慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	BIS規制, 会計操作, 「追い貸し」
Sub Title	Capital requirements, accounting discretion, and bad loans
Author	櫻川, 昌哉(Sakuragawa, Masaya) 後藤, 尚久(Goto, Naohisa)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2005
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.98, No.3 (2005. 10) ,p.431(55)- 453(77)
JaLC DOI	10.14991/001.20051001-0055
Abstract	この論文では, 資本規制に強く規制された銀行が, 所定の資本比率を達成するために, 不良融資を追い貸しで存続させるメカニズムを分析する。銀行への経営統治が弱体であり, 政府が会計操作を許容するとき, 経営者に不良融資を存続するインセンティブが生じることが示される。後半では, 追い貸しの検証をこころみる。90年代以降, 地価下落が進むにつれて, 建設・不動産・金融への融資を増加させるという検証結果が見出され, 追い貸しがあった形跡を示唆している。 This paper analyzes the mechanism compelling banks that are heavily regulated by capital requirements to continue forbearance lending for bad loans to achieve a designated capital ratio. It indicates that when the corporate governance of banks is weak and the governments allowed for window dressing, incentives emerge for managers to continue forbearance lending for bad loans. In the letter half, we verify forbearance lending. Empirical results reveal that as land prices declined since the 1990s, loans for construction, real estate, and finance increased, suggesting evidence of forbearance lending.
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20051001-0055

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

BIS 規制，会計操作，「追い貸し」

Capital Requirements, Accounting Discretion, and Bad Loans

櫻川 昌哉(Masaya Sakuragawa)
後藤 尚久(Naohisa Goto)

この論文では，資本規制に強く規制された銀行が，所定の資本比率を達成するために，不良融資を追い貸しで存続させるメカニズムを分析する。銀行への経営統治が弱体であり，政府が会計操作を許容するとき，経営者に不良融資を存続するインセンティブが生じることが示される。後半では，追い貸しの検証をこころみる。90 年代以降，地価下落が進むにつれて，建設・不動産・金融への融資を増加させるという検証結果が見出され，追い貸しがあった形跡を示唆している。

Abstract

This paper analyzes the mechanism compelling banks that are heavily regulated by capital requirements to continue forbearance lending for bad loans to achieve a designated capital ratio. It indicates that when the corporate governance of banks is weak and the governments allowed for window dressing, incentives emerge for managers to continue forbearance lending for bad loans. In the letter half, we verify forbearance lending. Empirical results reveal that as land prices declined since the 1990s, loans for construction, real estate, and finance increased, suggesting evidence of forbearance lending.

「三田学会雑誌」98 巻 3 号（2005 年 10 月）

BIS 規制，会計操作，「追い貸し」*

櫻　川　昌　哉
後　藤　尚　久

要　　旨

この論文では，資本規制に強く規制された銀行が，所定の資本比率を達成するために，不良融資を追い貸しで存続させるメカニズムを分析する。銀行への経営統治が弱体であり，政府が会計操作を許容するとき，経営者に不良融資を存続するインセンティブが生じることが示される。後半では，追い貸しの検証をこころみる。90 年代以降，地価下落が進むにつれて，建設・不動産・金融への融資を増加させるという検証結果が見出され，追い貸しがあった形跡を示唆している。

キーワード

BIS 規制，会計操作，追い貸し，不動産融資，不良債権

第 1 節　はじめに

1988 年，自己資本規制に関する国際的統一基準（いわゆる，BIS 規制）が採択され，1992 年以降，国際業務に従事する銀行は一定の自己資本の保有を義務づけられるようになった。現行の規制の背後には，銀行業の健全な競争を促進する一方で，十分な自己資本比率を維持することによって銀行の流動性不足を回避し，かつ経営の規律を改善するという考え方が存在する。

BIS 規制が 1993 年 3 月期決算から採用されてからかれこれ 10 年ほどたつが，そのパフォーマンスはいかなるものであったであろうか？　議論の出発点として注目したいのは，導入された時期が，バブル崩壊によって銀行が巨額の負債を抱えるというきわめて異例の時期に一致することである。BIS 規制の適用ルールが，銀行の行動に大きな影響を与えることになる。第 1 に，BIS 規制は銀行の貸出態度に大きな影響を与えた。 Ito and Sasaki [2002] や小川・北坂 [2001] は，BIS 規制が大手銀行の貸出総額を抑制したという実証結果を見出している。

＊　本稿の内容は，『金融危機の経済分析』（東京大学出版会）の第 5 章の「BIS 規制，会計操作，「追い貸し」」をもとにしている。この論文が書かれたのは，不良債権処理を進めるべきか，いまだ議論が紛糾していた 2001 年から 2002 年にいたる時期で，現在とは金融を取り巻く環境は著しく異なっている。その後の不良債権処理の進展によって，元論文を加筆・修正する必要を感じたことが，本稿を書くに至った理由である。

第 2 に，銀行は所定の自己資本比率をクリアするために，株式含み益の減少によって生じた自己資本の減少を補う形で多額の劣後債を発行している。[(1)(2)] 佐々木 [2000] や Hosono and Sakuragawa [2002] の試算によると，劣後債の自己資本に占める比率は比較的高く，もし劣後債を発行していなかったら，90 年代のほとんどの時期で大手銀行は 8 %基準を満たしてない。

第 3 に，銀行は所定の BIS 比率をクリアするために，債権放棄や追加融資という形で，本来であれば清算されるべき非効率な事業を存続させた疑いがある。不良債権問題における「追い貸し」の重要性をはじめて指摘したのは星 [2000] である。星は，バブル崩壊以降，貸出総額が抑制される中で，不動産業への貸出が増えつづける事実に注目し，不良企業への「追い貸し」の可能性を指摘している。

銀行は収益性の期待できない不良な貸出先になぜ「追い貸し」をするのであろうか?　わが国の銀行経営者は，BIS 規制の遵守をもとめる規制当局の圧力によって黒字決算を要求される。そして，取得原価主義を基本とする現行の会計制度のもとでは，銀行経営者は，貸出によって生じた損失を正直に会計処理することなく，せいぜいその一部を貸倒引当金の積み増しで対応できる。そして銀行経営者は，貸出で生じた損失を隠すために，直接償却によって貸出先企業を清算するよりも，「追い貸し」で存続させる方を選択すると考えられる。

本稿では，こうした「追い貸し」が生じる理論構造を明らかにして，さらに追い貸しが実際にあったかどうか検証を試みる。展開されるモデルの骨子は以下の通りである。銀行経営者は，その地位にとどまることによって，経営者としての名声や役得などの非貨幣的利益を享受する。つまり経営者への株主による規律づけが有効に働かない。しかし銀行は，所定の自己資本を保持することを義務づけられ，これを果たせないとき経営者は解雇されるとする。つまり規制当局による圧力が，株主の発言力の弱さを補っている。また不完全な会計制度を以下のような形で導入する。銀行経営者は，銀行に損失を与える投資に融資していたことが事後的に明らかになったとしても，立証されて罰せられることはないとする。さらに，事業が清算されない限り，融資途上に生じた利益や損失をバランスシート上に計上しなくても立証されて罰せられることはない，つまり会計制度は基本的に取得原価主義の立場を採るとする。

このような設定のもとでは，銀行経営者は，所定の自己資本比率を維持するために，会計操作で赤字決算を隠蔽し，直接償却によって清算すべき不良な事業を「追い貸し」で続行する誘因をもつ

---

(1)　劣後債とは，銀行破綻時における残余請求権が株式よりは高いが，社債の中では最も低い債権である。劣後債が問題視されたのは，市場で一般投資家に売却されずに，系列関係にある生命保険会社が主に購入している点である。本稿ではこの点についてこれ以上言及しないが，ソフトバジェット問題の温床として重大な問題である。

(2)　Ito and Sasaki [2002] は，1990–93 年の時期，大手銀行が自己資本の減少を補う形で劣後債を発行している傾向があると報告している。菊池誠一 [1999] は，1994–1997 年の時期，大手銀行が株式の「益出し」行為によって BIS 比率をクリアしてきた経緯を詳細に検討している。

ことになる。また，バブル崩壊などによって貸出債権の価値が下落するときほど，「追い貸し」は生じやすい。所定の自己資本の保持を要求される経営者にとって，事業の清算価値が下落するときほど，これを清算して損失を計上するコストが高くなるからである。言い換えれば，不良債権の価値が下落するほど，銀行経営者に「追い貸し」の誘因が強く生じる。投資環境がさらに悪化すると，銀行は貸出総量の抑制を迫られ，不良な事業を存続させる一方で，優良な事業を抑制する。

Dewatripont and Maskin [1995] が不良企業の救済を合理的な銀行行動で説明することに成功して以来，Berglöf and Roland [1995], Aghion et al. [1999], Mitchell [2001] などいくつかの研究が，銀行救済をめぐるインセンティブ問題を分析している。これらの論文は共通して，破綻による解雇を恐れた銀行経営者のモラルハザードを問題にしているのに対して，本稿が異なるのは，自己資本規制の裁量的運用が銀行経営者のモラルハザードを誘発している点に焦点をあてている点である。

