

# 「不良債権処理加速・デフレ早期脱却のための総合政策」の提言\*

UFJ総合研究所理事長 中谷 巖

## <要 旨>

1. 「金融再生プログラム」は、デフレをより深刻化させ、日本経済を回復不能な状態に追い込む可能性が高いこと、銀行が不良債権を産業再生機構に売却する誘因がないため、不良債権の切り離しが進まず、不良債権問題は解決しないこと、の2点において決定的な問題を抱えている。
2. これを克服するため、以下の5点からなる総合的政策を緊急提言する。
  - (1) 銀行の不良債権を本体から切り離させるため、「現時点での評価に基づく実質簿価」で産業再生機構がメイン行分を除くすべての要管理先以下の債権を買い取る。これは、査定厳格化により銀行に引当金を積み増しさせると、銀行が産業再生機構に不良債権を売却するインセンティブが消滅し、不良債権の切り離しが進まないという事態を打開するために必要になる。
  - (2) ただし、これでは銀行救済になるので、「現時点での評価に基づく実質簿価」で不良債権を買い取った産業再生機構に発生するであろう二次損失を銀行に補填させる必要がある。このため、銀行が産業再生機構（預金保険機構）に対して十分な数量の銀行株ストック・オプションを付与する。将来、銀行が健全化し、銀行の株価が上昇すれば、産業再生機構に発生する二次損失は補填され、国民負担は回避できる。
  - (3) さらに、銀行の経営を外部からモニタリングできるように、銀行を「委員会等設置会社」に移行させる。この措置により、経営者の指名、報酬体系の決定、経営監査などについては、銀行とは独立した立場の社外取締役が決定することになり、銀行のガバナンスが改善される。
  - (4) 産業再生機構が買い取ることになる不良債権（約16兆円）については、日本銀行が買取資金を全額融資する。これにより、ベース・マネーが16兆円増加し、金融は大幅に緩和される。このような思い切った金融緩和により、インフレ期待が醸成される環境が整う。
  - (5) (1)から(4)の不良債権切り離し、デフレからの早期脱却のための政策を後押しするため、10兆円規模の所得税、法人税、贈与税などの直接税先行減税の実施、その後の段階的消費税の切り上げを含む大胆な総需要政策を組み合わせる。

以上の政策を組み合わせることにより、不良債権処理の加速、金融機能の正常化、貸し剥がし、貸し渋りの解消が期待できる。金融が大幅に緩和されるので、インフレ期待が醸成され、また、時限的減税政策の導入で消費の前倒しが起こるため、日本経済がデフレから脱却し、同時に不良債権処理が加速することは確実である。



\*本稿の作成に際し、UFJ総合研究所調査本部の鹿野達史、小林真一郎、塚田裕昭の各氏から有益なコメントをいただいた。記して感謝したい。なお、本稿で示されている内容および意見は筆者個人によるものであり、UFJ総合研究所またはUFJグループの公式見解ではない。

# 提言内容の解説

## 1. 「金融再生プログラム」の問題点について

「金融再生プログラム」は、デフレをより深刻化させ、日本経済を回復不能な状態に追い込む可能性が高いこと、銀行が不良債権を産業再生機構に売却する誘因がないため、不良債権の切り離しが進まず、不良債権問題は解決しないこと、の2点において決定的な問題を抱えている。

