

第2節 金融の再構築

1 不良債権処理の重要性

不良債権問題と金融システム

不良債権とは、将来のキャッシュフローによって返済されることが困難となった貸出債権のことである。貸出先の企業経営が失敗する可能性は常にあるため、不良債権は常に存在する。にもかかわらず、現在、それが問題となっている理由としては、次のことが挙げられる。

第1に、多くの金融機関が一斉に多額の不良債権を抱えたために、間接金融がうまく機能しなくなったという点である。ある金融機関が多額の不良債権を抱えたとしても、別の健全な金融機関が代わりに貸出を行うことができれば、間接金融の機能は維持される。また、直接金融にアクセスできれば、株式や社債の発行で資金が調達できるので、企業金融が滞ることはない。しかし、多くの金融機関が不良債権を抱えるなかで、特に中小企業にとっては直接金融へのアクセスも限界があることから、不良債権問題は、そのまま金融システムの問題に直結してしまっている。

第2に、金融機関の経営の健全性に不安を持つようになるという点である。これまで多額の不良債権を処理してきたにもかかわらず、景気の低迷や金融機関の資産査定の精度向上等から不良債権の新規発生が続いてきた。不良債権の処理は迅速に進めなければならないが、本業の収益（実質業務純益）を超えて不良債権の処理を行うという状況が続くと、自己資本の減少につながる。こうして、金融機関の中期的な収益力の向上が見込まれず、多くの金融機関の経営の健全性に対して人々が不安を抱くようになると、金融システム不安が引き起こされる可能性が高まってしまう。

金融行政の枠組みと不良債権処理

間接金融を正常化し、金融を再構築するためには、まず金融機関の経営の健全性を維持・強化するような枠組みを確立する必要がある。そのような観点で重要となるのは、次の点である。

第1に、2002年10月30日に公表された「金融再生プログラム」において「金融行政の新しい枠組み」として掲げられた三つの原則、すなわち、「資産査定の厳格化」、「自己資本の充実」、「ガバナンスの強化」を実行することである。

まず、貸出債権を適切に査定し、不良債権額を洗い出すことが重要であり、金融機関の資産査定については、これまでも増して厳格化を図ることが必要である。また、経営の健全性を維持しつつ、不良債権を確実に処理するために、必要に応じて自己資本の増強を図る必要もある。さらに、金融機関は、不良債権の発生を防ぐとともに、経営の健全性を高めるために、リスク管理能力の向上と費用圧縮・収益力強化を図らなくてはならない。こうした取組を強化するためには、金融機関の経営に対する適切なガバナンスが働くような枠組みが必要となる⁹。

第2に、不良債権を迅速に処理することである。不良債権とは、金融再生法ベースでは、破産更生等債権（自己査定における破綻先・実質破綻先債権に相当）、危険債権（自己査定

注（9）例えば、2003年4月1日施行の改正商法により新たに認められた「委員会等設置会社」は、会社自身が選択する企業統治形態としてガバナンス効果を発揮することが期待されている。委員会等設置会社とは、商法特例法上の大会社とみなし大会社について、定款に定めることにより、取締役会にいずれも社外取締役が過半数を占める指名委員会、監査委員会及び報酬委員会の3委員会を設置し、業務執行機関として執行役を置き、監査役を置かないという制度である（商法第21条の5～39）。

における破綻懸念先債権に相当) 要管理債権である。この不良債権処理について、政府はこれまで次のような方針を示してきた。

- (i) 2001年4月の「緊急経済対策」において、主要行の破綻懸念先以下の債権について、原則として、既存分は2営業年度以内、新規発生分は3営業年度以内に、それぞれオフバランス化につながる措置を講じるという枠組みを打ち出した(いわゆる「2年・3年ルール」)。
- (ii) 2002年4月には、金融庁の「より強固な金融システムの構築に向けた施策」の中で、主要行の破綻懸念先以下の債権について、緊急経済対策の枠組みに加えて、原則1年以内に5割、2年以内にその大半(8割めど)についてオフバランス化につながる措置を講じるものとした(いわゆる「5割・8割ルール」)。
- (iii) 2002年10月には、金融庁の「金融再生プログラム」において、2004年度には主要行の不良債権比率を現状の半分程度に低下させ、問題の正常化を図るとともに、構造改革を支えるより強固な金融システムの構築を目指すこととした。

現在、こうした方針に沿って、主要行の不良債権処理が進められている¹⁰。

それでは、不良債権処理はどの程度進んでいるのであろうか。また、不良債権処理を一層進めるための課題は何か。次に、この点を見ることにしよう。

2 不良債権処理の現状と課題

主要行は我が国の金融システムの中核を担っており、政府は、2004年度には主要行の不良債権比率を2001年度の半分程度に低下させて問題の正常化を図るとともに、構造改革を支える、より強固な金融システムの構築を目指すこととしている。以下では、主要行の不良債権処理の現状と課題について検討することにしよう。

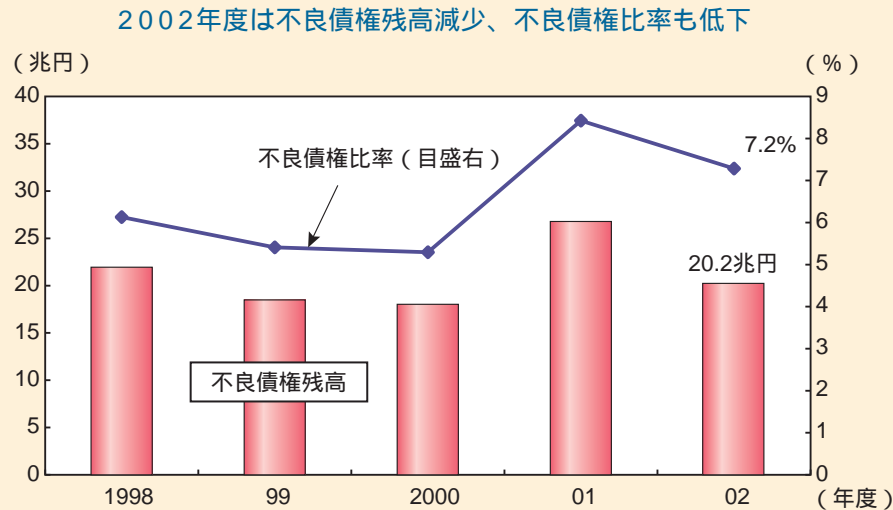
(1) 不良債権処理の現状

不良債権残高の減少

主要11行(りそな銀行を含む)の不良債権残高(金融再生法開示債権)は、98年度から2000年度まで約20兆円で推移した後、2001年度には特別検査等を背景に26.8兆円に増加した。その後、2002年度には前年比24.4%減少し、20.2兆円となった(第2-2-1図)。この結果、不良債権比率(対総与信)は、2001年度の8.4%から、2002年度には7.2%に低下し、前年度

注(10) また、中小・地域金融機関については、2003・2004年度の2年間において、不良債権処理の体制整備を含むリレーションシップバンキング(長期継続する関係の中から借手企業の情報を得て融資を実行するビジネスモデル)の機能強化に向けた具体案を実施し、中小企業の再生と地域経済の活性化を図るための取組を進めることによって、同時に不良債権問題の解決を目指すこととしている。

