

第8章

金融危機への事後的対応

はじめに

不確実性のある事象について考える際には「事前」(ex ante)と「事後」(ex post)を区別することが重要となる場合がある。

サイコロを振る前には1から6までのどの数字が出るかは、それぞれ6分の1の確率でありそうだとしかいえない(事前)。しかし、サイコロを振った後には、いずれかの数字が一つだけ出る(事後)。このように、事前・事後という区別は、不確実な事柄の結果が出る前後を分けて考えるための概念である。

強固な金融システムという課題を考える際にも、事前と事後、いずれの観点を中心にみるかによって趣が変わってくる。

例えば、事前の観点からは、金融システムが不安定化する可能性をいかに小さくするか、ということが重要になる。しかし、金融危機が発生し金融システムが不安定化した後の事後の観点からは、どうやって金融システムの再生を行うかが重要となる。

もちろん、事前と事後の間には関係があるので、片方だけを完全に独立的に考察して良しとすることはできない。例えば、ある時点での金融危機への対処方法の善し悪しは、その次に金融危機が起こるかもしれない可能性に影響を与えるかもしれない。したがって、事後的な対処法を考える場合にも事前的な観点をもっておく必要がある。

本書は全般的には、事前的な観点からみた問題があつかわれている。これに対して、本章では金融危機が発生した後はどう対処したらよいかという事後的な観点からの問題をあつかうこととする。これら事後的な観点からの研究は、事前的なものに比べ後れている（他に本書では、高阪論文において銀行のバランス・シート悪化による問題の一つであるクレジット・クランチについて分析が行われているが、これは事後的な観点からの議論である）。

なぜ、金融危機が起こったのかとか、どうすれば防げたのかということは、いったんおいて、金融危機が起こったことを所与のこととし、その対応策を検討する。

言い換えるならば金融危機発生に対する危機管理の問題である。

まず、企業の再構築の問題では、事前的な観点から必要性が強調されることの多い企業統治の改善などの政策に関して、事後的な企業の再構築の文脈でも意味があることを示す。

次に、銀行の再構築の問題では、事前と事後の間にある複雑な関係を示すものとして時間不整合性の議論を使って銀行救済政策と銀行経営のモラル・ハザードの関係を考察する。そのうえで、銀行救済策を実施するとしても、

表1 アジア諸国・地域の経済成長率

(%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
香港	3.9	4.5	5.0	-5.1	3.0	10.5
インドネシア	8.2	7.8	4.7	-13.2	0.2	4.8
韓国	8.9	6.7	5.0	-6.7	10.7	8.8
マレーシア	9.8	10.0	7.5	-7.5	5.4	8.3
フィリピン	4.7	5.8	5.2	-0.6	3.3	4.0
シンガポール	8.0	7.5	8.4	0.4	5.4	9.9
台湾	6.4	6.1	6.7	4.6	5.7	5.9
タイ	8.9	5.9	-1.7	-10.2	4.2	4.4
中国	10.5	9.6	8.8	7.8	7.1	8.0
ベトナム	9.5	9.3	8.2	5.8	4.8	6.1

(出所) ADB, *Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries*, 2001.

どのようなやり方が望ましいのかを検討する。

また、本章では、アジア通貨危機に見舞われた国々の対応策を念頭において考察を行う。通貨危機と金融危機は別物であるが、アジア通貨危機においては金融危機を併発することが多かった。

通貨危機による打撃自体は比較的早期に回復可能であるのに対して、金融危機の後遺症は長く残る傾向がある。アジア諸国も、今では、経済成長や国際収支の面では、通貨危機の打撃から回復したようにみえる（表1参照）。ところが、国内の金融機関の健全性や不良債権の大きさからみると、金融危機の後遺症はあいかわらず深刻である。表2、表3は通貨危機後の1998年と

表2 不良債権の総貸出に占める比率（不良債権比率）

	マレーシア		韓 国		タ イ	
	1998年10月	1999年6月	1998年12月	1999年6月	1998年12月	1999年9月
商業銀行	13.0	12.8	7.4	8.7	42.9	44.6
マーチャントバンク	30.6	31.6	20.0	11.9		
その他金融機関	26.8	23.9	13.1	14.5	70.2	62.3
資産管理会社	100.0	100.0	100.0	100.0		
全金融機関	19.7	21.2	16.8	19.2	45.0	45.3

（出所）The World Bank, *Global Economic Prospects and the Developing Countries 2000*, 1999, Table 3.2

表3 不良債権比率：インドネシアの場合

	1996年3月	1997年3月	1998年3月	1999年3月
商業銀行全体	10.6	9.3	19.8	58.7
国営銀行	16.6	14.2	24.2	47.5
民間外為銀行	4.0	4.4	12.8	76.9
民間非外為銀行	14.7	16.5	19.9	38.9
地方開発銀行	18.5	13.9	15.8	17.0
合弁銀行	7.4	7.7	25.3	64.6
外国銀行	2.8	2.7	24.4	49.9

（出所）武田 [2000]。

1999年の状況を示している。1999年の方を中心にみると、韓国では金融機関の総貸出の約19%が不良債権である。これは韓国のGDPの約27%に相当する。同じ数字を国ごとに拾っていくと、マレーシアでは総貸出の20%、同国GDPの30%、タイは45%および60%、インドネシアは50%以上および25%となる。ただし、インドネシアの数字は銀行の不良債権のみに関するものである。また、マレーシアは明示的な金融危機は回避したが、不良債権問題には直面することになった。

アジア通貨危機に際して、通貨危機の発生と前後して深刻な金融危機が発生した背景としては、金融機関や一般の企業が資金を海外から調達していたことがある。つまり、外貨建ての借金が多かったということだ。通貨危機により為替相場が下落すると、借金の負担は大きくなる。通貨危機の最悪期には、通貨価値が2分の1以下に下落したので、借金の負担は2倍以上となった計算である。なかでも、インドネシアは通貨価値が6分の1にまで下落したので、借金が6倍になったわけである(表4、表5参照)。金融機関にせよ一般企業にせよ、これほど借金が一気に増大したときには、経営破綻しない方がおかしいといえよう。

表4 アジア通貨危機における為替レートの推移

国名	通貨	1990年1月	1997年6月	1998年1月	1998年7月	1999年12月
インドネシア	ルピア	1804.85	2446.59	9662.50	13962.50	7156.00
タイ	バーツ	25.73	25.78	53.81	41.19	38.18
フィリピン	ペソ	22.46	26.38	42.66	41.78	40.62
マレーシア	リングギ	2.70	2.52	4.41	4.16	3.80
韓国	ウォン	683.43	889.49	1701.53	1293.73	1137.09
(参考)日本	円	145.09	114.21	129.45	140.73	102.68
備考			アジア通貨 危機直前	最悪期(除 インドネシ ア)	最悪期(イ ンドネシア)	

(注) すべて、月間の平均レートである。

(出所) *International Financial Statistics*, IMF.

表5 通貨の「強さ」の推移 (1997年6月を基準)

(%)

国名	1990年1月	1997年6月	1998年1月	1998年7月	1999年12月
インドネシア	136	100	25	18	34
タイ	100	100	48	63	68
フィリピン	117	100	62	63	65
マレーシア	93	100	57	61	66
韓国	130	100	52	69	78
(参考) 日本	79	100	88	81	111

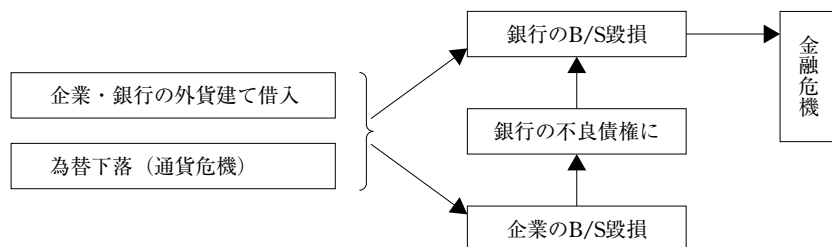
(出所) 表4より筆者作成。

金融機関が直接、海外から借金を行っていた場合には、これは、直接的に金融危機を引き起こすきっかけとなった。一般の企業が直接、海外から借金を行っていた場合には、まず、これらの企業の経営破綻が起こった。こうした企業に対して、国内の金融機関も貸出を行っていたとすると、それは不良債権になった。これは、国内金融機関の収益を悪化させ、やはり金融危機の要因となった。

