

# 「構造的罣」と世界金融危機



Robert H. Dugger

米国連邦準備制度理事会で要職を歴任後、世界的投資会社チューダー・インベ  
ストメントのマネージング・ディレクターに就任。米国銀行協会および上院銀行委員会  
チーフエコノミスト、下院銀行委員会金融小委員会スタッフメンバーを兼任する。米  
国資本市場委員会の創設者でもある。デビッドソン大学卒、ノースカロライナ大  
学で博士号取得。

ロバート・H・ダガー

チューダー・インベストメント マネージング・ディレクター

## 21世紀の金融システム構築

経済の安定と成長を促進するため、金融機関に関する政策は経済情勢の変化に対応しなければならない。こうしたことを考慮に入れて金融政策を考えると、私は常に、金融機関が活動している構造的な状況は何かを最初に問いたです。経済成長に寄与するGDP（国内総生産）構成要素の重要度は変化したのか？ それらは政府の補助金、税制措置、市場保護、その他の政策の変化に影響を受けているのか？ 外的要因はなんらかの重大な変化をもたらしたか？

日本に関していえば、これらの質問に対する答えは、明確にイエスである。これに関しては、議論の余地はほとんどないだろう。アメリカに関していえば、答えははっきりしていない。しかし、より多くの市場観察者は、私とその同僚が数年来持ち続けている見解に近づきつつある。最近になってやっと成功を収めつつあるのだが、アメリカのGDP構成項目寄与は激変しており、そしてそうしたことは現在の停滞しつつある経済が通常の景気循環とは全く違ったものであることを暗示している、ということのをわれわれは論じてきた。

われわれの見解では、日本は「構造的な罣」に陥っており、アメリカも同様の状況になるかもしれない。改革に対する政治的な抵抗、

政府の財政支出と政府保証に対する依存、恒常的なモノとサービス価格の下落、そして強い通貨が構造的な罣の指標に含まれる。

この論文では、「構造的な罣」を簡単に説明して、そして日本の銀行問題とそれに対処するための政策を再検討してみたい。小泉政権が銀行の不良債権問題にどのように対処するかということが、日本が災難から逃れ、復活するかどうかの重要な決定要因となる。しかしながら、私の関心は日本だけに向けられているのではない。日本が「構造的な罣」により深くはまるほど、世界資本市場へのリスクはより大きくなるのである。

## 「構造的な罣」は徐々に進行する

経済が特定のインセンティブ——外的要因、財政支出、税制、市場政策が特定の経済セクターの成長を促進し他を抑圧する——のもとで数年にわたって成長を遂げると、やがて成長を促進されたセクターはその国のGDPの主要な構成要因となり、インセンティブ構造を反映するようになる。インフラ整備（公共事業関連）と輸出品生産が日本における支援されたセクターの例である（アメリカにおいては、住宅建設と小売業がその例である）。これらはすべて、制度上、そして税制上の補助と市場保護、そして地政学上の

重要性から成り立つインセンティブ構造における、数十年にわたる受益者であった。

経済のインセンティブ構造（外的要因、国内的な補助と保護）が変化したり弱まったりすると、その経済は不況に対して非常に脆くなる。以前支援されていたセクターは収縮する傾向になり、そしてほとんどの場合、支援されていなかったセクターがGDPを満足に成長させ続けるのに必要なだけ拡大することはない。こうした非対称性がGDPを減少させ、そしてまた「構造的な罨」に向かっていく初期的な信号でもある。

政治的な指導者層が、経済停滞の原因が長期的な構造変化にあるということを理解していない、あるいは自由市場経済の効率性に対して熟知していない場合には、彼らは不適切な度合いで支援されてきたセクターを必要な資本の再配分から保護しようとするだろう。彼らは改革の痛みから（法人・個人を問わず）選挙支援母体を守るために、おそらく政府の財政支出と預金保証を使い、それまで支援されてきたセクターに資本を留まらせるようにするであろう。

もしそうした財政支出と政府保証が、選挙母体を不必要な短期的混乱から守る「クッション」の働きをする一方で、長期的に必要なロー・リターンからハイ・リターンへの資本の再配分を妨げなければ、そうした政策決定はその国が「構造的な罨」に陥ることを阻止することができる。政策決定がある国を「構造的な罨」に陥れるかどうかの試金石は、政府の政策が資本の再配分を促進しているか妨害しているかによって判断できる。

## 「罨」の経済学

「構造的な罨」の経済的な指標には以下のようなものが含まれる。資本再配分の不在、財政支出と政府保証への経済依存、モノとサービス価格のデフレ、強い通貨である。「構造的な罨」は成長を達成できない経済の政治的な部分に焦点を当てる。「構造的な罨」は以下のような問いを投げかける：罨の指標は、金融・財政政策の失敗が原因なのか、それとも選出された政治家の政権維持を目的とした政策が原因なのか？