「追い貸し」の存在をデータから直接確認することは困難である。しかし，もし上記のような理由で「追い貸し」が生じていたとしたら，バブル崩壊と BIS 規制の導入があった 1992 年頃を境にして，不動産融資に対する銀行の姿勢は大きく変化したと予想される。バブル期までは，地価上昇率の上昇による不動産融資の収益率の向上が，銀行の不動産融資シェアの拡大を促進したと考えられるが，バブル崩壊以降，もし追い貸しが広範に行われていたならば，地価上昇率の下落が必ずしも不動産融資シェアを縮小させる要因にならなかったのではないかと予想される。

得られた主な実証結果は以下の通りである。1992 年以降，不動産融資シェアを上昇させる構造変化が存在した可能性が確認された。1991 年までは，不動産融資シェアは地価上昇率とプラスの相関を示しているのに対して，1992 年以降，相関を持たなくなる。地価が下落するほど不動産融資を促進するなんらかのメカニズムが働いたため，プラスに働く効果が相殺されていると思われる。つまり「追い貸し」が広範囲になされた可能性が高い。

90 年代初頭，バブルの崩壊によって土地や不動産の資産価値が暴落し，銀行は多額の不良債権を抱えるに至った。このような事業の多くは，株主の立場からいえば，融資を打ち切って清算すべきであったが，不良債権を償却して損失をバランスシート上に計上すると，自己資本に欠損が生じ，銀行は自己資本規制を遵守できない。「追い貸し」で損失を隠蔽し，不良な事業を継続させてきた可能性を否定できない。

以下，第 2 節では，わが国の不良債権問題を取り巻く環境について概観する。第 3 節では「追い貸し」を説明する理論モデルを提示する。第 4 節では，「追い貸し」の検証を行う。第 5 節では「追い貸し」をマクロ経済学の視点から考察する。第 6 節では，銀行の経営統治のあり方について述べる。

第 2 節　不良債権問題と不動産融資

不良債権問題のなかで，不動産業の位置づけはどのようなものであろうか?　植田 [2001] は，バブ

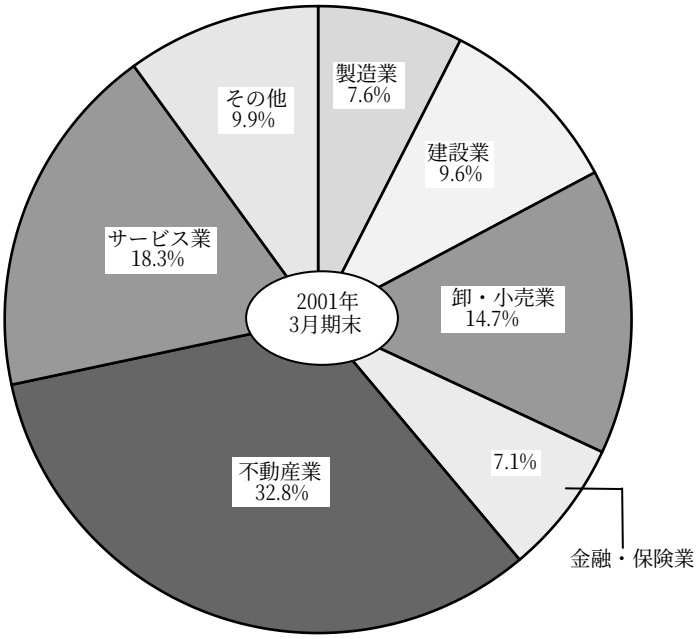

図 1　大手銀行の不良債権の業種別構成比

『日本経済新聞』（2001 年 6 月 13 日付）より作成

ル期に不動産業への融資比率が高かった銀行ほど，その後多くの不良債権を抱えているという関係を指摘している。図 1 は，2001 年 3 月期決算での大手銀行の不良債権の業種別構成比を表している。不動産業のシェアが 32.8 %と最も高い。

図 2 に掲げたのは銀行の貸出額に占める各産業の貸出シェアである。意外なことに，バブル崩壊の 1992 年以降，不動産業の貸出シェアはむしろ高まっている。ではこの時期，不動産業の収益性は向上したのかというと，図 3 に示されるように，不動産業の総資本営業利益率は 90 年代を通じて他の産業に比べて明らかに低い。また図 4 には負債残高を営業利益で割って得られた債務償還年数が業種別にプロットされている。これは貸出金の返済可能性を示す指標であり，その値が大きいほど銀行への返済可能性が低いと考えられる。したがってこの数値が高くなると本来その産業への貸出シェアは低くなるはずであるが，債務償還年数が他業種よりも明らかに高い不動産業の貸出シェアはむしろ高まっている。

また BIS 規制の導入によって，銀行は規制当局からその行動を厳しく律せられるようになっており，規制が有効に働いていれば，リスクの高い融資は減少しているはずである。しかし，図 2 に前掲されたように，BIS 規制が導入された 1992 年以降，不動産業へ融資のシェアはむしろ高まっており，融資リスクは上昇しているように見える。ここから，バブル崩壊以降，銀行は，利潤最大化とは異なった行動基準にもとづいて「追い貸し」を重ねていったのではないかという仮説が生まれる。

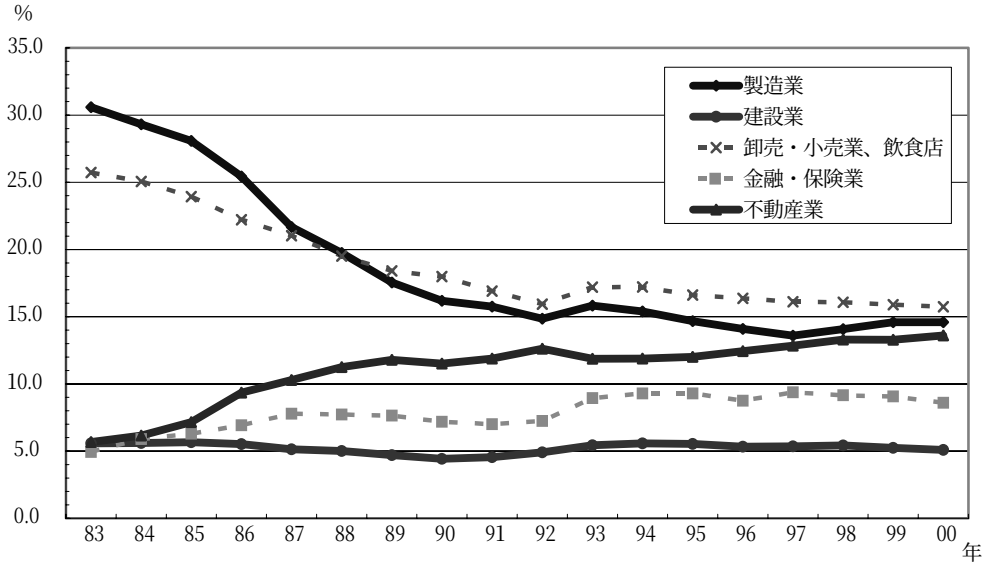

図２　都市銀行業種別貸出金シェア

出所：日本銀行『経済統計年報』

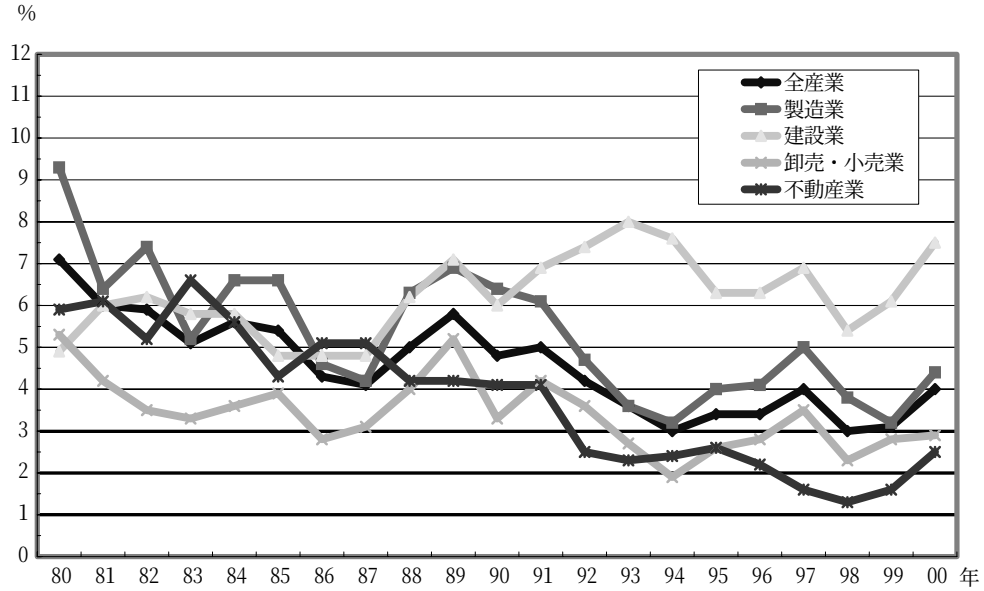

図３　総資本営業利益率

出所：財務省『法人企業統計季報』

では，こうした事態を整合的にとらえるためにはどうしたらよいであろうか?