以上を図式化すると図1のようになる。

さて、ここで問題を事前的な観点からながめると、企業・銀行の外貨建て借入がどのようにして増大したのか、また、通貨危機はどうして起こったの

図1 アジア通貨危機と金融危機の関係



(注) B/Sはバランスシート (貸借対照表) の略。

(出所) 筆者作成。

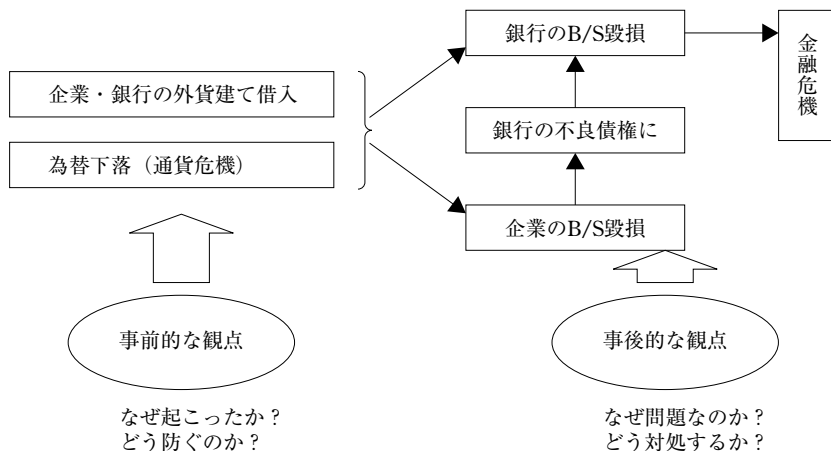
か、そして、これらの事態を防止するにはどのような政策がとられるべきであったのかという問題となる（図2の左側参照）。

これらは、決着がついていないことも多いが、ずいぶんと議論されてきた問題である⁽¹⁾。

一方、事後的な観点からみると、企業のバランスシート（以下B/Sと略記）の毀損や銀行のB/Sの毀損が経済にどのような影響を与えるのか、また、こうした問題を解決するにはどのような方策が望ましいのか、という問題となる（図2の右側参照）。

前述のとおり、本章では事後の問題を取り扱うが、図2でいえば右半分が関心対象となる。以下では、第1節で企業のB/S毀損にともなう問題を企業行動の歪みという観点から考察する（図2右の四角枠の一番下）。第2節では銀行のB/S毀損にともなう問題のうち、政府による銀行救済策の是非を中心として考察する（図2右の四角枠の一番上）。

図2 事前と事後、二つの観点



(出所) 筆者作成。

第1節 企業行動の歪みと対策

不良債権問題を企業の側からみると、それは企業のB/Sの状態が劣化したということの意味する。それではB/Sが毀損されたときに、どうして問題が起こるのだろうか。

B/Sの悪化は基本的には、その企業の過去の行動が失敗であったことを意味しているだけである。それが、企業の将来の行動に影響を与えることがあるのだろうか。もしも将来の行動には影響を与えないとすることができれば、不良債権問題の解決は基本的には所得の再配分の問題にすぎない。

一方、B/Sの悪化が企業の将来の行動に影響を与えるとすれば、不良債権問題の解決はより重要であり、それが早急に行われるか、解決が先延ばしにされるかという政策対応の違いは、経済の状況に大きな影響を与えるだろう。

結論からいうと、B/Sの悪化は企業の投資決定に悪影響を与える。その理由にはいくつかあるが、以下で順番にみていこう。

1. デット・オーバーハング

まず、デット・オーバーハングと呼ばれる現象について、簡略化された例示により説明を行う。

ある企業が新規投資を行うかどうかの決断を迫られているとする。そして、新規投資による期待収益は V であり、新規投資の費用は I であるとする。簡単化のために、この企業の当初の資産はゼロとする。

新規投資を行うかどうかの決定の基準は $V-I$ の値が正になるかどうかということになる。 $V-I$ は投資を行った場合に期待される純利益であるから、これが正であるかぎり投資を行う。これは、もちろん社会的にも望ましい決断である。

ところが、同じような投資機会をもった企業であっても、既存債務への元

利返済 P を抱えているという前提を付け加えると、投資決定の基準が変わってしまう（ちなみに、当初の資産をゼロとしたので、この企業は債務超過であるが返済期日がまだ到来しておらず、デフォルトは起こしていないと想定する）。

今回の投資決定の基準は $V-I-P$ が正かどうかというものになる。前の場合と比べると、債務の存在が投資決定基準をより厳しくすることが分かる。例えば、 $V-I$ の値が、たまたま $P > V-I > 0$ という範囲にあったときには、既存債務への元利返済義務を抱えていない企業であれば新規投資を行うという判断を下すのに対し、元利返済義務を抱えている企業では新規投資は行われぬ。この場合でも新規投資そのものの期待される純利益は正であるから、投資が行われぬということは社会的厚生に損失をもたらす。

このような現象を、デット・オーバーハングと呼ぶ⁽²⁾。

2. 再生のための賭け (gambling for resurrection)

次に「再生のための賭け」という現象を説明しよう。

一般に、有限責任制のもとで負債を負った債務者は、そうでない場合に比べてリスクの高い行動を好むようになる。

来期の企業価値 V が確率変数であると考え、その確率分布は企業経営者の行動 d により変化させることができるとする（ただし、企業経営者は危険中立的と仮定する）。

ここで負債がゼロの場合と負債が存在し来期に P だけの元利返済義務がある場合の二つを考えよう。

負債がゼロの場合には、企業経営者の行動は

$$(i) \max_d E(V)$$

負債がある場合には、

$$(ii) \max_d E(\max[V-P, 0])$$

となる。

この二つの最大化問題は一般的には異なる。ただし、 V が確率1で P 以

上になる（確率変数 V の値域の下限が P よりも大きい）場合には(ii)は $\max_d E(V - P)$ となり、 P が定数なので(i)と同じ最大化問題となる。つまり、来期に支払い不能となる可能性がゼロの場合には負債の存在は企業経営者の行動に歪みを生じない。

逆に V が P 以上になる確率が低い場合（来期に支払い不能になる可能性が高い場合）には、負債の存在は企業行動に歪みを生じる可能性がある。

企業経営者にとっては V が P を上回るのみが重要である。 V が P を下回った場合には、いずれにしても支払い不能が発生し、企業は倒産する。よって、企業価値が大きく低下する可能性もあるが、大きく上昇する可能性もあるというリスクの高い投資行動を行う誘因が発生する。

こうした誘因の存在は、企業とその債権者との間のエージェンシー問題における中心課題の一つである。そして、 V が P を下回る確率が非常に高い場合（すなわち企業財務がかなり悪化している場合）にはとくに深刻な問題となる。境目はやや曖昧だが、ハイリスクへの選好がきわめて大きくなり、ほとんどギャンブルに賭けるようなものといえる場合に「再生への賭け」と呼ぶ。

バブル崩壊後の日本企業でも、こういった現象は多くみられた。例えば、損失の「飛ばし」行為も、この理屈を少し応用することで説明できる。「飛ばし」とは、子会社などの関連企業に、土地や有価証券などを市場価格よりも高く売りつけることにより、見かけ上の利益を作り出し、赤字隠しをすることである。飛ばしを行ったからといって、現状が改善するわけではない。むしろ、そのために（売買手数料や税金などの）余分な費用を負担しなければならない。しかし、「飛ばし」で損失隠しをしている間に、突然、景気が良くなるとか、大もうけの取引が転がり込んでくるとかの僥倖があるかもしれない。そういう万が一の幸運に賭けて、問題の先延ばしを行っているとするば、これも「再生のための賭け」の枠組みで理解可能である。

3. エージェンシー・コストと企業投資

以上にみた二つは、ともに企業の財務が相当に悪化し、債務超過や支払い不能になったり、なりかかった場合に発生する問題である。

そこまで行かなくても企業財務の悪化は問題を引き起こす。

それは、B/Sの悪化が企業の資金調達コストに影響を与え、結果として企業の投資行動に影響を与えるからだ。

前項では、企業とその債権者との間でのエージェンシー問題について少し触れた。負債の存在が債務者のハイリスクな行動を促進する可能性が指摘された（これは一種のモラル・ハザード）。こうした行動も含め(1)エージェントである債務者の（不誠実な）行動がプリンシパルである債権者に与える経済的損失、および、(2)債務者がこうした行動を起こさないよう防止するために必要となってくる費用、の合計をエージェンシー・コストと呼ぶ。

また、万一企業倒産が起こった場合には、倒産処理をめぐって債権者と債務者の間では通常とは異なるエージェンシー問題が発生する。これも負債発行にともなうエージェンシー・コストに含まれる。ただし、常に倒産が発生するとはかぎらないので、倒産確率の分だけ割り引いて考える必要がある。