「構造的な罨」の経済的な側面は、理解され次第に受け入れられるようになってきた。ハロルド・コール(Harold Cole)とリー・オハニアン(Lee Ohanian)は、効率的な資本の再配分を妨げた財政政策が、いかに金融上のショックを10年にわたる不況に導いたかを示した。クリスティーナ・ロマー(Christina Romer)は、第二次世界大戦によりアメリカが非効率的な財政政策から訣別して、その結果アメリカの1930年代の不況が終焉したことを説明するに至っている。マービン・グッドフレンド(Marvin Goodfriend)は、財政政策上の努力がゼロ金利という特殊なケースの下でいかに逆効果となるかを検証した。日本銀行政策委員会審議委員の植田和男氏は、構造問題が重要であるときの財政政策と金融政策の関連についてコメントしている。

われわれの金融政策のフレームワークは他分野における政策オプションと併用することができる。たとえば、金融政策は政府の真剣な構造改革努力と合わせることができる。そうした努力は短期的にはデフレ圧力を生み出すことになるが、結果的にはより一層効率的な経済を導くことになる。しかし、たとえ短

期においても、改革計画の発表によるコンフィデンス（信頼）の向上は市場に好ましい影響を与えるかもしれない。われわれのフレームワークはそのような改革をサポートするうえで大いに役に立つ。ゼロに近い金利を維持することにより、起こりうるデフレ圧力を和らげることができる。そうして供給された流動性は改革過程において有効に使用されることとなる。

もちろん、金融政策と併用するため別の政策オプションを、政府はもっている。極端な仮定として、財政政策決定者が支出の大幅な増額を決定したり、大幅な減税を決定したりすることもあるかもしれない。起こりうる金利の上昇圧力は流動性の供給によりほぼ抑え込まれる。こうしたポリシー・ミックスはデフレ圧力を一定の時点において止めるだろう。

もちろん、インフレ率がゼロ以下である場合においてのみ大量の流動性を供給するというコミットメントは有効であるので、天井知らずのインフレを我々が許容することはない。つまり、こうしたポリシー・ミックスが達成するであろうことは、経済のデフレ終焉に要する時間に影響を与えるということである。

このポリシー・ミックスならば、前述の例よりはポジティブ・インフレーションに到達するまでの時間は短くなるだろう。しかしながら、われわれのコミットメントを終結できる時点における経済の構成と効率性はまた違ったものになっているであろう。たとえば、こうしたポリシー・ミックスはオールド・エコノミーの高いシェアを保つ結果になるかもしれない。財政状況は当然悪化しているだろう。

もっとも最近では、日銀の中原伸之審議委員が、政治的には受け入れ難いが、銀行資本の弱体化と経営の行き詰まりに対処するための慎重な方法が積極的に熟慮される必要性を指摘した。

政治的な指導者層が赤字支出、政府による預金保証、極端な金融政策に頼り、必要な構造改革を避けようと試みたとき、その国は構造的な罠に突入するリスクに直面している。ロー・リターンからハイ・リターンへの資本の流れを可能にする構造改革を伴わなければ、経済は引き続き収縮する。政策決定者たちはますます財政支出と政府保証に頼り、経済は次第に依存的になり、経済に占める政府の役割は着実に増加する。

月ごとに経済はますます身動きがとれなくなり、国民所得、消費、投資、貯蓄も同様に減少していく。国内貯蓄に比べて、政府の借り入れ（直接債務と偶発債務）は増加する。経常収支は赤字に向かう。実質金利は上昇し、通貨は強くなる。不良債権額の増加と株価の下落は、金融市場における民間部門の収益悪化の証拠である。不良債権は主に、支援されてきたオールド・セクターの企業と家計から構成される。そうした部門の急激な債務不履行を避けるには政府の持続的な支援に依存するほかなく、それがなければ企業破綻が続出し、銀行制度は崩壊する。

## 「罠」の政治学

構造改革に伴う経済収縮のもと、選出された政治家たちが直面する政治的なインセンティブは非常に重要である。支援されたセクターの着実な拡大により長年にわたる経済の良好な成長を達成して、経済的なインセン

タイプが成功した場合には、そうしたインセンティブを企画し実行した政治的な指導層はますます力を蓄える。そうしたインセンティブ政策を形づくり、実行するために発達してきた経営者、労働者グループ、官僚、金融機関、そして政党の関係は一層深まり、政策決定メカニズムを形成する。何年にもわたり、与党は政界を支配することになるだろう。

経済インセンティブが変化し経済自体が弱くなったとき、政治家たちは困難な選択を強いられる。彼らはインセンティブの変化に伴って必要となった資本の再配分を容易にするためのマクロ経済政策を使うこともできるし、もしくは支援されてきたセクターに資本を留まらせることを画策することもできる。

財政政策と金融政策は、構造改革に伴う短期における経済の収縮を和らげ、民間の意思決定者に調整時間を与え、政治家たちには資本の再配分を容易にし、不況の深みを和らげ、素早く再成長を達成するための改革を実施するための時間を与える。しかしながら、政権を維持するために使用されれば、預金保証の拡大を含んだ財政政策は、資本の再配分と新しいセクターの成長を阻害するための手段となる。

