

銀行の国債保有の問題¹

原因とその解決策について

慶應義塾大学 河井啓希研究会 金融分科会

井上風太、川崎淳史、川本拓己、矢吹彩

2011年12月

¹本稿は、2011年12月17日、18日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2011」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、河井啓希教授（慶應義塾大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

銀行の国債保有の問題

原因とその解決策について

2011年12月

要約

1990年代後半以降、国内の銀行部門は、国債保有残高を増加させている。そのため、総資産に占める国債保有比率も増加する一方で、貸出比率は減少している。

こうした現象の背景としては、①1990年代後半の金融危機、②それに伴う大企業の借入需要の変化、③BIS規制といった銀行の資産構成に影響を与える規制の存在、といった三つが挙げられる。銀行の国債保有は、金利リスクの点、貸出を必要とする企業に資金が行き渡らず、そもそも銀行の本来的な機能から外れているという点で問題である。

現状で、貸出を必要としているのは、資金調達を銀行借入に依存し、資金制約に苦しむ中小企業である。貸出を増加させるために、現在いくつかの政策が行われているが、その中でも注目すべきはABL（アセット・ベースト・レンディング）という手法である。ABLとは、企業が保有する事業資産を担保に行う融資である。この手法によって、担保不動産を持たないIT企業や新興企業に対する資金供給が可能になる。また、企業のライフサイクルや業種によって異なる資金需要に応じた融資も可能になる。このとき、貸し手である銀行は借り手を継続的にモニタリングする必要があるため、銀行の目利き力向上にも繋がる。ABLは、実証分析においても、貸出増加に有意な影響を与えることが示される。しかし、その拡大にむけてはまだ課題も多く、法的な整備をはじめとした努力が必要である。

目次

第 1 章 国債保有の現状分析

第 2 章 国債保有増加の原因

- 第 1 節 金融危機と銀行経営
- 第 2 節 大企業の借入需要の変化
- 第 3 節 BIS 規制と IFRS
- 第 4 節 国債保有増加の何が問題か

第 3 章 貸出増加のための政策

- 第 1 節 資金需要と中小企業金融
- 第 2 節 具体的な政策
- 第 3 節 計量分析
- 第 4 節 ABL の課題と解決策

第 4 章 結論

先行論文・参考文献・データ出典

はじめに

1990年代後半から、日本の資金循環構造は劇的に変化した。その変化とは、非金融法人企業部門が資金余剰主体になったことである。一方で、政府部門は赤字を続けており、家計と企業が政府の赤字をファイナンスするような状況になっている。こうした資金循環構造では、日本経済に成長を期待するのは難しい部分がある。

企業や家計といった資金余剰主体は、資金を金融機関に預けるため、上のような資金循環構造は銀行にとっては預金の増加を意味する。本来ならば、銀行はそのような預金を企業への貸出に振り向けることで日本経済の成長に貢献していくべきである。しかし、今述べたように企業は資金余剰主体であり、借入需要は弱い。そのため、銀行は仕方なく、資金を国債投資へと振り向ける。実際、現在では銀行の収益の少なからぬ部分を国債関連が占めている。こうした状況がある一方で、高い成長力が見込まれ、借入需要の高い中小企業の中には、資金制約に苦しむところが少なくない。このように、低金利時代の下で、銀行は機能不全に陥っており、当然何らかの対策が求められる。

そこで、本稿では、近年銀行の国債保有残高が増加していることについて、その原因を分析し、何が問題であるかを述べ、解決策を提示することを目的とする。本稿の構成は以下の様である。

