

〈論 文〉

株価暴落の背景と政府のデフレ対策

——金融システムの安定化と不良債権処理を中心に——

伊 奈 健 二

目 次

- I はじめに
- II 株価暴落の要因と背景
 - (1) 日経平均株価急落の背景
 - (2) ITバブルの崩壊と米国経済
 - (3) 日本経済の構造変化とデフレの進行
 - 1. グローバル化と産業の空洞化
 - 2. 株式相互持合の解消と株主構成の変化
- III 金融システムの安定化とデフレ対策
 - (1) 政府の総合デフレ対策と竹中案
 - (2) デフレの原因とデフレ対策
 - (3) 銀行危機と金融再生プログラム
 - (4) 産業再生機構の創設と企業の不良債権処理
 - (5) 予算と税制および規制緩和
- IV おわりに

I はじめに

2002年9月4日の日本経済新聞によると、9月3日の東京証券市場における日経平均株価は9,217円とバブル崩壊後の最安値を更新し、6日には一時9,000

円の大台を割り込んでいる。この株価水準は1983年9月以来19年ぶりの低水準である。きっかけは三連休明けのニューヨーク株式市場のダウ工業株30種平均株価が前週末比284ドル安の8,379ドルに急落したことであるが、原因は日米経済への先行き不安にあることは明らかである。

しかしこの株価暴落によりこれまであまり積極的でなかった政府のデフレ対策が急浮上してきた。株価急落によって金融システムへの不安、景気の先行き不安が再認識されてきたためである。その意味では今回の株価の急落は危機意識の乏しいこれまでの政府の態度に対する市場の警告であったといえる。

また9月27日、ワシントンで主要7ヵ国財務相・中央銀行総裁会議が開催された。ここでは世界経済の成長が減速しつつあるなかで、世界的な株安やイラク問題、その結果生じた原油価格の高騰などグローバルなリスクが指摘され、各国経済への構造改革の取り組みが強調された。

このG7財務相会議で日本は具体的な目標を設定して、不良債権の処理を加速させることや日銀による銀行の保有株購入などを説明し、各国への理解を求めたとされている（9月28日付朝日新聞）。いまや日本の景気動向は世界経済界の関心事であり、アメリカのブッシュ大統領に強要されるまでもなく、金融システムの安定化とデフレ対策は早急に取り組みねばならない国際公約なのである。

しかし、ここで問題なのは、銀行の不良債権の処理の加速化、整理回収機構（RCC）による銀行の不良債権の買取り、公的資金の注入、日銀による銀行保有株購入、ペイオフの延期、産業の再編・構造改革など個別企業の救済策と政府のデフレ対応策とは別の問題であるということである。前者は銀行や建設、流通業界など経営不振企業の救済を目的としたミクロ的なものであり、後者は積極財政、金融緩和、税制、規制緩和など民間需要の喚起を促す景気浮場のために行う政府のマクロ経済政策である。しかし個別銀行の経営問題が金融システムの不安定につながったり、ゼネコン、スーパー業界の過剰債務問題が企業倒産や失業者を増大させるなど個別銀行や建設、流通業界の問題が日本経済にあまりにも大きな影響を与えるだけに、ミクロ経済的な問題が経済の総合的かつマクロ的な問題としてクローズ・アップされざるをえなくなっているところ

が問題なのである。現在、日本経済は金融システムの安定化および産業の構造改革と景気浮揚・デフレ対策の二重、三重の不安解消問題に直面しているといえる。

本稿では、日米経済の先行き不安の要因を考察しながら、最近の株価急落によって急浮上してきた金融不安の問題、産業の再編・構造改革問題と政府のデフレ対応策についての私論を述べてみたい。

Ⅱ 株価暴落の要因と背景

(1) 日経平均株価急落の背景

まず第1図をみていただきたい。10月3日東京証券市場は4日間の続落（下げ幅約600円）の後、日経平均株価は8,936円をつけ急落している。1ヵ月前の9月6日にも株価は一時的に9,000円を割ってはいるが、「終値」が9,000円を割り込んだのははじめてのことである。

第1図 日経平均株価とNYダウ



(出所) 2002年10月4日付 日本経済新聞

9月3日の株価暴落は、冒頭にも述べたように、ニューヨーク株式市場のダウ工業株30種平均株価が急落したのを受けて起こったのであるが、1ヵ月後の10月3日の株価暴落は10月1日に成立した小泉改造内閣の成立に端を発している。この改造内閣の特色はこれまで銀行への公的資金注入に慎重であった柳沢金融担当相を更迭し、竹中経済財務担当相に金融担当相を兼務させたことにある。これによって政府もいよいよ本腰を入れて金融システム安定化のために不良債権処理を加速させ、銀行に公的資金を注入するのではないかという不安と思惑が証券市場に広まったことが株価暴落の要因となった。

10月3日の日本経済新聞は次のように報じている。

「前日の米国株高を好感し、日経平均は高く始まった。午後に入り『竹中経済財政・金融担当相は不良債権処理特別チームに金融コンサルティング会社社長の木村剛氏を起用する方向』と報じられると売り物が増え、日経平均は下落。不良債権処理に関し金融機関による厳格な査定や引当て強化を主張してきた木村氏の起用で、企業淘汰が進むとの思惑が広がった。

不良債権処理と同時に過剰債務企業の整理も進める手法が採られれば、失業者増加などでデフレ圧力が高まる可能性はある。経済再生には『痛み』も伴うが、市場では収益力や財務がさほど悪くない企業まで連鎖破綻するのではとの懸念が浮上している」。

また竹内金融担当相は10月7日発売される米誌ニューズウィークとのインタビューで、四大銀行グループは「大きすぎてつぶせないか」との質問に「巨大銀行には利点もあるが、破綻させるには大きすぎるという考え方は採らない。そうした考えは企業統治を損ない、モラルハザード（企業経営の倫理欠如）をつくり出す」と答え、巨大銀行であっても例外扱いはいらないとの姿勢を示している（10月7日付日本経済新聞）。

この巨大銀行破綻に言及した竹中氏の発言は、10月7日の東京証券市場に衝撃を与え、日経平均340円安の8,688円と、8,700円割れの株価水準をもたらしている。

事実、銀行の不良債権の加速化は G 7 での国際公約ともなっているし、国際通貨基金（IMF）の国際通貨金融委員会も9月28日、日本に対し不良債権処

理を加速化させ、銀行や融資先企業の整理・統合に積極的に取り組むよう共同声明を採択している（9月30日付日本経済新聞）。

この公約に従って、不良債権を厳格に査定し、その損失処理を銀行に迫ると当然、銀行の自己資本不足問題と金融システム安定化のために政府の公的資金注入の問題がでてこざるをえない。巨大銀行の不良債権はそれほど大きいと想定することができる。そうなると債務過多に陥っている経営不振企業の再編・淘汰を加速させることになる。すでにデフレが深刻化している現在、企業倒産、リストラが一層進化し、失業者がさらに増大するであろう。とくにこれまでゼネコンや大手スーパーなどは銀行の債権放棄などの金融支援で再建をめざしてきたが、銀行に対する公的資金注入ということになれば、土木、建設、流通業界の整理・統合は加速されるであろうし、事態は一層深刻化せざるをえない。東京証券市場の株価暴落はデフレ加速化というこうした事態を敏感に反映したものといえる。

（２）ＩＴバブルの崩壊と米国経済

いまひとつ今回の株価暴落の端緒になったのはアメリカの株価暴落である。第２図および第１表をみていただきたい。2001年9月10日、同時テロで暴落したNYダウ工業株30種平均は2002年に入り再び暴落を開始し、10月10日には安値を更新している。第１表によると2000年1月の過去最高の高値11,722.98ドルから7,286.27ドルと37.8%の下落である。またＩＴ関連株中心のナスダック（米店頭株式市場）総合指数は2000年3月の高値5,048.62ポイントから2002年10月10日の1,114.11ポイントまで77.9

第１表 世界の株価水準

	直近の 終 値	過去最高値	最高値 比(%)	昨年末 比(%)
日経平均株価 (円)	8439.62	38915.87 1989/12	▲78.3	▲19.9
米ダウ工業株 30種平均(ドル)	7286.27	11722.98 2000/1	▲37.8	▲27.3
米ナスダック	1114.11	5048.62 2000/3	▲77.9	▲42.9
英FTSE百 種	3777.3	6930.2 1999/12	▲45.5	▲27.6
独DAX	2597.88	8064.97 2000/3	▲67.8	▲49.7
仏CAC40	2758.53	6922.33 2000/9	▲60.2	▲40.4
韓国総合株価	584.04	1138.75 1994/11	▲48.7	▲15.8
台湾加権指数	3947.61	12495.34 1990/2	▲68.4	▲28.9
香港ハンセン 指数	8858.69	18397.57 2000/3	▲51.8	▲22.3
シンガポール S T 指数	1357.35	2582.94 2000/1	▲47.4	▲16.4

(注)終値ベース（香港ハンセン指数の最高値は取引時間中）。直近終値は米独、台湾が9日、その他は10日

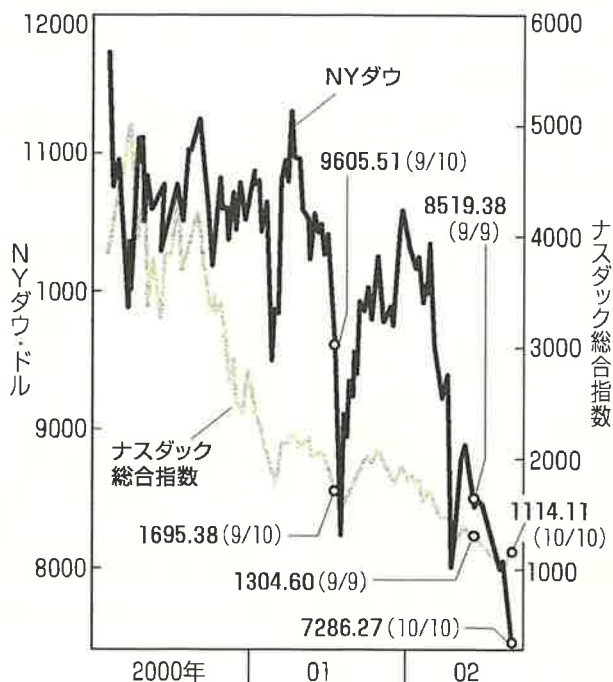
(出所) 2002年10月11日付 日本経済新聞

%の大幅下落となっている。

同時テロから1年、アメリカ経済は財政・金融政策はもちろんのことテロ後4回にも及ぶ金利引下げ、大型減税、自動車購入のゼロ金利ローン、低金利での住宅販売、愛国心の喚起など消費を刺激する総動員の景気浮揚策を採ってきたにもかかわらず、景気の本格的な回復に至らず、1年後は株価の大暴落という結果になっている。このアメリカ株価の大暴落が日本だけではなく世界の株価に影響を与え、世界同時株安、同時大暴落をもたらしていることは、第1表からみても明らかである。

10月11日の日経の夕刊ではオニール米財務長官とエバンズ米商務長官がそろって記者会見し、株価下落に懸念を示しながらも米経済が景気回復の途上にあることを強調している。しかしアメリカ政府高官の説明にもかかわらず、米株

第2図 米国の株価(週末終値)



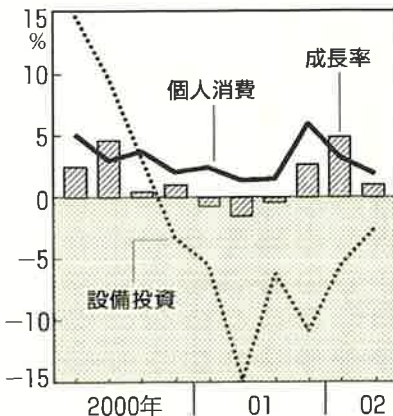
(出所)2002年9月11日付 日本経済新聞

価暴落は現実のものとして世界経済に深刻な不安感を与えているのも事実である。

この株価暴落の背景にあるものはなにか。株価暴落をもたらしたものは米国経済の成長の鈍化と企業収益の悪化であることはいうまでもない。米国経済は1997年以降、IT（情報技術）革命の進展によって携帯電話の普及、企業間電子商取引（B to B）など情報通信網の拡大、電気・電子、精密機械、データ処理、サービス業などあらゆる分野へのITの応用によって経済・企業活動が効率化され、コストの引下げ、情報の迅速化だけではなく、年率4～5%の高成長を達成した。このIT革命によってもたらされた生産性の上昇、米産業の活性化および経済の高成長は企業収益の向上、賃金上昇の原動力になっただけではなく、原油の国際市況の回復や鉄鋼など素材価格の上昇、とくにM&A（企業の合併、買収）ブームによって株式市場に空前の活況をもたらした。そして株価上昇による金融資産効果を通じ、消費支出の増大がもたらされ、アメリカはいわゆる「ニューエコノミー」といわれるインフレなき経済の好循環と経済の高成長に酔いしれてきた。

