビ企業を救済せざるを得ない状況におかれる場合には、銀行中心のシステムよりも市場システムの方が高い成長をもたらす可能性がある。これが、この章の理論的分析の結論である。

第10章「資本市場開放のタイミングと経済発展」と第11章「金融システムの効率性と国債資本移動」は、不完全な資本市場（不完全情報の下で借手企業が投資実績を偽って申告するインセンティブがある状況）の下での国際資本移動の規制の合理性と、規制を解除するタイミングの問題、そして資金の貸借に非対称情報がある状況の下で、先進国と発展途上国との間の資本移動のダイナミズムを分析している。その分析の特徴は、従来、新古典派的モデルによって扱われることが多かった国際資本移動を、資本市場やそれを支える制度インフラ（とりわけ所有権を保証する法制度や会計制度）が未整備である状況下で再考察する点にある<sup>2)</sup>。そして、この考察から、新古典派モデルではアノマリーとみなされるだろういくつかの現象に理論的な光が当てられることになる。たとえば、発展途上国にとって、資本移動の自由化は必ずしも得策とは言えない。制度インフラが未整備な途上国にとって、その自由化は自国から先進国へ資本の流出を促しかねないからである。〔途上国が〕すぐれた金融システムをもつ北の国〔先進国〕と資本市場の統合をすれば、南の国から北の国に資本逃避が起これ、かえって貧困な状態に陥る危険性がある。（253頁）

しかし、問題はまだ残っている

以上は、評者なりに本書を非常に大まかに要約したものである。冒頭にも述べたように、著者は近年の経済分析の発展を十分に取り入れ、かつ（末尾の二つの章を除けば）日本の金融危

2) 新古典派的アプローチの古典的な業績としては濱田宏一（1967）を参照。

機という生々しい体験を、理論モデルと照応させることによって、日本の金融システムに何が起こったかを再構成しようと努めている。これは非常に難しい課題であり、評者の率直な感想を言えば、途半ばにある。日本の銀行の融資活動と、金融的膨張、あるいは不良債権問題が発生した後に生じた非効率的状況に関する著者の分析には、多くの点で共感を覚えるものの、現実との隔りを強く感じさせられる箇所（たとえば第2章）もある。以下では、そのような理論モデルの難点には立入らないでおきたい。その代り、金融システムの機能の評価にかかわる筆者の主張に多少の批判を加える。

バブルはどうして80年代末に生じたのか？：

まず1990年代の金融危機のきっかけとなった80年代末の金融膨張（いわゆるバブル）がなぜ起こったのかという点に関する著者の説明は、それほど強力ではないことを指摘しよう。バブルの崩壊がいかに銀行の非効率的行動を誘発することになったかは、本章の各章で多様な角度から論じられているが、バブルそのものは一体なぜ、80年代末に生じたのだろうか。銀行の経営者が困り込まれた状態にあること、会計制度が不透明であるなど、銀行の非効率的行動の温床となりうる条件は、80年代末に初めて整ったわけではなく、著者が土地担保融資を基盤とする銀行システムが理想的に機能したと評価する（本書の8章）70年代以前（とりわけ高度成長期）にも厳然と存在したのではなかったか。

銀行の融資機能がなかったら？： 第1章や第2章で主張されているように、1980年代末以降の日本の金融危機が、銀行の融資行動や不透明な会計制度などと深く関連していたことは、否定できない。しかし、たとえば100%準備銀行の論者が想定するように、預金を取り扱う銀行が融資を全くおこなわず、預金債務の期限に合わせた短期の国債だけを保有するような金融機関になっていたとしたら、金融危機は生じなかっただろうか。たしかに、投資家の不動産に対

する楽観的な評価に始まり、その見通しが急激に悲観的なものに変化するという過程（著者はそのような過程が90年代の日本に見られたと仮定している）は、銀行危機をもたらすことはなかったであろう。しかし、銀行に代わってリスクを負ったはずの経済主体（具体的には個人投資家など）は、上のような過程において無視できないキャピタル・ロスを被ったはずである。そのキャピタル・ロスには彼らの支出を抑制することになり、実体経済を不況へと追い込み、それが「自己実現的」に投資家の悲観的な予想に合致する不動産価格の暴落につながったのではないか。つまり著者のように、投資家の不動産価格の見通しに関する楽観主義から悲観主義への急展開を想定する限り、何らかの金融危機は避けがたいものであったに違いない。

不透明な会計制度と市場システム： それでも本書が強調するように、銀行のバランス・シートに関する不透明な会計制度（銀行経営者が相当に開示情報を操作できる余地が与えられている）と、それに基づいて借り手企業の非効率な経営を温存させる銀行の傾向（すなわち「追い貸し」のインセンティブ）が存在することを考えると、著者が主張するように、銀行融資を基盤とする金融仲介メカニズムは、楽観的な見通しの下でより大幅な不動産価格の暴騰を、そして悲観的な見通しのもとでのより深刻な暴落と、より極端な非効率的資源配分をもたらしたと言えるのかもしれない。

しかし、そのように結論づけることができるためには、銀行制度に比較して、資本市場を経由する金融取引においては、情報処理やインセンティブ整合的な契約の締結・履行が効率的であるという前提（私は、そのような前提は現実的ではないと思う）がなければならぬだろう。資本市場を経由する金融取引には、銀行を経由する金融仲介に負けず劣らず、様々なエージェンシー問題が存在しているはずである。ゾンビ企業を救済する銀行経営者のインセンティブと、それがもたらす非効率性に関する著者の分析は一定の説得力をもっているが、資本市場経由の

金融ではそのような問題がコストをかけずに解消できると考えるのは（当然、著者も同意するだろうが）、ナイーブに過ぎる。不完全情報の下では、資本市場経由の金融においてすら、将来のおぼつかない企業を温存する画策が功を奏してしまう可能性があることを否定できないだろう。