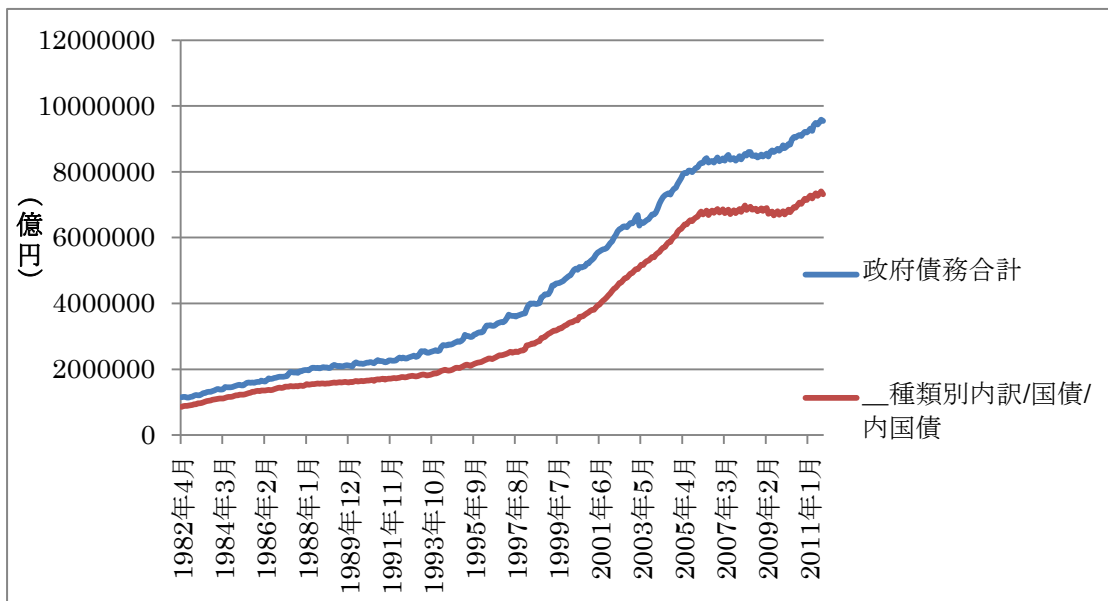
第1章は、国債保有についての現状分析である。ここでは、数々のデータを用いつつ、とりわけ1990年代の金融危機以降、銀行が貸出の割合を減らし、国債保有残高を増加させてきたことが示される。第2章では、国債保有増加の原因および国債保有残高増加の何が問題かについて分析する。第3章では、それまでの分析を踏まえ、貸出を増加させるための政策について考えていく。ここでは ABL という手法に注目し、計量分析を用いて、それが貸出を増加させる役割をもたらすことを、理論面からだけでなく実証面からも示す。

第2章 国債保有の現状分析

日本の債務残高は日本銀行の統計が開始された 1982 年 4 月から増加し続けている。政府債務残高は 1982 年 4 月には 115 兆程度であったが 2011 年 8 月には約 958 兆円にまで増加した。特にバブルが崩壊した 1991 年 2 月以降は増加率が高くなっている。1991 年 2 月の政府債務残高は約 218 兆円であり『失われた 20 年』と呼ばれる時代に 4 倍以上増加したことになる。GDP 比で見ても日本の 1990 年代初めに 60%~70%であったのに対し近年では約 200%にまで上っている。この水準は他国と比べても際立って高い水準であることが明確である。政府債務危機の問題で話題となっているポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペインといった PIIGS と比較しても特に大きい債務を抱えるに至っている。また債務残高が増加すると同時に国内に対する国債残高の額も同じように増加している。