- ・ 目下の日本経済は、株価が8000円台に低迷するなど、極めて危機的な状況にある。この状況下では、不良債権処理策の選択にあたって、細心の注意が必要となる。すなわち、不良債権処理によるデフレ効果が最小になるような施策が選ばなければならない。
- ・ このような状況下で「金融再生プログラム」を強行すれば、金融仲介機能が不全の度合いを増し、企業倒産、失業の増加など経済状況が一層悪化、デフレが深刻化する。さらに、株価が8000円を割り込む状況が予想され、生保破綻が起こるなど、日本経済に与える影響は甚大となる。日本経済は、政策の失敗を許さない厳しい状況に置かれており、臨界点を越える後退は日本経済を再起不能の状態に追い込む危険がある。現状では後退リスクの高い施策はとるべきではない。
- ・ 「金融再生プログラム」の3本柱である「資産査定の厳格化」、「自己資本の充実」、「ガバナンスの強化」については、これらを実施する順序とタイミングに注意しないとデフレを加速する可能性が極めて高い。
- ・ まず、「金融再生プログラム」では、資産査定を厳格にし十分な引当を積み上げた上で、不良債権を分離、追加引当等により資本が著しく毀損する場合は公的資金を注入して自己資本を充実させるという手順で処理を進めようとしている。しかし、引当金を十分に積んだ後では、銀行が産業再生機構に売却する不良債権の価格が低くなるうえ、売却の際には引当金が損金として確定してしまうため、銀行は産業再生機構に不良債権を売却するインセンティブを失ってしまう。その債権が再生可能だとしたらなおさらである。これでは不良債権の切り離しは進まない。不良債権の切り離しが進まなければ、金融再生はあり得ない。
- ・ 事実、自ら銀行グループ内に不良債権の受け皿組織を作る動きが表面化している。不良債権の切り離しが行われなければ、銀行は結局、グループ内に不良債権を抱え続けることになり、金融仲介機能に支障をもたらす現在の状況は改善されないことになる。
- ・ さらに、査定の厳格化を予想する銀行は、自己資本比率維持のために急激な資産圧縮に動くことが予想される。このため、貸し渋り、貸し剥がしが急増することは不可避である。このような状況に対しては、金融庁は業務改善命令・行政処分に対処すると言うが、現実問題として、銀行が行う業務上の判断について、金融庁が細部にわたって十分な情報を入手し、それに基づいて規制するということが不可能である。

## 2. 提言：不良債権処理加速・デフレ早期脱却のための総合政策について

(1) 銀行の不良債権を本体から切り離させるため、「現時点での評価に基づく実質簿価」で産業再生機構がメイン行分を除くすべての要管理先以下の債権を買い取る。

- ・ 不良債権の存在が金融仲介機能を阻害し、ひいては、デフレの原因となっているのなら、それらを銀行に残さずにすべて切り離さなければならない。中途半端な処理では、これまでの失敗の繰り返しになるだけである。そのためには、銀行が不良債権を進んで切り離すような仕組みが必要である。
- ・ したがって、銀行に不良債権切り離しのインセンティブを与えるため、産業再生機構が「現時点の実質簿価」で、不良債権を一律に買い取ることにする。
- ・ まず、産業再生機構が要管理先以下（要管理先、破綻懸念先、破綻先・実質破綻先）の債権をすべて一括して買い取る。その後、再生不能なものは産業再生機構からRCCに売却する。
- ・ 但し、企業再生のインセンティブを銀行サイドに残すため、メイン行が保持する要管理先債権については銀行に残し、切り離しをおこなわない（これは「金融再生プログラム」と同じ考え方である）。
- ・ ペイオフを解禁する平成17年4月までに新規に発生した不良債権についても順次切り離しを行う（以降については、切り離しはおこなわない）。
- ・ 大量の不良債権を一気に切り離すことができた銀行は、自己資本計算上の分母が大幅に減るので自己資本比率に余裕が生じる。このため、自己資本比率維持のための貸し渋りは起こらなくなる。
- ・ 不良債権の厳格な資産査定は、産業再生機構への移管が済んだ後、産業再生機構とメイン行が行う。これは、産業再生機構が一時的に被る損失を明らかにすることと、査定を通じて企業の再生可能性を計るという二つの意図から必要となる。
- ・ 大切なのは、まず不良債権を銀行のバランスシートから切り離し金融仲介機能を復旧させることである。つまり、不良債権の存在が他の健全な事業への前向きな融資活動を邪魔している現在の状態を打開することである。再生の見込みがあり、他の迷惑にならないのであれば、ある程度の時間をかけて再建を図ることは問題ない。実際、事業再生の期限を短期に限定することは現実的ではない。

(2) 産業再生機構に発生する二次損失を補填できるように、銀行が産業再生機構に対して十分な数量の銀行株ストック・オプションを付与する。

- ・ 単に不良債権を現時点での評価に基づく実質簿価で銀行から切り離すだけでは、銀行に補助金を与えることになってしまう。単なる銀行救済策は、モラル・ハザードを助長し、金融再生にとってマイナスである。そこで、銀行にもしかるべき負担を負わせる必要がある。そこで、以下の施策を用意する。
- ・ 銀行は不良債権を高値(現時点での評価に基づく実質簿価)で購入してもらった代償として、