第2-2-1図 主要行の不良債権残高と不良債権比率の推移



(備考) 1. 金融庁資料より作成。
2. 新生銀行、あおぞら銀行を除く主要行ベース。

比1.2%ポイントの改善となった。

2002年度における不良債権残高の債権区分別の内訳をみると、破綻懸念先以下債権に該当する危険債権と破産更生等債権は、前年比6.7兆円減少した¹¹。要管理債権は前年比ほぼ横ばいである。

不良債権残高の減少に大きく寄与したのは、破綻懸念先以下債権のオフバランス化が、2001年度の5.2兆円から2002年度には10.8兆円へと約2倍に増えたことにある。この間、新規発生額も、2001年度の9.0兆円から2002年度の4.1兆円に減少している。

オフバランス化の形態と特徴

不良債権のオフバランス化の形態は、清算型処理、再建型処理、業況改善、債権流動化、回収・返済等、に分類される。2001年度から2002年度にかけてのオフバランス化の特徴は、以下のように整理される(第2-2-2図)。

第1は、債権流動化の増加である。債権流動化とは、債権を第三者に売却することである。本来は、二次的な転売を前提とした市場売却が想定されるが、不良債権の流通市場が未発達なため、市場売却はさほどはなく、数件の不良債権を一括して売却するバルク・セールや、整理回収機構(RCC)への売却が増加している¹²。

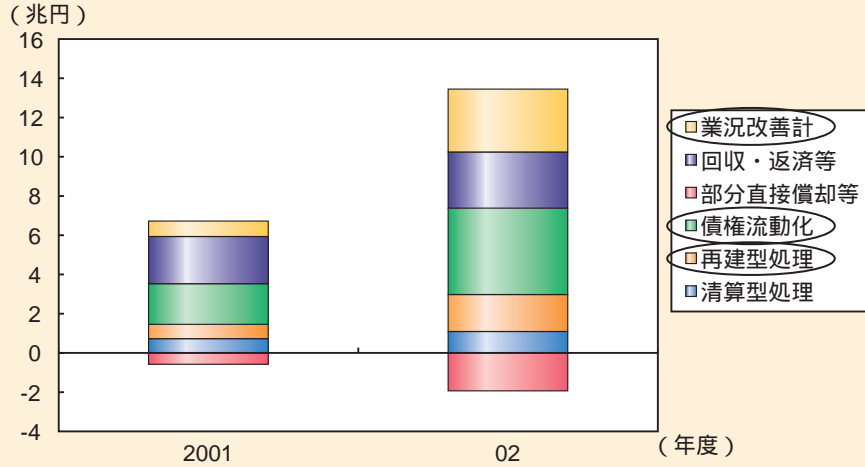
注 (11) 詳細は付表2-1参照。

(12) RCCは、破綻金融機関からの債権買取りのほか、金融再生法第53条に基づき、健全金融機関からの債権買取りを行っており、その額は元本ベースで2001年度約0.3兆円から、2002年度には約2.1兆円と大幅に増加している。これは、2001年12月に、RCCの機能強化に向けて、買取価格を時価とする価格算定方式の弾力化や、入札への参加を可能とする買取方法の多様化等が図られたことも関係している。

第2-2-2図 主要行のオフバランス化の形態

破綻懸念先以下債権のオフバランス化の進展

(1) オフバランス化の形態



(2) 債務者区分毎のオフバランス額の推計

(億円)

	2000下	2001上	2001下	2002上	2002下	2001年度	2002年度
破産更正等債権	11,881	4,460	6,774	6,461	10,206	11,234	16,667
危険債権	32,485	20,521	29,855	44,717	55,715	50,376	100,432
合計	44,366	24,981	36,629	51,178	66,157	61,610	117,335

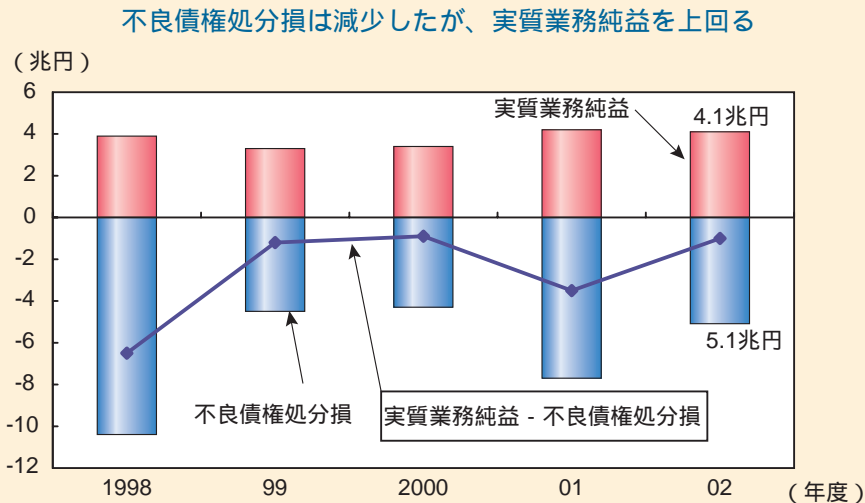
- (備考) 1. 各行決算資料より作成。
 2. 前期残高と当期残高の差額から新規発生額を控除することにより推計。
 3. 2001年度、2002年度の数字は、各年度の上期と下期の数字を合計したもの。

第2は、再建型処理の増加である。不良債権を直接処理する方式としては、清算型処理と再建型処理がある¹³。再建型処理が増加していることは、最近、民事再生・会社更生等の再建型倒産手続きに基づく法的整理や、債権放棄を伴う私的整理によって企業再建を図る事例が増えていることを反映している。

第3は、業況改善の増加である。業況改善には、企業の業況そのものが改善した場合と、再建型処理に伴い、債権区分が上方に見直された場合とがある。最近の増加は、私的整理による再建型処理に伴う債権区分の上方への見直しが多くなっていることの寄与が大きい。実際、再建型処理に伴う債権区分の上方への見直しが業況改善額全体に占める割合は2001年度の5%から2002年度には43%に増加している¹⁴。

注(13) 清算型処理とは、清算型倒産手続(破産、特別清算)による債権切捨て・債権償却を指し、再建型処理とは、再建型倒産手続(会社更生・民事再生・会社整理)による債権切捨て、特定調停等民事調停及び私的整理による債権放棄を指す。

第2-2-3図 主要行の実質業務純益と不良債権処分損



- (備考) 1. 金融庁資料より作成。
 2. 新生銀行、あおぞら銀行を除く主要行ベース。
 3. 実質業務純益 = 業務純益 + 一般貸倒引当金繰入額
 4. 2001年度は旧東海銀行分計数を、2002年度は旧あさひ銀行分計数を含む。

不良債権の処理費用

次に、以上のような不良債権処理に実際に要した費用である不良債権処分損の動向をみよ。不良債権処分損とは、貸倒引当金繰入額及び直接償却等に伴う費用であり、債権や担保の価値が劣化したことによる引当増分や市場売却による損失等も含む。これをみると、2001年度に7.7兆円に増加した後、2002年度には5.1兆円に減少した。ただし、本業からの収益である実質業務純益から不良債権処分損を差し引くと、依然としてマイナスの状態が続いていることが分かる(第2-2-3図)。

先述したように、2001年度から2002年度にかけて、倍近いオフバランス化が実施されてきたのに対して、不良債権処分損は逆に減少してきた。この背景には、2001年度の特別検査の導入等によって、引当について一層の厳格化が図られてきたので、新たに処分損として計上される分が減少していることがありとされる¹⁵。