「構造的な罨」の下では、選挙で選ばれた政治家たちが改革に抵抗するのは不合理なことではない。民間投資の収益を増加させる改革に抵抗することで、政府は自らの資金調達力を維持することができる。政府保証と財政支出が古くから支援されてきたセクターに配分され、そして銀行システムをサポートしているので、国会議員たちも変わらぬ政治的な支援を彼らに期待することができるのである。そして、有権者への言い逃れもいつも同じである。すなわち、「あと回の景気刺激策で再

び成長軌道に乗り、経済的な痛みは終わる」というものだ。

民間投資による利益が国内の貯蓄家と投資家にとって魅力的となるような改革に継続的に抵抗しようとする政治的なインセンティブは強い。特にゼロ金利の下でそれは顕著である。

その代わりに、モノとサービス価格のデフレと強い通貨は政府にバックアップされた投資にプラスの収益をもたらす。モノとサービスのデフレの下、家計の貯蓄家たちは自らの貯蓄でより多くのものを購入することによって、実質的に高いリターンを得ることができる。

価格のデフレから利益を受けることのできない投資家たち（なぜなら彼らはモノとサービスの消費者ではないからだ）は、通貨の上昇により恩恵を受ける。ゼロ金利であっても、ある程度のデフレと通貨の上昇があり、それらは貯蓄者と投資家を満足させる。

ある国が「構造的な罨」に陥っているかどうかは、外的・国内的状況が変化しているなか、支援されてきたセクターを維持する政治力学が、資本の再配分を許容する政治力学よりも強いかどうかにかかってくる。

自国通貨高を伴う恒常的なデフレは、その国が「構造的な罨」に陥りそうになっている初期的な信号である。もし支援されてきたオールド・セクターの収縮を阻止するために、政府の政策が財政支出と預金保証へ依存し、その割合が着実に拡大しているということが明らかになれば、その国が「構造的な罨」に陥っているということは、ほぼ確実である。

## 「罨」の最終局面

際限なく続く財政支出の増大と政府保証の

拡充という政策は、永遠には機能しない。政策の疲労はさまざまな形を取る。先進国では、為替が強くなすぎるのを阻止するための財務省による介入が、政策疲労を示すサインとして認識できる。

十分な介入によって、市場は通貨が上昇も下降もしない比較的変動の少ない時期に入ったと確信する。この時点において、国内外の投資家たち（消費財とサービス価格の着実な下落によって利益を受けない人たちは、海外投資によってより高い名目リターンを求め、資本を国外に動かすだろう。

資本の移動は最初は緩やかで、またそれらは大抵、為替ヘッジされているので、通貨の下落に対する影響は小さい。市場が財務省は円高阻止に本気であるということに自信を持ち始めると、為替ヘッジされていない資本の流出が増大し、それに伴い名目金利は上昇する。そして、金利が上昇するに従い、ゼロ金利の状況下によってのみ生き延びることのできる企業は倒産することになる。政府の歳入は減少し、利払いはい上昇、そしてそれらは財政状況をより悪化させる。この時点で、不安定な「突然の停止」のリスクは非常に大きくなってくる。

逃げ出すことに失敗した、「罨」の被害者たちは、国内資本の逃避、政府の財政政策の失敗、急激な通貨の下落、金利の上昇、そして連鎖的な企業倒産を原因とする壊滅的な構造改革を最終的に経験することになる。

「罨」の被害者たちは、経常収支の流れと通貨価値の急激な変化を通じて、システムック・リスクを他国に与える。不安定性は資本コストを世界的に高める。

## 日本の最終局面

日本が1997年ごろから「罨」に陥っているということデータを示すことができる。そのとき以来、日本の名目GDPは減少し続け、実質金利と貿易加重ベースでの円は上昇し続けている。1998年の日本版ビッグバンを端緒として多くの変化が起り、改革は成功しつつある。しかしながら、全体的な政策状況を見てみると、それは自民党保守派によるロー・リターンからハイ・リターンへの資本再配分に抵抗する一連の成功劇であった。

ゼロ金利に近い状況にもかかわらず、最近まで日本政府は国内貯蓄を国内に留めておくことができた。財政支出と政府による保証政策が資本の再配分を妨害し、ますます上昇する実質金利（ほぼゼロに近い名目金利と価格レベルの低下の差異）と、強い円を招いた。

しかしながら、2000年夏から円は強くなりすぎ始め、2001年秋には封じ込め政策が実施されなくてはいけなくなった。1ドル115円、1ユーロ106円のラインを下回らないようにするために、財務省は9月と10月に7回にわたって市場介入を行った。

価格デフレから利益を受けることのない裕福な家庭と高い利益を上げている企業は、安全に海外に投資をして、同等のリスクで日本の証券に投資するよりも5倍から6倍の利回りを稼ぐ機会を見いだした。彼らは財務省の介入により、投資に値するドル建て、あるいはユーロ建て証券を新規購入しても、為替変動による価値の下落を心配する必要がないことがわかった。そして、現在、資本は非常に大量に日本から逃げ出している。