これらのエージェンシー・コストの存在は資金調達コストを上昇させるだろう。潜在的な貸し手は、市場金利に予想されるエージェンシー・コストを上乗せした金利でなければ貸出に応じようとはしないからだ⁽³⁾。

そして、負債の増大による財務の悪化はエージェンシー・コストを上昇させると考えられる。第1に、前項でみたようなエージェンシー問題も財務が悪化した場合に激しくなる。第2に、企業倒産が起こる確率も財務が悪化した場合に大きくなるので、倒産処理に関連するエージェンシー・コストも上昇するだろう。

したがって、財務の悪化は、エージェンシー・コストの上昇を通じて企業の資金調達コストを上昇させる⁽⁴⁾。

ここで、財務の状況以外は全く同じ性質をもった二つの企業を考えよう。一方は良好な財務状況、他方はより悪化した財務状況にあったとする。財務の良好な企業はエージェンシー・コストも小さく資金調達コストが低いので、より新規投資に積極的であり、逆に、財務の悪い企業は新規投資に消極的になるだろう。このように財務状況だけの違いが企業行動を左右することがありうる。

アジア通貨危機においては、外貨建てで借入を行っていた企業が、為替レート下落により突然の財務悪化に見舞われた。エージェンシー・コストの観点からみると、これは資金調達費用の上昇を招き新規投資の減退を引き起こすだろう。この場合、多くの企業の財務が一斉に悪化するので、経済全体としても投資の減少が起こるだろう。こうして、下方への景気循環を引き起こすことが考えられる（俗に言うところのバランスシート不況）。

4. 対策

(1) 倒産処理の迅速化、効率化

まず、債務超過や支払い不能といった倒産事由が発生したり発生しそうになっている企業の問題について考えよう。デット・オーバーハングと再生のための賭けといった現象が問題となるが、これらに対しては倒産処理を迅速かつ効率的に実施することが基本的な対応となる。

法制度が未整備な途上国においては、倒産法制度を整備することから始めなければならない場合も多い。インドネシアやタイでは通貨危機後に新破産法が制定された。このように、法制度の整備は大変初歩的なことのようにあるが、途上国では重要度は高い。

途上国における法制度の整備に関しては、先進国における制度を参考にすることができるだろう。しかし、どのような機会主義的行動が大きな障害になるかは、その国の人々の行動様式の差によって異なる可能性もある。先進国の法体系を参考にするとしても、自国の特殊性に合わせて手直しする必要

もあるだろう。

倒産処理は迅速に行われるだけでなく、効率的に行われる必要もある。その際の要点は、清算と存続の決定が適切に行われることである。きわめて単純化してしまえば、清算価値（残余資産の売却により得られる価値）と存続価値（事業存続により得られる将来の営業現金収支の現在割引価値）の大小によって清算か存続が決定されることが重要である。

しかし、複数の債権者がおり、その間で弁済に関して優先・劣後の関係があったり担保付きか担保なしかという違いがある場合には、集合的な意思決定が存続価値、清算価値の大きさととは関係なく行われてしまう可能性がある⁽⁵⁾。

倒産処理の改善に関しては、破産法にかぎらず、倒産に関連する法制度の整備、また、裁判制度の改善や司法関係者の教育、訓練なども重要である。

(2) 民間債務交渉の促進

ところで、倒産処理には法的なものもあれば、私的に進められるものもある。倒産が大規模なもので利害関係者の数が多くなるほど、法的な処理でなくては收拾がつかなくなる傾向があるが、逆に利害関係者の少ない小規模な倒産処理は私的に行う方が効率的である傾向がある。また、債務企業の再建可能性の高い場合の方が、そうでない場合に比べて利害関係者間の自発的合意が得られやすく私的処理に向いているといえるだろう。

ただし、政策で直接に左右することができるのは、公的な（法的な）交渉のルールだけである。私的な交渉に関してのルールは、政府が定めるわけにはいかない。しかし、公的なルールを定めることは、私的な交渉に対しても間接的な影響を与える効果があると考えられる。なぜなら、もし裁判に持ち込んだとしたら、どのような結果が予想されるかが、ある程度分かる場合には、それが、私的交渉の出発点になるからだ。したがって、公的なルールをきちんと定めることは、間接的にせよ私的交渉に対しても良い影響を与えることが期待できる。

いくつかのアジア諸国では、通貨危機以後に政府が特別の機関を設立して民間債務交渉を促進するための仲介役を務めるような政策を行っている。もっとも、政府がわざわざ民間債務交渉に関与するのは、次項でみる政府による不良債権処理と同様、大規模な金融危機の後処理などに際してのみの特例的な措置であるといえる。

こうした仲介が、本当に民間の債務交渉に関わる交渉費用を引き下げることができるのだとすれば、有効な政策だといえるだろう。しかし、それを測定することは難しいので、この政策の有効性を判断するのも難しい。

例えば、タイでは民間債務再編促進委員会（CDRAC）と呼ばれる調停委員会が設置され、その仲介のもと、数字上は多くの民間債務交渉が実施されている。これは、銀行の不良債権比率を低下させることに一定の寄与があったとされている。しかし、こうして合意された企業の再建計画が誠実に実行されるかどうかまでには、政府は関与しないということもあり、合意成立後に再び債務不履行などの問題を引き起こす事例も多いという。タイでは銀行の再建が進展していなかったため、債権者である銀行側のインセンティブにも問題があった。債務者である企業の本当の意味での再建よりも、問題の先送りを選択しようとする意図が働いた可能性がある。

また、債権者である銀行など金融機関の側には、交渉の成立した債権に関しては不良債権ではないとみなしてよいという交渉促進のためのインセンティブを与えたために、再建策の実行可能性に疑問があっても安易に合意する傾向があった。つまり、問題の先延ばしのための隠れ蓑として機能している側面があるといわれている。とくに、銀行の経営状態がおかしく銀行の動機も歪んでいるときに、こうした問題行動が起こりやすくなる。したがって、第2節でみるような銀行の再建策を先行して早急に実施することにより、銀行行動を正常化したうえで民間債務交渉を促進する方がよいといえるだろう。

このほかには、マレーシアでは企業債務再建委員会（CDRC）、インドネシアではジャカルタ・イニシアティブと呼ばれる政府による調停委員会が設置されている。また、韓国では、政府の強い影響力のもと、債権銀行団が形成

され民間債務交渉が進められている。

(3) 政府による集約的な不良債権処理

それでは、もっと直接的に、すべての不良債権を政府が買い取って債権者に代わって債務者との交渉を行うという方法はどうか。通常の経済環境では、政府がこのような役割を果たすことは考えもしないだろう。ようするに、こうした対応は問題がきわめて大きく、民間部門のみに解決を任せておくことができないと政府が判断した場合の、かなり特例的な方策であるといえる。

例えば、通貨危機後の一部のアジア諸国では、金融部門が抱える不良債権総額があまりにも巨額となったこともあり、政府による不良債権一括処理という政策が検討されることになったのである。実際に、表6に示したようにインドネシア、韓国、マレーシアでは不良債権の多くが政府が設立した資産管理会社（日本でいえば整理回収機構のような機関）に移管されている。

もちろん、買い取り価格は簿価ではなく、適正な時価（の推定）に基づいて行うべきであることはいうまでもない（そうでなければ、債権者に根拠のない補助金を与えるのと同じになる：第2節も参照のこと）。それでも、この政策の評価は難しい。良い点と悪い点があるからだ。

一つの問題点は、情報の非対称性にある。政府の方がももとの債権者よりも債務者に関する情報を少ししかもっていないだろう。そうだとすると、政府よりも債権者の方が交渉に適任であることになる。

表6 資産管理会社への不良債権移管の状況

	インドネシア	韓国	マレーシア	タイ
資産管理会社へ移管された不良債権の比率（全金融機関）	60.5%	43.6%	27.1%	6.3%
計算の時点	1999年9月	1999年9月	1999年12月	1999年12月

（出所）The World Bank, *East Asia: Recovery and Beyond*, 2000, Table 4.3より筆者計算。

一方、良い点もある。第1に、悪質な債務者に対して警察や裁判所などと連携して圧力を加えることが可能だという点である。これは、民間の債権者よりも政府の方が得意な分野である。

第2に、金融危機により銀行経営の健全性が損なわれている場合には、銀行に任せても適切な不良債権処理が行われない可能性がある。前項でみたように、銀行経営の動機が歪められている場合には、銀行は不良債権処理を先延ばししようとする危険性が高い。