資本規制に関する既存の理論モデルの前提と，資本規制をとりまく日本経済の現状を比較すると，

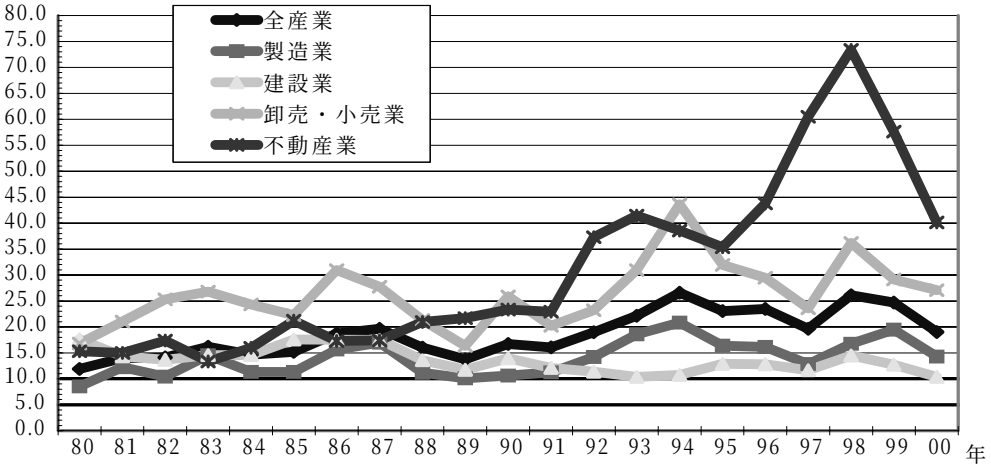

図 4　債務償還年数

出所：財務省『法人企業統計季報』

相違点を 3 つ挙げることができる。[3] 第 1 に，既存のモデルの多くは，銀行の資金はすべて貸し出されると前提されている。BIS 比率の総資産はリスク・ウェイトで加重された値が使われ，企業への貸出と国債などの安全資産の保有では意味合いが大きく異なってくる。既存のモデルでは，BIS 規制の貸出と安全資産への投資との間のポートフォリオへ与える影響は無視されている。

第 2 に，既存のモデルでは，経営者と外部株主の間の利害の対立は考慮されていない。しかし，銀行経営者の利得は，銀行の利潤だけでなく，経営者としての地位から享受する非貨幣的利益にも依存すると考えられ，外部株主の間の利害の対立は潜在的に存在すると思われる。さらにわが国の銀行業の現状を考えると，銀行経営者は株式持合いによって市場からの圧力から隔離されており，株主の利害からかけ離れた行動をとる可能性は否定できない。[4]

第 3 に，バブル崩壊によって，日本の銀行が巨額の不良債権をかかえるというきわめて異例の事態に BIS 規制が導入された。新たな規制に直面した銀行は，新規に危険な融資を選択するかどうかという問題だけでなく，既存の危険な融資を継続するかどうかという問題に迫られた。この点で既存の多くのモデルとは対照的である。現行の会計制度のもとでは，融資途上で生じた損益の会計処理に大きな裁量の余地があるため，どのような会計制度が採用されているかが重要な役割を果たすといえる。

---

(3)　既存の理論モデルの例としては，例えば，Merton [1977], Keely and Furlong [1990], Chan et al. [1992] などを挙げることができる。いずれも，自己資本規制の導入が，銀行のインセンティブに働きかけて，リスクの高い融資を抑制する理論モデルを提示している。

(4)　Gorton and Rosen [1995] や Anderson and Fraser [2000] は，この点に着目して，銀行経営者の株式保有比率が銀行にどのように影響を与えているかを検証している。

第3節　自己資本規制と「追い貸し」

前節の議論が示唆するように，わが国の資本規制の問題を分析するには，いくつかモデルの前提を修正しなければならない。

最近，不良債権処理問題をめぐって，不良債権を直接償却すべきかどうかという議論が活発である。この議論は，取得原価主義を前提とする現行の会計制度をどう評価するかという点に行き着く。経済学で利潤を計算するときには，市場の変化の影響を瞬時に収支計算に織り込んで考える「究極の時価会計」の世界が想定されているが，こうした時価会計の採用は，技術的に難しく，また会計制度のよって立つ考え方は，かならずしも経済学と同じではない。現実に目を転じてみると，わが国では，資産を取得したときの価格を売却しない限りそのまま据え置く「取得原価主義」の立場を基本的にとっており，市場環境の変化にもとづく資産価値の実質的変動の効果をどこまでバランスシート上に反映させるかは，事実上，企業側の裁量に委ねられている。(5) 銀行の決算に関して言えば，融資関係が継続している間に発生した損失はあくまで「未実現の損失」であり，必ずしも損失処理されない。貸倒引当金を積み増す形で対処されたとしても，一般に指摘されるように，不良債権に関する銀行の自己査定が甘く，未実現の損失は過少評価される傾向が強い。

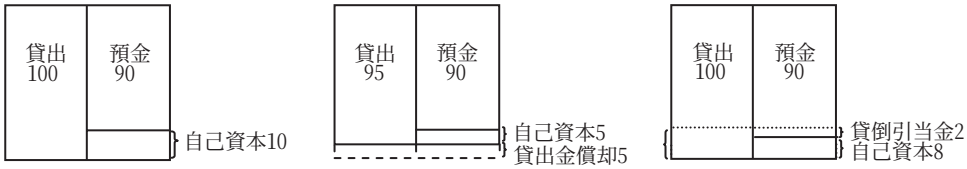

図 5A　当初のバランスシート　　**図 5B　直接償却のケース**　　**図 5C　間接償却のケース**

次のような例を考えてみよう。当初バランスシートは図 5A に示される通りであったとする。自己資本比率は 10 %であるから，BIS 比率の 8 %を満たしている。100 の貸出のうち 5 が貸出金の焦げ付きで回収不能になったとする。具体的にはある貸出先に対して 10 の貸出をおこなったものの収益は 5 しかあげることができなかったとする。

1 つの処理方法は，貸出金のうち 5 を回収し，支払不能状態に陥ったこの企業を清算する，いわゆる「直接償却」である。なお企業家の清算価値は単純化のためにゼロであるとする。バランスシートは図 5B のようになる。回収不能になった資金 5 が損失として計上され，貸出償却金として処理されている。自己資本は 5 に減少し，BIS 比率を割り込んでいる。

もう 1 つの処理方法は，実現した損失を未実現の損失とみなして貸倒引当金に繰り入れる，いわ

(5)　本来は会計監査人が公正な評価をするべきであるが，会計監査人は企業に雇われているため，企業側の意図を無視できないと考えるのが自然であろう。

ゆる「間接償却」である。しかしながら，実現した損失 5 のうちいくらかをどれだけ貸倒引当金に繰り入れるかは，事実上銀行サイドの裁量に委ねられ，例えば 2 だけを貸倒引当金に繰り入れると，自己資本は 8 となる。バランスシートは図 5C のように表され，自己資本比率を 8 %を維持し，規制をクリアしている。しかし，この場合，損失の原因をつくった借り手企業との間で融資関係が維持されている。10 の「追い貸し」がなされたとすると，内訳は 7 が新規投資のための融資であり，3 は元利支払（利子率ゼロだから，この場合は元本支払）のための融資である。「追い貸し」をともなった間接償却によって会計操作の余地が生まれ，BIS 比率を維持することができる。

しかしこの場合，次のような問題点が生じる。図 5B のケースでは，赤字企業は清算されたため，95 の資金はすべて他の企業へ貸し出される。一方，図 5 Cのケースでは，実際に貸し出される資金は 95 しかなく，しかももし 10 の資金が「追い貸し」に使われているとすれば，他企業へ貸し出される資金は 85 に減少する。つまり「追い貸し」は収益性の高い借り手への貸出をクラウディングアウトする危険性をもつ。さらに「追い貸し」を受けた企業はさらに損失を増やす可能性が高く，長期的には銀行の収益を圧迫すると考えられる。

以上の議論をふまえて，1 期と 2 期からなる 2 期間モデルを考える。1 期の始めに，銀行は投資サイズ I の 2 つのタイプの投資プロジェクトを保有している。タイプ 1 は，「短期の堅実な投資」であり，期首の投資額 I に対して各期の終わりに $X(> I)$ の収益を生み出す。タイプ 2 は「長期の危険な投資」であり，1 期の始めの投資額 I と 2 期目の追加的な投資額 I に対して，2 期の終わりに確率 p で Y_H を，確率 $(1-p)$ で $Y_L(< Y_H)$ の収益を生み出す。1 期の終わりに，この投資を清算すれば，銀行は清算価値 $Z(< I)$ を獲得することができるとする。

銀行は，1 期の終わりに収益のシグナル S を受け取る。$S = H$ ならば，収益は Y_H であり，$S = L$ ならば Y_L である。銀行のみがこの精度が完全なシグナルを観察することができ，このシグナルをもとに投資を続行するか清算するかを判断する。