しかし第3図をみていただきたい。2000年に入るや企業の設備投資が急下降しているのがわかる。個人消費はゼロ金利適用による自動車販売の好調および

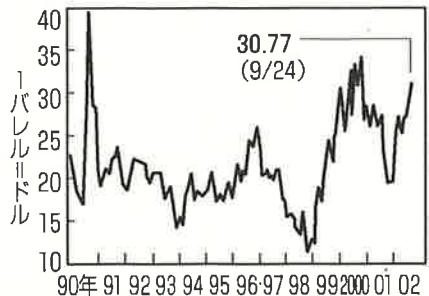
第3図 実質経済成長率（前期比年率）



（出所）2002年9月11日付 日本経済新聞

第4図 原油相場の動き

（WTI、月末値、期近）



（出所）2002年9月26日付 日本経済新聞

低金利貸付による住宅投資に支えられて押し上げられたが、1997年から毎年2桁の伸びが続いた情報関連の設備投資の過剰感が表面化すると、経済成長率も鈍化あるいはマイナスに転化するようになった。2002年には金融緩和によって成長率は再び回復しているが、設備投資の過剰感はぬぐいきれず、設備投資よりも債務返済が優先されるようになってきた。

そうしたなかで突然起ってきたのが2001年11月のエンロンの「不正経理」と2002年7月のワールドコム「巨額粉飾決算」の発覚であった。米エネルギー大手エンロンの破綻とワールドコムの粉飾決算、その両方の事件に係わったとされる大手会計事務所のアンダーセンのスキャンダルはNY株式市場を震撼させ、米国の資本主義の安定性を一挙に揺るがせ、アメリカ企業会計と証券市場の信頼性を失わせてしまった。また今年7月に破綻したワールドコムの株価は事件が発覚すると売り浴びせられ、ピーク時64ドルの株価は1ドル割れと急落した。そして8月には同社のサリバン前最高財務責任者（CFO）らは証券詐欺などの疑いで逮捕され、起訴に持ち込まれている。また大手会計事務所のアンダーセンもエンロン監査書類の大量破棄によって司法妨害罪の有罪評決を受け、2002年8月末には事実上の廃業に追い込まれた。

エンロンについては不透明な簿外金融取引が表面化し、2001年12月に破綻しているが、今年10月3日の日本経済新聞は、経営破綻したエネルギー大手エンロンのアンドリュー・ファストウ元最高財務責任者（CFO、40歳）が不正発覚から約1年が経過した10月2日に逮捕されたと報じている。逮捕が遅れたのは金融商品（デリバティブ）を活用した複雑な会計操作のため捜査が難航したからだそうである。

ブッシュ大統領は相次ぐ企業不祥事の発覚で、司法省、米証券取引委員会（SEC）などを動員し、タスクフォース（対策委員会）を新設し、企業犯罪の摘発を強化し、わずか2ヵ月半で150人を越える企業経営者らの不正を摘発したとしている。第2表は主な起訴・逮捕者を並べたものであるが、この不正会計の多発を受けて、不誠実な経営者を厳しく処罰する目的で米上下両院は「企業改革法」を可決している。これによるとインサイダー取引、相場操縦といった証券詐欺は最高25年の禁固刑となっている。

株価暴落の要因はこうした会計不正スキャンダルという企業不祥事が相次いで起こり、アメリカ証券市場の信頼が裏切られたことが大きく影響しているといえる。これも4年間続いたITバブル崩壊の後遺症であろう。日本と比べ企業不祥事の規模も桁違いに大きい、またその制裁処分も迅速かつ厳しいものがあることを銘記すべきである。

しかし捜査が進むにつれてエンロンと大手金融機関 JP モルガン・チェースやシティグループ、メリルリンチと不正疑惑の環が広がっており、これら金融機関の株式が売られ、値を下げているのが現実である。ITバブルの崩壊による負の連鎖はまだまだ広がっていきそうである。

まず米ITバブルの崩壊、会社不正事件による株価暴落の影響は①世界各国から米国への巨額資金流入が止まってしまったこと、②第3表のように今年9月の時点で、2年前のピーク時に比べ日米欧アジア主要9市場の株式時価総額が急減してしまったこと、である。この時価総額の減少は、総額で12兆ドル強

第2表

スキャンダルで批判されている企業幹部
(敬称略、社名は一部略称。★は起訴、
・逮捕、☆は有罪を認め司法取引)

- ★A・ファストウ
(エンロン、元CFO、エネルギー)
- ・J・スキリング
(エンロン、元CEO、エネルギー)
- ☆D・ダンカン
(アンダーセン、元会計士、監査法人)
- ★S・サリバン
(ワールドコム、前CFO、通信)
- ・B・エバース
(ワールドコム、前CEO、通信)
- ★D・コズロウスキ
(タイコ、前CEO、複合企業)
- ★J・リガス
(アデルフィア、創業者、CATV)
- ★S・ワクサル
(イムクロン、前CEO、製薬)
- ・G・ウィニック
(グローバルクロッシング、会長、通信)

(出所) 2002年10月3日付日本経済新聞

第3表 世界の主要株式市場の時価総額

(単位兆ドル、23日現在(東京は24日))
[の時価総額には市場推計も含む]

	2002年以降のピーク	時 期	23日現在	減少率 (%)
ニューヨーク	11.8	2000年8月	9.4	20.0
ナスダック	6.3	2000年3月	1.8	71.4
ロンドン	2.8	2000年3月	1.7	38.4
フランクフルト	1.6	2000年2月	0.7	55.7
ユーロネクスト	2.5	2000年6月	1.4	42.7
香 港	0.7	2000年8月	0.4	34.5
ソウル	0.3	2000年1月	0.2	35.5
台 湾	0.5	2000年3月	0.2	47.7
東 京	4.5	2000年3月	2.2	50.8
合 計	30.7		18.1	41.2

(注) ユーロネクストはパリ、アムステルダム、ブリュッセル、リスボンの合計、東京は東証一部。
小数点第2位を四捨五入

(出所) 2002年9月25日付 日本経済新聞

(約1,500兆円)にも及び、2001年の世界の国内総生産(GDP) 31兆ドル強の4割、米国 GDP 約10兆2,000億ドルや日本の個人金融資産約1,400兆円をも上回っている。

ITバブルの崩壊によって2年半の間に世界で巨額の資産価値が消失し、その「逆資産効果」を考えると、世界の総需要に与える影響は計り知れないものがある。逆資産効果の波及効果はまだ未知数ではあるが、世界的なデフレ圧力になっていることだけは確かである。すでにヨーロッパにおいてもドイツを中心に景気が低迷し、過剰生産傾向が顕在化しており、2003年以降米欧主導で景気が回復するとみる OECD の世界経済見通しにもかかわらず(11月22日付日本経済新聞)、不確実性は増大しつつある。

その最たるものがイラク問題と国際テロの横行である。米下院は10月10日、ブッシュ大統領によるイラク武力行使を容認する決議案を賛成296、反対133で可決しているが、もしイラク攻撃ということにでもなれば、再び中東危機が起こり、石油価格の上昇、コスト高、世界不況が起こる可能性も否定できない。こうしたイラク問題もこれからの世界株式市場に暗い影を落していきそうだ。

(3) 日本経済の構造変化とデフレの進行

1. グローバル化と産業の空洞化

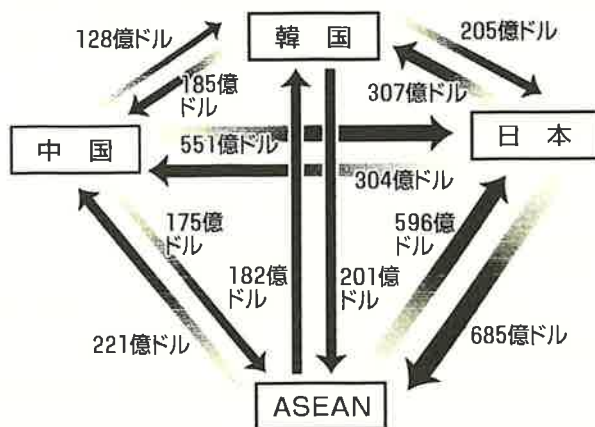
いまひとつ株価暴落の原因は1990年バブルの崩壊後のデフレの進行と日本経済の構造変化である。デフレや経済の構造変化をもたらしているのはグローバル化である。グローバル化は1991年の冷戦終結以降、とくに1990年代後半の情報技術革新によって急速に進展した。

グローバル化とはヒト、モノ、カネ、情報が国境を越え、自由に移動するボーダレスな市場経済のことである。このグローバル化は国際的な市場の自由化、市場原理主義、競争至上主義こそが国際経済を活性化させ、発展させるという考え方がその根底にあり、いまやグローバル化はアメリカを中心に国際通貨基金(IMF)、世界銀行主導の下に国際経済を支配しているといえる。わが国も関税の引下げや撤廃、投資自由化などを促進させる自由貿易協定(FTA)を欧米を中心に多数の国と締結しているが、最近、世界貿易機関(WTO)に加盟

した中国を中心に日中韓を含めた東南アジア自由貿易協定構想が急速に動きつつあることに注目したい。

第5図は、東アジアの貿易の流れを示したものであるが、最近、農林水産品を中心に ASEAN、中国、韓国からの輸入が増大しており、FTA 構想が実現すれば、コメを中心に日本の農業分野が大打撃を受けることは目にみえている。なかでも中国へは第6図のように日本からの対中投資が飛躍的に増大しており、日本経済に深刻なデフレをもたらしている。対中投資が増大しているのは、安価な賃金の存在だけではなく、東南アジアと違って政治が安定しており、道路網の拡充や工業団地の造成などインフラの整備や優遇税制措置、各国に対する中国政府の積極的な投資勧誘の結果である。今後、所得増大が期待できる人口14億人の巨大消費市場としての中国、治安の安定が確立している中国への進出にますます拍車がかかっていきそうである。

第5図 東アジアの貿易の流れ(2000年、JETROによる)



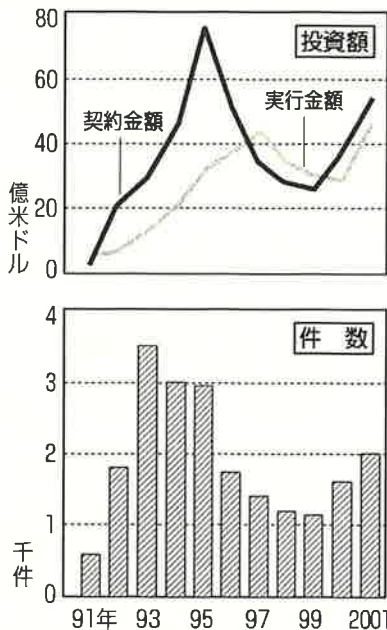
(出所) 2002年11月6日付 日本経済新聞

とくに日本と比べ20から30分の1といわれる中国の安価な労働賃金は生産コストが大幅に削減されるため中国は日本企業の輸出生産拠点とみなされ、日本からの中国への賃金シフトだけではなく、技術シフトの結果、中国から日本への製品輸出が急増しているのが現実である。12月12日付の日本経済新聞による

と、第7図のように中国からの機械製品の輸入が衣類など繊維製品を初めて上回り、輸入相手国として米国を抜いたといわれている。2002年1～10月の輸入累計は、米国からの輸入6兆400億円、欧州連合（EU）からの輸入4兆5,100億円を抜き6兆3,100億円にも達している。このような中国からの輸入の増大は日系企業の中国進出の結果であり、これに伴う中国への資金シフトは日本国内の「産業の空洞化」をもたらし、安価な消費製品の輸入急増は国内物価の下落、利益の減少、デフレを加速させ、企業のリストラ、失業者の増大、都心の土地価格の暴落をもたらしている。大企業の中国移転にともない都心に存在していた中小企業までもが中国へ移転するため工場跡地が売りに出され、土地暴落に拍車をかけているのである。

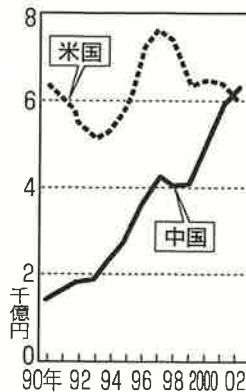
また中国およびアジア各国からの農産物の輸入増大は、都市周辺の野菜生産農地を不要化し、農地が売却され、地価下落を促進している。中国からの製品