第3に、債権者の数を減らすことができるという点である。すべての債権者から債権を買い取ることができたなら、政府が唯一の債権者ということになるが、これは、少なくとも債権者相互の利害の対立を解消する（ただし、これは理屈上は、政府でなくてもできることだろうという反論がありうる。例えば、民間の債権者同士で新しい機関を共同で作って、そこに債権を買い取らせるとかの方法である）。

折衷的な方法としては、不良債権のなかでも劣化の進んでいる債権（例えば、回収不能債権）については、政府の設立した債権回収機構が買い取り、それ以外の優良度の高いものについては、銀行の自主的な処理に任せるというやり方がある。劣化の激しい不良債権は、銀行自身が適切な管理に失敗した債権であり、銀行から切り離すことによって失われる価値も大きくはないだろうと考えられる。一方、あまり劣化していない不良債権の管理に際しては、銀行がもっている個別債務者の情報が有用であり、銀行自身に管理させることのメリットも大きいと考えられるからである。実際にインドネシアでは、そのような方針で不良債権買い取りが行われた。しかし、表7にみるように、政府による不良債権買い取りの戦略に関しては、アジア諸国間でもかなりのばらつきがあることが分かる。

(4) 倒産処理、企業統治の改善とエージェンシー・コスト

以上でみたような倒産処理の改善という政策は、直接的には倒産に瀕している企業の問題行動への対応としての意味をもっている。しかし、同時にエ

表7 政府設立の資産管理会社への不良債権集約の方法

	インドネシア	韓国	マレーシア	タイ
銀行に有利な買い取り価格か？	YES	当初は買い戻し条件付きで、優遇価格での買い取りを行った。1998年2月より市場価格での買い取りの方向へ。	外部の会計士が価格を査定する。	政府は資産管理会社を設立せず。(2001年7月に設立の予定)
買い取る不良債権のタイプ	最悪の分類のみ	特定の方針なし	500万リング以上の大口債権で、ほとんどが不動産または株式の担保付きのもの。	

(出所) The World Bank, *East Asia: Recovery and Beyond*, 2000, Table 4.5より抜粋。

ージェンシー・コストを低減させる政策ともなっている。なぜなら、負債発行のージェンシー・コストのなかには万一倒産が起こった場合におけるージェンシー問題に起因するコストが含まれているからだ。倒産処理の改善はこれを低減することにより、間接的に負債発行のコストを低下させる。したがって、倒産に至らないが財務悪化による資金調達コストの上昇に見舞われている企業の問題への対応にもなっている。

また、会計基準などの強化や上場企業の情報開示義務の強化など「企業統治の改善」に関係する方策もージェンシー・コストを低下させる。そもそも企業統治の議論は債権者や株主といった企業への資金提供者と企業経営者との間におけるージェンシー関係を前提として、いかに経営者を規律づけるかという問題をめぐるものである。したがって、その改善はージェンシー・コストに直接影響を与える。

本書の渡邊論文(第6章)、永野論文(第7章)では企業統治の問題を主要なテーマとしているが、そこでは金融システムの脆弱性を引き起こさないように良い企業統治を目指すべきであるという事前的な観点から考察が行われ

ている。それに対して、ここでみたのは、企業統治の改善は金融危機への事後的な対応としても意味があるということだ。

第2節 銀行救済政策とモラル・ハザード

銀行は清算よりは、再建される可能性が高くなる。しかも、銀行再建に際しては、公的資金（税金）が投入されることが多くなる。

まず、再建される可能性が高くなる理由から説明しよう。銀行も一般企業同様に財務がきわめて悪化した際には倒産処理が必要となる。そして、存続価値と清算価値の大きさに従って再建するか清算するかが判断されるのが望ましい。

ところが、銀行においては一般企業に比べて銀行の「存続価値」は高く、「清算価値」は低くなる傾向がある。なぜなら、存続価値には銀行の外部経済性⁽⁶⁾が加わることになる一方、「清算価値」は銀行経営者や従業員の「やる気」の喪失にともなってより低下する可能性が高いからだ。一般の企業でも清算が決まると「やる気」が低下するだろうが、機械や工場設備の価値が低下することはないだろう⁽⁷⁾。しかし、銀行の場合は従業員の「やる気」が失われ貸付の管理を怠けるようになると、銀行の主要な資産である貸出資産の価値は低下するだろう。例えば、借り手企業の返済能力に疑念が生じた場合には、早期に債権保全を行わねばならないが、銀行従業員の怠慢により借り手企業の変調を見逃したり、債権保全のための努力が不足したりすると、貸付の価値は大きく損なわれる恐れがある。

次に、公的資金が投入されることが多くなる理由を説明しよう。それは、「存続価値」のなかに外部経済が含まれているからである。外部経済に対する対価を、私的な経済主体が自主的に支払うということは希である。たいがいは、政府などの公的主体が負担することになる。つまり、公的資金の投入が必要になる。

表8 金融機関の閉鎖、一時国有化、合併

	閉鎖	一時国有化	合併
インドネシア	64銀行 (18%)	12商業銀行 (20%)	七つの国有銀行のうち 4行が合併 (54%)
韓国	5 商業銀行, 17マーチャントバンク, および 100以上のノンバンク (15%)	4 商業銀行 (25%)	11銀行→四つの新銀行 (15%)
マレーシア	なし	1 商業銀行, 1 マーチャントバンク, 3 金融 会社が国の管理下に (12%)	6 金融会社→商業銀行 に合併 (2%)
タイ	57金融会社 (11%) 1 商業銀行 (2%)	7 商業銀行 (13~15%) 12金融会社 (2.2%)	5 商業銀行+13金融会 社→3 銀行

(注) かつこ内は金融部門の全資産に対しての割合。

(出所) The World Bank, *Global Economic Prospects and the Developing Countries 2000*, 1999, Table 3.5.

表8は、アジア通貨危機後に深刻な金融危機を経験した4カ国における金融機関処理の要約である。これらの国でも、金融機関の処理においては、閉鎖という手段よりは一時国有化および合併という手段の方が好まれていることが分かる。

ただし、金融機関数ではあまりはっきりしない。表中のかつこ内に示されている、対象となった金融機関の資産が金融部門全体に占める比率の方に注目して見る必要がある。例えば、インドネシアでは数だけでみれば、閉鎖銀行は64もあることになる。しかし、資産の比率で見れば18%であり、一時国有化の20%や合併の54%と比べると小さいということが分かる。あわせて考えると、閉鎖の対象となったのは比較的小さな銀行のみであったといえる。

1. 時間不整合性

このように、銀行は公的資金の投入により再建される可能性が高いということは、銀行経営にモラル・ハザードを生じさせる原因となる。これは、現在、処理の対象となっている銀行だけの問題ではない。今どのような銀行倒産処理をするかということは、将来の別の銀行の経営動機づけとも関係している。他の銀行が政府によって救済されるのをみた銀行経営者は、自分の銀行についても政府の救済を見込むことができると考え始めるだろう。その結果、経営破綻のリスクに無頓着な経営を行う（＝モラル・ハザードの発生）ようになる危険性が高い。そういう将来に与える影響もみながら今の処理策を考える必要がでてくる。

しかし、モラル・ハザードの発生を完全に防ぐのは難しい（煩雑さを避けるため、今後、モラル・ハザードを略してMHと記述する）。それは、政府がいかなる場合にも銀行救済策をとらないという政策にコミットすることが困難であるからだ。これは時間不整合性（タイム・インコンシステンシー⁽⁸⁾）という問題の一種である。

この話は「事前と事後」の関係をどう位置づけるかという問題である。事後的な対応のありようが事前的に（次の）危機を招きやすくするかどうかということと関連している。

(1) 単純なモデル

まずは、どのようにして時間不整合性が発生するのかを、簡単なモデルにより説明しよう。

モデルの前提は以下のとおりである（箇条書きで示す）。

前提(1) 事前的な政府の意思表示

政府は、いかなる場合も銀行救済政策を採用しないと宣言する(A)

政府は、(銀行危機発生の際には) 銀行救済政策を採用すると宣言する(B)

前提(2) 民間銀行の行動

MHを起こさない(N)

MHを起こす(M)

★ただし、政府が救済してくれるならMHを起こすのが得であり、政府が救済してくれないときは、MHを起こさないのが得であると仮定する。

前提(3) 事後的な実際の政府行動

銀行救済を行わない(a)

銀行救済を行う(b)

前提(4) MHを起こした場合には、必ず銀行破綻が起こる

MHを起こさなかった場合は、銀行破綻は起こらない

(この前提は後でゆるめられる)