注 (14) オフバランス化の形態には、さらに技術的な要因として、部分直接償却の減少がある。破綻先・実質破綻先に対するカバー(担保・保証)付債権について、担保等による回収見込み不能な額を直接償却することを部分直接償却という。これは、債権の一部を事前にオフバランス化したものであり、実際の処理方法(例えば再建型処理)が確定した段階では、その最終的な処理形態に繰り戻される。こうした要因を反映した部分直接償却の減少は、不良債権処理の進展を示唆するものといえる。

(15) 2001年度の特別検査時には償却が1.9兆円増加しており、2002年度の処分損の減少はこうしたことを反映しているものと考えられる。また、DCF法適用等により、主要行の要管理先債権の未保全部分に対する引当率も2001年度の21.1%から2002年度には33.0%へ約12%ポイント上昇しており、このことから自己査定がより厳格に行われてきたことがうかがえる。

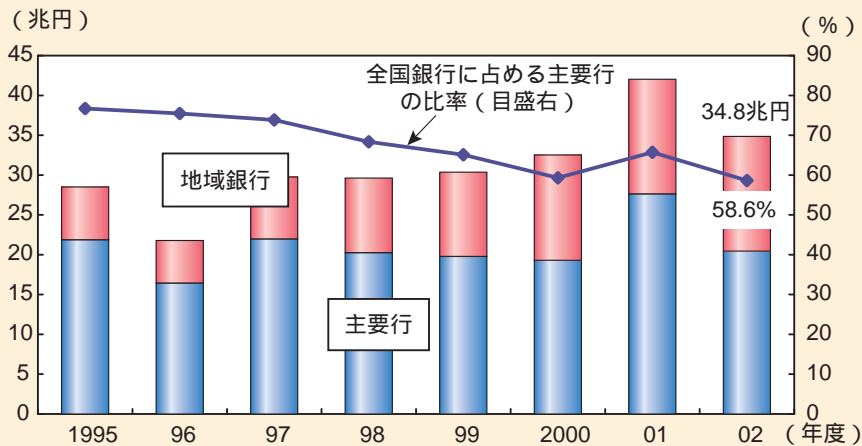
全国銀行における主要行の位置づけ

このような主要行の不良債権処理は、地銀・第2地銀を含む全国銀行の不良債権処理の中でどのように位置付けられるだろうか。2002年度上期の全国銀行の不良債権残高約40兆円に対して、主要行の構成比は6割を占めている。また、1995年度から2002年度上期までの全国銀行の不良債権処分損の累積額を主要行と地銀・第2地銀等に分類すると、主要行が8割近くを占めている（第2-2-4図）。こうしたことから、地銀・第2地銀等と比較して、不良債権は主要行において多く発生し、かつ多く処理が進められてきたことが分かる。

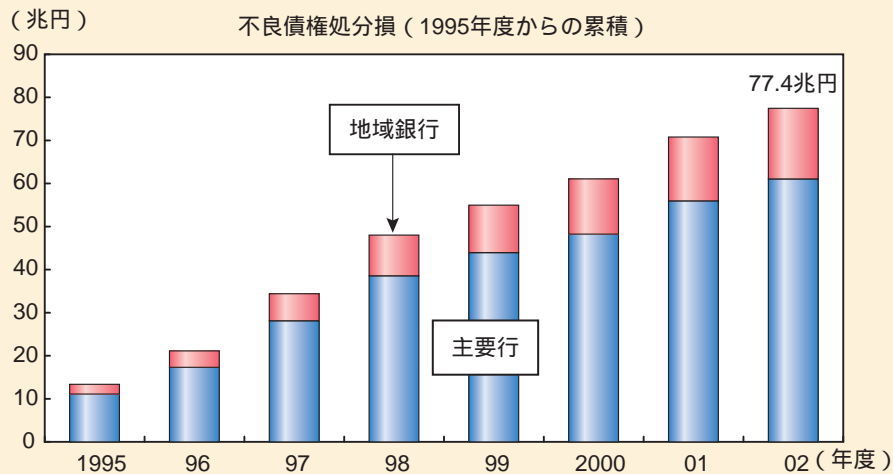
第2-2-4図 全国銀行の不良債権

不良債権は主要行に多く発生し、多く処理されてきた

(1) 全国銀行の不良債権残高の構成比



(2) 全国銀行の不良債権処分損の推移



(備考) 1. 金融庁資料より作成。

2. 主要行計数は都銀・長信銀・信託の合計。

3. 97年度以降は、北海道拓殖・徳陽シティ・京都共栄・なにわ・福徳・みどりの各行を含まず、98年度以降には、国民・幸福・東京相和の各行を含まず、99年度以降は、なみはや銀行、新潟中央銀行を含まず、01年度以降は、石川銀行・中部銀行を含まない。

なお、新生銀行は98年度に含まれず、あおぞら銀行は98、99年度に含まれない。

(2) 不良債権処理の課題

不良債権比率半減目標

政府は、2001年度に8.4%だった主要行の不良債権比率を、2004年度には2001年度の半分程度に低下させるという「不良債権比率の半減目標」を掲げ、これによって問題の正常化を図ることとしている。

このような政府の方針は、主要行の経営計画に反映されているものと考えられる¹⁶。また、2003年3月期における主要行の不良債権比率は7.2%となっており、2002年9月期の8.1%に比べ0.9%ポイント低下している。仮にこのペースで処理を続けていけば、2004年度には4%台となり、不良債権比率の半減は達成されることになる。

不良債権処理の今後の進展について一つの示唆を得るために、主要行における過去の不良債権処理と比べて、2002年度の不良債権処理が進展を示すものかどうかをみてみよう。具体的には、公表資料である2000年度の主要行における債務者区分の遷移行列（一定期間における債務者区分間の移動の状況を示すもの）を用いて、仮にそれと同じパターンで債権の区分間移動が行われていたとしたら2002年度における債務者区分別の不良債権残高はどうなっていたかを試算し、それと2002年度の実績値を比較することにする（第2-2-5表）¹⁷。

この結果をみると、(i) 不良債権の新規発生額は、遷移行列を用いた場合の試算値の4.4兆円に対し、実績値は5.0兆円と試算値を上回っている。しかし、(ii) 破綻懸念先以下債権は、試算値9.7兆円に対し実績値8.7兆円、(iii) 要管理債権は、試算値13.1兆円に対し実績値11.5兆円、(iv) 不良債権比率は、試算値7.6%に対し実績値7.2%、といずれにおいても改善がみられる。

このことは、特別検査等による厳格な資産査定を反映して不良債権の新規発生額は相対的に増えているものの、主要行の不良債権処理は過去のパターンと比べても着実に進展していることを示している。

要注意先・要管理先債権への対応

主要行の不良債権比率を4%台に低下させるためには、さらに不良債権処理を進める必要がある。その際、破綻懸念先以下債権については、既に政府によって方針が示されており、主要行においてそれを前提とした取組が行われている。今後は、過去の破綻懸念先以下債権の処理を進めるだけでなく、要注意先・要管理先債権に対してどのように対応するかが目標