各パラメーター間に，$Y_L < I + Z < Y_H$ を仮定する。前半の不等式は，$S = L$ を受け取ったとき，銀行は投資を清算したほうが得であることをあらわし，後半の不等式は，$S = H$ を受け取ったとき，投資を続行した方が得であることをあらわす。危険な投資を続行したとき $(Y_H - 2I)$ を獲得し，清算したとき $(Z - I)$ を獲得する（損失を計上する）。1 期のはじめの段階での危険な投資の期待収益は $pY_H + (1-p)Z - (1+p)I$ となり，これをプラスであるとする。したがって，銀行は危険な投資に融資する誘因をもつ。

銀行が各期の始めに利用可能な資金（預金）は $2I$ であるとする。銀行はもう 1 つの投資機会として，利子率ゼロの国債を購入することができる。なお預金保険機構によって預金は完全に保護されており，預金の利子率はゼロである。各期の始めの自己資本比率は次のように定義される。

(1) 自己資本比率＝前期末に生じた利益／$\sum_i \alpha_i\{$ タイプ i の資産 $\}$

α_i は各資産のリスクの度合を表すウェイトである。バーゼル合意に基づく算出方法を参考に，民間企業への貸出のウェイトを 1，政府への貸出（つまり国債の保有）のウェイトをゼロとする。

銀行を経営する銀行経営者は，その地位にとどまることによって各期 $B(>0)$ の非貨幣的利益を享受する。銀行経営者は，1 期の終わり以降，ある一定比率 k 以上の自己資本比率を維持することを義務づけられ，比率 k を下回れば解雇されるとする。解雇されるとき，銀行経営者は，2 期の終わりに得られるはずの非貨幣的利益を失う。(6)

会計制度の不完全性を次のような形で導入する。第 1 に，銀行経営者は，銀行に損害を与える投資に融資していたことが事後的に明らかになったとしても，立証されて罰せられることはないとする。第 2 に，事業が清算されない限り，融資途上に生じた利益や損失をバランスシート上に計上しなくても事後的に立証されて罰せられることはないとする。言い換えれば，会計制度は基本的に取得原価主義の立場を採っているとする。

銀行経営者の効用は，経営者として得られる非貨幣的利益と銀行の最終利益の一定割合との和で表されるとする。具体的には，銀行経営者の選好は

$$U = (1-\alpha)\,\text{非貨幣的利益} + \alpha\text{銀行の最終利益} \tag{2}$$

で表わされる。なお，貨幣的利益へのウェイト α は比較的小さく，結果を先取りすると，銀行経営者は地位と銀行の利益のトレードオフに直面したとき，前者を選ぶとする。(7)

まず始めに，ベンチマークとして，銀行が利潤動機にもとづいて行動する $\alpha = 0$ のケースを分析する。シグナル $S = H$ を受け取ったとき，銀行は危険な投資を続行し，$S = L$ を受け取ったとき，この投資を清算する。最終的に得られる銀行の期待利潤は，堅実な投資を 2 期間おこなったときの収益 $2(X - I)$，危険な投資を続行したときの期待収益 $p(Y_H - 2I)$，危険な投資を清算したときの期待収益 $(1-p)(Z - I)$ の和からなり，経営者の期待効用は $\alpha\{2X + pY_H + (1-p)Z - (3+p)I\}$ で表され，$S = H$ を受け取ったときの最終的な効用は $\alpha(2X + Y_H - 4I)$，$S = L$ を受け取ったときは，$\alpha(2X + Z - 3I)$ となる。国債からの収益はゼロであるので計上されない。

次に，$\alpha > 0$ である一般的なケースを分析する。1 期の終わりの段階で，銀行経営者は融資ポートフォリオについて次の 3 つの選択肢を保有している。1 番目は，堅実な投資に再投資し，危険な投資を清算することである。清算にともなって $(Z - I)(< 0)$ の負の利益（つまり損失）が発生し，2 期の始めに計算される自己資本比率は $(X + Z - 2I)/I$ となる。2 番目は，堅実な投資に再投資し，危険な投資を続行することである。取得原価主義のもとでは，銀行経営者は，続行中の投資に発生

---

(6)　銀行が BIS 規制を遵守できないとき，特に大手銀行の場合，国際業務から排除されて以降の投資機会を失うことになる。経営者は責任を追及されて解雇されると考えるのは自然であろう。

(7)　例えば，銀行経営者は銀行の株主としてある一定の株式シェアを保有していると考えれば，比較的小さな値をとると考えるのは自然であろう。

した損失をバランスシート上に計上する誘因をもたないので，自己資本比率は $(X-I)/2I$ となる。最後の選択肢は，危険な投資を続行する一方で，堅実な投資に再投資せずに，余った資金を国債に投資することである。自己資本比率は $(X-I)/I$ となる。

もし

$$\frac{X+Z-2I}{I} \geq k \tag{3}$$

ならば，自己資本規制は銀行行動を歪めない。$S=H$ のシグナルを受け取ったとき，経営者は危険な投資を続行し，$S=L$ を受け取ったとき，この投資を清算する。しかし，堅実な投資の収益 X が悪化したり，危険な投資の清算価値 Z が，例えば資産価格の下落によって低下するとき，不等式（3）は，逆に

$$\frac{X+Z-2I}{I} < k \tag{4}$$

となる。このとき銀行経営者は，危険な投資を清算すれば，所定の BIS 比率をクリアできないという事態に追いこまれる。銀行経営者は，危険な投資の続行が最終的に銀行に損失を与えることを認識しつつ，自らの地位の保全のために追加融資を行う誘因に直面する。

命題 1　$\dfrac{X+Z-2I}{I} < k \leq \dfrac{X-I}{2I}$ であるとする。シグナル $S=L$ を受け取った銀行経営者は，危険な投資を続行し，かつ堅実な投資に再投資する。

厳密に計算すると，投資を続行したときの効用は $2(1-\alpha)B+\alpha(2X+Y_L-4I)$ であり，清算したときの効用は $(1-\alpha)B+\alpha(2X+Z-3I)$ である。$(1-\alpha)B > \alpha(Z+I-Y_L)$ のとき，銀行経営者は続行を選択する。α の値が小さいとき，この不等式は成立する傾向が高い。シグナル $S=L$ を受け取った段階で，利潤最大化の観点からはこの投資を清算すべきであるが $(Z+I-Y_L>0)$，銀行経営者はこの不良な投資を清算して損失を正直に計上する私的なコスト $(1-\alpha)B$ を高く評価するとき，収益を期待できないと知りつつ「追い貸し」をおこなう。

景気の悪化は，銀行の融資態度にどのような影響を与えるだろうか？　そのために，堅実な投資の収益 X が下落したときの影響を考察してみよう。

命題 2　$\max\left\{\dfrac{X+Z-2I}{I}, \dfrac{X-I}{2I}\right\} < k \leq \dfrac{X-I}{I}$ であるとする。シグナル $S=L$ を受け取った銀行経営者は，危険な投資を続行するが，堅実な投資に再投資しない。残りの資金 I で国債を購入する。

景気の悪化で X が下落すると，危険な投資が堅実な投資をクラウディングアウトする。「信用配

分の歪み（credit misallocation）」が生じることになる。簡単な数値例を使って，X の値が融資ポートフォリオにどのような影響を与えるのかを考察する。$Z = 0.5, I = 1, k = 0.08$ であるとする。$X > 1.58$ のとき，不等式（3）が満たされ，BIS 規制は経営者の行動を制約しないので，ファースト・ベスト解が実現する。しかし $1.16 < X < 1.58$ のとき，パラメーターの領域は命題 1 のケースに対応しており，危険な投資への「追い貸し」が生じる。さらに $1.08 < X < 1.16$ のとき，命題 2 のケースに対応しており，収益性の低い危険な投資が堅実な投資をクラウディングアウトする。

「不良資産の価値の下落で生じた多額の損失を計上することをためらう銀行は，かえって不良な貸出先との関係を断ち切りにくくなっている。」とよく新聞情報で耳にするが，こうした事態がほんとうに生じるかどうかを確認するために，投資の清算価値 Z が下落したときの影響を考察する。$Z = 0.3, I = 1, k = 0.08$ であるとする。不等式（3）が満たされるためには，$X > 1.78$ でなければならない。$1.16 < X < 1.78$ のとき，命題 1 のケースが実現する。最初の例と比較すると，「追い貸し」によって危険な投資が実行される X の領域は拡大している。

命題 3　清算価値 Z が下落するとき，「追い貸し」によって危険な投資が実行されるパラメーターの領域は拡大する。

地価の下落によって不良債権の価値が下落すればするほど，「追い貸し」が促進される。

不良債権の時価評価をおこなうためには，過去に生じた損失だけでなく，将来の収益見通しを正確に債権価値に反映されるのが望ましい。モデルに促して言えば，債権価値に銀行経営者の受け取るシグナルが反映させることを意味する。しかし，シグナルを外部から観察することは不可能であり，また銀行経営者にシグナル $S = L$ の事業を清算する誘因がないので，債権価値が外部から正確に評価されるのは難しい。

実際，銀行の不良債権に関する自己査定は甘く，貸倒引当金の積み立てや償却が不足がちであるとしばしば指摘される。政府は，対策として資産査定の厳格化を推し進め，過去に生じた未計上の損失を不良債権の評価に反映させようとしている。資産査定が，損失の計上の厳格化をめざすとき，銀行の融資行動はどのような影響を受けるだろうか?