約定ベースにおける対外証券投資は週に約4000億円である。直近3ヵ月平均では1ヵ月に

1兆9450億円である。これは2001年第1四半期の3ヵ月平均の1850億円/月と比べると約10倍の規模である。現在の数値を年率すると約23兆円となり、GDPの約5%にあたる。

## 不良債権問題

不良債権問題を試算するにはさまざまな方法がある。中前氏は最近、問題となる借り手とは営業利益が利払いよりも少ない企業であるという定義に基づいた、非常に明瞭な分析を行った。この定義と2001年3月末における数百社の財務レポートを吟味した結果、彼は不良債権の規模は130兆円をくだらないとの結論を下した。

中前氏は、たとえ負債の帳消しや、株主保有の株、貸出担保物件といった積立金を考慮に入れて調整しても、銀行は少なくとも80兆円の資本不足があると指摘しており、潜在的な問題債権は深まる不況と、もしくは金利の上昇により、必然的に増加するとしている。

株式保有による実現されていないキャピタルゲインは潜在的な損失になってしまっている。合計で毎年5兆円となる営業利益が問題債権を処理するための唯一の原資とすれば、銀行が不良債権を処分するのに16年かかると、中前氏は説明する。あるいは、3年間で不良債権を処理しようとすれば、66兆円の公的資金の注入が必要となる。

過去8年間にわたって、(1)38.6兆円の営業利益（年平均4.8兆円）、(2)株式保有による実現された19.4兆円のキャピタルゲイン（年平均2.4兆円）、を主なよりどころとして、銀行は70兆円の問題債権（年平均7.8兆円）を処分してきたと、中前氏は証明している。加えて、会計基準の変更によって発生した9.1兆

円の利益と6.5兆円の公的資金注入がある。すべて合計して、銀行の償却原資は73.6兆円にのぼる。

2001年3月時点における統計に基づけば（株式保有による一連の損失は無視する）、不良債権総額は130兆円にのぼり、そのうちの90%（114兆円）は回収不能である。これに対して、銀行は処理のための11.6兆円の引当金を積んでいる。21.4兆円と試算される保有株式を合わせて、銀行は不良債権を処理するために合計33兆円の資金を有していることになる。これは、およそ81兆円に達する不良債権が銀行の資本では賅えないということを示している。

不良債権を3年で処理しようとするれば、銀行は年5兆円の営業利益しかあてにできない（累計で15兆円）。こうした不足を補うためには少なくとも66兆円（81兆円－15兆円）の公的資金注入が必要となり、さらに銀行の資金を補給するための追加の資金が必要となる。

1. 小泉政権は積極的な構造改革と無作為との間に向かっている。改革のアナウンスメントはすべてのオプションの可能性を示している。オプションの範囲は限られた改革から銀行の国有化まで、幅がある。

小泉首相のリーダーシップこそが、日本が「構造的な罨」を免れられるかどうかの重要な決定要因となる。同時に、世界的な反テロリズムの流れに呼応して小泉首相は日本の外交政策の歴史的な転換を試みており、また銀行に関する政策が行き過ぎた改革による激変と何もしないことによる麻痺状態の中間地点に安全に向かうように舵を取ろうとしている。

政府関係者と市場参加者との議論から、4つの異なる政策があることは明らかである。

- (1) 現在の政策に固執して、いかなる変化にも抵抗する。
- (2) 整理回収機構の機能を拡充して、不良債権を問題銀行から買い取り、銀行を倒産させないようにする。
- (3) 金融庁の監督機能を強化し、再建可能ながらも過剰債務を抱えている企業をてこ入れする一方で、問題銀行を一時国有化し、再建後に再び民営化する。
- (4) 銀行システムを国有化する。

ほぼすべての人がオプション(1)と(4)は避けられるべきであると同意している。しかし、同時に、多くの人が近い将来においてはオプション(1)の方向に向かっていくであろうという一致した意見をもっている。彼らの多くが強調している問題点とは、オプション(1)に向かうことによって、オプション(4)が確実に起こるということである。

### 政府による改革アナウンスメント

小泉政権の改革のアナウンスメントはすべてのオプションの可能性を示している。こうしたアナウンスメントは、2002年度の第1四半期と第3四半期に金融庁が独立監査人と連携して行う、銀行に対する特別検査を強調している。

金融庁は、株式や社債、もしくは民間格付け会社のランキングを反映して市場が突然ネガティブな判断をするかもしれない借り手に対する貸出債権分類を変更するよう、銀行を

駆り立てるであろう。特別検査によって借り手が倒産の危機に瀕していると判断されれば、おそらくそうした債権は直ちに処理されるであろう。

また9月には、整理回収機構による銀行からの不良債権買い取り機能を強化する案と、優良企業向け貸出債権を買い取り、また債務の証券化によるバランスシートの再構築を目的とした民間ベースの「企業再建ファンド」を設立する案が出された。

### シードマン、ジットリン、クックによる提言

多くの中小企業に引き続き貸出を続けることによって、銀行制度は広範な経済的支援と失業に対するセーフティネットを供給している。中前氏のデータが示すように、こうした企業の本数は200万社をこえ、日本の全雇用者の75%を占め、総売り上げの65%を計上している。