前提(5) 破綻コストは、銀行救済が行われる方が小さい (表9参照)

表9からは、破綻コストが最小になるのは、(N, a) または (N, b)⁽⁹⁾の行動の組み合わせであることが分かる。

さて、MHが起こると必ず銀行破綻が起こる (前提(4)) ので、政府は意思表示A (銀行救済は行わないと宣言する) を行い、民間銀行がMHを起こさないことを期待するのが良い政策と思える。

表9 銀行破綻のコスト比較

	a	b
N	0	0
M	C1	C2

(注) ただし、 $C1 > C2$ とする

N, M, a, bは前提(2)および前提(3)で示された民間銀行および政府の行動。

ここで、民間銀行は、政府の宣言を信用するならば、行動 N (MHを起こさない) をとるだろう。その結果、事後的にも政府は銀行救済を行わないという行動 a をとる。結局 (N, a) が実現し、破綻コストは最小の 0 となるだろう。

しかし、残念ながら政府の宣言は信用されない。なぜなら、政府の宣言に関わりなく、民間銀行がMHを起こしてしまったという状況のもとでの「事後的な」政府の行動選択は、表9の下半分を見ながら行われることになる(表10参照)。

$C1 > C2$ であるから、事前の宣言には関わりなく、事後的には政府は銀行救済を行う(行動 b) インセンティブがある。このことを知っている民間銀行は、政府の事前の宣言には関わりなくMHを起こす(行動 M) のが合理的になる。

(2) 単純なモデルからの考察

さて、ここでもう一度、「銀行のモラル・ハザードを防ぐためには銀行救済を行うべきではない」という政策提言について考察してみたい。

上でみたような時間不整合性の問題を解消するためには、政府が将来にどの行動を行うかに関して民間銀行の期待(予想)が重要である。この場合は、政府が将来時点において銀行救済策を行わないだろうという期待が形成されるかどうか成否を分ける。

時間的不整合性が存在するときには、政府が将来の政策について意思を表明しただけでは、その政策が実際に実行されるとは信用されない。そこで、

表10 MHの発生を前提とした銀行破綻のコスト比較

	a	b
M	C1	C2

何らかの方法で将来時点での行動選択の余地そのものを狭めることが必要になる。

例えば、(非現実的ではあるが) 憲法に銀行救済はしてはならないと書くということができれば信頼性は大きくなる。しかし、それとて憲法改正が簡単にできるならば、完全ではない。

このように時間不整合性の発生条件が満たされているときに、その問題を完全に避けることは、実は相当に難しいのである。

それでは、実際に銀行危機が起こったときに銀行救済を行わないという政策を実行してみせることによって、時間不整合性を解決することができるのだろうか。これは、「将来のMHを防ぐために銀行救済を行ってはならない」という主張の意図するところである。

確かに、これは政府の決意のほどを実証してみせるわけであるから、信頼性を引き上げることにはなるだろう。しかし、これも完全ではない。例えば、将来の政権交代の可能性があるならば、その場合でも政府の銀行救済がないということへの信任には直接的にはつながらないだろう。また、政権交代がなかったとしても、同じ政党でも考え方が変わるかもしれない。要するに、将来の政策手段を直接的に狭めるものではないので、決定打にはならないのだ。

このような難しさとは別に、以下では、そもそも時間不整合性の問題は存在しているのかどうか考察する。とくに途上国の文脈では、時間不整合性を発生させる前提条件が欠けているかもしれないことを指摘し、その政策的な含意を議論する。

(3) 一般モデル

ここでは、単純なモデルの前提条件の一部をより一般的なものに置き換えた一般モデルを検討する。

前提(1)から前提(3)、および前提(5)は同じで、前提(4)を次のように修正する。

前提(4) 銀行がMHを起こした場合の方が銀行破綻確率が大きくなるが100%の確率で(必ず)起こるわけではない。逆に、MHを起こしていない場合でも銀行破綻の起こる確率は0とはならない。ただし、MHを起こしている場合の方が銀行破綻が起こりやすいと仮定する。

★ P_n を銀行がMHを起こさないときに銀行破綻が起こる確率、 P_m を銀行がMHを起こしているときに銀行破綻が起こる確率とし、 $P_n < P_m$ と仮定する。

前提(5)は同じであるが、銀行が行動Nをとったときにも銀行破綻が起こる可能性があるので、破綻コストを場合分けした前掲表9は修正する必要がある。また、確率的事象となるために、事前と事後の破綻コストを区別する必要もある。

まず、事後の破綻コストから考える(表11)。

ただし、 C_{na} は銀行がMHを起こさない、かつ、政府が銀行救済を行わないときの銀行破綻コスト、 C_{nb} は銀行がMHを起こさない、かつ、政府が銀行を救済したときの銀行破綻コスト、 C_{ma} は銀行がMHを起こす、かつ、政府が銀行救済を行わないときの銀行破綻コスト、 C_{mb} は銀行がMHを起こす、かつ、政府が銀行を救済したときの銀行破綻コストである。

表11 銀行破綻のコスト：事後

	a	b
N	C_{na}	C_{nb}
M	C_{ma}	C_{mb}

次に、事前的な観点から銀行破綻のコストを考える。事前的には、破綻コストの期待値が問題となるので、表12にまとめたように、銀行破綻確率と事後的な破綻コストの積が問題となる。

ここで、事後的な破綻コストに関して、以下の二つの追加的な前提を加えよう。

表12 銀行破綻の（期待）コスト：事前

	a	b
N	$P_n C_{na}$	$P_n C_{nb}$
M	$P_m C_{ma}$	$P_m C_{mb}$

前提(6) $C_{na} > C_{nb}$, $C_{ma} > C_{mb}$ と仮定する

★事後的には、銀行救済政策の方が破綻コストを小さくするという仮定で、もっともらしい仮定である。

前提(7) $C_{na} < C_{ma}$, $C_{nb} < C_{mb}$ と仮定する

★MHを起こしている場合の方が破綻コストが大きくなるという仮定で、やはりもっともらしい仮定である。

この二つの前提より、 C_{ma} が最大で、 C_{nb} が最小となることが分かる。しかし、 C_{na} と C_{mb} の大小は確定しない。

さらに、前提(4)も合わせると、 $P_m C_{ma}$ が最大で、 $P_n C_{nb}$ が最小となることが分かる。しかし、 $P_n C_{nb}$ と $P_m C_{mb}$ の大小は確定しない。

ところで、 $P_n = 0$, $P_m = 1$, $C_{ma} = C1$, $C_{mb} = C2$ とすると、表11も表12も、ともに先の単純なモデルにおける表9と同じになることが分かる。つまり、先の単純なモデルはこの一般的なモデルの特殊ケースに相当する。

[考察1：最適な状態]

まず、事前的な観点から最適な状態を達成することができるかどうかを考察する。そこで、表12のどの状態が最も期待破綻コストが低いかを考える。

ありうる状況は二つで、コストが低い方から順番に番号をつけると、パラメーターの大きさによって、表13、表14の二つの場合に分けられることが分かる。

表13 事前的な期待破綻コストの比較(ケース1)

	a	b
N	2	1
M	4	3

(注) ただし、数字が小さいほどコストが小さいとする。

表14 事前的な期待破綻コストの比較(ケース2)

	a	b
N	3	1
M	4	2

(注) ただし、数字が小さいほどコストが小さいとする。

いずれにしても、行動(N, b)の組み合わせが最も望ましく(期待破綻コストが最低)、(M, a)の組み合わせが最悪である、ということが分かる。

よって、行動(N, b)の組み合わせを実現できるかどうかの問題となる。

前提(2)より、民間銀行がNという行動を選択するのは、政府が銀行救済を行わないと信じているときのみである。しかし、最適な状態が達成されるためには、事後的には政府は銀行救済を行うという行動bを選択せねばならない。よって、最適な状態が達成されるのは、①政府が、民間銀行に政府が銀行救済を行わないと信じさせることに成功し、②実際には銀行救済を行う、ということが可能なときのみである。ようするに政府が民間銀行をだますことに成功するときのみである。