産業再生機構に発生すると予想される債権対象企業の破綻による二次損失を補填するに十分な数量のストック・オプションを産業再生機構（もしくは、預金保険機構）に付与する。

- ・ 産業再生機構（もしくは、預金保険機構）はストック・オプションが交付されてから10年以内に、オプション行使により購入した株式を売却することによって利益を実現させる。このオプション行使による利益と不良債権企業再生による利益（例えば、再生企業の債権を民間金融機関に売却して資金化）で、不良債権買取りにともなう資金負担を回収する。
- ・ スtock・オプションの行使価格は、今の銀行株の株価水準を参考に低い水準に設定する。筆者の試算では、産業再生機構に対し、銀行の発行済み株式総数の20%程度のストック・オプションが付与され、今後10年間に主要行の株価が平均して現在の5倍程度にまで上昇すれば、不良債権買取りにともなう資金負担を回収することが可能になる。
- ・ スtock・オプションはそもそも経営者・従業員に対するインセンティブであることを考えると、これを産業再生機構に渡すということは、経営者・従業員はペナルティを払っていることになる。
- ・ スtock・オプションの付与により潜在株数は一気に増加する。株式の希薄化により、既存株主の責任も問うことができる。
- ・ 不良債権にストック・オプションを組み合わせることによって、両者を合わせたトータルの予想利回りをプラスにすることが期待できる。このため、この二つを組み合わせた金融商品を組成して、広く内外の投資家に転売することも可能になる。（産業再生機構は、ストック・オプションにより期待される利益を放棄する一方で、全部売れば国民負担が発生するリスクを除くことができる。）
- ・ 不良債権をすべて外した銀行が、再出発して健全な資産を積上げていけば、10年もすれば株価は相当値上がりし、ストック・オプションで利益が得られることは十分期待できる（だからこそ、外資の投資ファンドも銀行買収に興味を示すのである）。期待されるキャピタルゲインは、最終的には国民に帰ってくるような枠組みを用意すべきである。
- ・ 10年経過後、ストック・オプション等で不良債権買取り時の資金負担を十分回収できなかったときには、銀行を国有化する等、過去に遡って経営責任を厳しく追及する。この場合の責任の問い方については、あらかじめ明確に決めておくことが肝要である。
- ・ 10年後の株価が銀行の生死を決するので、銀行経営者は、今後、マーケット・株主を相当に意識した経営をせざるをえなくなる。収益体質の強化、リストラの推進に気を抜くことはできなくなる。

（3） 銀行の経営を外部からモニタリングできるように、銀行を早急に「委員会等設置会社」に移行させる。

- ・ 銀行は不良債権を高値（実質簿価）で購入してもらったもう一つの代償として、2003年6月の株主総会で委員会等設置会社に移行する。経営者の指名、報酬、経営監査について社外の厳しい目が入ることになるので、これによって「ガバナンスの強化」を実現する。
- ・ 公共性が高く求められる銀行の「ガバナンスの強化」という意味では、委員会等設置会社へ

の移行は望ましいことである。今回提言するような不良債権処理策をきっかけに銀行を委員会等設置会社に移行させることができれば、長期的には日本の金融システムにとって、かなりのプラスとなると考える。

(4) 産業再生機構が買い取る不良債権(約16兆円)については、日本銀行が買取資金を全額融資する。これにより、ベース・マネーが16兆円増加し、金融は大幅に緩和される。

- ・ (1)で示した基準で主要行から不良債権を買い取るとすると、その買取額は約16兆円と推定される(付注1)。
- ・ 産業再生機構は、不良債権の買取資金を日銀からの借り入れでまかなう。政府は、この日銀借り入れに対し保証をつける。
- ・ 日銀は、この資金がベースマネーとして積み上がることを容認し、マネー面から経済を刺激する。大量のベースマネー増加により、インフレ期待の醸成(デフレ期待の払拭)を図る。
- ・ 筆者の試算によると、16兆円のベースマネー増加により、貸出の増加などの経路を通して、2003年度、2004年度にそれぞれ、実質で0.5%、1.0%、名目で0.5%、1.2%のGDP押し上げ効果が期待される(付注2)。
- ・ 借り入れの期間は、10年とし、償還に際しては、前述のストック・オプションの行使利益と、買い取った不良債権の再生で得た資金を充当する。これらの資金の合計が償還金額に満たない場合には、政府の保証があるため国民負担が発生することとなる。