注 (16) 主要11行の公表見通し（単体合算ベース）を集計すると、2004年度の不良債権比率は4%程度と見込まれている。（2004年度の不良債権比率の見通しが公表されていない場合は2003年度の見通しを、2003年度の見通しも公表されていない場合は2002年度実績の数値を用いた。）

(17) ここで用いた遷移行列とは、具体的には、金融庁が公表した2000年3月末から2001年3月末にかけて債務者区分を移動した債務者データのことである。この遷移行列はリスク管理債権を対象としたものであり、不良債権比率の計算の対象となる金融再生法開示債権とは前提が異なるほか、その採用にあたっては、(i) 債権自体の遷移行列も債務者の遷移行列に等しい、(ii) 遷移行列が時間にわたって変化しない、などの仮定が必要になる。また、要管理債権の遷移行列は利用可能ではないため、要注意先債権に占める要管理債権の割合を2001年度3月期で一定と仮定した上で、要管理債権の推移を割り出すこととした。

第2-2-5表 債務者区分の遷移行列

債務者区分の2000年3月末から2001年3月末にかけての異動状況（主要行のサンプル調査）

遷移行列		2001年3月末		
		正常	要注意	破綻懸念以下
2000年3月末	正常	92.9	6.5	0.6
	要注意	12.8	78.8	8.4
	破綻懸念以下	1.0	5.3	93.7

（備考）2001年8月28日の経済財政諮問会議に柳澤臨時議員（金融担当相：当時）が提出した資料。

達成のかぎを握ると考えられる。

第1に、破綻懸念先以下債権のオフバランス化にみられる特徴の一つとして、再建型処理に伴う業況改善の増加を挙げたが、こうした債権の多くは要管理債権として、引き続き不良債権の枠の中にとどまっている。したがって、破綻懸念先以下債権の処理が進展するに従って、ますます要管理先企業の事業選別・早期事業再生が重要になってきている。

第2に、今後、正常先債権や要注意先債権が業況悪化によって要管理債権に引き下げられれば、不良債権の新規発生につながることになる。不良債権の新規発生を抑制するために、正常先債権の劣化防止と要注意先債権のリスク管理の強化が必要となっている。

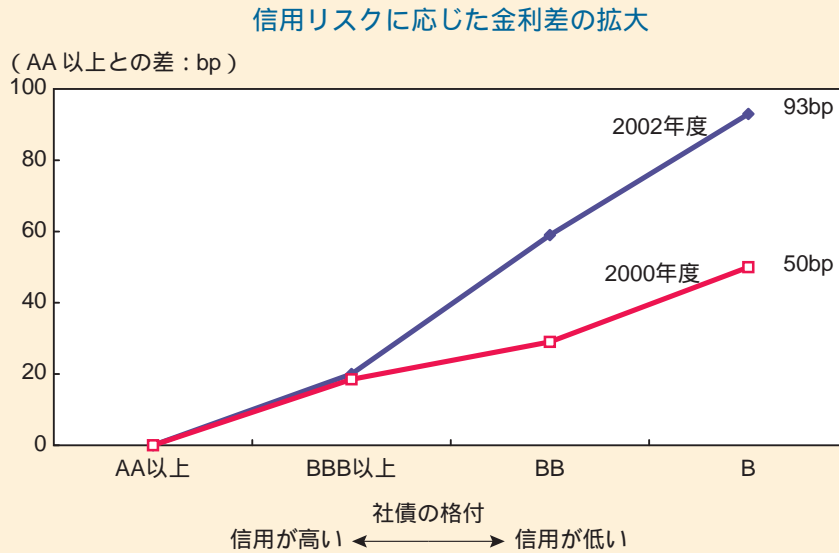
収益性向上の必要性

金融機関は、バブル崩壊までは、安い調達コストで得た豊富な資金量と、地価の上昇を前提とした不動産担保を背景に、本来であればリスクに見合わない低金利で企業に貸出を行うことが可能であった。しかし、バブルが崩壊し、金融機関のリスク許容力が低下している一方、企業の信用リスクが上昇しているとすれば、リスクに見合った貸出金利の設定が行われる必要がある。また、先述したように、主要行では、本業からの収益である実質業務純益から不良債権処理費用を差し引くと、マイナスとなる状態が続いている。リスクに見合った貸出金利の設定は、収益性を高め、不良債権処理のための原資を確保するという観点からも重要である¹⁸。

そこで、企業側の借入金利のデータを利用して、最近における信用リスクと借入金利差との関係性をみてみよう。もし、リスクに見合った貸出金利の設定が行われていれば、リスクの低い企業と高い企業とを比べれば、両者の間に金利差が生じるはずである。これによると、2000年度から2002年度にかけて、長期債付に従って金利差が拡大していることが分かる

注（18）リスクに見合った貸出金利の設定は、金融機関の収益力強化等につながるのみならず、貸出対象企業の範囲を広げることに寄与するという側面もある。

第2-2-6図 企業の信用度と調達金利



- (備考) 1. (株)日本格付情報センターによる2003年7月末時点の最新格付により作成。
 2. 企業の借入金利は、有価証券報告書「借入金等明細表」(連結ベース)の短期借入金平均利率を使用。格付毎の平均金利は中位値を使用。
 3. Bpは、100分の1%。

注: 1. 短期借入金金利と信用度を比較したのは、短期借入金金利は企業の信用度に応じて比較的機動的に金利水準の見直しが行われると予想されるためである。なお、長期借入金金利は当該年度の新規借入分の平均金利の情報は公開されておらず、平均金利は信用度が高くても過去の高金利時の借入が多いと高くなるため、長期借入金の平均金利と信用度の関係は不明確である。
 2. 長期債格付は2003年度のものである。格付は、様々な要素を考慮して決定されるため、短期借入金金利と整合的であるとは限らない。ここでは、比較時点における同一企業の平均金利をみることにより、企業の信用度と短期借入金金利との関係を見た。

(第2-2-6図)。

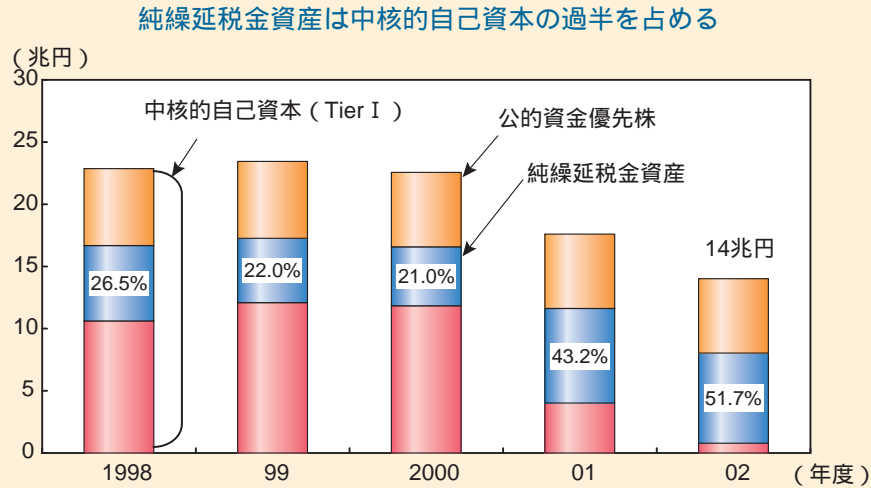
ここではデータ制約のために、長期債格付を持つ上場企業の短期借入金の金利差についてみているが、長期借入金における金利差や、長期債格付を持たない企業と優良企業との金利差はさらに拡大していると考えられる。このような動きは、金融機関の収益性の向上に寄与するものと考えられる¹⁹。