これは、非常に困難であり、事実上不可能と考えられる。民間銀行が政府の行動を合理的に予想するならば、政府がその裏をかくことは困難だと考えるからだ。

よって、一般的には最適な状態は達成できないといえる。

〔考察2：次善の状態①：ケース1に対応〕

このように、最適な状態を追求することはできないとすると、次善の状態を達成することが目標となる。

次善の状態がどの行動の組み合わせになるかは、先にみた二つの場合分けのいずれが適用されるかにより異なる。最初に、ケース1（表13に対応）を前提にして考えよう。

このときは、 (N, a) の組み合わせが次善の策になる。

この組み合わせは、①政府が、民間銀行に政府が銀行救済を行わないと信じさせることに成功し、②実際にも、銀行救済を行わない、というものである。

これは、単純なモデルと同様に時間的不整合性の枠組みの議論が適用可能である。

すなわち、政府が絶対に銀行救済しないという信頼を得ることができれば達成可能であるが、そうでなければ (M, b) という行動の組み合わせが実現する。

〔考察3：次善の状態②：ケース2に対応〕

このモデルで興味深いのは、ケース2（表14に対応）を前提とした場合である。

このときは、 (M, b) の組み合わせが次善の策になる。

この組み合わせは、①政府は銀行を救済するし、②銀行はMHを起こす、という行動の組み合わせである。

この状態を実現するのはきわめて簡単である。政府は事前的にも銀行救済を行うと宣言してかまわないからだ。事後的な政府の動機とも整合的である。つまり、時間不整合性は生じない。

よって、この場合には「銀行のMHを防止するために銀行を救済してはならない」という政策提言は無用のものとなる。政策的な含意はより慎重に検討するべきであるが、それは後述する。その前に、ケース2が成立する条件

について考察しておこう。

[考察4：次善の状態①と②の境目は何か]

ケース1とケース2を分ける条件はなんであろうか。ここでは、どのような場合にケース2が成立するかを考える。

まず、式で関係を示せば、二つのケースの差は次のようになる。

$$\text{ケース1} : P_n C_{na} < P_m C_{mb}$$

$$\text{ケース2} : P_n C_{na} > P_m C_{mb}$$

したがって、 P_n や C_{na} が高いほど、ケース2が成立しやすくなる。

ケース2が成立する条件を変形すると $C_{na}/C_{mb} > P_m/P_n$ となるので、この右辺が小さくなるほど、左辺が大きくなるほどケース2が成立する可能性が高くなることが分かる。

(i) マクロ・ショック

そこで、まず P_m/P_n が小さくなる要因としてマクロ・ショックの存在を指摘したい。

マクロ・ショックとは経済全体に同時に影響を与えるような不確実性のことであるが、ここでは、個別銀行がMHを起こしているかどうかとは関係なく、銀行破綻の可能性を高める要因として定式化してみよう。

具体的には、銀行破綻の確率が次のように表されるとする。

$$P_m = a_m + \beta$$

$$P_n = a_n + \beta$$

ただし、 a_m と a_n は銀行行動に関連して変化する部分で、 $a_m > a_n$ と仮定する。 β は共通の要素で、マクロ・ショックを表している。例えば、マクロ経済政策（の失敗）に起因する不安定性など、経済全体に影響を与える事態の生起により銀行破綻が起こる可能性を示している。

このとき、

$$\frac{P_m}{P_n} = \frac{a_m + \beta}{a_n + \beta}$$

$$= \frac{a_m - a_n}{a_n + \beta} + 1$$

である。

よって、 β が大きくなるほどこの値は小さくなることが分かる。つまり、ケース2が成立しやすくなる。

例えば、途上国ではマクロ経済の不安定性が高く、銀行経営の善し悪しにかかわらず銀行危機が発生する可能性が高いような場合には、ケース2が成立しやすいといえる。

(ii) セーフティー・ネットの違い

次に、 C_{na}/C_{mb} が大きくなる要因として、金融危機に対するセーフティー・ネットのあり方の違いを指摘しよう⁽¹⁰⁾。

例えば、銀行は注意深い経営を行ってきたが、銀行危機が発生したときに政府が銀行救済策を講じないと銀行システム全体が危機に陥る危険性が高い場合には、 C_{na} は大変大きいかもしれない。

一方、銀行はMHを起こしているが、銀行危機発生時への対応が事前によく考えられており、遅滞なく対応することができるような用意があれば、 C_{mb} は比較的小さいかもしれない。

破綻コストという意味では同じでも、銀行を救済しない場合のコスト (C_{na} や C_{ma})と銀行を救済する場合のコスト (C_{nb} や C_{mb})では、ずいぶんと趣が異なることに注意してもらいたい。

当然のことながら、それらのコストを小さくするために用意されたセーフティー・ネットは別種のものとなる。

銀行を救済しないことを前提としたセーフティー・ネット（以後、タイプAと呼ぶ）としては、銀行が破綻したときに、それを救済しなくても危機が深刻化しないような仕組みが必要である。例えば、RTGSの整備により銀行間の決済がスムーズに行われていれば、一銀行の破綻により銀行破綻が連鎖する可能性は低くなる。また、預金者の動揺により連鎖的な取り付け騒ぎが発生しないよう、常日頃から銀行ごとの財務内容の情報がよく公開されてい

ることも大切である。そして、政府が経営状態の悪化した銀行に対して、早期に対応し不安要因を芽のうちに摘み取ることができるかどうかも重要である。いわゆる早期是正措置の整備などが相当する⁽¹¹⁾。

銀行を救済することを前提としたセーフティー・ネット（以後、タイプB）としては、銀行救済政策が滞りなく、また、効率的に実施されるような仕組みが必要である。例えば、「金融再生法」のようなものが整備されているか、（たとえ未整備であっても）必要になったときに速やかに制定され実施されるような体制があるかどうか、また、必要な場合には、政府が銀行に公的資金を投入することに対しての社会的合意が形成できているかどうか、などが重要となる。

タイプBのセーフティー・ネットに関しては、途上国と先進国でいずれがよく整備されているかは一概にはいえない。しかし、タイプAのセーフティー・ネットに関しては、明らかに先進国の方が進んでいるといえるだろう。

よって、途上国の方が C_{na}/C_{m} が大きくなる傾向にあると推察できる。これは、途上国においてケース2を成立しやすくする要因と考えられる。

ところで、M&Aにより銀行の数の縮小と規模の拡大を促す政策がはやりになっている。しかし、これは危険な政策かもしれない。巨大化した銀行が破綻した場合、それが経済全体に与える悪影響も無視できなくなる。これは、上記のモデルでは C_{m} の上昇を意味する。

また、金融自由化により銀行同士や銀行と他の金融機関との間の競争が激化することは、銀行経営の効率性向上には良いことかもしれない。しかし、競争の激化は銀行の破綻確率を上昇させるだろう⁽¹²⁾。こうした破綻確率の上昇がMHを起こした銀行にも、そうでない銀行にも同じように影響するとすれば、 β の上昇要因といえる。

いずれも、ケース2を成立しやすくする要因となるだろう。

(4) 政策的な含意

以上のモデルの最も重要な結論は、もしもケース2が成立しているような場合には、時間的不整合性の問題は生じないということである。また、このときには銀行救済策をとることは次善の政策となる（最善の政策は達成不可能）。MHは起こるわけだが、それは仕方がないことだとするしかないだろう。

そして、すべてとはいえないものの一部の途上国ではケース2が成立する可能性がある（マクロ経済の不安定性が高く、タイプAのセーフティー・ネットの整備が相対的におおざりになっている場合に、そうなりやすい）。もし、ケース2が成立している場合には、「銀行のMHを防ぐために銀行救済はすべきではない」という政策提言を無条件で勧めるわけにはいかない。それよりも、タイプAのセーフティー・ネットを整備し、マクロ・ショックの発生を抑えるような政策の整備を行うことが先決である。

そうして、ケース1が成立するように条件を整えた後に、はじめてMH防止のための方策を講じることが意味をもつようになる。ケース1のもとでは、次善の状態は、政府が銀行救済を行わないと民間銀行に信じさせることにより達成できる。よって、このときには政府が銀行を救済しない政策にコミットできるような仕組みを考案する必要がある。

やや虫の良い話に聞こえるかもしれないが、銀行危機が発生した時点までではケース2が成立していたという場合は、その後ケース1が成立するようなセーフティー・ネット整備などの努力を行う一方で、銀行救済策の実施をためらう必要はない。今後は銀行救済策を行わないと宣言し、政府の政策への信頼を高める仕組みを整えることができれば、現在は銀行救済策を行うにもかかわらず将来のMH問題は回避することができるだろう。

誤解のないように言い添えると、筆者の意図は銀行救済策を正当化しようとするところにはない。そうではなく、銀行救済を行わないという政策が意味をもつための前提を明らかにしたいのである。それは、タイプAのセーフティー・ネットの整備とマクロ・ショックを抑えるような条件の整備である。