(5) こういった不良債権処理、デフレからの早期脱却のための政策を加速させるため、10兆円規模の所得税、法人税、贈与税などの直接税先行減税と段階的消費税の切り上げを含む総需要政策を組み合わせる。

- ・ 不良債権の存在はデフレの原因でもあるが、不良債権がなくなっただけではデフレからの脱却の勢いはまだ弱い。実体経済を刺激する策を組み合わせることによって、デフレ脱却の推進力を高める必要がある。日本経済が本格的に回復する最後のチャンスと考えて、思い切った刺激策を採ることが重要である。
- ・ 実体経済の刺激策として、直接税の減税は効果が期待できる。10兆円規模の大胆な減税(その中身については、所得税、法人税、贈与税といった直接税減税の組み合わせが望ましい)を先行しておこない、2004年度から2006年度にかけて、消費税率の段階的引き上げをあらかじめアナウンスしておく。
- ・ そうすれば、高額商品や住宅投資の前倒しの消費が期待できる上、減税分は消費税増税で相殺されるため追加的財政負担は生じない。特に、本提言の実行により、デフレからの早期脱却が可能になるので、長期的には財政再建にも大きく貢献できる。
- ・ さらに、日本経済の長年の懸案であった直間比率の是正も実現されることになる。
- ・ 一例として、10兆円の所得税減税を即刻先行し、2004年度から前述の段階的消費税増税を組

み合わせたとする。この効果と、16兆円のベースマネー増加の効果を併せて、日本経済に対する効果を一定の仮定の下に試算すると、日本経済が早期にデフレから脱却できることが確認できた。

- ・ 試算によると、2003年度は1.5%、2004年度は2.3%、2005年度は1.4%、2006年度は0.3%の実質GDP押し上げ効果が見込まれる（名目では、それぞれ、1.6%、3.3%、4.8%、6.3%のGDP押し上げ効果が見込まれる）。（付注2）
- ・ 以上のような政策の組み合わせにより、デフレ経済からの脱却が実現すれば、不良債権問題の解決もさらに加速される。また、経済が巡航軌道に乗り税収も増えることから、財政再建の道筋も見えてくる。

### 3. 「北風政策」より「太陽政策」を！

我々の提言の考え方をここでもう一度整理しておく。

- ・ ここで提示した対案に対し、この案は10年間の先送り策に過ぎないとの批判が予想される。しかし、実現の見込みが怪しい策を打ち上げて、結局、思うように策が進まず、意図した成果を勝ち取れないことこそ先送りである。
- ・ 前述のとおり、「金融再生プログラム」では、まず、不良債権の銀行からの切り離しという第一段階のハードルが上手くクリアできない。いきなり高いハードルを掲げて、第一歩を踏み出せず、結局なし崩しになってしまうことこそ最も避けなければいけない事態なのである。国民負担に対する世論の反応を重視するあまり、結局抜本的な解決策となりえなかった過去の施策の過ちを繰り返すべきではない。
- ・ 今回の提言は一見、銀行救済策のように見えるかもしれない。しかし、銀行および株主は国民負担が発生しないように、ストック・オプションという形で十分なコストを負担するので、決して救済策ではない。
- ・ また、提言に従えば、銀行から不良債権を切り離すことが容易になるので、不良債権処理の第一歩を確実に踏み出すことが可能になる。まずはこの第一歩を踏み出すことが肝要である。それができなければ、産業再生機構の設置をはじめとする「金融再生プログラム」はすべて「絵に描いた餅」に終わってしまうばかりか、日本経済をいっそう疲弊させてしまうだろう。
- ・ また、最終的に銀行に課せられる課題は決して甘いものではない。産業再生機構の当初負担を自社株価の上昇で返すためには、並々ならぬ努力が銀行に求められる。また、委員会設置会社への移行を義務づけるなど、外部からの経営チェックが強化させることも大きなメリットである。
- ・ 筆者は以上のような対案を提示した上で、「金融再生プログラム」の再考を求めたいと思う。現実的に考えて、今、金融再生そして経済再生のために不可欠なのは、銀行行動をいっそう萎縮させ、保守化させる「北風政策」ではない。「北風政策」ではおそらく銀行は不良債権という外套を脱ごうとしないだろう。