危険な投資の未実現の損失がすべて，1 期の終わりにバランスシート上に計上されるとする。堅実な投資が続行されるとして，2 期の始めに計上される自己資本比率は，危険な投資が継続されるか否かにかかわりなく，$\dfrac{X + Z - 2I}{I}$ である。

$\dfrac{X + Z - 2I}{I} \geq k$ のときは，上述したように，明らかに自己資本規制は銀行行動を歪めない。しかし $\dfrac{X + Z - 2I}{I} < k$ のとき，深刻な事態が生じる。

命題 4 $\dfrac{X+Z-2I}{I} < k$ であるとする。銀行経営者は，危険な投資を清算し，かつ堅実な投資に再投資することなく，資金 $2I$ をすべて国債に投資する。

資産査定が厳格であるために，分子を操作することができない。自己資本規制をクリアするためには，分母をさらに小さくするしかないので，銀行はすべての融資をやめることになる。

不良債権の査定の厳格化は，一般には 2 つの相反する効果を生み出す。1 つ目は，プラスの効果であり，会計操作の余地を奪われた銀行経営者は，シグナル $S = L$ の投資を続行する誘因を失い，「追い貸し」をやめる。これは過剰融資を阻止することにつながる。2 つ目は，マイナスの効果であり，貸出債権を “厳しく” 評価された銀行経営者は，自己資本規制をクリアするために，堅実な投資を抑制しなければならない。これは「貸し渋り」につながる。政府による中途半端な資産査定の厳格化は，貸出市場のパフォーマンスを悪化させかねない。

自己資本規制は，本来，銀行行動に規律づけを与えて，融資ポートフォリオの健全性の促進を目指している。しかし，会計制度の不備が温存されたまま規制が強化されると，銀行経営者にはむしろ「追い貸し」の誘因が生まれ，融資リスクを高めてしまう。規制当局は，「追い貸し」による不良債権処理の先送りを断ち切るために，資産査定の厳格化で対処しようとする。しかし，いわゆるセカンドベスト問題の知見が示すように，中途半端な資産査定の厳格化は，必ずしも事態を改善しない。

では，不良債権処理策としてどのような政策が望ましいのであろうか? 最もオーソドックスな解決策のひとつは，不良債権の売買市場を整備することである。例えば，伊藤 [2001] は，不良債権処理問題に関して，あくまで市場の導入が重要であるという認識を示している。以下，若干モデルを拡張して売買市場の導入の影響を考察する。

潜在的な不良債権の買い手として，2 期の消費の期待値の最大化を目的とする「再建屋」の存在を仮定する。この「再建屋」は，2 期の初めにシグナル $S = L$ の危険な投資を買い取って，事業再生することによって $Y_L + \Delta$ の収益をあげることができる。次の仮定を設ける。

仮定 1
$$Y_L < I + Z < Y_L + \Delta$$

最後の不等式は，「再建屋」が危険な投資を実施したときの収益は，銀行が清算したときの収益を上回ることを表す。

パラメーターの領域が，$\dfrac{X+Z-2I}{I} < k \leq \dfrac{X-I}{2I}$ であるとして議論を進める。これは，シグナル $S = L$ を受け取った銀行経営者は，BIS 規制を維持するために，危険な投資を続行し，かつ堅実な投資に再投資するケースに対応する。

シグナル $S = L$ の不良な投資が「追い貸し」で存続するとき，銀行経営者の得る効用 U_L は

$$U_L = (1-\alpha)B + \alpha\{2(X-I) + (Y_L - 2I)\}. \tag{5}$$

である。一方，この投資が「再建屋」に価格 P で売却されるとすると，銀行は不良債権の最終処理を迫られるため，BIS 比率は

$$\text{BIS} = \frac{(X-I)+(P-I)}{I} \tag{6}$$

となる。このとき国際業務を営むために必要な比率 k を下回るかもしれない。「再建屋」が提示する最大価格は $P = Y_L + \Delta - I$ である。以下の仮定を設ける。

仮定 2 $$\frac{(X-I)+(Y+\Delta-2I)}{I} < k$$

仮定 2 は，「再建屋」が $P = Y_L + \Delta - I$ で危険な投資を購入したとき，銀行の BIS 比率は k を下回り，銀行経営者は解雇されることを表している。このときの銀行経営者の得る効用 U_S は

$$U_S = \alpha\{2(X-I) + (P-I)\} \tag{7}$$

である。銀行経営者にシグナル $S = L$ の事業を売却させる誘因を与えるためには $U_S \geq U_L$ でなければならない。非負条件 $P \geq 0$ を考慮すると，（5）式と（7）式から，銀行経営者は事業を売却する意思をもつのは，価格が

$$P \geq \max\left\{\frac{1-\alpha}{\alpha}B + Y_L - I, 0\right\} \tag{8}$$

であるときにのみであることが示される。銀行経営者が利潤動機にもとづいて行動するケース $(\alpha = 1)$ では，「再建屋」が提示可能な最大価格 $Y_L + \Delta - I$ を左辺に代入すると，上述の不等式は常に成立する。つまり，銀行経営者が利潤最大化行動をとる限り，不良な事業は「再建屋」に売却され，不良債権処理は進む。しかしながら，$\alpha > 0$ であるとき，（8）式は，$\Delta \geq \dfrac{1-\alpha}{\alpha}B$ となる。したがって，次の結果を得る。

命題 5 $\dfrac{X+Z-2I}{I} < k \leq \dfrac{X-I}{2I}$ であるとする。仮定 A と B が成立するとき，不良債権の売買市場が成立するためには，$\Delta \geq \dfrac{1-\alpha}{\alpha}B$ でなければならない。

不良債権の売買市場は，必ずしも成立しない。つまり，$\Delta < \dfrac{1-\alpha}{\alpha}B$ のとき，不良債権の売買市場は成立しない。銀行経営者の効用に占める非貨幣的利益のウェイトが高いほど，あるいは銀行経

営者が得ることのできる非貨幣的利益が大きいほど，不良債権の売買市場は成立しない傾向をもつ。[8]

（2）式で表された銀行経営者の選好の形状が，不良債権の売買市場の成否に大きく関っている。経営者の非貨幣的利益のウェイトが高いということは，それだけ銀行経営者の機会主義的行動が旺盛であるという事実を反映しており，外部からのコーポレートガバナンスが有効に効いていないということを意味する。銀行経営者が「追い貸し」をして自らの地位保全をはかろうとすれば，本来，株価が下落し，本来であれば，経営者は市場から更迭のプレッシャーを受けるはずであるが，系列間の株式持ち合いによって銀行経営者は市場からの規律づけから隔離されている。また他業種から銀行業への参入規制のために銀行経営者はテイク・オーバーの脅威にさらされることも少ない。市場規律が働きにくい株式所有構造が（2）式の選好を正当化しており，ひいては不良債権の売買市場の成立を阻害している。

こうして考えてくると，不良債権問題の本質は，会計制度が不備であり，かつ銀行経営者へのコーポレートガバナンスが不在であるために，当事者が不良債権を売買する誘因をもたない点にあるといえる。政府の果たすべき役割は，銀行経営者に不良債権を売却する誘因を与えるような制度設計をおこなうことによって，売買市場を整備することであり，銀行と不良債権買取機構の間で取引される不良債権価格を政治的に決めるなどというのは，行政による誤った介入である。

第 4 節　「追い貸し」の実証分析

「追い貸し」の存在をデータから直接確認することは事実上不可能である。しかしながら，「追い貸し」が実際になされていたかどうかをデータ上の関係から推測することはできそうである。前節までの分析によると，BIS 規制の導入の時期を境として，不動産融資に対する銀行の姿勢に大きな変化が生じた可能性が高い。バブル崩壊以前は，地価上昇率の上昇は，不動産融資の収益率を高め，銀行は積極的に不動産融資シェアを拡大させたと考えられる。しかしながら，バブル崩壊以降，もし「追い貸し」が広範に行われていたならば，命題 3 が示すように，地価上昇率の下落は必ずしも不動産融資シェアを縮小させる要因にならなかっただけでなく，むしろ拡大させた可能性をも否定できない。ここでは，このような信用配分の歪み（credit misallocation）が起きていたかどうかを検証することで，「追い貸し」がなされていたと判断する。

不動産・建設・金融保険業の 3 業種への融資を不動産融資とみなして，その総融資残高に占めるシェアを被説明変数とする回帰式を推定する。BIS 規制の導入の前後で，構造変化が生じた可能性，すなわち，銀行の貸出ポートフォリオに対する態度が大きく変化した可能性を考慮に入れる。不動