他方、収益性との関係では、主要行は、自己資本の中核的資本(Tier 1)の約半分を占める繰延税金資産の回収可能性の問題に直面している²⁰(第2-2-7図)。繰延税金資産の計

注(19) 企業の信用リスクを反映した貸出金利の適正化への最近の動きは、過去と比べると資金調達コストが上昇した企業が増えていることを意味するが、これによって設備投資が抑制されるとすれば、それは企業の低収益性とも関係があると考えられる。これに対する企業の取組については、第3節で検討する。

(20) 税務上の損金として認められない不良債権の有税償却(一時差異)や税務上の繰越欠損金などは、将来の課税所得の減額に寄与することから、税効果会計に基づき、実効税率を基に算出したのが繰延税金資産である。ただし、こうして計上された繰延税金資産は、将来における税負担軽減の見込額であることから、資産として計上するにあたっては、一時差異の解消時点あるいは繰越欠損金の繰越可能期間内に、繰延税金資産の額を上回る課税所得の発生が見込まれることが前提である。仮に、将来の課税所得見込額が現実に達成されない場合、将来時点で税負担額の軽減効果が得られずに繰延税金資産が消失することによって、自己資本が減少してしまう可能性がある。

第2-2-7図 主要行の中核的資本の構成比



(備考) 1. 各行決算資料より作成。

2. 主要行は、2002年度末時点の12行（埼玉りそな、住友信託、中央三井信託、東京三菱、みずほ、みずほコーポレート、みずほ信託、三井住友、三菱信託、UFJ、UFJ信託、りそな）をベースに、以前の年度には、合併・統合した銀行を含む。

上は、将来における課税所得の計上を前提としているが、主要行は赤字決算を続けるなど、経営は依然として厳しい状況にある。

したがって、十分な将来課税所得を計上するためにも、収益力を向上させ、厳格な評価に耐え得る将来の収益計画を策定することが求められている。主要行は、不良債権比率の半減という目標を達成しなければならないが、同時に、将来に向けて、不良債権処理や株式等償却・売却損を上回る収益を稼ぎ出すという困難な課題を果たさなければならない状況にある。

不良債権比率半減に向けて

以上を踏まえ、主要行における不良債権比率の半減に向けた課題を整理すると、(i) 早期事業再生や不採算資産の流動化等を積極化させて資産内容の改善を図ること、(ii) 不良債権処理のための原資を確保するために、貸出利鞘の改善と経費削減を図ること、が重要である。

資産内容の改善については、審査体制の強化を図るとともに、持株会社の下に不良債権管理会社を設置したり、企業再生ファンドを立ち上げたりすることによって、不良債権と人的資源を集約して事業選別・処理の速度を上げる体制をとるところも出てきている。また、こうした主要行自身による取組に加え、産業再生機構など事業再生の枠組み等の活用や、民間を中心とした不良債権取引市場の整備を進め、それを活用すること等も必要である。

こうした課題のうち多くは、企業の再構築と密接に関連している。これについては、改め

て第3節で取り上げることにする。

3 金融機能をめぐるインセンティブ構造

間接金融の正常化を遅らせるインセンティブ構造

我が国における金融機関の貸出は、金融機関と借手との間の長期的な関係を前提に、プロジェクト単位ではなく、企業単位で行われるのが慣習であった。これに合わせて、金融機関の貸出債権の管理も、債務者の状態に焦点を当てて、債権を正常先、要注意先、破綻懸念先、破綻先・実質破綻先に分類した上で、それぞれの債務者区分において貸出債権を管理するという方法が採られてきた。また、貸出債権については、それを第三者に譲渡することは想定されていなかった。

このような融資慣行は、金融機関と借手との間の長期的な関係が維持可能で、その下で金融が円滑に機能するような環境にあるのであれば問題はない。しかし、金融機関の不良債権処理が大きな課題となってきた今日、このような融資慣行は、金融機関に対して不良債権処理を遅らせるようなインセンティブを与えている可能性がある。企業単位の融資慣行では、不良債権処理を行う場合に、企業を全体として清算しなければならなくなる状況が出てくるが、メインバンクとなる金融機関は、その企業に対して出資や株式保有を行ったり融資金の返済順位が劣後する場合があることや、失業をもたらすことによる社会的批判も無視できないことから、追い貸しを選択し、清算に二の足を踏むことになりかねない。

したがって、間接金融の正常化を図るためには、金融をめぐるこうしたインセンティブ構造が変わる必要がある。制度や枠組みを変えても、インセンティブ構造が変わらなければ、それが実効性を持つことはできない。

以下では、このようなインセンティブ構造の変革につながるような動きをいくつか取り上げ、それらについて試みることにしよう。具体的には、(i) 貸出債権の流動化、(ii) 株式持合いの解消、(iii) 政策金融の見直し、である。

(1) 貸出債権の流動化

貸出債権流動化のメリット

これまでの金融機関と企業との継続的・安定的な関係を前提とした融資慣行においては、貸手も借手も、金融機関が第三者に貸出債権を譲渡するということを想定していなかった。貸出債権の譲渡は、法律的には特約条項のない限り可能であるにもかかわらず、実務的には譲渡や情報開示に対して借入企業の承諾が必要とされてきた²¹。

金融機関が、自らのリスク許容力に応じて、他の金融機関も含めた第三者に信用リスクを移転することが可能になれば、資金循環の円滑化と金融システムの安定化に寄与するものと

考えられる。というのは、相対的にリスクの高い金融機関は安全性を高めることができ、相対的にリスクの小さい金融機関は追加的にリスクをとることによって、適切なポートフォリオ（資産構成）の構築が可能となるからである。

市場型間接金融の意義

以上のようなことを背景に、貸出債権について取引市場を創設しようという動きがみられるようになってきた。例えば、シンジケート・ローンは、融資条件の設定においてリスクとリターンの関係に客観性・透明性が求められるため、市場性を有し、譲渡可能な貸出債権の例といえる²²。

このような、当初から第三者への譲渡を前提とした新たな貸出取引の活発化は、市場型間接金融を充実させることの重要な契機ともなり得る。市場型間接金融とは、金融仲介機関によって組成されたローンや購入された金融商品が市場で流通性を持つことにより広く取引されるようなシステムのことである。これによって、これまで自らのバランスシートで行っていたリスク変換を、資本市場でリスクのとれる投資家に移転することによって、金融のリスク変換機能の効率化につなげることが期待できる。金融機関にとどまらず、資金運用ニーズのある多様な投資家が転売先となり得る条件が整えば、資金供給の円滑化にも資すると期待される²³。

資産流動化の動き

近年、流動化された金融資産残高は増加傾向にある（第2-2-8図）。民間金融機関の貸出債権のほか、割賦債権、預け金等の流動化が進んでいる。これは、貸出債権等の金融資産を保有する金融機関や事業会社が資金調達を行う上で、資産流動化が重要な役割を果たすようになってきていることを示唆している。