そのうえで、政府が銀行救済を行わないということを保証する制度的な仕組みも必要である。これは、時間的不整合性がある場合には必ず出てくる問題である。

これらの前提条件を考えると、例えばアジア通貨危機以後に金融危機を迎えた諸国が銀行への救済政策をとったことを一概に非難することはできない。個別の状況に応じて判断する必要があるだろう。もっとも、上記の前提条件を整えた後には、銀行を救済しない政策へと転換することは十分検討に値する選択肢となるだろう。

「銀行を救済すべきではない」といってしまえば、どのように救済するかも議論する必要はないことになってしまう。そのため、銀行救済の方法について言及されることは、あまりにも少なかった。しかし、以上のように、銀行救済策を採用することに関しては、一定の条件のもとで仕方のない選択だと考えるならば、どのように救済するかについての考察は、大変重要になってくる。

以下では、「銀行救済の仕方」について考える。

2. 銀行救済の仕方について

(1) 銀行への資本注入

銀行を救済するからといってMHに対する配慮が不要とはならない。MHを完全に防止することはできなくても、それなりの対策は必要である。

例えば、経営不振の銀行に対して無償で資金を提供するような方法は望ましくない（以後、補助金方式と呼ぶ）。これは、もちろんMHの問題を深刻にする。また、経営不振銀行は補助金を得ることができるということになり、裏返せば健全経営を維持した銀行に対してペナルティを与えていることになってしまう。

これに対して、政府が出資する形で資金を供与する場合は、配当義務および株主としての権利を政府に与えることになるから無償で資金が提供された

ことにはならない。

さらに、減資の後に政府出資が行われるのならば、既存の株主の責任を問うことになり、より望ましいといえるだろう。

最も厳しいやり方は、銀行を法人としてはいったん解散させた後に、その業務を引き継ぎ政府出資の新法人として再出発させるという方法である。

ただし、これらの資本注入によって政府出資比率が大きくなれば、銀行国有化が起ってしまう。

たとえ政府出資比率が過半数を超えない場合でも、政府は株主としてどのように銀行に接するべきかということが問題となるだろう。

この問題については、資本注入を行った場合も「政府は銀行経営に口をだすべきではない」とする考え方がある。しかし、この考え方には問題がある。

エージェンシー・コストの議論を思い出してもらいたい。株主としての政府が一般株主に比べ経営監視や監督を怠るならば、増資後の銀行の企業統治は弱まる可能性がある。他の株主の持ち分は政府の持ち分が増えた分だけ希釈化されているから、銀行経営を監視・監督する動機も、より弱くなるだろう。政府がその分を補わなければ、銀行に対する株主全体からの監視・監督は総体として弱くなるといえるだろう。下手をすると、増資したにもかかわらず、エージェンシー・コストが大きくなるということもありうる。その結果、新規資金調達費用も高くなるならば、増資は逆効果になる。

また、100%政府出資の場合（銀行の完全国有化）には、政府以外に銀行経営を規律づける株主は存在しない。したがって、経営に関与しないわけにはいかない。

よって、増資後は政府が株主としての役割を適正に果たす必要がある。

しかし、政府が銀行経営の健全性を確保する以外の目的で経営に介入することはあってはならない。例えば、政治的な圧力から特定の貸出先への優先的な資金配分を求めるなどの行為は、銀行経営の効率性を損ない、やはり逆効果になりかねない。

また、政府の利益相反（＝一つの機関が複数の目的をもって行動するとき

目的同士の間で矛盾を生じること)にも注意が必要である。政府には経済や雇用の安定化を図りたいという意図も働く。そのために、銀行の経営健全化とは逆行するような条件を押しつける可能性もある。例えば、借り手の経営不振企業が大企業で、その倒産が雇用情勢に大きな影響を与える恐れがある場合には、銀行に融資の継続を求めるといった行為である。

以上のような問題を避けるために、資本注入後に銀行経営への指導を担当する行政組織は、政府部門であっても民間の株主と同じように企業価値の最大化を目的として行動すべきである。そのためには、この行政組織は政治や政府の他部門からの独立性が高くなるような制度的な配慮が必要である。

もちろん、最終的には銀行の再民営化を目指すべきである。永久的な銀行国営化が望ましいはずはない。最初から民間の引き受け手があれば、政府による資本注入よりも民間ベースの資本増強が望ましいのはいうまでもない。ここでの議論は、そうした買い手が見あたらない場合のことであると理解してもらいたい。

アジア通貨危機に際しては、インドネシア、韓国、マレーシア、タイなどで、かなり大規模な政府による金融機関への資本増強が行われている。表15に示したように、各国のGDPの1割から6割近くに相当するほどの公的資金が投入されている(この数字は、銀行以外の金融機関も含んだものである)。

表15 金融機関の資本増強費用(推定値, 1998年半ば)

	推定費用	支出済み分		残額
		金額	GDP比	GDP比
インドネシア	550兆ルピア	100兆ルピア	11%	48%
韓国	72兆ウォン	56兆ウォン	13%	4%
マレーシア	310億リング	130億リング	4%	6%
タイ	1兆1210億バーツ	7510億バーツ	16%	8%

(出所) The World Bank, *Global Economic Prospects and the Developing Countries 2000*, 1999, Table 3.6

これほどの規模の資本を民間部門から自発的に調達することは大変に困難である。よって政府による出資も仕方がなかったといえるだろう。

さて、このなかで注入後の政府の経営関与に関して最もよく考えられたスキームをもっているのはマレーシアである。マレーシアでは銀行経営を指導するための専門の機関を公社として設立し、政府の他機関からの独立性に配慮している。

インドネシアも専門機関（IBRA）に担当させているものの、この機関は不良債権処理や全般的な金融再生の企画・立案機能など多くの任務を背負っており利益相反の危険性を抱えている。これは、次の項でもみることになる（さらに補論も参照）。

(2) 銀行処理の行政的枠組みについて

資本注入の項でもみたように、政府がどのような枠組みにそって銀行処理に関与していくかは重要な点である。つまり、「行政自身の制度的枠組み」がしっかりとしたものでなければならない。担当の行政機関は有能でなくてはならないし、目的がはっきりとさせられていなければならない。また、迅速に処理を進める動機づけが必要である。

行政機関など官僚機構の一般的な特徴は、「迅速性」からはほど遠いものである。「お役所仕事」といえば無駄な書類ばかり必要で時間がかかるものと相場は決まっている。したがって、なんらかのうまい仕掛けを施して、銀行処理に当たる行政機関が迅速に処理を行うような動機を与える必要がある。例えば、処理終了の時限を決めて、進捗状況を定期的に国会に報告する義務を負わせるなどの工夫が必要だろう。

また、政府の行政機構が、適切な動機づけを与えられて機能しなければ、銀行危機への政府の関与は逆効果になりかねない。そのためには、いかなる行政機関にどのような処理を委ねるか、という制度的枠組みがきわめて重要になる。例えば、中央銀行に銀行危機の処理を全面的に委ねるのは危険である⁽¹³⁾。中央銀行の第1の使命は、通貨価値の安定であるが、このことが、

銀行危機に際しては、中央銀行の政策判断を誤らせる危険性がある。銀行への速やかな支援が必要である場合でも、それが中央銀行の財務を悪化させ、通貨価値の安定という任務に反すると考えれば、中央銀行は躊躇するかもしれない⁽¹⁴⁾。したがって、中央銀行は本来の任務に専念させ、銀行危機への対処は別に機関を設けて対処するのがよい。

さらに、金融再生全体の政策立案や実施、銀行への資本注入や経営の指導、銀行からの不良債権の買い取り、といったそれぞれの任務に応じて複数の政府機関が分業できるような制度設計が必要かもしれない。これは、前項でもみたように「利益相反」という問題を避けるためである。

この点では、アジア通貨危機以後の対応には、各国各様の特徴が見受けられる。表16は、行政機関の制度設計がどうなっているかをまとめたものであるが、これをみると韓国とマレーシアの2カ国は機能別の分業が進んでいることが分かる。

表16 銀行処理の制度設計を比較する

	不良債権処理	銀行資本増強	金融再生専門の政策機関
インドネシア	インドネシア銀行再建庁 (IBRA)	インドネシア銀行再建庁 (IBRA)	インドネシア銀行再建庁 (IBRA)
韓国	成業公社 (KAMCO)	韓国預金保険公社	金融監督委員会 (FSC)
マレーシア	ダナハルタ	ダナモダル	なし。(ただし、資本注入機関のダナモダルは、注入先の銀行の経営監視や支援を積極的に行う)
タイ	なし。(ただし、2001年夏になってTAMC設立。本文参照のこと)	FIDF (金融機関発展基金)	なし。