前・米国整理信託公社(RTC)総裁であったビル・シードマンはこうしたことをよく理解している。彼の日本政府に対するアドバイスは、「早くやるに如くはなし」ということである。彼が何度も繰り返して主張しているのは、整理回収機構(またはそれに代わる不良債権買取機関)の活動期間をあらかじめ限定したうえで、雇用、解雇、民間会社との契約に関する完全な権利を与え、直ちにこうした機関のためにスタッフを集める、ということである。不良債権を処理するために必要なこうした一連の準備が全く始動していない事実を鑑みて、政府が不良債権問題の悪化を食い止めるのに全く無頓着なのではないかと、彼は心配している。

自らのアメリカにおける不良債権処理と世

界各地における経験からデービッド・クック（元・米国整理信託公社副総裁）は、不良債権の取引市場を東京に設立すべきであると政府関係者にアドバイスする。彼によれば、こうした市場は東京の金融面におけるリーダーシップを強化して、納税者のコストを最小限に抑えながら、資産に最大限の価値を与えることができる。

彼の経験が示すところによれば、不良資産はいくつもの段階を経て返還されていき、ハゲタカ的な債権者から長期的な投資家や所有者の手に渡るまでに何度も売買される。不良債権市場は流動性と価格をあらゆる点で最大化する。

著名な企業再建専門家であるリチャード・ジットリンは、日本企業の債務軽減のために債務の証券化（デット・エクイティ・スワップ）を実施すべきだと、長い間唱え続けている。何人かの政策決定者たちは彼の提言に耳を傾け、そして実際に小泉政権が昨年9月21日に示した改革工程表に民間ベースの企業再建ファンド設立を盛り込んだ。

企業再建ファンドは、生き残りが可能な企業の債権を取得したり、債務の証券化、主要業務以外の切り離し、高い収益体質の確立によって、過剰債務で苦しんでいる企業を救い出すことができる。彼のアドバイスが強調しているのは、生き残り可能な企業を再建することにより経済と雇用の成長を促進して、当面は一つの企業からでもいいから、それを直ちに開始せよということである。

#### 4つの銀行政策オプション

政府関係者と民間のコメントから推測すれば、小泉政権の銀行政策のオプションは基本

的に4つある。

(1) 最低限の改革だけ実施して、現在の遅々と進まぬ政策に固執し、時間を稼ぐ。

重要なことは、抵抗勢力と急進的な改革推進者の両方がこのオプションを支持しているということである。このオプションは、多くの事情通の人々は、近い将来にもっとも起こりうる結果であると信じている。

抵抗勢力は明らかにこのオプションを支持している。彼らは、日本はアメリカや他の国とは違うと考えて、提出された改革案は受け入れられないとする。

日本に必要な改革は政府主導によって実現されるとは思っていないので、急進的な改革推進者のなかにもこのオプションを支持する者もいる。彼らは日本には市場主導による改革プロセスが必要であると論じ、そうしたプロセスを達成する唯一の方法は政府の努力が完全に失敗することであるとする。

こうした人々は主流を占める政治的指導者たちの信用を失墜させるような危機によってのみ、劇的な変化が達成できると信じている。彼らにとっては、銀行監督の権限を大蔵省から分離して、金融庁や整理回収機構を設立した1990年代の一連の改革は、単なる見せかけにすぎない。扉に掲げられる名前こそ違え実際の政治は変わらないことを熟知している古い体質の官僚たちは、改革推進者たちが求めることを喜んで法律として制定してきた、と断じている。

(2) 整理回収機構（RCC）の機能を拡充して、不良債権を問題銀行から買い取り、そうした銀行を倒産させないようにする。

細部は異なるものの、このオプションは、

RCCに不良資産処理のための期限を課さずに、上述したような組織的なフレームワークを採用するということを含んでいる。金融庁と財務省が、市場と、もしくは日銀からの資金を利用したRCCの拡充を模索する。そのうえで、RCCが銀行から「弾力的な」価格で不良債権を買い取ることになる。

明らかに、「弾力的」が意味するところは、政治的な論争の場になる。小泉政権は、不良債権は簿価ではなく時価で買われるべきであると述べた。金融庁のなかには、首相の言葉は「追加的な公的負担はない」ということを保証する意図から発せられたと解釈する人もいる。こうしたつの解釈の違いは全く異なるものである。たとえ非常に流動的で透明性が確保されている市場においても、時価はほぼ間違いなく銀行への追加的な公的資金注入を意味する。

自民党の国会議員は、できるかぎり詳細な議論は避けて、整理回収機構に簿価と機構が現在支払っている損失のない低い価格とのどこかの間の価格で不良債権を買い取る権限を与えたい、と話している。こうした価格は、整理回収機構と銀行が将来の損失（と利益）を分担するための補償金を含んでいる。

野党の指導者たちは、このオプションを問題銀行に適用することによって発生するかもしれない、納税者が負担する金額を明瞭にすることによって、こうした価格に関する問題を公にしたいと望んでいる。