（8）　命題 5 が成立する根拠のひとつとして，Y_L の値が既知であるという性質を挙げることができる。現実には，不良債権の情報開示はかならずしも進んでいない。買い手が Y_L の正確な値を知ることができず，売買市場の規模はそれほど拡大していないのが現状である。

産融資シェアに影響していると予想される変数として，ここで用いた説明変数は以下の通りである。

第 1 に，不動産融資の収益性を表す代理変数として地価上昇率（LAND）を用いている。地価上昇率が高いほど，不動産融資からの収益率は高く，不動産融資シェアを高めると予想される。しかし，BIS 規制導入以降，「追い貸し」が広範に行われていれば，地価上昇率の下落がかえって不動産融資シェアを拡大させた可能性を否定できない。BIS 規制導入以前の時期はプラスの符号が期待されるが，導入以降の時期は符号はどちらもありうる。

第 2 に，利ざやを表す変数として「貸出利子率ー預金利子率」（IR）を用いている。利ざやが拡大して高い利益を保証された銀行経営者は，破綻の可能性が低いと判断して，リスクの高い融資のシェアを増加させる誘因を持つかもしれない。一方，Hellmann et al. [2000] による「免許価値仮説」（franchised value hypothesis）が示唆するように，一定の利益を銀行に保証することが規律づけの機能を果たし，リスクの高い融資を抑制する効果があるかもしれない。期待される符号はどちらもあり得る。

第 3 に規模を表す変数として総資産の対数値（log（ASSET））を用いている。

第 4 に不良債権の代理変数として，貸出償却金／貸出金（WRIGHT）を用いている。銀行の会計データは信頼性に欠けるため，どの程度真の情報を反映しているかは疑わしいが，一応不良債権の尺度と考えられる。銀行が利潤動機にもとづいて行動しているならば，不良債権の増加は銀行に慎重な経営を促すと予想されるので，マイナスの符号が期待される。

その他，各年の景気を表す変数として GDP の成長率（GDP）を用いている。さらに，長期信用銀行であれば 1 の値をとるダミー変数（CHO）と，信託銀行であれば 1 の値をとるダミー変数（TRUST）を用いている。最後に，銀行の資金供給力を表す変数として預金成長率（DEPO）を用いている。これは識別の問題をクリアするためである。データの出所は，預金増加率，総資産については，『日経 NEEDS 財務データ金融版』である。金利差は，『日経 NEEDS マクロデータ』の最優遇金利からコールレートを控除した値を使っている。地価上昇率は『日本不動産研究所』の 6 大都市圏全用途平均値の値をもとに作成している。

BIS 規制の導入による構造変化の可能性を考慮するために，切片ダミーと係数ダミーを加えた推計式を考える。

$$
\begin{aligned}
(9)\ \text{不動産融資シェア} = {} & \alpha_0 + \alpha_1 DEPO + \alpha_2 IR + \alpha_3 LAND + \alpha_4 \log(ASSET) \\
& + \alpha_5 GDP + \alpha_6 WRIGHT + \alpha_7 TRUST + \alpha_8 CHO \\
& + \beta_0 D92 + \beta_1 D92 \times DEPO + \beta_2 D92 \times IR + \beta_3 D92 \times LAND \\
& + \beta_4 D92 \times \log(ASSET) + \beta_5 D92 \times GDP + \beta_6 D92 \times WRIGHT + u
\end{aligned}
$$

なおダミー変数 D92 は, 92 年以降 1 の値をとる。[9] 91 年以前の切片は α_0 であり, 92 年以降は $(\alpha_0+\beta_0)$ である。係数ダミーに関していえば，例えば，地価上昇率（LAND）の係数は，91 年以前は α_3 であり，92 年以降は $(\alpha_3+\beta_3)$ である。対象とした銀行は都市銀行，長期信用銀行，信託銀行の大手行である。サンプル期間は 80–98 年で，年次データを用いている。

表 1 に推定結果が報告されている。主な変数の係数についての説明は次の通りである。利ざやを表す変数 IR はいずれもプラスで有意である。90 年代を通しての低金利政策によって当局は銀行に一定の利益を保証しようとしたが，銀行は破綻の可能性が低いと判断して不動産融資シェアを高めたと考えられる。LAND の係数はいずれもプラスで有意であり，地価上昇率が高いほど不動産融資シェアは高くなるという標準的な結果を示している。

切片ダミーはいずれのケースも有意にプラスの値を示しており，92 年以降不動産融資シェアを上昇させる構造変化があった可能性を示唆している。係数ダミーについては，LAND と log（ASSET）の 2 つの変数が有意に効いている。注目したいのは，不動産関連融資からの収益性を表す LAND と LAND×D92 の係数である。LAND の係数は有意にプラスの値を示しているのに対して, LAND×D92 の係数は，逆に有意にマイナスの値を示している。91 年までは不動産融資の動きは収益性によって説明されるのに対して，92 年以降はそれを打ち消す何らかのメカニズムが働いた可能性を示唆している。92 年以降の LAND の係数 $(\alpha_3+\beta_3)$ は，例えば 2 列目の推計結果によると，-0.048 とむしろ若干マイナスの値を示している。係数の和 $(\alpha_3+\beta_3)$ が有意にゼロと異なるかどうかの帰無仮説を検定したところ，意味のある有意水準で棄却されなかった。つまり 92 年以降，不動産融資シェアは地価上昇率の動きにほとんど反応していない。これは，地価が下落するほど不動産融資を促進するなんらかのメカニズムが働いたため，プラスに働く効果が相殺されているためと思われる。[10]

要約すると，92 年以降，不動産融資シェアの動きは，収益率の代理変数である地価上昇率で説明することができない。BIS 規制で要求される自己資本比率を維持するために，銀行は収益を度外視して不動産融資に「追い貸し」を重ねていったと推察される。

「追い貸し」については, その後いくつかの実証研究がある。杉原笛田 [2002] は, 各銀行の業種別不債権額比率（不良債権額／業種別貸出残高）の動きに注目し, 98 年以降の銀行別データを使い, 不動産業の不良債権比率が高い銀行ほど不動産への貸出を増加させているという関係を見出している。また今や,「追

---

(9)　ここではバブルが崩壊した 1992 年を分岐年としている。厳密に言えば，自己資本規制を 1992 年以降導入することは 1988 年の段階で既に決まっていたため，1992 年以前のある年を分岐点とすることも考えられるが，資産価格が上昇していたバブル期には銀行は自己資本規制を自らの制約とみなしていない可能性がある。よって，1992 年を分岐年とした。なお，1990 年あるいは 1991 年を分岐点として同様な検証を行なったが，ほぼ同様な結果が得られた。

(10)　植田 [2001] は，地価の変動の大きさが，不動産融資に強く影響を与えたという実証結果を報告している。植田では，1986–96 年の期間で，地価のピーク時への上昇幅とピーク時からの下落幅を足し合わせた値を地価変動の尺度としており，得られた結果はここでの推定結果と整合的である。

い貸し」や過剰融資の原因を規制当局による BIS 規制の裁量的運用にもとめるという考え方は支持を得つつある。Hosono and Sakuragawa [2002] は, 劣後債と「追い貸し」の関係に注目し, 会計操作のツールとして両者の間には補完関係があると考え, 劣後債の発行の多い銀行ほど, 不動産融資シェアが高くなる傾向があると報告している。Peek and Rosengren [2003] は, BIS 資本比率が 10 %未満, 特に 9 %未

表 1　不動産融資シェアと BIS 規制導入

説明変数	1	2	3
定数 (α_0)	6.848	6.901	8.164
	(0.910)	(0.933)	(1.117)
DEPO(α_1)	−0.125***	−0.124***	−0.127***
	(−5.906)	(−5.971)	(−6.124)
DEPO×D92(β_1)	0.069*	0.069*	0.075*
	(1.712)	(1.720)	(1.912)
IR(α_2)	1.862***	1.825***	1.888***
	(5.284)	(5.919)	(6.247)
IR×D92(β_2)	1.241	1.248	-
	(0.701)	(0.710)	-
LAND(α_3)	0.369***	0.369***	0.369***
	(9.871)	(9.909)	(9.941)
LAND×D92(β_3)	−0.417***	−0.416***	−0.425***
	(−3.384)	(−3.463)	(−3.599)
log(ASSET)(α_4)	1.118	1.119	0.935
	(1.099)	(1.102)	(0.932)
log(ASSET)×D92(β_4)	−5.234***	−5.235***	−5.066***
	(−4.000)	(−4.007)	(−3.914)
GDP(α_5)	0.234	0.224	0.265
	(0.710)	(1.021)	(1.238)
GDP×D92(β_5)	−0.018	-	-
	(−0.040)	-	-
WRIGHT(α_6)	10.691	10.713	-
	(0.984)	(0.989)	-
WRIGHT×D92(β_6)	−11.210	−11.226	-
	(−1.029)	(−1.033)	-
TRUST(α_7)	14.654***	14.653***	14.556***
	(17.506)	(17.533)	(17.610)
CHO(α_8)	15.762***	15.761***	15.665***
	(17.506)	(18.013)	(18.063)
D92(β_0)	44.246***	44.194***	44.922***
	(4.309)	(4.345)	(4.694)
Adjusted R-squared	0.766	0.767	0.767