第6図 日本の対中投資



(資料) 中国対外貿易経済協力省
(出所) 2002年9月29日付 日本経済新聞

第7図
中国と米国からの
輸入金額



(注) 各年の月間平均。
2002年は10月まで。
(出所) 2002年12月12日付
日本経済新聞

輸入の増大はわが国の余剰生産能力、過剰生産を顕在化させ、中国から日本へ土地を輸出しているのと同じ効果を果しているのである。農業用地の売却は少子化、高齢化社会の結果、農業の後継者がいないことにも原因があり、まさにわが国は人口構成比からも構造的に変化しつつある。

いずれにしてもわが国の地価下落は、この11年間で約1,000兆円の土地資産を消失させ、まだまだ底が見えないといわれている。銀行の信用創造と物価上昇を支えてきた土地神話（土地本位制）は崩壊し、銀行の不良債権増大の原因をつくり出している。日本経済の構造的崩壊は躍進する中国によってもたらされたといっても過言ではない。

またグローバル化、中国への資金シフト、中国からの製品輸入の急増は、国内での過剰設備・過剰生産を顕在化させるとともに、不効率な国内工場の閉鎖、休止を加速させ、今年に入って大手100社で180件にも達している（2002年10月13日付日本経済新聞）。とくに世界的に競争が激しい電機、情報関連事業の中国への工場移転が目立ち、また買収・

合併など事業統合が加速し、国内製造業の空洞化と雇用への影響が深刻化している。第4表はその一例であり、グローバル化による世界的競争激化が国内のデフレを進行させ、株式市場にも大きな影響を与えているといえる。第8図は地価の下落動向と東証一部時価総額の推移を比較したものであるが、株価よりも1～2年遅れて下落を開始した地価も現在19年前の水準に達し、株価下落に深刻な影響を与えている。

現在のデフレはわが国国内での不効率な過剰設備、過剰生産の顕在化および中国、東南アジア各国からの

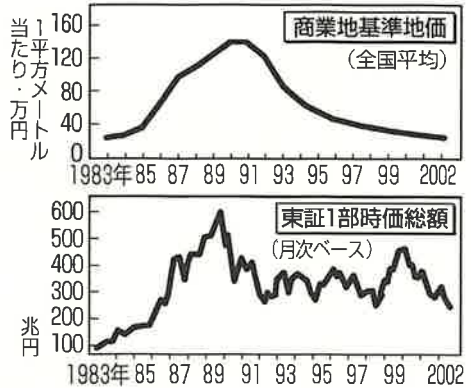
第4表 国内工場の閉鎖・休止事例

企業名	閉鎖・生産停止する工場名 (生産品目)	閉鎖・停止時期
セイコーエプソン	鳩ヶ谷 (埼玉県、半導体)	02年10月
石川島播磨重工業	田無工場(東京都、 航空エンジン)など	09年まで 順次
INAXトステム・ホールディングス	常滑工場(愛知県、 内装タイル)など	02年度中
JFEホールディングス	高炉2基と加工設備 6-7ラインを停止	03年度
旭化成	松戸工場(千葉県、 住宅用外壁材)	04年3月
住友金属鉱山	子会社の国富工場、 (北海道、ビル用建材)	02年11月
サッポロビール	札幌工場(北海道、 ビール)など	03年3月
日本たばこ産業(JT)	名古屋工場など 8工場	05年3月 まで

(出所) 2002年10月13日付 日本経済新聞

安価な輸入品の増大による物価下落と地価および株価の暴落という資産価格の下落が同時に進行したために起こったところにその特徴がみられ、日本経済にこれまでなかったような構造的改革をもたらしているといえる。これを解決するには、賃金も含めて価格構造体系を中国の方向に引き下げる努力をし、技術開発力を強化する以外にはない。高成長期からバブル期に生じた高過ぎる価格体系を下方修正し、下位均衡させなければならない。痛みを伴うがグローバル時代に生きていくためにはやむをえないものである。

第8図 地価も19年前の水準



(注)土地情報センター調べ。
(出所)2002年10月4日付 日本経済新聞

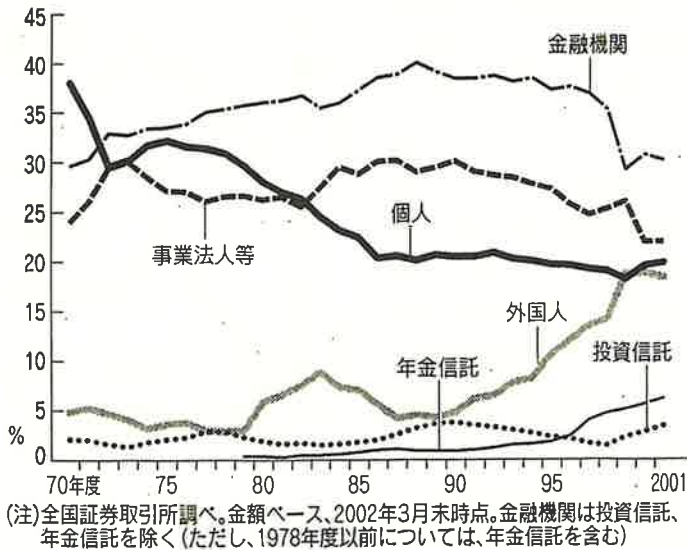
2. 株式相互持合の解消と株主構成の変化

つぎに株価下落の要因として、バブルの崩壊、デフレの進行のほかに証券市場内部からの株主構成の変化があげられる。まず第9図をみていただきたい。

戦後1945年に証券取引所が再開され、証券民主化運動によって一時、個人株主が69%に達したことがあったが、その後個人の株式保有率は低下を続け、88年には22%と個人株主の離散が続いてきた。その間、個人株主に代わり、保有率が増加したのは生保を含む金融機関と事業法人であった。わが国の高度成長時代には、高成長を推進したのはメインバンクを中心とする企業グループであったから、メインバンクを中心とする法人間の株式相互持合い、安定株主工作が急速に進み、いわゆる法人資本主義といわれるほど法人間の株式相互持合が日本の株主構成の特徴となった。

この株式持合いによる株主安定工作は、1964年に日本がIMF 8条国に移行し、OECDに加盟したことによって資本自由化をせざるをえなくなったこと、

第9図 投資部門別の株式保有比率



(出所) 2002年10月6日付 日本経済新聞

時を同じくして昭和40年不況による株価大暴落が起こり、欧米先進国資本による企業乗取りを防止せざるをえなくなったことによって始まった。

続いて1969年からの公募時価発行による公募増資により安定株主工作が推進され、法人株主の増加と対照的に個人株主の減少が促進された。個人株主の減少は法人による株式相互持合が強化されたこともあるが、額面発行時代には、個人株主は事実上新株引受権が与えられ、額面価格によって増資新株を割り当てられていたのが、時価発行が始まると額面での新株割当が無くなり、個人株主にとって株式投資の魅力が減少したからである。

しかし株式の時価発行および株式の相互持合は、額面発行増資による過大資本化の弊害、すなわち調達資金の割りには株式数が増加し、資本金が過大になる額面発行の弊害や額面発行で株式が過剰になり、株価の上昇を阻害する要因を除去する手段でもあった。

すなわち法人企業間での株式相互持合は、法人企業同士が互いに安定株主と

して株式を持合うことであるから、発行株式の半分が凍結され、証券市場に出回らない。したがって発行株式の半分は市場に出回らないから、株式供給が押えられ、それだけ株価を吊り上げる作用を果す。株式の相互持合は株価の高さが資金調達効率性を高め、資金調達コストを安くする時価発行時代にふさわしい日本式株価吊上げ方式であったといえる。

しかしこうした株式の相互持合による人為的株価吊り上げ政策は、バブル崩壊後、相互持合株の非効率性、非収益性という矛盾を露呈させた。景気の後退は企業業績の悪化、1株当りの利益の減少をもたらし、人為的に形成されていた高水準の株価は第1図にみるように急落した。

また経済のグローバル化によって、過剰設備が表面化するようになると、これまで企業規模の拡大、マーケットシェアだけを追求してきたいわゆる「規模の経済」型企業ビヘイビアが見直され、資金調達よりも、より効率的な資産の運用に重点が移っていった。そのため優良企業の資金需要が減少し、企業の銀行離れが加速され、メインバンク制が崩壊するようになった。また企業間商取引もマーケットを中心に商品の有用性、品質、コスト面が重視されると、かならずしもメインバンク系列にこだわらなくなり、その面からも株式相互持合の意味がうすれ、メインバンクの崩壊が進んでいった。ついでデフレによる株価下落により、銀行保有の株式ふくみ益が減少し、株式評価損が認識されるようになると、銀行自体も収益性、資金運用の効率性から保有株式を手放さざるをえなくなり、株価下落を加速させるようになった。

これには2001年3月期の決算から導入された時価主義会計の影響が大きい。従来の企業会計は基本は取得原価主義で、有価証券の評価基準は取得原価あるいは低価法（時価と原価のどちらか低い方をとる）であったが、時価主義時代になると、有価証券の評価は時価で評価されるようになり、評価損を計上せざるをえない。とくに最近のように株価下落が続くと、各企業とも有価証券評価損は巨額になる。2002年3月期ではこれら株式評価損は貸借対照表の剰余金の減少として計上され、表面上評価損はみえにくいのであるが、2003年3月期からは損益計算書に評価損が計上され、有価証券評価損が企業の営業損益をも左右しかねないことにもなる。そのため各社とも保有有価証券の圧縮を進め、相

互持合い株は株式市場で売却され、株価下落を加速させることになる。銀行株は信用不安から下落率が大きい、こうした企業の相互持合い株式の解消売りが影響しているともいえる。

このようにメインバンクを中心とする株式相互持合の崩壊、資金の効率運用などのため市場内部から株式売却が進み、株価下落を促進させているが、1990年以降、個人株主減少の受皿的役割を果たしてきた外国の機関投資家を中心とする外国人の買いも、NY株の暴落と昨今のわが国の経済情勢から売りに転じており、株価下落を加速させている。国際会計基準の導入といい、外国人の動向といい、わが国経済もいよいよグローバル化の洗礼を受けざるをえなくなったといえる。

Ⅲ 金融システムの安定化とデフレ対策

(1) 政府の総合デフレ対策と竹中案

9月30日小泉改造内閣が発足し、竹中平蔵経済財政担当相が金融担当相を兼務して1ヵ月経った10月30日、政府・与党は経済財政諮問会議の了承を経て、総合デフレ対策と金融行政の枠組を示した「金融再生プログラム」を発表した。

10月8日には弱小・地方銀行から大銀行への資金シフトを抑制するため、政府はペイオフ全面解禁の2年延長を決定したが、米NY株の7,300ドル割れや竹中金融担当相の大手銀行に対する不良債権発言などで市場では銀行や過剰債務企業に対する整理が進むとの臆測が乱れ飛び、10月11日には日米株価は急落、信用不安が極度に高まった。こうしたデフレスパイラル不安状況を受け、政府の総合デフレ対策は予想以上にスピーディに決定したが、その中味は竹中金融担当相の特別チームが描いた青写真とはかなり違ったものになっている。

竹中金融担当相の当初の考え方は、小泉首相の早期不良債権処理の要請を受けて、早急に金融行政の転換を目指すため、主要銀行の不良債権処理の加速化と借り手企業の再生・整理を推し進める方針で、①厳格な資産査定、②銀行の自己資本の十分な検討、③銀行経営のガバナンス（統治）の3原則を提示し、

もし銀行の自己資本が不足した場合には、公的資金の再注入をも辞さないとするものであった。もちろん公的資金を投入すれば銀行経営者の経営責任が問われるのは当然のことである。

しかし10月30日に決定された総合デフレ対策では、①企業の再生を促すため再生可能企業の受け皿として、融資機能をも備えた産業再生機構を創設する。②税効果会計（税金の将来の還付を見込んで、自己資本を積み増す会計処理）の厳格化の実施時期を明示しないなど、銀行の状況および企業の再生に著しく配慮したものとなった。

日本経済が世界各国から不安がられているのは、日本の金融システムが不安定と認識しているからで、デフレの長期化と深刻さもさることながら、日本の経済を立ち直らせ、信用を回復するためには、まず日本の金融システムを安定化させることが第一に必要なことである。