(3) 金融庁の監督機能を強化し、債務超過に陥っている優良企業を再建する一方で、グッドバンク/バッドバンク方式によって問題銀行を政府が引き継ぎ、再民営化する。

このオプションには、金融庁の権限を強化

することと、株式と社債の価格を債務の格付け分類決定に使用するということを強調した、9月21日の声明を実行することが含まれている。追加的な貸倒引当金は銀行の財務状況を悪化させ、金融庁は早期是正措置を実施する。株式・社債価格による債務不履行の可能性を計算するモデルを使っただけで、もし銀行が業務改善できなかつたり、必要とされる引当金を達成できなかつたりした場合には、そうした銀行は政府によって業務を引き継がれる。

こうした銀行は、たとえばグッドバンク/バッドバンク方式といった標準的なテクニックを使うことによって、解決される。グッドバンク/バッドバンク・トランスアクションでは、不良債権のない新たな「グッドバンク」を設立し、投資家に短期限定で株式を発行し再民営化する。新たな投資家・所有者は以前の経営をどうするか決定することができる。バッドバンクは、米国整理信託公社（RTC）に似た新たな政府機関によって運営され、決まった期間内、たとえば3年以内に清算される。

問題銀行の引き継ぎというオプションが政治家にとって重要で魅力的である理由は、このオプションによって厄介な不良債権の価格問題を避けることができるからである。このオプションでは、早急で明確な最終価格というものが存在しない。政府が銀行を引き継ぐことによって、政府が不良債権の所有権を取得する。たとえ素早い解決プロセスであったとしても、数年にわたって不良債権処理のための実際のコストは明らかにならない。

問題銀行を引き継ぐことと連携して、「企業再建ファンド」を設立して、バッドバンクの清算人から生き残り可能企業の負債を購入

することができる。企業の債務負担を比較的軽減して競争力のある収益性を与える債務の証券化を用いることによって、企業再建ファンドは企業のバランスシートを健全化させることができる。

#### (4) 銀行の国有化。

銀行政策に関わる人を含めて多数の人が銀行制度の国有化を提唱している。彼らにとっては、現在の不確実性は許容できないほど高く、経済も停滞している。彼らは銀行制度はすでに効率的に国有化され始めていると認識している。明示的な形での預金保険と、ほとんどの銀行も「破綻するには巨大すぎる」という暗示的な形での政策によって、負債は100%政府によって保証されている。

彼らの議論するところによれば、国有化は政府に以下のようなことを可能にする。(a) 銀行業務の引き継ぎと銀行制度の安定化、(b) 問題貸出の優良貸出からの区別と、それらの「現実的な時間枠」の下における処分、(c) 合理的な方法による銀行業界の整理統合、(d) 健全競争を基礎とした銀行の再民営化、(e) 不可避かつ破滅的な業務の失敗がいつでも発生しうる現在のシステムに浸透しつつあるリスクの排除。

銀行の失敗と政府による引き継ぎはさまざまな要因によって発生しうる。最もありそうなのは、政府が公的資金注入によって購入した優先株に対して配当金を支払うことができないことである。銀行が規定された配当を支払うことができなければ、優先株は大量の普通株に変換されて、その銀行は政府に支配されることになる。

国有化による他の全体的なリスクには以下のようなものがある。(a) 1つかそれ以上の

銀行による、すでに存在する負債のロール・オーバー拒否によって引き起こされる連鎖的な債務不履行、(b) 相当程度弱っている第一勧業銀行と日本興業銀行との合併合意からの富士銀行の撤退、(c) 全体的な企業倒産件数の増加、(d) 規模が大きく、急激な、そして壊滅的な企業の失敗。

明らかに、こうしたことの起こりうる可能性と非常に大幅な円と国債の下落には、緊密な関連性がある。

2. 小泉政権は不良債権問題に対処するための部隊（金融再生部隊）を編成し始めるべきである。不良債権問題解決のためには少なくとも1000人の専属部隊が必要である。小泉政権がこのような部隊を編成し始めないかぎり、国内外の投資家は小泉政権の不良債権に関する、いかなるコメントも真剣には受け止めない。

前述したいくつかの政策シナリオを区別する重要な違いは、RCCと、もしくはそれに代わる機関の役割である。もしそうした機関が厳格に作用すれば、つまりはっきりとした期限内に、積極的かつ透明性を保って不良資産を民間部門に移転するための適当な人的資源と権限を備えていなければ、銀行問題は解決しない。

デービッド・クックは、RCCが厳格に機能できるためには少なくとも1000人の人員が必要であると見積もっている。クックは熟知しているに違いない。彼は米RTCのチーフ・オペレーターを務め、また世界14カ国で不良資産処理のための公社を設立してきたからだ。

小泉政権は直ちに厳格な不良資産処理のた

めの計画と予算を提示しなくてはいけない。誰かがクックを招集しなければならない。

現在の東京における最も残念なことは以下のことである。不良債権問題を処理するために必要な部隊を誰かが編成しようとしている明確な証拠がない。9月の東京での会議でビル・シードマンは繰り返しこのことを指摘してきた。それ以降の市場参加者との話し合いで、われわれはますますこの判断を深く信じるようになった。