- ・ 今、日本経済をデフレから確実に脱却させるために必要なのは、銀行に不良債権という外套を確実に脱がせることができる「太陽政策」である。繰り返しになるが、日本経済は、もはや失敗を許されない厳しい状況にあり、これ以上の後退は日本経済を再起不能の状態に追い込む危険がある。まかり間違っても、不良債権処理を長引かせる、後退リスクの高い施策はとるべきではない。
- ・ 2002年12月19日に産業再生機構の基本方針が決定された。事態は残念ながら、不良債権処理が進展しない方向に進みつつあるように見える。しかし、今からでも遅くはない。これまでの「北風政策」を撤回し、不良債権処理とデフレ克服を同時に可能にする「太陽政策」に転換すべきである。そうすれば、日本は再び活力溢れる国として蘇るであろう。

問い合わせ先：UFJ総合研究所 電話 03-3572-9030(代表)

## (付注1) ベースマネー増加額(不良債権切り離し見込み額)の試算について

2002年3月期のデータを元に、メインバンク債権を残した場合の切り離し見込み額を試算した。

### 【前提】

不良債権の切り離しは、全て実質簿価で行なう。

破綻懸念先以下の債権は、債権が不可能であると考え、メインバンク保有分も含めて全額RCCに移管する。

要管理先債権はメインバンク保有の債権を除いた全額を産業再生機構に移管し、その後再生の可否を判断する。

要管理先債権に占めるメインバンクの割合を3割と仮定する。このため、要管理先債権の実質簿価のうち7割が産業再生機構に移管されることとなる。

要管理先債権の金額が未発表であるため、要管理債権の金額で代用する。

自己査定上の 分類(引当+優良保証・優良担保)を除いた金額を実質簿価とみなす。実質簿価は厳密には簿価-引当金で求められるため、計算された実質簿価は優良保証・優良担保の金額だけ過小評価されることとなる。

要管理先債権の 、 分類の内訳が未発表であるため、要注意先債権と 、 分類の構成比率が同じであると仮定。

上記前提条件の下で、主要行に対してのみ切り離すとして以下のように計算した。

(1) 破綻懸念先以下の債権 ( ~ 分類を全額移管)

合計 9.3兆円

(2) 要管理先債権 ( 分類のうちメインバンク保有の3割を除く7割を移管)

要管理先債権 11.3兆円のうち、 分類は約8割(要注意債権では 分類： 分類=9.4兆円：36.4兆円であることから計算)

よって、 $11.3 \text{兆円} \times (36.4 \text{兆円} \div 45.8 \text{兆円}) = 9.0 \text{兆円}$

合計  $9.0 \text{兆円} \times 70\% = 6.3 \text{兆円}$

(3) 合計  $9.3 \text{兆円} + 6.3 \text{兆円} = 15.6 \text{兆円}$

前提の置き方から、実際には 15.6兆円+ となる。

## (付注2) GDP押し上げ効果の試算について

約16兆円のベースマネー増加、10兆円の所得税減税、消費税率の段階的引き上げによるGDP押し上げ効果は、次のように試算される。

実質GDPに与える影響 (単位:%)

	所得税 減税	マネー 増加	消費税率 引き上げ	消費税率 引き上げに 伴う駆け込み	合計
2003年度	+0.8	+0.5	-	+0.2	+1.5
2004年度	+1.4	+1.0	-0.2	+0.2	+2.3
2005年度	+1.0	+1.1	-0.7	+0.0	+1.4
2006年度	+1.0	+1.1	-1.4	-0.4	+0.3

名目GDPに与える影響 (単位:%)

	所得税 減税	マネー 増加	消費税率 引き上げ	消費税率 引き上げに 伴う駆け込み	合計
2003年度	+0.9	+0.5	-	+0.2	+1.6
2004年度	+1.6	+1.2	+0.2	+0.3	+3.3
2005年度	+1.8	+1.7	+1.1	+0.2	+4.8
2006年度	+1.8	+1.7	+3.0	-0.2	+6.3