そのためには、まず大手銀行の不良債権処理を加速化させ、国際決済銀行（BIS）の規制に従って、国際業務を行うに必要な最低8%の自己資本比率を満たし、もし必要なら公的資金の注入によって銀行の国有化も実施すべきである。

しかし政府与党および銀行主脳の見解は、竹中案のような早急な自己資本比率の見直しは、信用収縮をもたらし、「貸し渋り」「貸しはがし」（貸付金の早期回収）によって取引先企業、とりわけ中小企業が打撃を受け、銀行の株主に与える影響も大きいとして反対してきた。

今回の政府の総合デフレ対策にみる竹中案の修正は、公的資金再注入による国有化に抵抗する大手銀行とこれに呼応した自民党幹部の反発に配慮した妥協の産物として成立したものであり、これによって大手銀行の国有化、銀行経営者の経営責任、退職金支払の拒否という事態は遠のいたといえる。というのは産業再生機構の発足は、法改正をも含めて2003年春以降と見込まれているし、税効果会計の見直しも実施時期が明確でないからである。

しかし政府が大手銀行株の暴落等によって、金融危機を認めた場合、現行の預金保険法の下での公的資金注入はいつでもできるし、これまでの公的資金注入によって得た優先株を普通株に転換することによって、大手銀行を実質国有

化する手段は依然として残っている。

現に11月19日には UFJ の株価は額面50円換算で一時的にせよ100円を割り、りそなは50円以下の額面割れとなっている。銀行経営者は株価は経営実態を反映していないと声明を出しているが、マーケットは正直である。株式市場の状況いかにして大手銀行の国有化はまだ有り得る可能性はある。

(2) デフレの原因とデフレ対策

銀行の不良債権の早期処理よりも、デフレ対策を優先すべきだという考え方は根強い。デフレ（物価下落）は企業の売り上げおよび利益を減少させ、資産価格の下落を通じて再び不良債権を増幅させるから、不良債権を増加させないためにもデフレ不況阻止こそ第一義的に考えるべきだという。

しかしマクロ経済理論では、ケインズの財政スペンディングによる有効需要政策以外にこれといったデフレ対策理論はない。あるとすればシュンペーターの技術革新による新製品の開発による需要創出か最近流行のインフレーターゲット理論、円の切下げによる輸出の増大、低金利政策による投資誘導、減税による消費刺激策ぐらいのものである。インフレに対しては金融引締め、金利引上げによって有効な手段をとりえても、デフレに対しては金融緩和政策だけでは有効需要を創出する効果は乏しく、マクロ経済理論は無効力といってよい。デフレに対応できるのは、個別企業の経営努力によるミクロの経営政策と経済学理論のなかの関数関係を利用したきめ細かい対応、規制緩和、税制改正による需要喚起策だけである。現在わが国で起こっているデフレ不況は、中国を中心とするアジア諸国からの安価な製品の輸入の増大と過剰設備による過剰生産、製品の過剰供給など、実物経済の過当競争の結果もたらされたものであるから、企業規模の見直しや不採算部門の縮小、人員削減いわゆるリストラ、人件費の引下げ、諸経費の節約、宣伝等による販売促進、過剰債務の解消と自己資本の充実、効率化による経営管理の徹底強化などミクロ経営政策が有効であり、経営者の経営手腕や経営方針に依存するだけである。

しかしそうはいつても国家としては企業活動を維持し、活発化させるためにも景気対策、経済政策を推し進める必要がある。わが国のデフレは1990年バブ

ルの崩壊による株価の暴落として始まり、続いて第8図のように1～2年遅れで地価の下落が起こっている。これは1980年代後半の異常な株価・地価の高騰、いわゆるバブルに対する反動であった。バブルの崩壊をもたらしたのは、宮沢蔵相と三重野日銀総裁の相次ぐ金利上げと金融引き締めであったが、92-93年の宮沢内閣はこの反動不況に対して第5表のように財政による公共事業を積極的に推し進めた。しかし公共投資を中心とする巨額の財政スペンディングにもかかわらず、株価は下げ続け、株式時価総額は約43兆円も減少してしまった。財政スペンディングによるケインズ政策では、需要の下支えによって一時的に景気の落ち込みを食い止めることはできても、経済成長を促進させるほどに有効ではなかったということである。その後の歴代内閣も財政中心の公共事業を続けたが、株価は反応せず、結果的には国債残高が累増するだけで芳ばしいものではなかった。とくに橋本内閣では、財政緊縮と金融ビッグバンを実施したため、巨額の公共事業を行なったにもかかわらず景気は失速した。その反動からか99年の小渕内閣は、積極的な財政刺激策をとり景気は回復した。しかし続く森内閣では再び宮沢蔵相を起用したが、経済のグローバル化が本格化してきた結果、景気は低迷し、デフレが再び進行した。グローバルな経済の開放システム下では、閉鎖体系下で有効なケインズ政策の有効性は小さかったといえる。デフレ不況対策として公共事業中心の財政スペンディングの在り方が見直されてきた所以である。つづく小泉内閣では資産デフレといわれる現状を打破するため、デフレの根本的な原因である金融システムの変革と不良債権処理の加速化にはじめて真剣に取り組み始めた。しかしそのショックで株価が暴落しているのが現在の現状である。

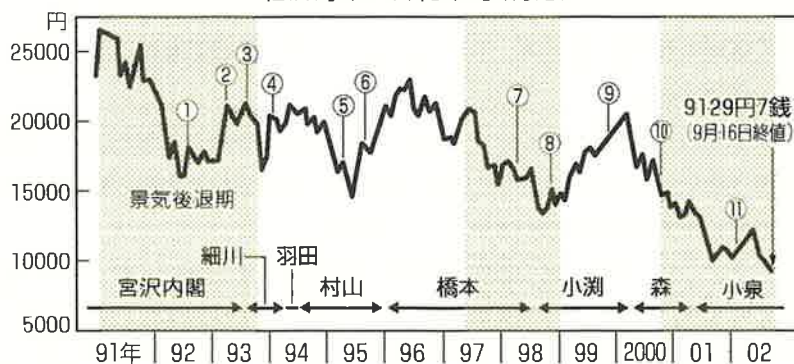
要するに公共事業を中心とするケインズ政策では需要を下支えし、一時的に景気の落ち込みを食い止めることはできても、経済成長を促進させるほどデフレ対策としては有効でないということである。

つぎにフリードマン流の貨幣数量説に根拠を置くインフレ・ターゲット論をみてみよう。これは2～3%のインフレ・ターゲットを設定し、期待インフレ率を国民に周知させることによって資産デフレを食い止めようとする考え方であるが、金融緩和を積極化し、金融手段によって企業の投資や家計の消費を刺

第5表 主な経済対策と株価の反応(▲は下落)

	時 期 (発表日)	名 称	内容と事業規模	発表日の日 経平均終値	半年後の 日経平均	騰落率
①	1992年 8月28日	総合経済対策	公共事業など 10兆7000億円	17970円	16953円	▲5.7%
②	1993年 4月13日	新総合経済対策	// 13兆2000億円	20740	20038	▲3.4
③	1993年 9月16日	緊急経済対策	// 6兆円	20502	20677	0.9
④	1994年 2月8日	総合経済対策	公共事業・減税な ど15兆3000億円	20251	20635	1.9
⑤	1995年 4月14日	緊急円高 経済対策	阪神大震災対策 など7兆円	16047	17880	11.4
⑥	1995年 9月20日	経済対策	公共事業など 14兆2000億円	18198	20442	12.3
⑦	1998年 4月24日	総合経済対策	公共事業・減税な ど16兆円	16011	14144	▲11.7
⑧	1998年 11月16日	緊急経済対策	// 17兆円超	14428	16810	16.5
⑨	1999年 11月11日	経済新生対策	公共事業など 18兆円	18327	16882	▲7.9
⑩	2000年 10月19日	新発展政策	// 11兆円	14811	13868	▲6.4
⑪	2002年 2月27日	総合デフレ対策	空売り規制など	10573	9907	▲6.3

経済対策と日経平均(月足)



(出所) 2002年9月7日付 日本経済新聞

激することが可能であると考え
ること自体が間違っている。イン
フレによるカネの量の増加や
実質金利を引き下げただけでは、
投資および消費需要を創出する
ことはできない。投資を誘発す
るには収益の見込み、期待収益
がなければならないのである。
またインフレが起こるというだ
けで、貯蓄から消費へ資金が移

第6表 8内閣と株式時価総額増減額

内閣	在 住 期 間	バブル崩壊後増減額
小泉	2001年4月～	-131兆4895億円
森	2000年4月～2001年4月	-77兆1922億円
小渕	1998年7月～2000年4月	+160兆5168億円
橋本	1996年1月～1998年7月	-59兆4986億円
村山	1994年6月～1996年1月	-4兆7850億円
羽田	1994年4月～1994年6月	+13兆6702億円
細川	1993年8月～1994年4月	-8兆5380億円
宮沢	1991年11月～1993年8月	-42兆7923億円

(出所)2002年10月4日付 日本経済新聞

動し、消費が増大すると考えることも浅はかというほかない。現在のようにデ
フレスパイラル不安、不確実な社会不安が存在する社会の下では、社会不安を
取り除くことが必要であって、社会不安がある限り可処分所得および余剰賃金
は貯蓄の方向に動かざるをえないのである。またなによりも退職金と年金で生
活せざるをえない高齢化社会では、インフレ・ターゲット論は適さない。結局、
バイオとかITのような新しい産業が情報技術の開発によって新しい需要が開
発され、企業収益の向上、家計の所得増大が期待されない限り、投資・消費の
増大は起こらないのである。貨幣供給をいくら増大させても、金利が下がらな
い「流動性のわな」が存在する限り、投資はふえない。フリードマンの貨幣数
量説による景気浮揚政策は世界的に散布されるドルのような国際通貨にのみ適
用しうるものであり、わが国では適当ではない。

また為替政策によって円安を誘導し、輸出を伸ばすことによって景気を回復
させるといっても変動為替相場制がとられている以上、各国合意の上で外部か
らよほどの圧力をかけない限り不可能なことである。もしなんらかの国際協調
により、円安が実現したとしても、中国や韓国などアジア近隣諸国に多大の影
響を与えるので難しい問題をはらんでいる。為替相場は基本的にはマーケット
が決めることで、人為的操作には限界がある。デフレを解消するには、長い年
月と痛みをともなうことを認識すべきである。

わが国にとっては、現在のところ金融システムの安定化を図り、世界各国に

日本経済の安全性を信認してもらい、信頼性を回復する以外に方法はなさそうである。

(3) 銀行危機と金融再生プログラム

2002年11月26日大手銀行グループの9月中間決算の概要が新聞紙上で発表された。これによると第7表のように三菱東京以外は全行黒字決算で、銀行信用不安の懸念をよそに銀行は健全であるとのイメージを前面に表現したものとなっている。しかし第7表からも明らかなように不良債権処理損失、株式減損処理とも業務純益2兆円の枠内に入っているが、前年同期実績よりも小さく、各行とも公的資金注入を警戒して、一斉に利益を計上することに努めた様子がうかがえる。

本当に日本の銀行は健全なのか。4大金融グループを含む大手グループの不

第7表 大手銀行・グループ9月中間決算

	業務純益	不良債権 処理損失	株式減損 処理	税引き後 利益
みずほ	4169 (5800)	2737 (9827)	845 (2031)	390 (▼2646)
三井住友	5766 (5158)	2662 (3054)	1754 (689)	551 (341)
三菱東京	3195 (3099)	1924 (2691)	2033 (4007)	▼1880 (▼968)
UFJ	3784 (4919)	1891 (2515)	1489 (3244)	725 (▼674)
りそな	1463 (1549)	879 (1517)	98 (3987)	135 (—)
住友信託	871 (693)	209 (336)	120 (342)	52 (63)
三井トラスト	933 (653)	389 (495)	377 (530)	408 (▼373)
合計	20183 (21873)	10693 (20438)	6719 (14832)	— (—)

(注) 単位・億円。億円未満は切り捨て。下段カッコ内は前年同期実績。税引き後利益は前年同期実績。▼は赤字。税引き後利益は連結ベース、それ以外は単体または傘下大手行合算ベース。みずほにはみずほアセット信託も含む。税引き後利益は、三井住友と住友信託以外は持ち株会社の数字。