RCCであろうがもしくは他の機関であろうが、不良債権問題処理を成功させるためには、最初にさまざまな専門的技能をもった少なくとも1000人から構成される部隊が必要となる。こうした人員を有効な組織に編成するためには、候補となる人員を見極め、そして訓練する必要がある。たとえ、こうしたことを今日から始めたとしても、このような新しい組織が極めて重要な仕事を始めるのには1年はかかる。こうしたことに着手しなければ、問題債権を今後1年、またはそれ以上の期間、処理しないという信号を送ることになる。

不良資産を民間部門に還元するプロセスに必要な専門家集団の編成に政治的指導者たちが着手し始めるとい証拠がないかぎり、投資家の資本は日本から逃げ続ける。

銀行制度の国有化には種類ある。それは、適切なものと不適切なものである。私は、銀行に関する政策の4つのオプションを先ほど提示した。4つ目は法律上の国有化である。もし国有化が厳格な終了計画なしに進めば、結果は一層悪化した経済の麻痺状態と政府の財政危機——つまり「構造的な罨」の最終局面である。

ロー・リターンからハイ・リターンへと資本の流れを促すような厳格な終了計画を伴っ

て国有化が進めば、銀行問題を解決し、政府の資金繰りに関する危機を回避し、「構造的な罨」を逃れることが可能となる。

適切な国有化は、厳格な基準と目標期間設定から構成される。

銀行制度の国有化を成功させるためには、以下の事柄を伴わなければならない。過去50年における成功したすべての銀行問題解決方法は、以下のような特徴を共有している。

(1) 完全な責任：政府は銀行問題に関して完全な責任を負わなくてはならない。また、弱小銀行と不良債権を処理するための最高の権限とさまざまな機能を併せ持った機関を設立しなければならない。

(2) タイム・リミット：はっきりとした締め切り期間を設定しなくてはならない。

- (a) 国有化された銀行を市場に売却することによって再民営化する。
- (b) 不良債権を取り扱う会社を終了させ、すべての利益もしくは損失を政府に転換する。
- (c) 企業の債務と株式の割合を国際的なレベルにする。
- (d) 銀行の負債に対する政府の総括的な保証を取り除く。

(3) 実施：政府は以下のような法律を制定しなくてはならない。

- (a) 再建期間中は制度に対する信任を保つために、すべての銀行の負債に対する包括的な保証を提供する。
- (b) 妥当な人的、法的、金融面、市場における資源と権限を明白に兼ね備えた不良債権を売却する機関もしくは資産運

営会社を設立する。

(c) 迅速で効果的な倒産のプロセスを保証する。

(d) 銀行を監督する機関が不健全な、もしくは支払い不能の機関を見極め、解決するようにする。

- ・再生不能な銀行は乗っ取られるか、清算されるか、合併されるか、ブリッジ・バンクに引き継がれることになる。不良資産は資産運用会社に転換される。
- ・再生可能な銀行は資本再注入され、再建計画が実施され、不良資産は資産運用会社に転換される。株主の利害関係は稀薄化される。
- ・すべての銀行は再建計画のもと企業トレーニング（ロンドン・アプローチ）を受け入れるべきである。企業の債務と株式の割合は減らされるべきである。

(e) 金融機関の規制と監視を改良する。

- ・会計は透明性を旨とする。・金融機関は株主に対して説明責任を果たすようにする。
- ・監督機関は以下に示す目的のために広範囲にわたる権威と権限をもつ。
- ・早期是正措置
- ・パーゼル基本原則

3. 小泉政権は、今、債務超過に陥っている数社の企業を再建する方向に向かうべきである。

たとえば、各主要銀行グループから選び出された4つの企業を再建するだけでも、改革がうまくいくことを示す。今、直ちに数社の再建に取り組むことは経済成長と雇用にプラ

スであり、また企業再建ファンドに何が可能であるかを証明することになる。

小泉内閣が9月21日に発表した改革工程表のなかで、最もエキサイティングでポジティブだったのは、企業再建ファンド（JDF）である。企業再建ファンドの目的は、優良な企業でありながら問題に直面している日本の企業を、再生することが不可能になる前に救い出すことである。企業の債務負担を軽減し、再び競争力を獲得することを可能にする債務の証券化やその他の方法により、企業再建ファンドは企業を再建する。企業再建ファンドは経営とバランスシートを強化し、経済成長と雇用を増大させる。

各主要銀行グループから選び出された4つの企業を再建することによって、改革がうまく進むということがわかる。ジットリンは、銀行借入を残したままの状態、優良でありながら問題に直面している企業を再建することが賢明であると強調している。理由は以下のとおりである。

1. 再建が完了してからも、銀行は再建された企業との関係を保つことができる。そうすることで、将来において、銀行は不良顧客の代わりに優良顧客を保つことができる。企業にとっては、企業の成長と雇用に必要な財源のために、新たな銀行との関係構築を模索しなくても済む。これは、銀行、企業、経済のすべてが勝ち組になることができるストーリーである。
2. 企業再建ファンドの戦略チームと一緒に企業再建に参加した銀行家たちは、より高度な貸出の技術を発展させることがで