注）カッコ内は t 値を表す。また***は 1 %，**は 5 %，*は 10 %の水準で統計的に有意であることを示している。

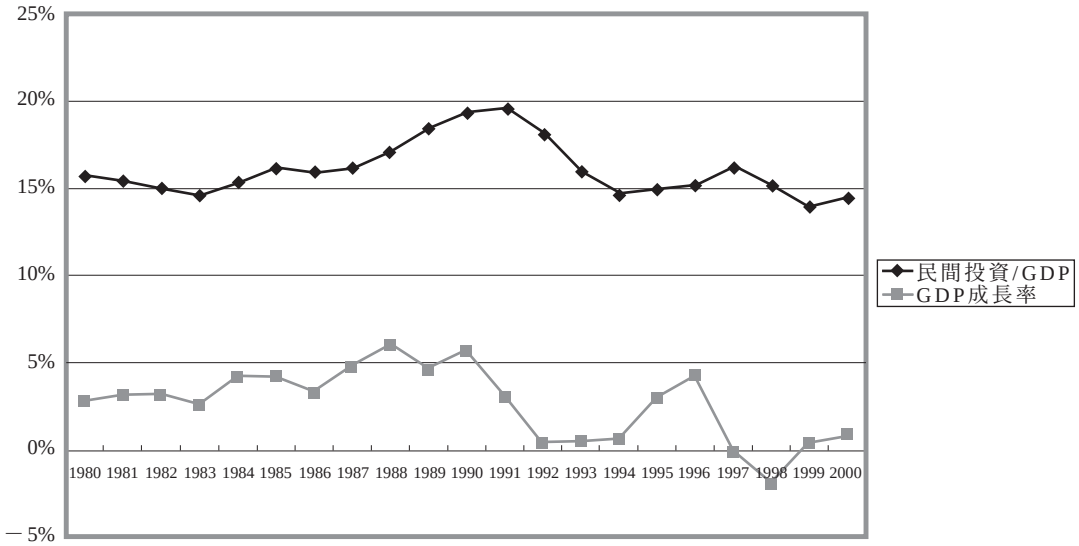

図 6　投資／ GDP と GDP 成長率

満で規制に強く縛られている銀行ほど，不良企業に過剰な融資をしている傾向があると報告している。

第 5 節　マクロ経済から見た「追い貸し」

これまでミクロ的側面から「追い貸し」の問題を捉えてきた。この節では，マクロ的側面からこの問題を捉えてみる。

「追い貸し」とは過剰融資のことであり，そして「過大投資」につながる。「追い貸し」が広範に行われ，不良債権処理が先送りされるとき，そのマクロ経済的影響を捉えにくいのは，過大投資のマクロ経済的効果がわかりにくいからである。結論から言えば，「追い貸し」をともなう過大投資は，櫻川 [2002，第 6 章] に示されるように，一国の GDP 水準を下落させる。これは過大投資が引き起こす投資収益率の減少が GDP を減少させるからである。この結果は，投資の収益率を GDP の計算に考慮しないために，過大投資であっても GDP を増加させるケインズ経済学の理論的帰結とは対照的である。

問題を複雑にするのは，不良債権問題が深刻化すると，一般に貸し渋りと過剰融資が共存するからである。したがって，最適な水準にくらべて総投資の水準が過大になるか過小になるかは一概に言えない。投資が落ち込んでいないからといって，不良債権問題は投資に影響を及ぼしていないと性急に判断してはいけないのである。

90 年代の日本経済は，過剰融資が過大投資をもたらした可能性を示唆している。図 6 には，1980 年以降の投資・GDP 比率と GDP 成長率の動きが描かれている。90 年代以降，GDP 成長率は明ら

表 2　業種別貸出残高変化率（フロー）

	製造業	建設業	卸売・小売業，飲食店	不動産業	全産業
1984	30,000	13,852	36,743	22,934	210,218
1985	28,347	12,912	25,623	32,379	206,970
1986	△ 5,462	8,261	12,866	63,244	216,608
1987	△ 26,851	5,471	18,661	39,594	241,679
1988	△ 10,815	7,900	9,996	39,909	196,381
1989	52,705	43,386	97,558	95,371	668,971
1990	475	8,010	24,969	14,412	208,887
1991	8,603	16,001	△ 13,098	22,979	97,025
1992	△ 8,695	17,819	△ 15,882	27,625	72,949
1993	174,653	64,381	177,908	69,676	846,395
1994	△ 18,128	8,677	△ 8,191	14,572	7,598
1995	△ 22,393	4,629	△ 15,210	14,471	61,107
1996	△ 17,284	△ 3,803	△ 9,059	19,655	21,692
1997	△ 15,485	3,394	△ 6,120	20,713	46,987
1998	513	2,514	△ 13,320	4,209	△ 72,895
1999	△ 6,455	△ 13,222	△ 29,932	△ 41,117	△ 174,036
2000	△ 15,959	△ 11,804	△ 24,297	△ 7,497	△ 83,184

出所：財務省『法人企業統計季報』
単位：1 億円

かに下落しているものの，投資 GDP 比率は少なくとも 1998 年ころまで堅調な動きを示している。

表 2 には，業種別貸出残高のフロー量の推移が示されている。製造業や卸売小売業では，貸出残高はバブルが崩壊した 92 年以降減少しているのに対して，不動産業や建設業では，むしろ 98 年に至るまで増加している。つまり，業種間で資金の再配分が大規模におこなわれている。また全産業で見ると，貸出は，1998 年まで増え続け，90 年代を通じてそれほど減少しているとはいえない。マクロ的規模で見るならば，極端な “貸し渋り” が生じてはいないといわれる理由がここにある。一方，図 3 で示されるように，例えば，製造業と不動産業を比較すると，90 年代を通じて，不動産業の総資本営業利益率は製造業に比べて明らかに低い。ここからも，不動産業と建設業を中心に，滞った利払いを穴埋めするため，あるいは収益性が期待できない融資を存続するため，「追い貸し」がなされてきた可能性を読み取ることができる。つまり，投資額は堅調に推移しているにもかかわらず，GDP 成長率は下落しているのは，収益率が低い投資への過剰融資が資本効率を下落させたためと予想される。

「追い貸し」をめぐる議論は最近，効率性の高い分野に資金が流れず，効率性の低い分野へ過剰に資金が流れる「信用配分の歪み（credit misallocation）」の議論として発展しつつある。そして資金配分の歪みのマクロ経済的帰結に焦点が移り，投資，失業率，経済成長率などへの影響が分析されつつある。

Caballero et al. [2003] は，銀行から金利を減免された「ゾンビ企業」が資産規模で 14 %強存在したという事実を確認している。さらに，ゾンビ企業の存在が，市場での公正な競争を疎外して資源配分のゆがみをもたらし，ゾンビ企業の存在が 1990 年代の日本の投資率を引き下げ，失業率を上昇させていたと結論づけている。

櫻川 [2002，第 7 章] は，信用配分の歪みの一般均衡論的帰結は，TFP 水準の下落で表されるとしている。「失われた 10 年」と呼ばれる日本経済の停滞を信用配分の歪みで説明するためのミクロ的基礎付けを提示している。Hayashi and Prescott [2002] は，図 6 で示された現象を TFP（総要素生産性）の伸び率の下落で整合的に説明可能であると主張しているが（厳密には，彼らは GNP 概念を使っている。），果たして信用配分の歪みによる資本配分の歪みがどれだけ「失われた 10 年」を説明できるかは今後の研究に期待されるところである。

第 6 節　銀行の経営統治（コーポレートガバナンス）のあり方

銀行のコーポレートガバナンスは，企業とは異なり，主要な統治主体として政府の存在を無視できない。政府は，預金者や零細な貸出先の利益を守るため，さまざまな形で銀行を保護しており，「保護するからこそ規制する」という立場をとっている。(11)

本稿では，BIS 規制が「追い貸し」の一因をつくっている可能性を指摘してきた。しかし，この事実をもって BIS 規制を撤廃すべきだと主張するのは早計である。むしろ BIS 規制が有効に機能できるような制度設計をはかる必要がある。

時価会計の導入を柱と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える。不備な会計制度を温存したまま BIS 規制を強化してもその効果はあまり期待できない。むしろ不備な会計制度を温存したままでの，不良債権の資産査定の強化や経営責任の追及は，銀行の経営規律を高めるどころか，ギャンブル投資や「追い貸し」を誘発しかねない（例えば，Aghion et al. [1999], Osano [2002]）。(12)

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が必要な政策になろう。規制当局による資産査定は，過去の損失を債権の評価に反映することができても，将来の収益見通しを反映させることはできないという限界がある。不良債権問題の解決は，「行政による解決」ではな

（11） 例えば，Dewatripont and Tirole [1994] は，政府が，預金者の代理人として銀行を規制・監督することの根拠をこうした「代表仮説」にもとめている。