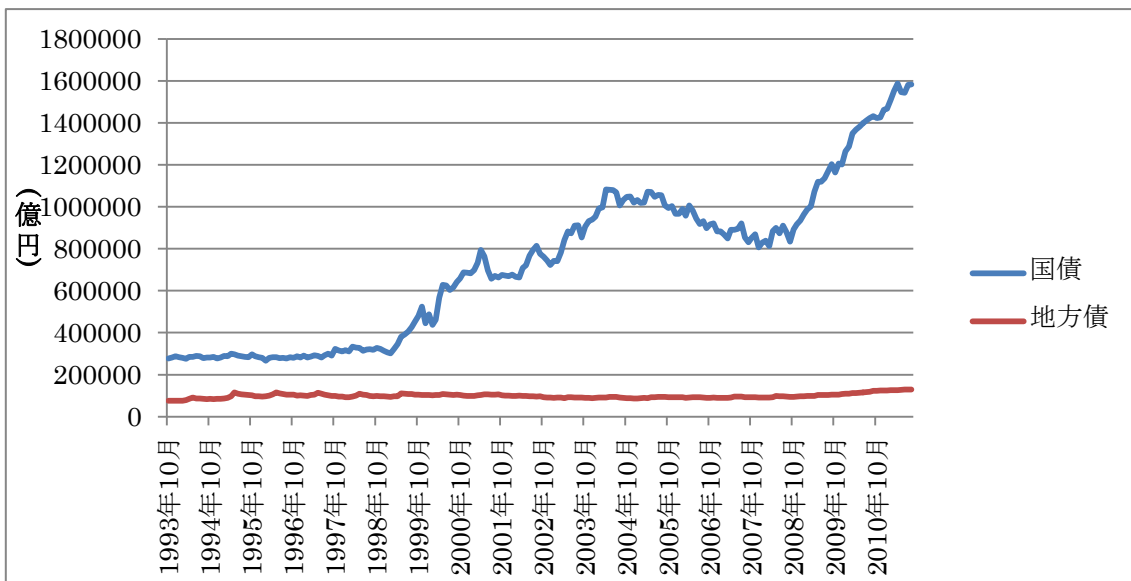
政治的にみると政府債務残高の急増が小泉政権で開始された厳しい財政抑制政策の根拠となった。グラフからわかるように 2005 年以降一時的に政府債務残高、国内国債残高ともに上昇が止まっているのは、小泉純一郎政権下で策定された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」（いわゆる「骨太 2006」）において歳出・歳入一体改革による 2011 年度の基礎的財政収支黒字化などを示す財政再建の指針として打ち出された効果があると考えられる。しかし、その後、社会保障経費切り詰めなどに伴う国民の不満や格差拡大に対する反発等に対して財政的対応が図られ、また 2008 年後半に顕在化した世界的な経済危機の中で、日本では 2008 年から 2009 年にかけて巨額な経済対策が講じられ、また 2009 年の政権交代により民主党政権が財政的裏付けの乏しい中で公約を実現しようとしているので、再度、債務残高、対 GDP 比率はともに反転、上昇しつつある。リーマンショック後の経済対策による債務拡大傾向は日本以外の欧米諸国も同様と考えられる。

図 1-1：政府債務残高(出所：日本銀行)



特に国内の日本国債保有残高全体に対する保有割合を 1994 年から 2011 年にかけて約 14%から約 21%までに増加させた国内銀行について考えていきたいと思う。この期間に約 185 兆円であった国内での国債保有残高は約 740 兆円まで増加した。銀行の国債保有残高は 27.7 兆円から 158.3 兆円へと増加した。金利の減少が国債価値の増加を引き起こし国債運用によって利益を出していたのである。特に 1990 年代後半には不良債権問題が表面化し様々な金融機関の財務が圧迫され破綻や合併する金融機関も多かった。1998 年には不良債権問題で 北海道拓殖銀行、日本長期信用銀行で経営破綻が起こり、リスク回避傾向が強まったことで前年同月比増加率はとても高い水準となっている。下のグラフから見てわかるように銀行の国債保有残高が増加する中で 2005~2007 年にかけてのみ国債保有残高に減少傾向がみられる。これは当時米大手格付け会社から AAA の格付けを受け市場規模を急拡大させていた住宅ローン債権の証券化商品に投資した結果として国債保有残高が減ったと考えられる。また市場リスクに対する警戒感も寄与していると思われる。バーゼルⅡにおいてアウトライヤー基準(上下に一定の標準的金利ショックを与えた場合の、銀行勘定の資産・負債・オフバランスシート項目のネットの経済価値の低下額を算出し、それが自己資本の基本項目 Tier I と補完的項目 Tier II の合計額の 20%を超えるか否かという基準)が導入され、市場リスクへの行政の監視が以前よりも綿密になることが事前にアナウンスされたことも市場リスクへの警戒感を助長したかもしれない。しかし、サブプライムローン問題が表面化したことで住宅ローンが焦げ付き一層リスクの少ない日本国債への投資が進むこととなった。このような理由から日本の国内銀行は国債への投資を増大させ、それによって他国の商業銀行に比べ収益率が低い水準となってしまっている。