(出所) 筆者作成。

これに対して、インドネシアとタイの制度設計には、やや疑問がある。インドネシアでは、通貨危機後に設立されたインドネシア銀行再建庁があらゆる機能を背負いすぎているようにみえる（補論参照）。過剰な負担や利益相反の恐れがあるといえるだろう。タイの場合は、さらに問題で、政府の姿勢が消極的すぎると思える。例えば、不良債権処理にしても、銀行自身による資産管理会社設立を奨励するのみで、政府の関与は4カ国のなかで最も薄い（2001年2月に発足したタクシン政権は「タイ資産管理会社」〈TAMC〉を設置する意向を表明した。しかし、あまりにも遅きに過ぎたことは否めない）。金融再生専門の政策機関も未設置である。

第3節 まとめ

本章では事後的な観点から金融危機の後始末について考察した。

企業の問題行動としては、デット・オーバーハング、再生のための賭け、エージェンシー・コストの上昇による過小投資を指摘した。その対策として倒産処理の迅速化と効率化、民間債務交渉の促進、政府による不良債権処理、企業統治の改善、を取り上げ検討した（第1節）。

銀行の再生に関しては、MHの問題を時間的不整合性の枠組みから分析したモデルを提示した。モデルに基づき銀行救済政策の是非などの政策的な含意を考察した。一定の条件のもとで銀行救済政策は是認されると主張された。銀行救済策を行うにしても、その実施方法の善し悪しが問題である。銀行への資本注入と行政的な枠組みに関して、それぞれ注意すべき点を考察した（第2節）。

本章第2節における時間的不整合性のモデルは国際的な枠組みへの拡張が可能である。通貨危機の発生をめぐっては、IMFの支援がMHを引き起こすことが問題とされている（本書では高阪論文の注(2)を参照のこと）。この点で批判的な論者は、だからIMFの支援は有害無益であると主張する。これに関

しては、銀行救済をめぐる時間不整合性のモデルをほとんどそのまま適用して考察することが可能だろう。予想される結論は、MHの発生とは関係ない通貨危機の発生（ないしは伝染）要因が大きいくほど、救済政策も妥当となる可能性がある（本章のマクロ・ショックに対応）。また、IMFの支援を前提としたときの事後処理のコストと前提としないときの事後処理のコストの相対的な大きさにより、救済政策の妥当性が異なるだろう（本章の C_{na} および C_{mb} に関する考察に対応）。

補論：肥大化するインドネシア銀行再建庁の任務と資産

インドネシア銀行再建庁（IBRA）に期待されている任務は、以下の四つに分類できる⁽¹⁵⁾。

任務1：銀行部門の再生策を企画，実施すること。

閉鎖すべき銀行の確定，存続可能な銀行への資本注入の決定，国有化された銀行の再構築・統合・売却を行う。

任務2：銀行への資本注入の実施，管理。

資本注入により発生した政府出資金などを管理する。再民営化のための株式放出なども課題になる。

任務3：不良債権の処理。

閉鎖銀行や資本注入銀行から移管された回収不能債権の再構築，処分。

任務4：その他の優良資産の管理と売却。

IBRAは、中央銀行から流動性支援を受け、その後、返済不能となった銀行のオーナーから、法令違反（貸出集中規制の無視）への罰金という大義名分で、グループ企業の株式など優良資産を供出させた。これらの優良資産を管理または売却して換金することもIBRAの任務である。

このように、どの一つをとっても大変な任務を複数抱えて、利益相反やそ

表17 インドネシア銀行再建庁の抱える民間資産
(単位：億ドル)

	金額	備考：関連する任務など
倒産銀行の債権・資本増強銀行の不良債権	278	任務1, 任務3
倒産銀行の動産・不動産	9	任務1
資本注入した銀行の株式	155	任務2
民間企業の株式・資産	154	任務4
総額	596	2001年度国家予算の1.6倍に相当!

(出所)『日経金融新聞』2000年12月15日付記事「インドネシア、資産売却に力」。備考は筆者が作成。

の他の困難を克服して任務達成ができるものなのだろうか。

また、それぞれの任務から派生した結果であるが、きわめて多額の民間資産がIBRAに集中することになった。表17にみるように、すべて合わせると国家予算の1.6倍に相当する民間資産がIBRAという一政府機関に集中するという事態となっている。

巨大であるということには、何らかの「規模の利益」もあるかもしれないが、政治的な思惑や贈賄の対象となりやすい。これまでもIBRAは、汚職疑惑や政治的な駆け引きによる混乱に巻き込まれることが何度かあった。こうしたことは、もちろん「迅速な処理」への障害となる。

[注] _____

- (1) われわれも、こうした課題については、すでに何度もとりあげてきたものである。国宗編 [1998] [2000a] 国宗 [2001], Kunimune ed. [1999] を参照のこと。
- (2) Myers [1977] 参照。
- (3) ここでは、債権債務関係にともなうエージェンシー・コストについて述べたが、株式による資金調達にも、別種のエージェンシー・コストが発生する。
- (4) エージェンシー・コストについてはJensen and Meckling [1976] を参照。国宗 [2000b] の第1章, 第4章, および国宗 [2001] の第6章では、エージェンシー・コストという概念からB/Sの悪化が資金調達コストへ与える影響を説明し、アジアにおける金融・企業の再構築における政策含意を提示してい

る。

- (5) 詳しくはHart [1995] および池尾・瀬下 [1999] を参照せよ。
- (6) 例えば、銀行がシステムを形成することにより提供している決済サービスがあげられる。
- (7) ただし、繊細な管理や日常的な補修を必要とする精密機械などの場合は、管理の手抜きにより価値を失う可能性がある。
- (8) Dynamic inconsistencyともいう。Kydland and Prescott [1977] を参照。
- (9) この場合、銀行破綻は起こらないので、政府は（その用意ないしは心づもりはあったとしても）実際に銀行救済策を実行する必要はない。
- (10) P_m/P_n は1より大きいので、状態②が成立するには、 C_{na}/C_{mb} も、少なくとも1より大きくなければならない。つまり、 $C_{na} > C_{mb}$ は必要条件である（ただし十分条件ではない）。
- (11) そうした政府の対応が確立していると、「他の銀行は安全です」という政府の声明が信頼され、預金者のパニック的な取り付け騒ぎの連鎖などを防止することも簡単になるだろう。
- (12) 競争の激化は、保護政策により得ていた銀行のレントを消失させ、さまざまナリスク要因による収益の変動に対応するためのバッファをなくすだろう。よって、競争激化は銀行破綻確率を引き上げるだろう。
- (13) ただし、健全な銀行への取り付け騒ぎの連鎖を避けるための「最後の貸し手機能」にかぎっては中央銀行以外は果たすことができない。
- (14) 前述の「利益相反」があるとも表現できる。
- (15) 武田 [2000] を参照した。ただし、武田論文ではIBRAの任務は三つに分類してある。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 池尾和人・瀬下博之 [1999] 「日本における企業破綻処理の制度的枠組み」（三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会）。
- 国宗浩三編 [1998] 『97/98アジア経済危機—マクロ不均衡・資本流出・金融危機と対応の問題点—』（『アジア研トピックレポート』12月）。
- 編 [2000a] 『アジア通貨危機—その原因と対応の問題点—』アジア経済研究所。
- [2000b] 「アジア通貨危機と企業債務の再構築」（国宗浩三編『金融と企業の

再構築—アジアの経験—』アジア経済研究所)。

—— [2001] 『アジア通貨危機と金融危機から学ぶ—為替レート，国際収支，構造改革，国際資本移動，IMF，企業と銀行の再建—』アジアを見る眼シリーズ99，アジア経済研究所。

武田美紀 [2000] 「インドネシアの銀行・企業再構築」(国宗浩三編『金融と企業の再構築—アジアの経験—』アジア経済研究所)。

〈英語文献〉

Kunimune, Kozo ed. [1999] *Asian Economic Crisis 97/ 98*, IDE Spot Survey, Institute of Developing Economies.

Hart, Oliver [1995] “Bankruptcy Procedure,” in *Firms Contracts and Financial Structure*, Oxford: Clarendon Press.

Jensen, Michael C. and William H. Meckling [1976] “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3.

Kydland, F.E. and E.C. Prescott [1977] “Rules Rather Than Discretion: The Inconsistencies of Optimal Plans,” *Journal of Political Economy*, 87, pp.473-492.

Myers [1977] “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics*, 5, pp.138-166.