減税は2003年度に10兆円の所得税の恒久減税を想定 マネーの増加は、16兆円のベースマネー増加に伴いM2 + CDも同額 増加すると想定 消費税率引き上げは、04年度1%、05、06年度2%を想定
--

上記試算にあたっては、次ページに示すモデルを前提とした。

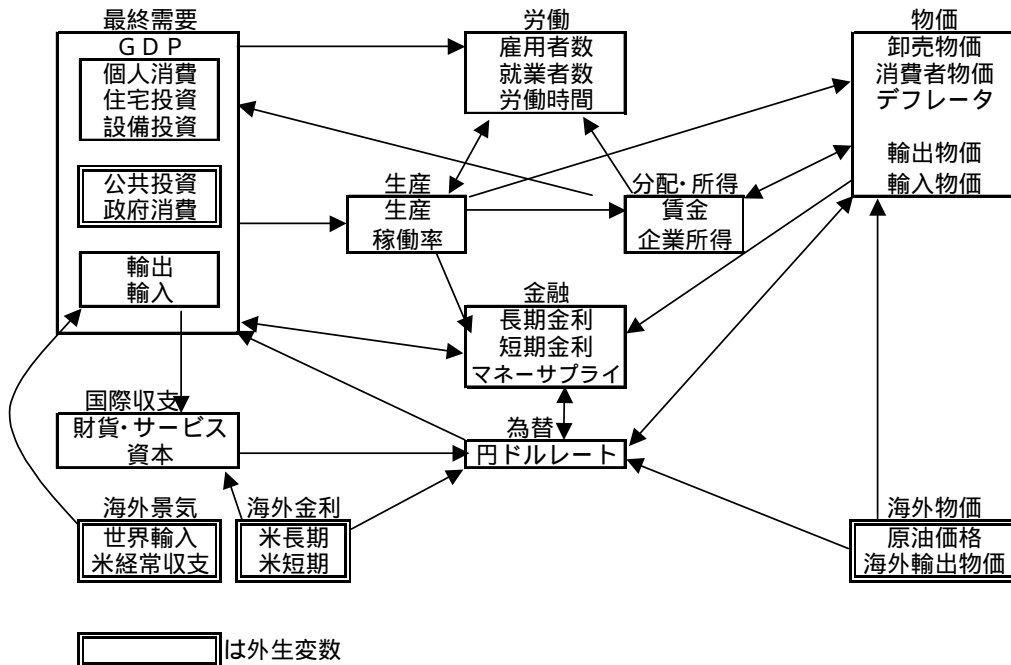
### モデルの概要

最終需要、生産、労働、物価、分配・財政、金融、国際収支ブロックに分かれ、市場としては、財貨・サービス市場、労働市場、通貨市場、外国為替市場から構成され、基本構造は消費、投資、政府支出、純輸出が総生産を決定する需要サイド主導の「ケインズ型」モデルとなっている。  
(55本の構造方程式、45本の定義式からなる)

財貨・サービス市場では、消費関数、投資関数を前提とした消費、投資に外生変数の政府支出、所得、相対価格から決定される純輸出が需要を決定する。総需要の変動が稼働率の変動を通じ物価に作用し、需要の変動に歯止めをかけるメカニズムを想定しているが、明示的に潜在GDPを置いておらず、長期において合理的期待形成、主体的均衡メカニズムを想定していない(長期においてもGDPが必ずしも完全雇用GDPに収斂する保障がない)。

労働市場では、古典派の第一公準を基礎とした実質賃金を通じた調整を考えず、雇用が生産水準に応じて決定されることを前提にこれに応じて賃金が決定されると想定した。

通貨市場では、M2+CDをもとにLM曲線を想定し、金利が決定されるとした。外国為替市場では、内外価格、金融要因、対外収支をもとにしたリスクプレミアなどをもとに円レートが決定されるとしている。



### シミュレーション

減税については、基本的には可処分所得の増加による家計部門の支出を中心とした効果となる。

マネー増加の効果は、金利低下、円安を通じて景気を押し上げられることになる。

消費税率引き上げについては、実質所得の減少を通じての支出抑制効果に税率引き上げ前の駆け込み需要をその後の反動減を想定した。