図 1-2 : 銀行部門の国債保有残高 (出所: 日本銀行)

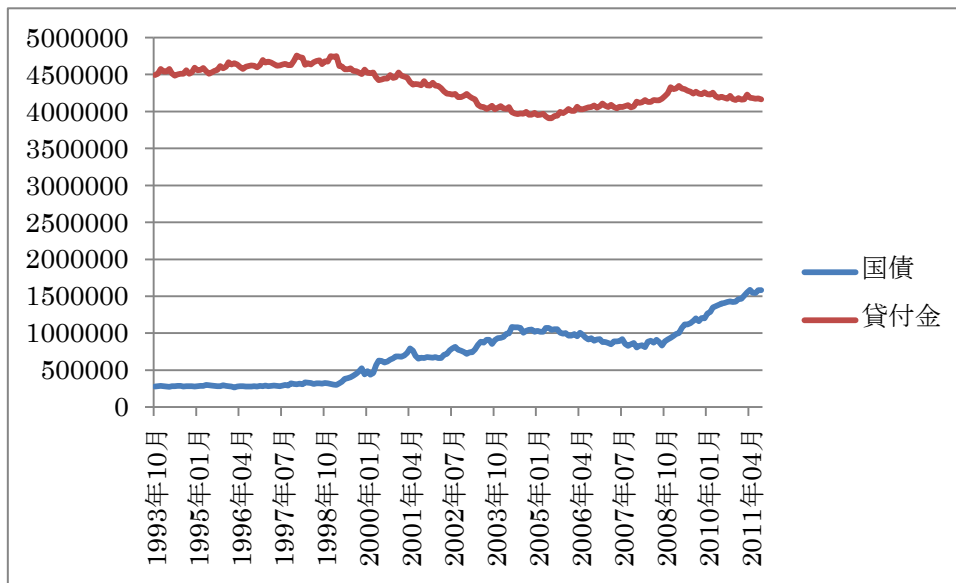


国内銀行は日本国債保有残高を高めると同時に企業に対する貸し出しを減少させた。1993 年 10 月には貸出が約 449 兆円、国債保有残高が約 28 兆円であったのに対し、2011 年 8 月には貸出が約 416 兆円、国債保有残高が約 158 兆円となっている。この約 20 年間の間に貸出は 33 兆円減少し、国債保有残高は 130 兆円増加している。下のグラフから読み取れるように国債保有残高の増加とともに貸出が減少していることが分かる。銀行の貸出減少には 2 つの理由が考えられる。1 つは日本経済の生産性が低下していたことによる投資機会の減少によるものであるという理由である。長期不況の原因を TFP(全要素生

産性)の低下による生産性の低下であると捉えれば、経済の生産性の低下により投資機会は減少し銀行は貸出を減少させざるを得なかったと考えられる。失われた 10 年の原因は 1990 年代における TFP の低下と労働時間の減少であり、信用収縮が経済に悪影響を及ぼしたのは短期間であるという考え方もある。これに対して、もう 1 つの考えられる理由は信用収縮の発生により設備投資が抑制され需要不足に陥ったというものである。資本市場にアクセス容易な大企業は別として、特に中小企業は企業間信用や手元資金が豊富でない限り銀行からの借り入れがあつて初めて設備投資が可能となる。この理由によると信用収縮によって設備投資が低迷すれば経済成長も低迷せざるを得ないと考えられる。