（12） Aghion et al. [1999]，Osano [2002] は，いずれも社会的総余剰の最大化の観点から最適な銀行救済政策を模索した結果，銀行経営者の経営責任を不問にしたほうが効率性の損失は少ないという結果を導き出しているが，モデルの情報構造は不変であるとした仮定のもとでの典型的な結論であり，現実的な政策提言とはなりえない。以下に述べるように，「金融再生プログラム」で選択されたのは，会計制度の充実であり，モデルの情報構造そのものを変えようという政策である。

く，不良債権の売買市場の整備をつうじた「市場による解決」が望ましい。そのためにも，銀行経営者に不良債権を売却させるインセンティブをもたせるような制度設計が望まれる。

残念ながら，規制当局が会計制度の整備の重要性を十分に認識しつつ不良債権問題に対処してきたとは思えない。規制当局は，有価証券含み益の自己資本への算入，株式の原価法の採用，土地の含み益の算入などを場当たり的に認めてきており，その運用の経緯をみると，銀行を規律づけるための手段として BIS 規制を位置づける意思に欠けていたのは明らかである。(13) BIS 規制は銀行を選別するツールとして使われるどころか，むしろ特に大手銀行にとっては，BIS 比率 8 %の堅持が目的化され，「8 %はとにかく守れ，ただし 8 %を維持するためならなにをやってもいい」という極めてゆゆしき事態が現実となる。規制当局は，不良債権隠しのための「追い貸し」を暗黙のうちに追認し，BIS 規制の裁量的運用を通じて，新たなモラルハザードの誘因を銀行経営者に与えてきた。

不良債権処理策はその後，無策のまま 2002 年を迎えるのだが，年末に「金融再生プログラム」と呼ばれる新たな政策パッケージが提示された。この政策は，会計制度の問題点と銀行のガバナンス（経営統治）にはじめてきり切り込んだという点で画期的であった。特徴は 2 つある。1 つは，暗黙に会計制度の裁量的運用を許容してきたこれまでの姿勢を改め，税効果会計の見直しを契機に，不良債権のみならず自己資本のより厳格な評価を銀行に迫ることになる。2 つ目は，銀行が破綻しない限り政府自らが銀行経営に介入できなかったこれまでの仕組みを改めたことである。政府が選択したのは，市場規律の活用ではなく規制による規律づけの強化である。(14)

BIS 規制を銀行規制の枠組みの中核に位置づける必要である。BIS 規制の運用にあたっては，銀行部門の大きさが最適サイズにあるかどうかという視点にたって，現状の大きさが過大であるのか過小であるのかを見極めることが必要である。もし過大であるなら，自己資本比率が一定水準を満たさなくなった銀行に対しては，公的資金を順次投入するのではなく，早期是正措置の対象として漸次業務を縮小させるべきである。自力で所定の自己資本を達成できない銀行が，競争の厳しい国際業務で利益をあげられるとは思われない。

銀行規制のあり方が，銀行業務を直接監督するというものから，市場による規律づけを利用するという間接的なものに漸次変化しつつある。ペイオフの実施や可変保険料率の導入は，預金者に統治の主体としての役割を担わせようという動きであり，BIS 規制は，外部株主にもその役割を担わ

（13） 銀行は，1988 年 3 月期から，銀行は株式を評価する方法のなかから，「低価法」に加えて選択的に「原価法」を採用できるようになった。「低価法」ではバランス・シート上で期末に株式を評価する場合，時価と簿価を比較して時価が簿価を下回る場合，差額を損失とみなして償却しなければならないが，「原価法」では，時価が簿価を下回っても評価替えする必要がなく，株式の損失を処理する必要がない。例えば，菊地英博 [1999] に詳しい。

（14）「金融再生プログラム」への評価は本論の趣旨を離れるので，ここでは言及しない。興味のある読者は拙著『金融立国試論』[2005] を参照されたい。

せようという意味合いもある。[15]

では，なぜ政府だけでなく，株主や預金者にも銀行の経営統治に参加させる必要があるのか？　政府に規制された旧来のシステムは，貯蓄動因をはかって急速な経済発展を実現する段階では有効な仕組みであったかもしれないが，昨今，銀行システムが過大になりすぎたことが，バブル期の不動産融資や最近の「追い貸し」などの弊害を引き起こしている。IT 革命に代表される技術パラダイムの転換，金融革新の進展，金融の国際化など，政府だけでは手に得ないほど金融を取り巻く環境は複雑化している。わが国の銀行システムは，こうした複雑化した金融を取り巻く環境に直面して，最適なサイズを目指して規模を縮小しなければならない。政府による統治の弱点は，肥大化した組織や仕組みを縮小できないことである。規模縮小へのソフトランディングをはかるためには，市場による規律づけを効率的に利用した仕組みを構築する必要がある。

（経済学部教授）
（北九州大学経済学部助教授）

参　考　文　献

伊藤隆敏 [2001]『インフレターゲッティング』日本経済新聞社
植田和男 [2001]「1990 年代における日本の不良債権問題の原因」，星岳雄・ヒュー・パトリック編『日本金融システムの危機と変貌』日本経済新聞社
小川一夫・北坂真一 [2001]「わが国の銀行貸出行動：その決定要因とマクロ経済への含意」，星岳雄・ヒューパトリック編『日本金融システムの危機と変貌』日本経済新聞社
杉原茂・笛田郁子 [2002]『不良債権と追い貸し』日本経済研究
菊池誠一 [1999]『時価会計が経営を変える』中央経済社
菊地英博 [1999]『銀行の破綻と競争の経済学』東洋経済新報社
櫻川昌哉 [2002]『金融危機の経済分析』東京大学出版会
櫻川昌哉 [2005]『金融立国試論』光文社新書
佐々木百合 [2000]「自己資本比率規制と不良債権の銀行貸出への影響」，宇沢弘文・花崎正晴編『金融システムの経済学』東京大学出版会
星岳雄 [2000]「なぜ日本は流動性の罠から逃れられないのか?」，深尾光洋・吉川洋編『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社
Aghion, Philippe, Patrick Bolton, and Steven Fries, [1999] “Optimal Design of Bank Bailouts: The Case of Transition Economies,” *Journal of Institutional and Theoretical Economies* 155, pp. 51–70.
Anderson, R.C., and D.R. Fraser, [2000] “Corporate control, bank risk taking, and the health of the banking industry,” *Journal of Banking and Finance* 24, pp. 1383–98.
Berglöf, Erik, and Gérald Roland, [1995] “Bank Restructuring and Soft Budget Constraints in

（15）　しかし，アメリカにおいても，外部株主が銀行経営者を規律づける機能に懐疑的な研究が存在する。Gorton and Rosen [1995] や Anderson and Fraser [2000] は，銀行経営者の株式保有比率が銀行に与える影響は必ずしも単純ではないという視点に立ち，検証を行っている。

Financial Transition," *Journal of the Japanese and International Economies* 9, pp. 354–375.

Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap, [2003] "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan," presented at the NBER/CEPR/CIRJE/EIJS Japan Project Meeting held in Tokyo.

Chan, Y-S, S I. Greenbaum, and A V. Thakor, [1992] "Is Fairly Priced Deposit Insurance Possible?" *Journal of Finance* 47, pp. 227–45.

Dewatripont, Mathias, and Eric Maskin, [1995] "Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies," *Review of Economic Studies* 62, pp. 541–555.

Dewatripont, M., and J. Tirole, [1994] *The Prudential Regulation of Banks,* The MIT Press.

Gorton, G., and R.Rosen, [1995] "Corporate control, portfolio choice, and the decline of banking," *Journal of Finance* 50, pp. 1377–420.

Hayashi, Fumio, and Edward. C. Prescott, [2002] "The 1990s in Japan: A Lost Decade," *Review of Economic Dynamics* 5, pp. 206–35.

Hellmann, T. F., K. C. Murdock, and J.E. Stiglits, [2000] "Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?" *American Economic Review*, Vol. 90, No. 1, pp. 147–165.

Hosono, K., and M. Sakuragawa, [2002] "Soft Budget Problems in the Japanese Credit Market", Nagoya City University Discussion Papers.

Ito, T., and Y.Sasaki, [2002] "Impact of Basle accord on Japanese Banks' Behavior," *Journal of the Japanese and International Economics* 16 (2002), pp. 372–397.

Keely, M.C., and F.T. Furlong, [1990] "A Reexamination of Mean-Variance Analysis of Bank Capital Regulation," *Journal of Banking and Finance* 14, pp. 69–84.

Merton, R., [1977] "Theory of Rational Option Pricing," *Bell Journal of Economics and Management Science* 4, pp. 141–83.

Mitchell, Janet, [2001] "Bad Debts and the Cleaning of Banks' Balance Sheets: An Application to Transition Economies," *Journal of Financial Intermediation* 10, pp. 1–27.

Osano, H., [2002] "Managerial Compensation Contract and Bank Bailout Policy," *Journal of Banking and Finance* 26, pp. 25–49.

Peek, Joe, and Eric S. Rosengren, [2003] "Unnatural Selection: Pervasive Incentives and the Misallocation of Credit in Japan," NBER Working Paper Series, No. 9643.