注（21）本来、貸出債権は指名金銭債権であることから、譲渡禁止特約がなければ譲渡人と譲受人との合意のみによって譲渡可能であり（民法第466条第1項）、債務者への対抗要件としては、譲渡人から債務者への通知、又は債務者の承諾が必要であり、さらに第三者への対抗要件としては、この通知又は承諾が確定日付のある証書によりなされるか、又は債権譲渡登記がされることが必要である（民法467条、債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例に関する法律2条）。2003年3月に公表された貸出債権市場協議会の報告書によると、貸出債権の流動化に向けた問題点として、（i）借入企業による債権譲渡承諾の問題、（ii）金融機関の守秘義務と投資家に対する情報開示の問題、が指摘されている。また、（iii）債権譲渡が周囲に借入企業の信用リスクの高まりと認識されることへの懸念や、（iv）返済先の変更による取引序列の変動や事務負担の増大などが、具体的な障害として挙げられている。その上で、例えば、譲渡承諾については、借入条件面（スプレッド）での優遇や査定・行内格付の上方修正等、借入企業にとって譲渡承諾しやすい環境整備を図ること、また、情報開示については、借入企業の同意なしに開示可能な情報（パブリック情報）と個別に同意を得なければ開示不可能な情報（プライベート情報）を明確化すること、等が必要であると指摘している。

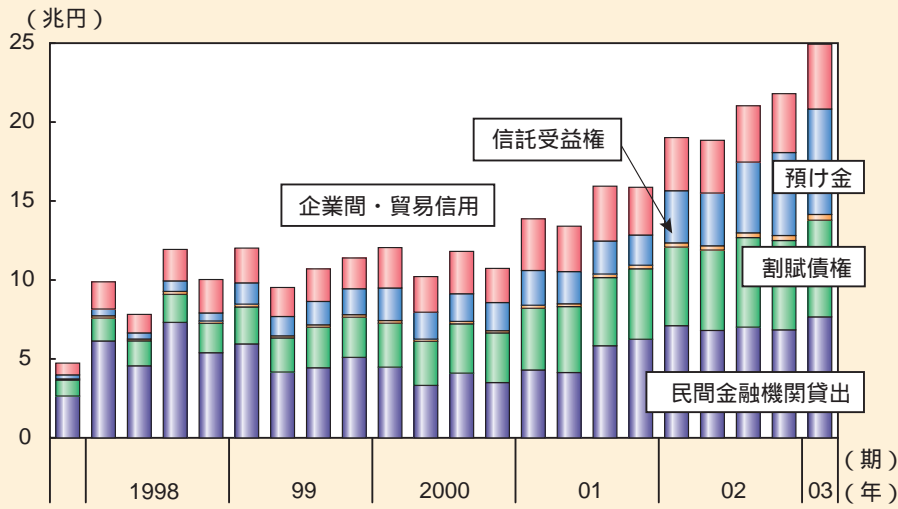
（22）シンジケート・ローンとは、大型の資金調達ニーズに対して、複数の金融機関が協調してシンジケート団を組成し、同一の融資契約書に基づき融資を行う信用供与の方法のことである。幹事金融機関がアレンジャーとなって参加金融機関を募集する点では社債発行と共通しており、資金調達先を金融機関とする点では一般の銀行借入と共通している。長期資金の提供のみならず、コミットメント・ラインのような短期融資枠の組成にも利用されている。

（23）なお、日本ローン債権市場協会〔2003〕によれば、アンケート調査によって、市場型間接金融のメリットを感じている企業は有効回答の約80%、銀行が貸出余力創出のために行う貸出債権の譲渡を許容する企業は62%、市場型間接金融のメリットを享受するための情報開示を許容する企業は87%、という結果が得られている。

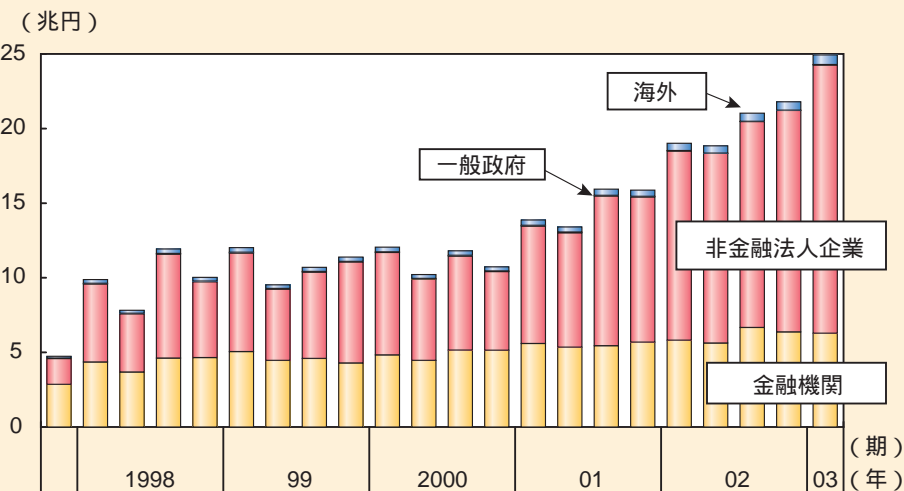
第2-2-8図 資産流動化の発展

流動化資産の増大傾向

(1) 流動化資産の内訳



(2) 流動化商品保有主体



(備考) 1. 日本銀行「資金循環」より作成。

2. 流動化資産は、「特別目的会社・信託」部門の資産、流動化商品保有主体は、「債権流動化関連商品」保有主体とした。

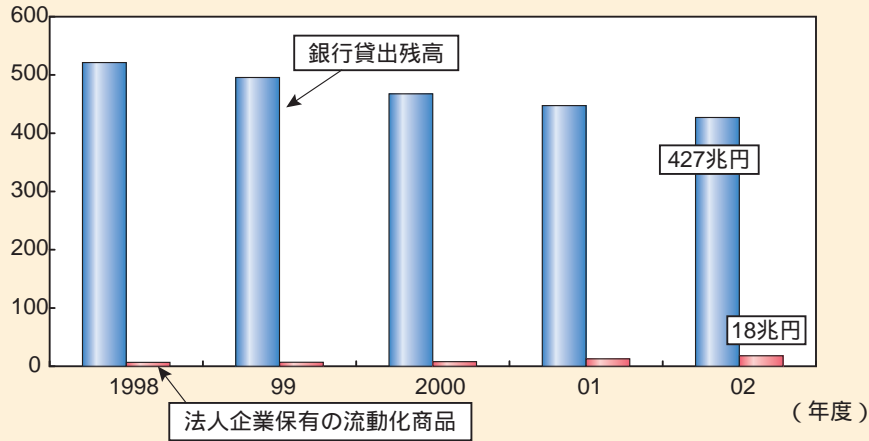
他方、金融資産を流動化して発行された証券の保有主体をみると、金融機関よりも、企業（非金融法人企業）の保有残高が増加していることが分かる。このことは、企業が銀行貸出の減少を補完する形で資金供給を行っていることを意味すると同時に、今後、流動化商品が一般的な投資対象としてより受け入れられる可能性を示唆している（第2-2-9図）。