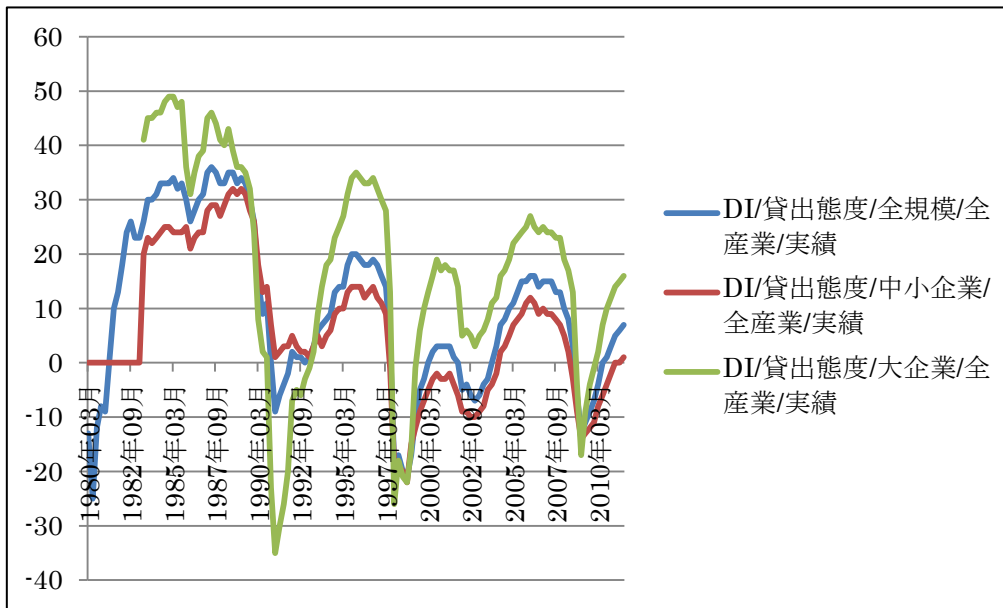
また銀行は日本の経済において重要な資金配分機能を担っている。銀行はある時点で確定された金利だけで資金配分を行っているわけではなく収益変動リスクも含めた期待効用で行動していると考えられるので、市場リスクが低減している状況下で、国・地方政府が大量の国債・地方債を発行すると資金フローの方向が民間セクターから公的セクターへと変化し効率的な資金配分とならない恐れが生じる。

図 1-3：銀行部門の資産構成(出所：日本銀行)



次に銀行の貸出態度の推移についてみる。日銀の短観からわかるように大企業に比べて中小企業の方が資金繰りに対して悲観的であることが明らかである。直近の 2011 年 9 月においては大企業が 16 であるのに対し中小企業は -7 と資本市場にアクセス困難な中小企業は資金繰りに苦戦を強いられている。これに対して銀行の貸し出し態度は不良債権問題による金融機関の破綻や合併が起こった 1997~1998 年や、サブプライムローン問題を発端に世界金融危機が起こった 2008 年などの異常事態を除くと一貫して大企業に対しての方が貸出に寛容であることが読み取れる。直近の 2011 年 9 月においては大企業が 16 に対して中小企業は 1 という水準であった。これらの日銀短観から資金配分をより効率的に行うことが可能であるといえる。銀行は資金繰りに悲観的であり資金需要の高い中小企業への貸出については厳格であり、資金繰りに楽観的であり資金需要の低い大企業への貸出に対して寛容であるという矛盾が生まれているのが銀行貸出の現状であるといえる。また大企業の多くは資金調達方法を複数持つ場合や余剰資金を抱えている場合が多く銀行貸出の上昇には中小企業向け貸出の増加が必要であるといえる。

図 1-4 : 貸出態度 DI(出所 : 日本銀行)