(出所) 2002年11月26日付 読売新聞

良債権残高は24兆4,000億円と今年3月末より約2兆7,000億円減少したといわれているが、本当の不良債権残高はどうか。

経営の効率性を示す経費率（経費／収益）はみずほ51.2%、三菱東京47.9%、UFJ42.2%、三井住友33.9%とみずほが一番高い。そのためみずほは決算発表の席上、従業員の給料20%の引き下げ、2004年度末までに6,300人の削減の姿勢を打ち出している。不良債権の額に比べれば、給料の引き下げなど焼け石に水かも知れないが、三菱東京以外はすでに公的資金が投入されている以上、世間一般の給料水準と比べ高給イメージが強い大手銀行の給料はやはり当然引き下げの方向で検討すべきだろう。

また銀行決算と同時に金融庁から金融再生プログラムの「作業工程表」の概要が公表された。これによると①繰り延べ税金資産の自己資本算入の上限については速やかに検討する。②日銀特融や公的資金の支援を受ける「特別支援金融機関」をチェックする「金融問題タスクフォース」と貸出先の再建計画をチェック、検証する検証チームを年内に発足させる。③外部専門家によって銀行経営を監視する体制を強化する、となっており、銀行側の反応いかにかわからず、いよいよ金融庁の「金融再生プログラム」が実行に移される見通しがでてきたともいえる。もしこの工程表通り具体的に実施されれば、大手銀行のなかにもマイナス自己資本に転落する銀行が出てくる可能性はあるが、しかし政府の意図は、恐らく公的資本導入を武器に銀行の不良債権処理を加速化させ、日本の金融システムが国際的に信頼を取り戻し、正常化するところにあって、銀行そのものを国有化し、銀行経営者の責任を追求するのが目的でないであろう。

日本の銀行はこれまでから旧大蔵省主導の下で護送船団方式で保護され、バブルの時代から貸出競争を演じてきた。その結果、土地を中心に不動産、建設、流通、レジャーなどサービス産業に異常に不良債権が集中し、累積してきたが、不良債権の累積は現銀行経営者だけの責任ではなく、歴代銀行頭取が信用創造で膨れあがった過剰貸付体質を後生大事に壊さないよう引継ぎ、継続してきた結果であり、これまでにも対策をとらなかった無作為の所産である。煎じ詰めれば、日本のエリート集団によって構成された銀行体質が、旧大蔵省主導の

下で形成され、グローバル時代にその甘えの構造の矛盾が露呈しただけといえる。

この旧態依然とした銀行体質を変革し、世界的に通用する銀行にするには、不良債権処理の加速化しかなく、日本的ルールに従って現銀行経営者の退陣を迫り、新しい国際感覚を持った若い経営者にバトンタッチしていく以外にはないであろう。「さわらぬ神に祟りなし」というわが国の精神文化を脱し、グローバル化をめざすには、不良債権処理の加速化を早期に決断し、実行に移すしかなく、デフレ解決が先か不良債権処理が先かの選択の問題ではないのである。

それでは次に大手銀行のどこに問題があるのか。現在、問題視されているのは①自己資本比率、②不良債権残高、③産業再生機構、④整理回収機構の4つであるが、ここでは①自己資本比率、②不良債権残高についてみてみよう。

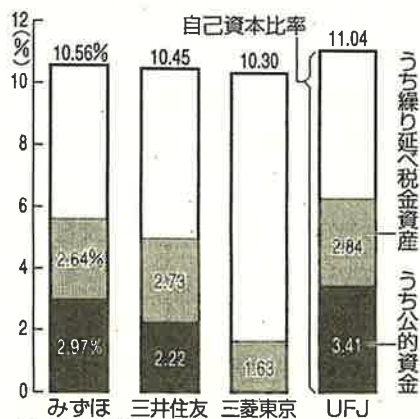
第10図は4大銀行グループの自己資本比率である。これによると4大銀行とも自己資本比率は表面上は10%以上で、国際決済銀行（BIS）基準による国際業務を行うのに最低必要な自己資本比率8%を上回っている。

しかしその自己資本の中身をみてみると、これまで政府が資本注入した公的資金がみずほ2.97%、三井住友

2.22%、UFJ3.41%となっており、また繰り延べ税金資産はみずほ2.64%、三井住友2.73%、三菱東京1.63%、UFJ2.84%となっている。ここで繰り延べ税金資産とは、不良債権を有税で引当償却した場合、1998年の税効果会計基準により、当期の損益に対応しない税の支払分については、将来還付が予想されるとして繰り延べ資産に計上し、その額を自己資本に算入したものである。

しかし竹中案では、銀行の自己

第10図
四大銀行グループの自己資本比率と内訳



(各行公表資料とメリルリンチ日本証券推定による。)
(02年3月末時点)

(出所) 2002年10月8日付 朝日新聞

資本を嵩上げしていると批判の強いこの税効果会計を見直し、繰り延べ資産の計上を、米国並みに中核自己資本の10%以内に縮小することを主張しているが、4大銀行はこれは従来のルールを変更するものであって、納得できないと反対を表明している。現在のところ、税効果会計の見直しは先送りとなりそうで、直ちに公的資金の注入ということにはならないであろう。

また、竹中金融担当相は金融再生プログラムのなかで、貸出債権の査定方法として、米国流の割引現在価値（デスイカウント・キャッシュ・フロー、DCF）方式を導入し、貸出債権を厳格に査定していく必要があるとしている。

第8表は4大銀行グループの貸出債権の分類とその引当率を明示したものである。これによると不良債権とは要管理債権、破たん懸念先債権、破たん先債権であるが、厳格に査定すると要注意のなかにも不良債権があるかも知れない。しかしこのなかで問題は要管理債権の引当率が低いところにあるとされている。米国などではこの要管理に当たる債権の引当率は約30%である。これに対し、三菱東京は約34%を引き当てているが、みずほ、UFJ、三井住友の引当率は20%強とみられている。もしこれら銀行も要管理債権の引当

率を30%に引き上げると、全体として引当金の積み増し必要額は1兆円程度増えるといわれている。問題は銀行自らの査定と金融庁の検査に大きな格差があることである。この格差是正を怠った場合、行政処分も検討中といわれ、今後のガイドラインの改正で明確化するであろう。この格差に対する引当追加負担は、各行の収益を圧迫するとともに自己資本比率を低下させる。

第11図のように、さらにこれに

第8表 資産査定の厳格化案と
四大銀グループの資産状況

引当率	残高(兆円)	(2002年3月末)
要注意 5%前後	要注意先と 正常債権 担保評価の厳正化 大口債権者の再実施 自己査定と金融庁検査の格差公表 銀行者の査定区分を査定基準が 厳しい銀行者に合わせるなど
正常 0.2%前後	240.7	
19.1~ 27.0%	要管理債権 9.2	
59.3~ 75.9%	破たん懸念 先債権 9.8	
100%	破たん先 債権 2.6	

(出所) 2002年11月1日付 日本経済新聞

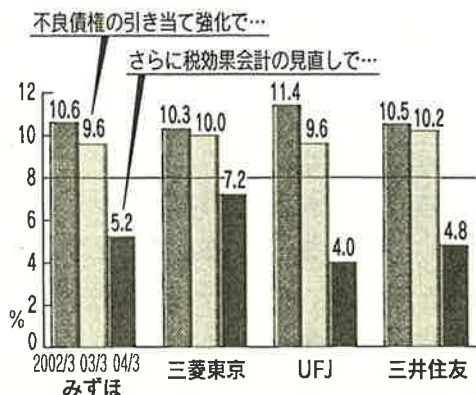
税効果会計の見直しを適用すると、三菱東京を除いては各行の自己資本比率は4～5%台となり、BIS 基準8%を切ってしまう。これからさらにこれまでの公的資本注入分を差し引くと、自己資本がマイナスの銀行がでてくることになる。

そうした意味で現在、わが国の大銀行のほとんどが厳格に査定すると自己資本を食い潰し、破綻状態であり、存立基盤を失なっているといえる。それでも大手銀行が存続しているのは、金融システムの必要性から政府によって保護され、日銀によって潤沢に流動性が与えられているからである。それだけに株式市場でいつ銀行株が売り叩かれ、額面以下に株価が急落するかわからない。現在でも銀行株売りが激化すれば、再度の公的資金の注入があってもおかしくはない。

公的資金の注入は、基本的には銀行の申請によって行われるが、現行法（預金保険法）下でも政府が金融システム危機と認定すれば、いつでも強制的に行いうる。竹中案では①2003年3月期に不良債権への引き当て強化、②2004年3月期に自己資本に組み入れる税効果会計の一部見直しを実施したいとしているが、②の税効果会計については、自民党内でも反対勢力が強く、難航が予想される。

また金融再生プログラムでは新たに公的資金を注入した場合、過去の資本注入によって国が取得した優先株を普通株に転換し、「特別支援銀行」として実質国有化することができる。第9表は大手銀行が過去5年間に調達した資本金であるが、上段は公的資金注入分、下段は増資等によ

第11図 竹中案での自己資本比率試算



(注)メルリンチ日本証券や日興ソロモン・スミス・バーニー証券などの試算をもとに推計、連結ベース
 試算の前提「引き当て強化」=要管理先の引当率を50%に(現行は20%前後)「税効果会計の見直し」=税効果を中核自己資本の10%に制限

(出所) 2002年10月25日付 日本経済新聞

り自力で調達した自己資本で、劣後債・劣後ローンなども含んでいる。

98年3月の公的資金の注入は、前年11月、山一証券や北海道拓殖銀行が破綻し、金融パニックに陥ったとき、海外での資金調達が困難になったので、21行に総額1兆8,000億円の公的資金が注入された。続いて98年夏に日

本長期信用銀行の経営危機が起こり、秋に成立した「金融早期健全化法」に基づき、99年3月に大手15行に7兆4,500億円の公的資金が注入され、総計8兆6,500億円に達している。この公的資金注入によって99年3月期決算では10兆円以上の不良債権が処理され、銀行株は上昇した。この時柳沢金融再生委員長

(当時)は不良債権処理はもはや完了したと宣言している。しかし実際には第12図のように、毎年新規不良債権が発生し、金融庁発表の不良債権残高は2002年9月末現在でも12兆3,000億円と見積られている。いまのところ不良債権の処理と新規発生不良債権はまさに「いたちごっこ」で、解決の目処がたっていない。銀行はデフレの進行が原因だといっているが、従来からの政・官・財の癒着構造、日本的甘えの構造の上での過剰貸付の容認が行われてきたからだといってよい。やはり解決策は銀

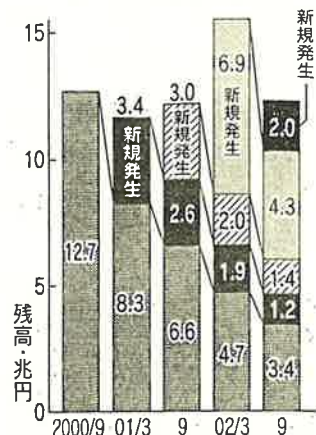
第9表 大手銀行の過去5年間にける主な増資状況と自己資本比率

年	1998	1999	2000 ～02	合 計	自己資本比率(3月末)
みずほHD	2990 3790	2兆5000 3930	— 4565	2兆7990 1兆2285	10.56%
三井住友銀行	2000 4747	1兆3010 3650	— 1000	1兆5010 9397	10.45%
UFJHD	2500 2700	1兆5000 4400	— 5690	1兆7500 1兆2790	11.04%
三菱東京FG	— 55	— 1221	— —	— 1276	10.30%

(注)単位・億円。上段は公的資金、下段は自力増資。
劣後債・劣後ローンなども含む

(出所)2002年11月20日付 日本経済新聞

第12図 主要銀行の破綻懸念先以下の不良債権処理



(出所)2002年12月3日付 日本経済新聞

行の国有化しかないかも知れない。もしそうならば当然発行済株式は減資の対象となり、現在、銀行株を保有している株主は株主責任を負うことになる。現在の銀行の大株主は、相互持合企業のほか最も大きいのは生命保険会社である。

第10表は主要生保10社の銀行への資金拠出を示したものである。生保が銀行に拠出した劣後ローンや保有株の残高は、9月末で合計8兆2,000億円、銀行が生保に拠出した基金残高は1兆8,000億円である。生保と銀行はここ数年相互に資金を拠出し合うことによって自己資本を高めてきたが、2002年9月以降の株価急落で第13図のように、生保10社で約1兆円の株式含み損が発生したとみなされ、10月以降の一段の下げでいまや生保の経営を圧迫する最大の要因になっている。そのため運用利回り（予定利率）の引き下げが必要となり、保険業法改正が緊急の課題となっている。もし銀行の大株主である生保の経営が破綻すれば、資本を共有し合う銀行にも連鎖し、この面からも銀行の経営危機が生じることになる。