第2-2-9図 銀行貸出と資産流動化の動向

資産流動化が銀行貸出減少分を補完

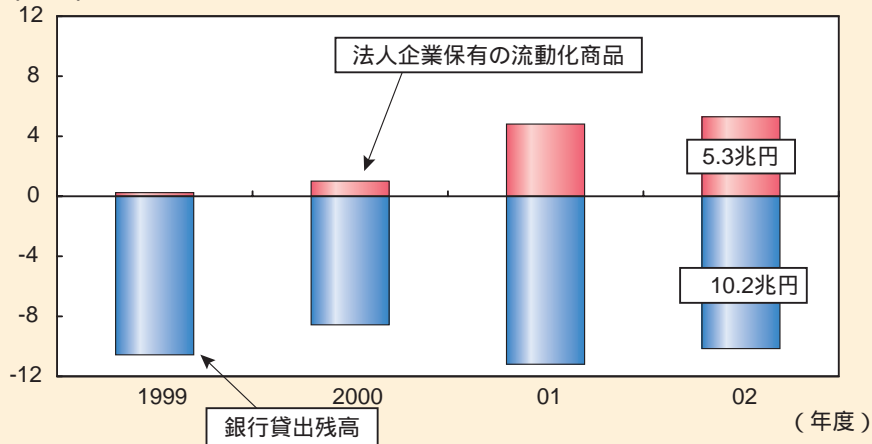
(1) スtockベース

(兆円)



(2) フローベース

(兆円)



- (備考) 1. 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「資金循環」より作成。
 2. 銀行貸出残高は、特殊要因調整後計数。これは、(i)貸出債権の流動化による変動分、(ii)為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、(iii)貸出債権の償却による変動分、(iv)旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、(v)旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構向け貸出への振り替わり分を調整したもの。
 3. 法人企業保有の流動化商品は、流動化資産全体(対象資産は、民間金融機関貸出、割賦債権、信託受益権、預け金、企業間・貿易信用)のうちの民間非金融法人企業保有分。

(2) 株式持合いの解消

これまでのメインバンク制における金融機関と企業との関係は変化しつつある。この中で、株式の持合い関係も解消されつつある²⁴。これに伴い、金融機関と企業の関係が適度な間合い(アームズ・レングス)をとるものとなっていくことが予想される。

株式の持合いを通じたメインバンクや取引先企業等による安定株主形成は、これまで企業買収に対する予防策として機能してきた。しかし、株式持合い解消は、双方の浮動株の比率

を高める。したがって、こうした企業では、株主価値の向上を図るとともに、株式持合いによる企業買収予防策に替わる新たな対応として、自社株取得や²⁵、投資家との関係を強化するIR（インベスター・リレーションズ）活動を積極化させる必要が生じる。

このような変化の中で、企業は、従来以上に直接金融の利用を検討するインセンティブをもつ可能性がある。

（3）政策金融の見直し

政策金融は、中小企業向けや社会資本整備等、リスクが大きく、民間金融のみでは対応困難な分野に、有償資金を活用することにより、一定の政策目的に沿って、長期・固定・低利の資金を供給する機能を有しており、これまで我が国経済の発展に貢献してきた（第2 - 2 - 10図）。

こうしたなか、現在の我が国の金融システムにおいては、これまでみてきたように、不良債権問題や過剰債務問題等により、豊富な資金が円滑に効率よく流通しないことが深刻な問題となってきた。この問題を解決するためには、構造改革を推進することによって、効率性や社会的ニーズの高い成長分野へと資金の流れを促すとともに、市場価格によって資金量の配分が適正に行われるシステムを強化することが不可欠である。

具体的には、民間金融機関においては、不良債権の処理と同時に、企業の信用リスクを反映した貸出金利の設定や、新たな収益力向上のためのビジネスモデルの確立が必要とされている。他方、政策金融においては、市場本来の機能が最大限発揮されるよう、こうした民間金融機関の取組を支援しつつ、引き続き、「民間でできることは民間に委ねる」との原則の下で、対象分野を見直していくことが必要である。

政策金融の在り方については、2002年12月13日の経済財政諮問会議において²⁶、我が国の政策金融は諸外国に比べ規模が大きく、かつ時系列的に増大傾向にあり、このことが、金融資本市場の資源配分機能を歪めてきたとの認識の下、現下の厳しい金融経済状況にかんがみ、民間金融機能の正常化への道筋を踏まえて、三段階で政策金融改革を進める必要があるとされた²⁷。政府としても、こうした結論を踏まえ、経済情勢を見極めつつ、さらに検討を進め

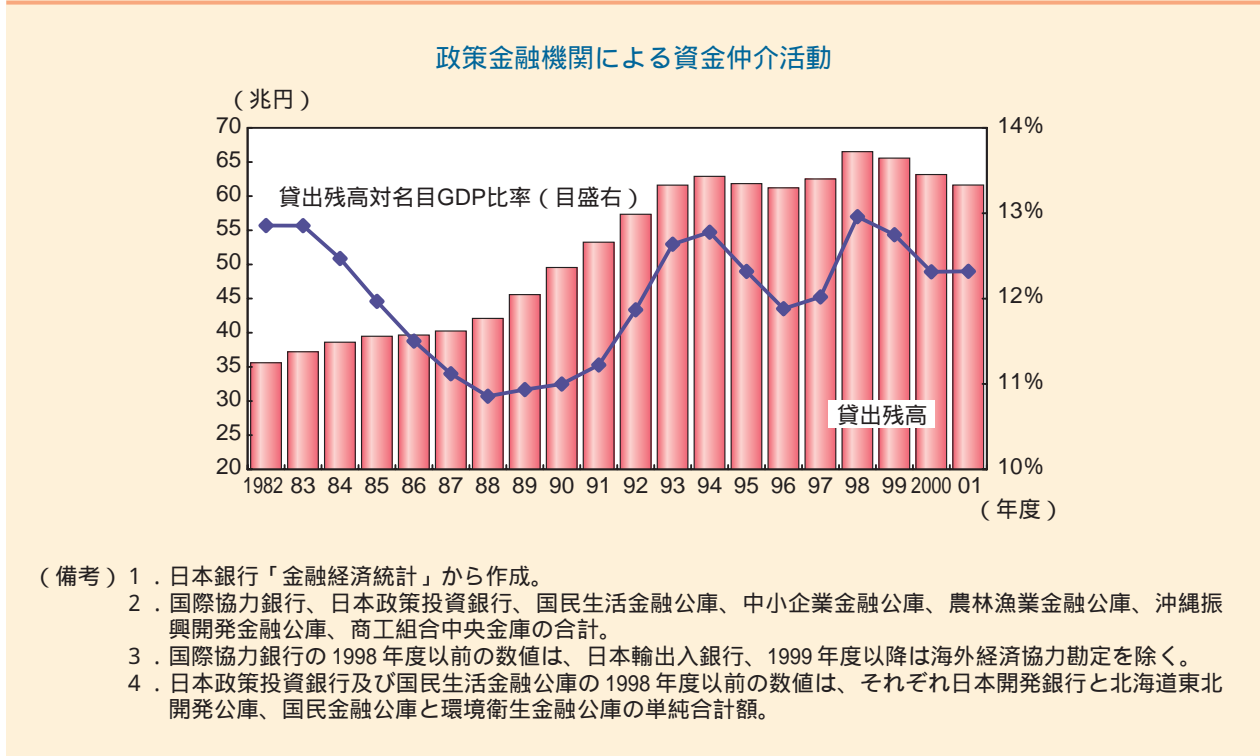
注（24）80年代後半以降の金融自由化の中で、金融機関にとって安定収益源であった優良企業が、次第に直接金融による資金調達にシフトした。さらに、90年代以降は、不良債権処分損や株式売却・償却費用等がかさむことにより、その原資として株式含み益を活用することや、自己資本比率規制の下における株価変動リスクの回避という要請が加わった。企業側にとっても、景気が低迷するなかで資本効率の向上が意識されるようになったという事情もあった。こうした結果、持合い解消の動きが進むことになった。