最後に銀行が日本国債の保有量を減らした場合に国債の担い手が他にいるのかという問題があるが、現在の銀行の国債保有割合は全体の約 21%であるのに対して 2008 年からの 2 年国債、10 年国債の発行予定額に対する応募額は少なくとも約 2 倍程度の水準を維持しているため問題ないと考えられる。

第3章 国債保有増加の原因

第1節 金融危機と銀行経営

まず、1997年頃から日本において表面化した金融危機を振り返る。1990年代後半、北海道拓殖銀行などの都市銀行や、国際業務を行っている大規模な金融機関の破綻が相次いだ。さらにその後も日本の長期金融の主要な担い手である日本長期信用銀行などの破綻もあり、日本の金融市場は大きな混乱に巻き込まれることになった。この頃の日本国内の銀行は、不動産バブルの影響から、不動産融資を積極的に行っていた。1997年11月17日に破綻した北海道拓殖銀行も例外ではなく、経営戦略として不動産価格の上昇を見込んで不動産評価額の120~130%もの融資を活発に行っていた。しかし不動産融資戦略への進出が後発であったため、担保は他の融資者に比べ劣った条件で設定せざるを得なかった。また、当然不動産価格が上昇し続けるということはなく、間もなくこの不動産バブルが崩壊し、その結果北海道拓殖銀行の不良債権が急増した。その後も形を変えて融資を続けた結果、1997年3月には貸出総金額に占める不良債権の割合が13.4%まで上昇し、外部格付けも最低ランクまで引き下げられた。こうして資金繰りが悪化していったため、北海道拓殖銀行はコール市場での資金調達を積極的に行っていたが、1997年11月4日の三洋証券破綻によりコール市場に大混乱がもたらされ、より一層資金調達が困難になった。この末期の北海道拓殖銀行に資金提供していたことも相まって、日本景気の上昇による業績回復を見込んで、簿外債務、含み損を引き受けていた山一証券もまた1997年11月に経営破綻した。上述してきた金融危機の大きな特徴として、相次ぐ主要金融機関のデフォルトが無担保コール市場において発生した点が挙げられる。無担保コール市場では金融機関同士が資金の過不足を調整しあっており、こうした市場が機能不全に陥ると金融機関は国内市場で資金を調達することが困難になる。従って市場から流動性が激減することになり、債務超過に陥っていない金融機関までもが資金繰り難から破綻に追い込まれるケースが続発した。

次に、このような混乱が日本国内の銀行の経営戦略にどのような影響を与えたのかをまとめる。金融危機を通じて、日本の株価は暴落した。株価の下落によって、企業は大きな損失を被り、資金調達が困難となった。資金を安定的に調達できないため、経営不振に陥る企業が増加し、その結果銀行は不良債権を大量に抱えることになった。また、株価の下落は、株式の売却益の減少や売却損を発生させるため、銀行の保有資産の含み損を発生させることに繋がる。保有資産の含み損が発生すれば、その分銀行の自己資本も毀損される。後述する国際的な規制（BIS規制）の影響もあり、銀行は経営を健全化し自己資本比率（総資産に占める自己資本の割合）を基準以上に維持する必要がある。自己資本比率は自己資本をリスクアセットで除することで求められるため、この値を高くするためには分子項目、すなわち自己資本を大きくするか、あるいは分母項目、すなわちリスクアセットを小さくすることが必要である。金融危機後のように景気が悪く証券投資による資金調達が困難である場合には分子である自己資本を大きくすることはできない。従って次は分母であるリスクアセットを小さくする手法を考える。リスクアセットとは融資や債券など

の資産の貸し倒れの危険性の総量である。これを小さくするには単純に貸出の抑制、既に貸し出している資金の早期回収などが考えられる。また、リスクの高い株式の保有を減らし、より安定度の高い債券へ投資することも有効な一手であると考えられる。実際に金融危機以降貸出総額が減少し、債券（主に日本国債）の保有量が増加していることから、日本の銀行が不良債権の償却と共に、自己資本の安定化を目指して行動していたといえる。