また銀行と生保は相互の資金拠出からみて一心同体関係にあるため、銀行に公的資金が注入され、実質国有化されると大手生保は大きな影響を受けることになる。すなわち公的資金が普通株に転換され、発行株数の急増から現存株式の価値は減少するばかりか、さらに減資でも行われれば全額が無価値、損失になりかねない。拠出した劣後ローンにも損失が及ぶ可能性もある。そうならば生保の危機が再び表面化し、金融システム全般への崩壊につながりかねない。いずれにしても政府の対策が必要になろう。

金融庁はいまのところ、既存株主に負担をかけるような減資を否定しているが、こうした措置は一般の企業再建の例と比べ公平性を欠くことになるであらう。

第10表
生保10社の銀行への資金拠出

	株 式	劣後ロー ンなど	合 計
日 本	6463	6990	1兆3453
第 一	4512	9460	1兆3972
住 友	3259	7920	1兆1179
明 治	5600	7800	1兆3400
安 田	1786	5512	7298
朝 日	1070	5019	6089
三 井	836	4401	5237
大 同	1246	2309	3555
太 陽	2353	3723	6076
富 国	421	1459	1880

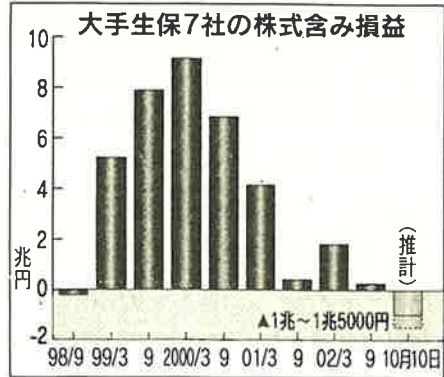
(注)9月末現在。単位は億円。株式は優先株を含む。劣後ローンなどは優先出資証券・劣後債を含む

(出所)2002年12月3日付 日本経済新聞

このため12月に入って大手銀行 第 13 図 大手生保7社の株式含み損益
の経営改革の動きがにわかに積極 (単位：億円)

化してきた。金融再生プログラムによって金融庁の強い姿勢が明らかになってきたからである。第11表は大手銀行グループのリストラと不良債権処理の具体化を示したものである。銀行はなんとしても国有化を避けるために①自己資本比率を引き上げ、②収益力を向上させ、国が保有する優先株などの配当原資を確保しなければならない。そのためには店舗数、従業員数の削減はもちろんのこと給与・役員の報酬のカットなど費用の圧縮・見直しに生き残りをかけて懸命に取り組んでいる。しかし経営の合理化だけではもはや限界がある。三井住友ではあおぞら銀行（旧日本債権銀行）のソフトバンク持

	2002年9月末	3月末
日本生命	10,000強	17,120
明治生命	1,000強	3,064
第一生命	0	3,789
安田生命	▲500～▲1,000	▲333
三井生命	▲2,000～▲2,500	▲1,439
朝日生命	▲2,100	▲1,059
住友生命	▲3,500～▲4,000	▲2,832
合 計	1,400～ 2,900	18,310



(出所) 2002年10月17日付 日本経済新聞

ち株全部約49%を譲り受けることを決定した。もし買収が実現すれば、1,000億円の増資効果となり、連結ベースで自己資本比率が0.5%引き上げ可能だという。またみずほ、UFJ は銀行本体から不良債権を切り離し、新たに設立した受け皿会社に不良債権を移し、過剰債務を持つ企業を集中的に再生、整理しようとしている。来春発足する産業再生機構にこれら不良債権を売却する準備体制に入ったといえる。

またみずほは不良債権最大5兆円を分離する方針を決めるとともに第14図のように2003年3月までにグループ内の銀行・証券・信託を統括する新持ち株会社を設立し、事業再編を図る計画を発表している。これによるとグループ企業

第11表 大手銀行グループのリストラと不良債権処理

	みずほ	三井住友	UFJ	三菱東京
不良債権処理	●「再生のための受け皿」会社設立 ●最大5兆円分離	●行内に企業再生のための「戦略金融本部」を設置	●中小向け1兆円を分離し、新会社設立で再生	●対応策検討中
店舗数	460(584)	401(545)	406(480)	311(342)
従業員数(人)	2万4000 (2万8875)	2万600 (2万4650)	1万9750 (2万3875)	1万8000 (2万2303)
給与・役員報酬など	●従業員の年収平均10%カットなど ●取締役・執行役員数の20%削減	●従業員の賞与削減など	●能力給型への処遇見直し ●システム関連費用の圧縮など	●役員報酬と役員関連経費の引き下げ ●福利厚生施設の廃止・売却など

(注) 従業員は2005年3月末計画、店舗数は国内のみで、みずほと三井住友が2004年3月末計画、UFJと三菱東京が2005年3月末計画(カッコ内は2002年9月末)
(出所) 2002年12月5日付 日本経済新聞

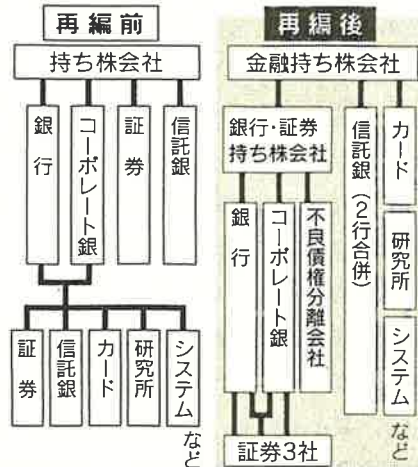
を統括するのは新持ち株会社「みずほファイナンシャルグループ(MHFG)」で、新会社を上場会社とし、現在の持ち株会社「みずほホールディングス」は上場をとりやめ、銀行・不良債権分離会社や証券の持ち株会社として管理や監督に当たることになる。

このようにグループとしての組織を再編する目的は、カードやシステムなど現在比較的収益が見込める企業を MHFG に取り込み、政府保有の優先株の配当原資とし、

国有化を回避しようとするものである。第一勧業・富士・日本興業の3行合併によって成立したみずほも国有化の瀬戸際に立たされ、もはや内紛などしている余裕はなくなったといえる。

しかしこうした大手銀行の動きのなかでも最も驚いたのは、年末も押し詰ま

第14図 みずほグループの再編策



(出所) 2002年12月5日付 日本経済新聞

った12月25日の日本経済新聞の夕刊に掲載された三井住友・わかしお銀行の合併ニュースである。わかしお銀行とは三井住友の子会社の第2地方銀行であるが、2003年3月をめどに両社が合併し、存続会社がわかしお銀行になるという。新銀行の名称は三井住友を継称するそうであるが、天下の三井住友銀行がなりふりかまわず子会社を存続会社とする合併は極めて異例である。

三井住友がこのような異例な合併に踏み切ったのは、わかしお銀行を合併の存続会社とすると合併差益が計上でき、その合併差益によって三井住友が抱える株式含み損約1兆円ほどを償却できるからだという。現在、三井住友の自己資本は約3兆円、このうち合併すると資本金を除く2兆円ほどが新銀行に引き継がなくてもすみ、合併差益として株式含み損を損失処理できるという。含み損を一掃することで、保有株式を今期中に日銀などに大量に売却することが可能になるし、来期以降、含み損を損益計算書上の売却損として計上しなくてもよいからである。時価会計が適用されても今3月期までは株式の評価損は変わらない。しかもいまのうちに合併差益で償却してしまえば、今後の株価下落による経営リスクも回避でき、財務の健全性が確保することができるという。金融庁の強行姿勢に大銀行といえども切羽詰まった対応としかいいようがない。

しかしこれはなにも三井住友銀行だけに限ったことではなく、UFJ も同じである。UFJ は12月25日不良債権処理の受け皿として設立する新会社にメリルリンチから1,000億円超の出資金を仰ぐことに基本合意した。この新会社は UFJ が抱える中堅・中小企業向けの不良債権約1兆円を分離して設立する特別会社であるが、メリルリンチは UFJ とともに新会社に分離した企業の再生のほか債権回収にも共同で当たるといふ。これによって UFJ の自己資本比率は約0.2%程度押し上げられるという。こうした外貨と連携して自行の不良債権を処理するのは初めてのケースといわれ、UFJ の切羽詰った姿勢がうかがわれる。

さらに金融庁は12月25日、公的資金で資本注入した銀行の中小企業向け融資状況を公表した。これによると大手7銀行・グループの融資残高は第12表にみるように9兆円強の大幅減少になっている。なかでもみずほグループ（みずほ銀行とみずほコーポレート銀行）は5兆569億円、三井住友銀行は1兆9408億円、UFJ グループ（UFJ 銀行と UFJ 信託銀行）は8326億円の減少と中小企業

向け貸し付けを減らしている。

金融庁は公的資金注入に際し、大手銀行に対し「不良債権の早期処理」と「中小企業向けの融資の拡大」を指示してきた。これを受けて各行とも店舗の統廃合や人員削減、不良債権処理など経営合理化には努力を払ってきたが、さらに不良債権が生じる恐れがある中小企業貸出は渋ってきたようだ。大手銀行は中小企業に対する貸付けよりも、はるかに安全な国債の購入に力を入れ、最近では外債の投資を増やしている。不良債権の処理で損失が生じるので、収益改善が図られる国債、外債に資金を回さないと利益計上できず経営責任が問われるからである。

金融庁は大手銀行に融資が減った理由を求め、各行の計画通り、中小企業向け融資を増やさないと業務改善命令を出すという。すでに UFJ グループ、りそなグループ、新生銀行は改善命令を受けているが、今回問題になっているのはみずほグループ、三井住友銀行である。銀行の「貸し渋り」「貸しはがし」批判が強い中で金融庁も中小企業向け融資の拡大姿勢を強めてはいるものの大変である。

また日銀による国債の買いオペの拡大、銀行保有株購入を強く主張する意見もあるが、最近、日銀の出資証券がジャスダック（店頭）市場で16年9ヵ月ぶりに5万円割れとなり、4,000人強の株主は損失を被っている。また海外で日銀の信用度も低下しており、日銀の自己資本比率も8%を下回っている。金融政策では銀行の救済はできて

第12表

公的資金による資本注入銀行の
中小企業貸し出し計画と達成状況

〔02年9月期、億円、数字は02年3月期残高からの増減額。▲は減少〕		
	03年3月 期計画	02年9月 期実績
＜大手銀行＞		
みずほ	100	▲50,569
UFJ	4,000	▲8,326
りそな	1,900	▲5,635
三井トラスト	300	▲3,105
三井住友	700	▲19,408
住友信託	10	▲1,104
横浜	40	▲2,336
小計	7,050	▲90,483
＜地方銀行など＞		
もみじ	14	▲1,156
足利	2	▲1,000
北陸	5	▲659
琉球	46	▲204
熊本	6	▲52
北海道	21	▲254
新生	31	▲2,542
千葉興業	163	▲171
八千代	188	▲376
あおぞら	50	165
関西	66	27
東日本	63	▲301
岐阜	8	▲156
九州	79	▲410
福岡	50	▲285
和歌山	21	▲76
小計	813	▲7,450
合	7,863	▲97,933

(注) 融資実績には私募債の引受額も含む

(出所) 2002年12月26日付 日本経済新聞

もデフレの解消にはつながらない。銀行からの株式購入も日銀のリスク負担が高まり、2兆円程度が限度であると思われる。

(4) 産業再生機構の創設と企業の不良債権処理

2002年10月30日政府は金融再生プログラムを総合デフレ対策とのパッケージとして発表し、そのなかで不良債権処理の加速と産業および企業の再生を一体化した産業再生機構の創設を謳っている。不良債権の早期処理だけではデフレを加速させるだけで経済の活性化、企業の再生につながらないとの一般的な認識に配慮したからであろう。

ここで産業の再生機構とは、再生可能とみなされる企業の再生を集中的に処理するために設けられたものではあるが、経営再建をめざすための企業が設備廃棄や人員削減、退職金支払など資金が必要な場合、その資金を供給する金融機関として設置されたところに特長がある。

11月20日の谷垣禎一産業再生担当相は、産業再生機構は官民が共同出資し、2003年春に発足を予定、2004年度中には不良債権処理を終結させるため、買い取り期間は2年間に設定、存続期間は原則5年とし、基本方針を次のように述べている。