（25）自社株取得のメリットとしては、（i）機動的な財務戦略（一時的減資や資本償却）、（ii）余資運用機会がない場合の株主への還元手段、（iii）企業買収に対する防衛手段、（iv）株式需給対策、に整理される。したがって、自社株購入は必ずしも企業買収の防衛手段的な意味合いだけに限定されるものではない。本格的な自社株取得は、2001年6月の商法改正（2001年10月施行）による金庫株解禁により可能となっている。

（26）「政策金融改革について」（2002年12月17日閣議報告）参照。

（27）具体的には、不良債権処理の集中調整期間である2004年度までは金融円滑化のために政策金融を活用し、その後、2005～2007年度までに民間金融機関の機能回復・強化の状況を見つつ、あるべき姿に移行するための準備を行い、2008年度以降、速やかに新体制に移行することとし、政策金融の対象分野については、遅くとも2007年度末までに、国として政策金融の手法を用いて真に行うべきものを厳選することとされた。

第2-2-10図 政策金融機関の貸出残高と対名目GDP比率の推移



ることとしている²⁸。

4 金融の再構築に向けて

以上、我が国において、間接金融の機能がどのように低下しているかという問題を出発点とし、解決が必要とされる不良債権問題の現状をみるとともに、金融機能の正常化に向けたインセンティブ構造の重要性について検討してきた。以下では、こうした結果を整理することによって、金融の再構築に向けた条件を示すことにしよう。

間接金融の正常化に向けて

現在の間接金融の機能低下は、不良債権による金融機関のリスク許容力の低下と、過剰債務による企業の信用リスクの上昇、の両面が関係している。こうしたことが、短期金融市場では潤沢な資金が溢れているが、そうした資金が経済全体に還流せず、結果として金融機関の企業向け貸出減少をもたらしたと考えられる。

しかし、現在のように、信用リスクに対する関心の高い状況においては、企業の経営状態をモニタリングしながら貸出を行う間接金融の役割が重要になってくる。それは、特に中小

注 (28) 「道路関係4団体、国際拠点空港及び政策金融機関の改革について」(2002年12月17日閣議決定) 参照。

企業の場合には、企業の経営内容について情報開示が限定的であり、大企業のように証券発行によって資金調達を行うことが困難なためである。

間接金融の正常化のためには、不良債権処理を促進するとともに、適切なインセンティブ構造を構築することが重要である。

不良債権処理の促進に向けて

不良債権処理は進展している。しかし、不良債権比率の半減に向けて、主要行は更に不良債権処理を急がなくてはならない。その際の課題は、要注意先・要管理債権への対応と不良債権の新規発生抑制である。

不良債権処理を促進するためにも、金融機関は収益性の向上が同時に必要とされる。具体的には、(i) 不良債権処理原資の確保に向けた貸出利鞘の改善と経費削減、(ii) 早期事業再生や不採算資産の流動化等による資産内容の改善、が求められる。

資産内容の改善については、主要行自身による取組に加え、産業再生機構など事業再生の枠組み等の活用や、民間を中心とした不良債権取引市場の整備等も進めながら、不良債権比率の改善に向けた実効性ある対応が図られる必要がある。

適切なインセンティブ構造の構築

不良債権問題が早期に正常化するかどうかの鍵を握るのは、関係者にこうした取組を促すインセンティブを与える構造になっているかどうかである。

金融機関に対しては、現在の低金利が処理の先送りのインセンティブとして働くことのないように、資産査定を厳格化を出発点としたリスク管理能力の強化を促すような仕組みが必要である。政府は、「金融行政の新しい枠組み」を実行に移している。また、次節で改めて取り上げる事業再生の枠組みも、関係者に対するインセンティブの観点から充実が図られてきている。

正常債権の譲渡に対する障害が除去され流動性が増していけば、不良債権の取引や二次転売を前提とした取引も増えていくものと予想される。シンジケート・ローンによるプロジェクト・ファイナンスの環境が整えば、不良債権の新規発生に対する処理も速くなることが期待される。資金調達ニーズが資産流動化を増やしている可能性もあり、こうした傾向は金融機能の裾野を広げることになる。

株式持合い解消の動き等により、一部の金融機関と企業との関係は次第に適度な間合いをとったものになっていくことも予想される。こうした傾向は、直接金融の利用に対するインセンティブを企業に与えることになる。

また、政策金融については、引き続き、「民間でできることは民間に委ねる」との原則の下で、対象分野を見直していくことが必要である。

こうした動きは、不良債権問題の早期解決に資すると同時に、間接金融の正常化につなが

るものと考えられる。

以上のような取組が進展することによって、金融の再構築が図られることが期待される。しかし、金融の問題は、企業の問題と表裏一体の関係にある。そこで、次節では、企業の再構築に向けた現状と課題についてみることにしよう。

第3節 企業の再構築

1 企業部門の課題

企業リストラの動向

90年代以降、我が国が長期経済低迷を続けてきた背景には、企業の過剰債務と低収益性があると考えられる。そこで、まず、企業部門における過剰債務削減や収益力向上の進捗状況を確認するために、90年代後半以降の全産業の「有形固定資産回転率（売上高／有形固定資産）」や「損益分岐点比率」、「有利子負債／キャッシュフロー比率」をみておこう。有形固定資産回転率の上昇は、設備等の有形固定資産の収益力が高まっていることを示す。また、損益分岐点比率の低下は、人件費を含む固定費の削減等によって、企業の採算ラインとなる売上高が低下して利益が出やすくなっていることを示す。有利子負債／キャッシュフロー比率の低下は、企業業績からみて負債返済が進んでいることを示す²⁹。（第2-3-1図（1））。これらの特徴をまとめると次のとおりである。

第1に、有形固定資産回転率は、90年代後半に大きく低下したが、99年度以降、やや持ち直している。こうした持ち直しは、設備投資が抑制されるとともに、製造業の設備除却等によって有形固定資産が減少していることが影響しているものと考えられる。他方、損益分岐点比率は、90年代後半以降、順調に低下している。これは、売上高の減少が比率を引き上げる方向に働いている一方で、その効果を上回る固定費の削減が続いているためである。

第2に、96年度以降、有利子負債／キャッシュフロー比率が低下している。負債返済、キャッシュフローは、ともに比率の低下に寄与しているが、特に99年度以降における負債返済の寄与が大きい。このことは、過剰債務の返済が進んでいることを示している。しかし、バランスシート調整の進展という観点からみると、業種によって進展度には差がみられる。例

注（29）「損益分岐点」は、企業の採算ラインとなる売上高の水準を示す。企業は、限界利益（固定費＋利益）に占める固定費（人件費＋支払利息・割引料＋減価償却費）の割合を小さくして採算ラインを引き下げることにより、利益が出やすい状態を作ることができる。したがって、損益分岐点の低下は、企業のリストラ努力が反映していると考えられる。一方、「損益分岐点比率」は、企業の採算ラインとなる売上高が現実の売上高に対してどのような水準にあるかを示すものである。つまり、損益分岐点比率は、企業のリストラ努力だけではなく、実際の売上高の動向を反映する。