きる。

3. 債権をRCCに転売するための価格の設定といった厄介な問題を避けることができる。

しばしば銀行は借り手の経営に関して、とつもなく深い関係を築き上げ、時には銀行の人材を経営に参加させることまでである。企業再建ファンドのチームは、企業と銀行間の改革初期における交渉を円滑に進めるといふ困難な任務を援助することができるかもしれない。

この提案によって失業や外資の「ハゲタカ・ファンド」に関する心配に対処できる。政策決定者のなかには、改革が以下のようなことをもたらすのではないかと心配する者もいる。

1. 新たな失業を生み出す。
2. 外資が低い価格で日本の資産を獲得できるような、不均衡な機会を与える。
3. 企業再建が成功せず、単に不良企業を存続させる。

これに対して、ジットリンは以下のように指摘する。

- (1) 企業再建ファンドは再建することができる企業だけを選び出し、ひとたび再建されれば、長期の成長と雇用を日本にもたらす。
- (2) 企業再建ファンドへの投資家は主に日本の機関である。
- (3) 日本の多くの企業は再建可能であり、長期的な成長と雇用の原動力となる。だが、今行動を起こさなければ、手遅れになり

再建不能になる。

- (4) 外資の「ハゲタカ・ファンド」は、政策決定者たちが生存可能な債務超過企業の再建になんら対処しないときに、利益を手にする。「ハゲタカ・ファンド」は非流動的なもの、不透明なもの、そして危機において優位な立場を占める。

企業再建ファンドの設立は改革工程表に含まれていた。企業再建ファンドの2002年3月以前での運営は意図されていない。企業再建ファンドの威力を証明するには実際に今、数社の日本企業を再建することであると、ジットリンは指摘する。そうしたいいくつかの企業を債務超過から抜け出させて再び成長させることによって、政府の改革の目標を確定し、信用性を高めることができる。

ジットリンは試験版・企業再建ファンドを早急に組織する必要があると強調する。試験版・企業再建ファンドは日本の4大銀行グループと共に作業に着き、それぞれのグループから1つずつ候補企業を選択する。

試験版・企業再建ファンドは日本と世界の両方で経験を積んだ専門家チームによって運営される。日本開発銀行が企業再建ファンド創設のための仲介者兼マイノリティー投資家であり、加えて、1つもしくはつの日本の民間金融機関が企業再建ファンドの投資家であることが望ましい。

数社の再建は経済成長と雇用にプラスであり、また企業再建ファンドに何が可能かを証明する。意欲的には、目標として2002年3月までに4つの企業の再建計画に関する合意が到達することである。計画の発表がなされるのと同時に実例が公開されれば、市場はより一層、さまざまな計画に対して自信を深める。

本質的に、われわれが勧めることは、問題企業を再建するためには日本流の解決策があるということを示明するために、日本は今行動を起こすべきであるということだ。

4. 小泉政権は東京に世界的な不良資産交換の本部を建設することに焦点を当てるべきである。そうした新たな機関は不良債権のコストを減少させ、東京をアジアにおけるロンドンとすることができる。

日本の不良資産に高付加価値をつけるには、人材とテクノロジーが重要となる。成功すれば、日本の金融はリーダーシップを獲得し、納税者負担を最小限に抑えることができる。東京を本拠地とするコンピュータ化された不良資産の取引によって、不良債権は世界中の入札者によって可能なかぎりの高値で売買される。こうした取引により、東京は世界の金融活動の中心となることができる。

本格的な不良債権問題処理を始めると、RCCには5000人から1万人の職員が必要となり、また5000人から1万人の民間人と契約を結ぶ必要がある。資産運用のために多くの人々が法律、会計、経営の知識と技術を高める必要がある。国家的な再訓練プログラムは悪化する失業問題をやわらげる。

なすべきことは、以下のようなことである。

A. 直ちに、コンピュータ化された不良資産の取引所をつくるべきである。インターネット取引は投資家に以下のことを可能にする。

- (1) どのような資産が売りに出されているか知ることができる。
- (2) 完全で正確な情報を手に入れることができる。

- (3) 資産に関する質問への回答を素早く、正確に手に入れることができる。
- (4) 世界中の購入者が集まった資産取引オークションに参加することができる。
- (5) 資産を購入し権利を手に入れることが完全に可能になる。

B. 資産を間違いなく売却するために、売却機関（銀行、RCC、政府等）は以下のことを確実にしなくてはならない。

- (1) 購入者の要望を調査し徹底的に理解する。
- (2) 資産を購入者の要望に合うように変えなければならない。
- (3) 資産に関する情報を世界中のすべての潜在的な購入者に同時に伝えなければならない。
- (4) 資産に関する説明は完全なものでなければならない。隠された負債があってはならない。
- (5) 購入者の質問に対して公的な回答を用意しなければならない。
- (6) 現状に見合った法律、会計、経営技術を国家単位で世代の区別関係なく数万人単位で再訓練しなければならない。