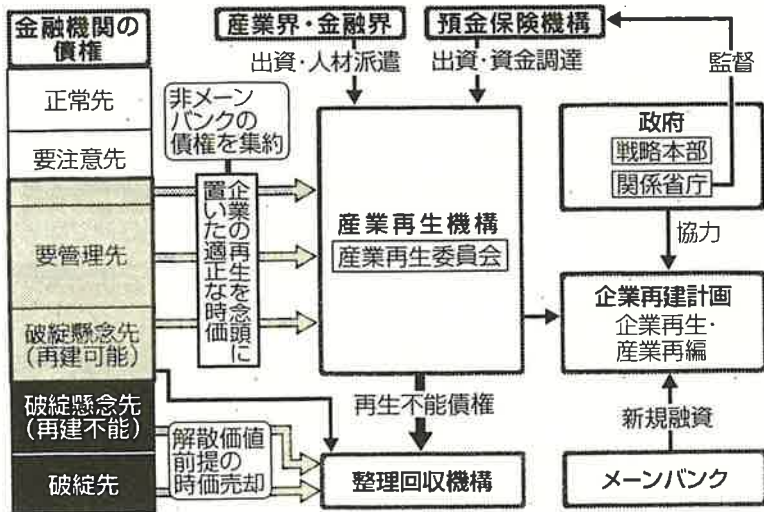
- ①企業の安易な延命を図ったり、過剰供給構造を助長しない。
- ②再生可能な企業を慎重に選別する制度を検討する。
- ③業種特性などを無視した硬直的な制度にはしない。
- ④債権の集約化を促し、中立的な調整者として再生を加速する。
- ⑤対象となる債権は「要管理先」だけに限定せず、「破綻懸念先」や「要注意先」の一部も含む。

…と安易な企業救済にならないようかなり厳しい基準を設定している。

第15図をみていただきたい。この図は新設された産業再生機構を従来からある整理回収機構(RCC)との役割関係を示したものである。

まず産業再生機構は要管理先、破綻懸念先債権で非メインバンク所有の債権を企業の再生を念頭に置いた適正な時価で買い取る。このなかには要注意先の債権の一部も含まれる。産業再生機構は要管理先債権等をメインバンク以外の

第 15 図 政府が描く産業再生機構のイメージ



(出所) 2002年12月1日付 朝日新聞

銀行から買い取り、メインバンクの協力を得ながら企業の再生を図ることになる。しかしメイン、非メインにかかわらず破綻懸念先で再建不能なものおよび破綻先債権は解散価値前提の「時価」で従来通り整理回収機構（RCC）に売却する。RCC は購入した債権の回収・売却を加速するために必要あれば民間の企業再生ファンド〔例えば新生銀行（旧日本長期信用銀行）など外資系の再生ファンド〕への橋渡しをし、資金回収の極大化を図る。また再生機構内部に設けた産業再生委員会は購入債権の再生可能性を審査・判断し、再生困難とみなせばその債権を整理回収機構に売却する。

しかし産業再生機構はメインバンク（主力行）からは債権を買い取らないため、メインバンクは帳簿から不良債権を切り離せない。そこで整理回収機構（RCC）は日本政策投資銀行（前日本開発銀行）と組んで年明けにも企業再生ファンドを設け、産業再生機構の機能を補い、メインバンクの不良債権と再生可能企業の再生を後押しすることになった。

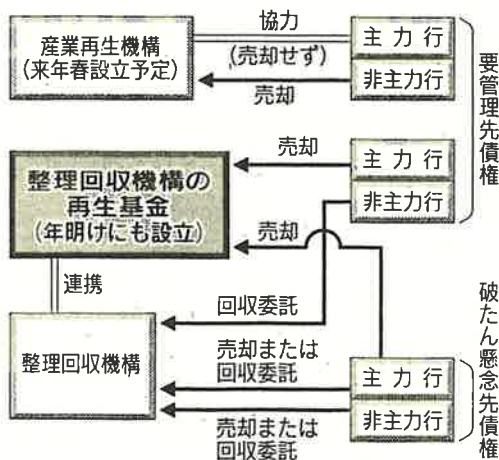
第16図はその枠組を示したものである。これによると再生基金は主力銀行ご

とに作り、半分は政策投資銀行が出資し、残りは外資系金融機関を含めた民間の投資家から出資を募るといわれている。買い取るのはメインバンクが債権の一部を放棄などして返済条件を緩和した要管理先債権であるが、問題は買い取り価格にある。

買い取り価格は通常は企業の存続を前提とした時価とすべきであるが、銀行にしてみれば帳簿上の債権価

格から引当金を引いた「実質簿価」よりも売り値が安ければ、債権を売却すれば損失が発生し、銀行は債権を売りにくい。またファンドが「実質簿価」で債権を買った場合、銀行の引当てが甘ければ、再生機構およびファンドには損失が生じ、国民の負担になる。銀行が売りやすい高値で買うか、機構およびファンドが損をしない低い価格で買うかは難しいところであるが、一応現実的対応としては、RCC ファンドは買い取る際の基準は設けずにメインバンクと協議してその企業が再生可能かどうか個別に判断し、メインバンクと共同で再建計画をまとめ、RCC ファンドが再生業務を行うようである。再生機構は再生企業への追加融資や出資、信託、保証機能などを備えた株式会社形式の金融機関として設定されているから、非メインバンクの不良債権を買い取るとしても、メインバンクの負担を非常に軽くする役割を果し、また整理回収機構の再生ファンドもメインバンクごとにファンドを設定し、もし必要あらば、政策投資銀行が追加融資するのであるから、メインバンクは不良債権をオフバランス（帳簿から切離すこと）することができ、メインバンクにそれだけ資金余裕をもたらすことになる。

第 16 図 整理回収機構と産業再生機構の企業再生の枠組み



(出所) 2002年12月19日付 日本経済新聞

第13表はメーンバンクから債権放棄や金融支援を受けた主な企業を並べたものであるが、この他に株式市場で株価が50円以下、あるいは100円以下の企業が200社以上もあり、大手銀行の要管理債権だけでも10兆円を超えるのではないかとわれている。また第14表は、東証1、2部に上場している1,750社のうち過剰債務会社を業績別に摘出したものである。この表によると過剰債務会社は632社にも達している。ここ

で過剰債務会社とは有利子負債が営業キャッシュフロー（現金収支）の10倍を超えるか、営業キャッシュフロー自体がゼロまたは赤字の会社である。建設業では全体の半数強の68社が過剰債務企業であるが、最近は機械や電機など製造業でも過剰債務会社が増えている。これらの会社は業界全体の構造的な設備過剰の結果、営業キャッシュフローが足りないか赤字企業であるため、産業再生機構や整理回収機構の再生ファンドの3年間の再建計画終了まで、基準達成のメドが立たない。そのため経済産業省は、銀行の不良債権処理と経営不振企業の再生を同時に進める総合対策として、現在ある「産業再生法」の改正強化を図り、2003年の通常国会に改正法案を提出、来年4月に施行する方針のようだ。

第13表 金融支援を受けた主な企業

（有利子負債は2001年度末の残高（連結ベース））

	企業名	有利子負債	削減目標と達成時期
建設・不動産	大 京	10672億円	3700億円 06年度末
	フジタ	8628億円	2079億円 04年度末
	熊谷組	5847億円	2420億円 11年度末
	ミサワホーム	5582億円	2700億円 05年度末
	藤和不動産	5213億円	3200億円 02年度末
	長谷工コーポレーション	5129億円	2500億円 04年度末
	住友建設	2902億円	1660億円 05年度末
	ハザマ	2626億円	2120億円 04年度末
	三井建設	2264億円	1660億円 05年度末
	飛島建設	1358億円	858億円 04年度末
流通	ダイエー（カード事業除く）	16640億円	9000億円 04年度末
ノンバンク	オリエントコーポレーション	21390億円 （借入金）	17100億円 04年度末
	アプラス	8200億円 （単独）	7900億円 014年度末

（注）藤和不は2000億円規模の追加金融支援を受ける方向で調整中

（出所）2002年10月2日付 日本経済新聞

現在の産業再生法でも、2001年4月の緊急経済対策によって「私的整理の取り組みを側面から支援する」との一文が盛り込まれており、2002年4月にダイエーがはじめてこの産業再生法の適用を受け、再生に取り組んでいる。

しかし最近では過剰債務削減に取り組む企業のほか鉄鋼、石油化学、半導体など過剰供給設備を抱える業界が増えてきており、これらを同時に解消するために、さらに産業再生法の改正が必要になってきている。

具体的には、①鉄鋼、石油化学などの業界が共同出資した会社に、過剰設備を集約して清算する際に発生した損失について、親会社損失との合算や欠損金の繰り越しなど税制特例を認める。②割増退職金など事業撤退に必要な費用も欠損金繰り越しの対象とし、企業の不採算部門からの撤退を支援する。③これらの企業は日本政策投資銀行の低利融資に加え、出資を受けることも可能となる。④過剰債務企業は金融機関からの債権放棄に合わせ、優良事業のみを切り離して新会社に引き継ぐケースや、他企業に吸収合併されるケースを想定して、総資産の20%以下の会社分割、株主に実損がない減資は、株主総会の議決を不要とし、商法上の企業再編手続きを簡素化する。⑤他社の事業部門を営業譲渡、合併、会社分割などで優良事業を引き継ぐ企業にも、繰り越し欠損金を引き継げるよう税制特例を設ける。⑥民間の投資ファンドが不採算部門を買収する際に、欠損金の引き継ぎを認める。⑦外国企

第14表
過剰債務企業の多い業種

	過剰債務企業	全企業
建設機械	68	120
電気機器	67	144
商社	66	190
サービス	63	166
非鉄金属製品	44	159
化学	37	78
小売業	33	128
食品	29	95
繊維	26	93
鉄鋼	25	53
その他金融	21	43
不動産	18	31
その他製造	17	34
鉄道・バス	15	60
自動車	15	25
精密機器	13	57
窯業・土石製品	13	35
鉱業	11	32
倉庫	6	10
医薬品	6	23
ゴム・プラスチック	5	37
海運	5	18
水産	5	15
パルプ・紙	4	7
輸送用機器	4	15
陸空運	4	13
造船	4	20
石油	3	4
通信	2	5
電力	1	8
ガス	1	11
合計	1	10
	0	11
	632	1750

(注) 東証1、2部上場企業の2001年度連結決算をもとに集計。銀行・証券・保険を除く

(出所) 2002年12月19日付
日本経済新聞

業と日本企業の株式交換を事実上認め、外資による再編促進も図る。

そしてこれら改正法案に盛り込まれた企業支援措置が、安易な企業救済にならないように適用基準を明確にし、経済産業省など所管官庁が過剰設備を抱える業界や過剰債務企業を認定し、同法の適用申請時には利益率改善など数値目標を示した経営再建計画が適用基準を満たしていなければ、同法を適用しないとしている。

しかし企業が再生可能かどうか金融庁の検査基準と調整する必要がある、現在、経済産業省、金融庁は再生法の適用基準と金融庁の検査基準の整合性を検討中といわれている（以上2002年10月18日付日本経済新聞）。

要するに現在、日本経済が抱えている問題は単に不良債権の処理を通じて大手銀行だけを救済するだけではなく、鉄鋼、石油化学、半導体、電機、機械、建設、不動産、流通などあらゆる業界の過剰供給体質にメスを入れ、企業の財務体質を正常化しなければ、日本経済そのものが沈没してしまうところまでできているということである。自動車など一部の業界を除いてあらゆる企業が過剰債務をかかえ、過去の負の遺産処理のため国際競争力を失いつつあるのが現状である。いまのところまだ経常収支が黒字なので、国際競争力が残っている間に負の遺産を迅速に処理してしまわないと、外資の恰好の餌食になってしまう恐れがある。

90年代は「失われた10年」といわれているが、これまでの各省庁の縦割行政とメインバンクを中心とした各業界の過当競争、それに対する政府の無作為の結果、今日の事態が生じただけに、日本経済の過剰供給体質は早急に正常化しなければならぬ。

それにはリストラ、失業、倒産、増税など、国民へのしわ寄せの痛みが伴うが、現状ではやむをえないものであろう。いまとなっては日本経済再生の痛みを共有するため、情報の公開を通じて国民の理解と協力を求める以外、解決の道はないのではないかとと思われる。

(5) 予算と税制および規制緩和

11月下旬、政府は2002年度の補正予算として国債追加発行5兆円を決定した。

これによって2002年度の国債発行額は、政府公約の30兆円枠を超えて35兆円となった。不良債権処理の加速化によってデフレ圧力が一層強まることから、政府は5兆から10兆円の補正予算を強く主張してきた自民党内部の抵抗勢力の要求に応えたものであろう。竹中経済財政・金融担当相は、第17図のように補正予算の規模として5.5兆円を予定している。