市場メカニズムは解決できるのか？： 銀行の創設した貸出資産の評価が不透明であるということ、政府が会計制度を場当たりに操作してその不透明性をかえって高めたこと、そしてそれが銀行の非効率的な行動（とりわけ「追い貸し」）をもたらすという指摘には全く同感である。しかし、それでは著者が主張するように（とくに第5章）、その問題を市場で解決できるのだろうか。銀行によって創設された貸出資産の多くは、個別の企業と銀行との融資取引関係に立脚しているために、元来、不透明な部分が多い。いやむしろ、透明性の高い資本市場では資金調達が困難であるような金融契約を、融資取引関係を基盤として可能にしているのだとさえ言える。さらに言い換えれば、銀行が金融仲介者として存在する理由は、そのような金融取引の不透明性を、深刻なトラブルなく許容できる点にあったはずである。そのように考えると、銀行が創設した貸出資産は本質的に不透明であり、それを市場へ転売することには限界があると考えべきである。市場システムが有効に処理できない金融取引を、融資取引を通じて可能にすることが銀行の本質であるのだとすれば、融資取引に基づいて創設された貸出資産を市場

で売買できるようにすれば、銀行が不良資産を抱え込むという問題を解消できるという著者の主張は、少々短絡的に過ぎるのである<sup>3)</sup>。

BIS規制の問題点？： 本書は、1990年代の初頭に導入されたBIS自己資本比率規制の問題点を鋭く指摘している<sup>4)</sup>。著者によれば、不良債権問題が深刻化するさなかのBIS規制導入は、銀行に不良債権を隠蔽するインセンティブを与えると同時に、将来性のあるプロジェクトへの融資をためらわせることによって、金融仲介メカニズムを非効率的にした。「会計制度の充実が、適切なBIS規制の運用のための必要条件」という指摘はその通りであると思う。しかし既に述べたように、銀行の貸出資産の評価が相当に困難だとすれば、その査定徹底や、実効的な情報開示は「言うは易く行なうは難い」ことであろう。多少誇張を許していただくならば、融資取引関係が中心となる金融システムにおいては、BIS規制が効果的に機能するための必要条件が欠けているのである。

一方、BIS規制が導入されなかったとしても、銀行経営を厳しく監視する株主や監督当局の観点から見れば、銀行の自己資本の水準は、重要な変数であり、自己資本の相対的減少に対して、より健全な経営を銀行経営者に求めることになるのは自然である。そのような前提の下では、銀行が多額な不良債権を抱えれば、経営者に不良債権の実態を隠蔽するインセンティブが与えられると同時に、積極的な融資に消極的になるインセンティブをも与えるだろう。その意味では、BIS規制の導入が追い貸しと貸し渋りのねじれを招来したと断定することには賛成しかねるのである。

3) アメリカの銀行は日本の銀行ほどには融資取引関係に依拠しないビジネスモデルを展開していると思われる。その意味では、アメリカの銀行の貸出債権は、比較的、透明度が高いと考えられる。そのために、銀行の信用リスク管理の上で、貸出債権の売買は非常に重要であった。そのアメリカにおいてすら、銀行の資産価値は他の企業に比較すると、不透明であるという分析結果が得られている。たとえばMorgan (2002), Flannery et al. (2004) を参照。

4) 厳密に言えば、BIS規制は1988年に試験的に導入され、5年後の1993年から本格的な運用が始まった。

## 論評の要約

繰り返しになるが、本書は1990年代以降、日本で生じた金融危機の過程を理論的に分析するという目的への果敢な挑戦である。その挑戦は完全な成功とは言えないかも知れないが、銀行融資の問題点に関する著者の指摘の多くに賛成できる。評者にとっての本書の問題点は、本書が本格的に分析しなかった点である。確かに銀行融資中心の金融の限界が、金融危機の背景になっている。しかし、それでは資本市場中心の金融システムは、そのような危機を容易に克服できたといえるのだろうか。銀行融資を中心とする金融システムが深刻な危機につながったからといって、市場システム中心の金融が、その危機を易々と免れることができたはずだと主張することには根拠がないだろう。

金融危機を契機として、銀行の融資機能の見直しが進められている。良かれ悪しかれ（まあ、「良かれ」なのであろう）、銀行融資中心の金融から市場システム中心の金融へレジームが移行しつつあるように思われる。言うまでもなく、会計制度の整備、情報開示ルールの徹底、所有権の確立（つまり、実効的な投資家保護）は、金融メカニズムから不透明性を払拭するという意味で非常に重要である。しかし、金融の仕組

みを市場システムに移せば、それらの条件が自ずと実現されるわけではないし、一朝一夕に整えられるわけでもない。ましてや、それらの条件が市場システムに本来的に備わっているわけでもない。

もちろん、本書の著者がそのようなナイーブな議論に与していると論断するのは筋違いであろう。しかし本書の、実に生き活きとした現状分析の行間に、市場システムを万能視するナイーブな考え方に読者を導きかねない示唆が見え隠れしていることも否定できない。評者としては、このような少々八つ当たり的な指摘が、銀行融資のシステムと市場システムとの比較研究のさらなる深化に役立つことを祈念する次第である。

## 引用文献

- 濱田宏一『経済成長と国際資本移動』東洋経済新報社、1967年。
- Flannery, M. J., S. H. Kwan, and M. Nimalendran (2004), "Market evidence on the opacity of banking firms' assets," *Journal of Financial Economics* 71, 419-460.
- Morgan, D. (2002), "Rating banks: risk and uncertainty in an opaque industry," *American Economic Review* 92, 874-888.

〔東京大学出版会〕  
2005年発行