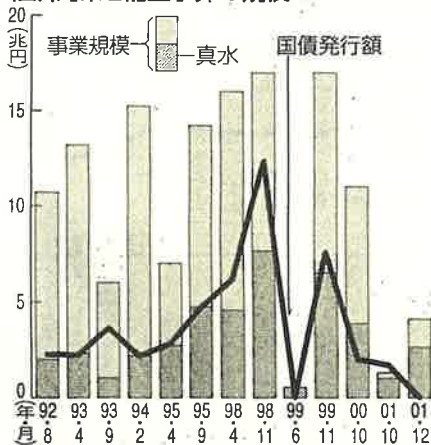
中身は税収不足2.5兆円分と「真水」と呼ばれるデフレ対策のための実質支出3兆円（公共投資1.5兆円、倒産・失業等のセーフティネット拡充費1.5兆円）計5.5兆円である。この資金調達は国債の追加発行で5兆円、経費節減および地方交付税減など1.7兆円の節約と義務的経費増、災害復旧追加1.2兆円との差額0.5兆円によって充当している。政府はこの補正予算の規模は公共投資の地方負担分を合わせれば、実質7～8兆円の真水になり、ほぼ自民党内部の抵抗勢力の要求を満たしていると説明している。国

第 17 図 飛び交う02年度補正予算規模のイメージ



(真水以外の数字はおおよその見込み。単位は円)

経済対策と補正予算の規模



(グラフの中の年・月は経済対策決定の時期)

(出所) 2002年11月23日付 朝日新聞

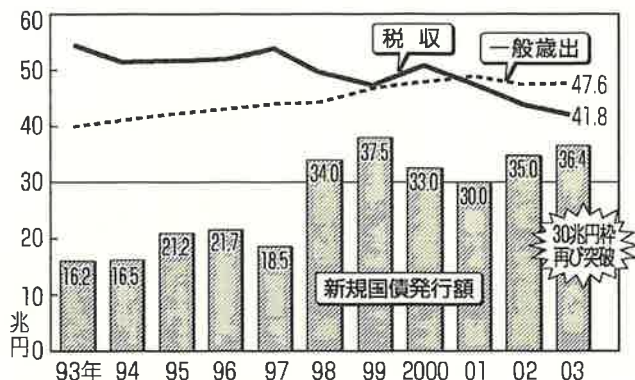
債発行30兆円枠を強調してきた小泉首相が政府自民党からの要求に配慮したのは次期自民党総裁選を意識した政治的意図もあるだろうが、やはりデフレ政策強行との世間の非難・批判を交わす方策でもあろう。補正予算の効果はともかく、現在のデフレ状況下では政策的にみてこの程度の補正は雇用・医療関係で追加支出が不可欠なことでもあり、やむをえない措置であるかも知れない。

また塩川財務相は12月20日、2003年度予算の財務省原案を閣議に提出し、各省庁に内示した。12月21日、22日の復活折衝を経て12月24日には決定し、年明けの通常国会に2002年度補正予算と合わせて提出する予定という。

2003年度予算原案は一般会計81兆7,891億円で、高齢化による社会保障費や国債の元利払いなど国債費は増加するが、公共投資、経済協力、防衛費など主な政策経費は軒並み削減する2年連続の緊縮予算となっている。

しかし景気停滞と減税で、税収が41兆7,860億円と10.7%減少したため、国債発行額が第18図にみるように36兆4,450億円に膨らみ、21.5%の増加となっている。財政再建を標榜して発足した小泉内閣も、結局は借金依存体質から抜け出せず、国債依存度は44.6%と戦後最悪となってしまっている。元利払いの国債費はすでに16兆7,981億円と税収の4割にも達し、もし国債相場が下落し、長期金利が上がれば、国債の利子が増え、さらに財政を圧迫することになる。日本の国債に対する国際的な格付けも大幅に低下し、国債発行もぎりぎりのと

第18図 国債発行の推移とプライマリーバランス



(注) 各年度実績、2002年度は補正後予算額

(出所) 2002年12月20日付 日本経済新聞

ころまできていることだけは確かである。

しかしこれはなにも小泉政権の失政からもたらされたものではなく、歴代自民党内閣が国債増発を続けてきた結果生じたものである。2003年度末には国債発行残高は約450兆円に達する見込みで、国・地方合せた長期債務残高は約685兆円と国内総生産（GDP）の137.3%にもなるという。

こうした国債発行が増大したのは投資・消費に対する民間貯蓄超過が原因である。バブル崩壊後、投資、消費が落ち込み、民間貯蓄が増大したが、この貯蓄超過を補ったのが、国債発行による公共投資（財政赤字）と財・サービスの輸出増大（経常収支の黒字）であった。しかし財政赤字がここまでくると、貯蓄超過の欠陥を補うためにも、もはや財政赤字を続けるわけにはいかないであろう。

一般会計に占める税収の割合は英国99.8%、米国91.2%、イタリア86.1%、ドイツ81.3%に比べ、日本は51.1%にすぎない。いかに日本の財政が国債発行に頼り切ってきたかがわかる。早急にプライマリー・バランス（国債発行を除いた歳入と国債の元利払いにかかる費用を除いた歳出を均衡させること）の均衡のために懸命の努力をしなければならない。円安誘導によっていたずらに輸出増大を図っても、諸外国との間に貿易摩擦が生じるだけである。貯蓄超過を解消するには、企業の投資、消費行動も含めて内需拡大によって消費・投資を増やす以外にはない。

しかし内需拡大といっても、収益が上がる投資機会がなければ、投資が増大する可能性もない。また年金の減額、医療費の負担増、給料の削減、リストラの恐怖など社会不安が増大する中で消費需要を増加させるのも至難の業だ。狭い家の中も物が充満している状況下では、よほど人々の欲求を刺激するものが創出されない限り、購買意欲も購入動機も湧いてこない。人々の消費需要を喚起するには、単なる呼び掛けだけでは駄目である。

政府はデフレ対策として2003年度予算で研究開発費の10～20%の税額控除、生前贈与の非課税枠拡充、土地の登録免許税軽減、株式譲渡益・配当・投信の収益分配の特例10%課税など先行減税 1兆8,000億円を打ち出しているが、現状のデフレ対策としてはより思い切った抜本的政策が必要である。

前にも述べたように、現在のデフレは地価、株価の下落から起こっている。地価、株価の下落を食い止めるには、土地の譲渡益課税、株式の譲渡益課税をゼロにするなど土地・株式の流通市場を円滑にし、市場に資金が流入するような抜本的な政策をとるべきである。

現在の税制では、都心の住宅地や商店街などで古くから土地付住宅を持っている人が都心の環境変化から郊外のもっと広い住宅地や近代的なマンションに買い換えたいと思っても、税金の恐怖から転居することすらできない。税金を取られずに新しい住居に移転することができれば、土地・家屋の流動性が図られるだけではなく、資金的余裕もでき、新居にふさわしい新しい家具・調度品を購入することも可能となり、新規消費需要も生まれることになる。

証券投資に関する世論調査（平成14年5月内閣府調査）によると、今後証券投資をやってみたいかどうかの質問に対し、①やるつもりはない、が77.1%②どちらかというやるつもりはない、が5.6%③わからない、が5.9%④どちらかというやってみたい、が4.3%、⑤やってみたい、が7.1%となっている。

バブルの崩壊この方、個人投資家は証券市場から撤退し、戻ってこない。株価の値下がりによって、証券投資からはキャピタルゲインが得られず魅力がなくなったからである。パチンコや競輪、競馬は盛況でラスベガスまがいの賭博場を都や府で作るという時代に、証券市場から個人投資家が逃げ出し、戻ってこないということは、証券市場政策が間違っている証拠でもある。間接金融から直接金融への掛け声だけでは証券市場の再生は不可能で、抜本的な証券市場対策こそが必要である。

小手先の減税ではなく、政策減税というのなら、土地および株式の譲渡益を3～5年間に限ってゼロにすべきである。土地や株式の流動化を刺激することによって、地価や株価の下落が止まれば、消費、投資が増大しマーケットが活性化され、さらなる国債増発や公的資金投入が不要となる。一時的に税収が入らず財政が損をしたように見えるが、結果的には市場の復活によって増税がもたらされることになる。バランスを重視した従来からの税制改革ではなく、経済状況からみて、的を絞った大胆な税制の改革こそが要望される。

また国際比較から法人税の引下げの必要性がよくいわれるが、法人税の引下

げの前にワークシェアリングを前提とした給料・賃金の引下げなど経営合理化努力をすべきである。デフレの原因は国際的にみて、とくにアジア諸国と比べ日本の給料が高過ぎることにある。物価下落に合わせて日本の価格体系をいま一度考え直すべきであろう。デフレ対策としては経済理論上は対策の打ちようがないが、グローバル化という観点から日本の制度上の在り方を見直すべき時に来ている。

それは規制緩和である。日本経済はこれまで政府の過保護体質の中で温存され過ぎてきた。そのため既得権益をめぐって政・官・業の癒着がはびこり、談合入札など不公平取引が大目に見られてきた。談合が問題視され、競争入札が取り入れられるようになったのは、つい最近のことである。いまでも商品流通過程などにも昔の古いしきたりや慣例が多数残っている。グローバル化時代ではこうした古いしきたりや慣行は可能な限り除去し、マーケットに任せるようにしなければならない。

最近、経済財政諮問会議による「経済特区」が地域活性化策として注目されている。これは規制緩和や税制上の優遇措置によって企業誘致を図る方策であるが、地域振興策としてもどんどん取り入れるべきであろう。経済政策もグローバル化に対処して決定すべき時がきている。

しかし規制緩和といっても、厚生医療、食品、環境、都市計画、景観、教育といった人間生活にとって基本的なものはやはり規制は必要であろう。

IV おわりに

バブルの崩壊後、銀行の不良債権が問題になりだした90年代後半以降、海外からの情報では日本の不良債権残高はすでに100兆円もあるといわれていた。政府は当初国民の預金金利を大幅に引き下げ、預金金利と貸出金利の差額だけで銀行の不良債権を処理できると軽くみていたようである。すなわち銀行の不手際によって生じた不良債権を預金者の負担で解決しようとしたのである。しかし97～98年の三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の破綻後、金融システム

の不安がいわれ、続いて日本長期信用銀行、日本債権銀行の公的資金注入、一時的に国有化が実施されると、日本の銀行は過剰（オーババンキング）であるとして、2001年までに56の金融機関の破綻処理が進められた。この間預金者の動揺を抑えるためペイオフ（預金保険によって1,000万円までの預金を保証する制度）は2002年3月末まで延期されることになり、国民に対しては盛んに「自己責任」が強調されるようになった。しかしその後も銀行の不良債権は地価・株価を中心とするデフレの影響で増え続け、いまや4大銀行までもが経営危機に直面している。

しかしもし90年代初めから預金金利を外国並みに高水準に維持し、早期に銀行の不良債権を思い切って公的資金で処理し、ゼネコン、不動産、流通などの整理淘汰を大胆に進めておれば、退職者、高齢者も安定的な所得が得られ、消費需要の極端な落込みもなく全体として安心感が広がり、日本経済も現在のように危機の状態にはなっていなかったであろう。

結局このような事態を招いたのは、世界経済がグローバル化してきているにもかかわらず、旧大蔵省を中心に「護送船団方式」という旧態依然とした官僚統制を取り、保護的甘えの構造、政・官・財の癒着の構造を続けてきたこと、グローバル化と欧米諸国の巨大企業の力を甘くみすぎ、過小評価した見通しの甘さにあったとしかいいようがない。とくに政府の無作為と政府と密着した大学教授、エコノミストの無責任な言動の影響は大きいといわざるをえない。国民に「自己責任」を強調する前に政治家、官僚、影響力のある大学教授、エコノミスト、モラルに欠けた経営者に「自己責任」を言うべきであった。

いまとなってはデフレを克服するには、過剰設備の廃棄および銀行および企業の整理淘汰、肥大化した公的部門の解体・縮小は不可欠である。とくに財政投融资を通じての実質的な損失は70～80兆円もあるといわれ、特殊法人の整理と健全化は急を要する。

しかし事態がここまでくれば、なによりもこわいのは700兆にも達する国債、地方債、公共債等の累積債務である。現在巨大銀行は株価暴落にもかかわらず多額の不良債権処理を行えるのは、安定的な国債の利子収入と国債市場の活況に負っているところが大きい。しかし巨大な国債市場がなんらかの要因により

株価暴落の背景と政府のデフレ対策

暴落するようなことにでもなれば、政府の公的資金の注入だけでは銀行の救済は不可能である。その時は戦後、戦時国債を処理したように急激なインフレ政策をとらざるをえないであろう。もしそうなれば、すべての負担は国民にかかることを銘記すべきである。