第2節 大企業の借入需要の変化

次に、借り手である企業、ここでは特に大企業の需要行動の変化を考察する。まず前提として企業の評価尺度が変化してきていることを確認する。日本では 2010 年度に包括利益を導入し、バランスシートの期間評価損益も考慮にいられて企業を評価するようになった。こうした包括利益の導入によって、評価対象である企業の経営者には高いバランスシート・マネジメント能力が求められるようになった。これは自己資本の変動リスクが一段と拡大していることからわかる。一方で今回の金融危機で明らかになったように、危機の際は社債や CP などの直接金融市場が機能不全に陥り、しかも銀行が必ずしも資金を提供してくれるとも限らない。このような背景の下で大企業は、株式投資や借入を控えているため、金余りが進行している状況である。

第3節 BIS 規制と IFRS

次に、この節では、藤田・野崎[2011]に基づき、銀行の資産構成に影響を与える規制に関して分析する。ここでは特に、BIS 規制と IFRS についてまとめ、それらが銀行の資産構成に与える影響について考察する。まず BIS 規制について簡潔に説明すると BIS 規制とは、スイスのバーゼルに本拠を持つ国際決済銀行で取り決められた、国際的な銀行規制の枠組みのことを言う。日本を含めた世界の証券市場の 95%以上の監督者が参画しルール作りに取り組んでいる。最初に合意された規制は自己資本比率に関するものであり、その最低基準を定め遵守させることで突発的な資産の劣化に耐えうる資産構成を目指した。その後、国際的な競争条件に格差が生じることを防ぐために主要国で共通の基準を設定することで合意した。これが BIS 規制の始まりである。その後もこれを基盤とし、その時々生じる監督上の改善点を適宜反映させて、より高度なものへと進化させてきた。現在は「バーゼルⅢ」という規制の枠組みを適用させている段階である。この「バーゼルⅢ」は自己資本比率規制や、それだけでは捕捉できない多種のリスクをカバーしているだけでなく、細かく定量的に規制網を張り巡らせており、以前よりも一層網羅的かつ制約的な規制となっている。その内容は、以下の通りである。

野村資本市場研究所、小立[2010]によるとバーゼルⅢでは、「自己資本比率の最低基準はコモンエクイティ比率 4.5%、Tier 1 比率 6.0%、自己資本比率 8.0%と定める。さらに、一定の値をとる資本保全バッファ2.5%に加えて、カウンターシクリカル・バッファが各国マクロ経済の信用拡張の状況に応じて 0%~2.5%上乗せされる。」ということである。また、ここでの自己資本比率の算出には以下の式を用いている。

自己資本

$$=(\text{Tier I} + \text{Tier II} - \text{控除項目}) / (\text{信用リスク} + \text{市場リスク} + \text{オペレーショナルリスク})$$

上記の式を基に銀行の行動がどのように行われるかを考えてみる。まず自己資本比率を高く保つために自己資本を増加させようと行動するはずである。実際に 2009 年から 2010 年

にかけて、三菱 UFJ フィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループなどメガバンクは巨額の増資を行っている。また一方で分母である信用リスクや市場リスクなど諸リスクを小さくすることでも自己資本比率を高めることは可能である。従って株式投資や過度の貸出は控えるようになることが予測される。

次に、IFRS、すなわち国際財務報告基準について簡潔に導入された経緯と内容をまとめ、そしてそれらが銀行の資産構成に与える影響について考察する。まず IFRS とは、グローバル化する企業活動や投資活動の中でも通用する、世界共通の高品質かつ単一のグローバル会計基準のことである。2008 年、アメリカの大手投資銀行リーマンブラザーズが破綻し、連鎖的に国際的な株価の暴落が進行した。これほど大きなインパクトを世界経済に与えることになった要因は、60 兆円を超える資産規模があった点だけでなく、他の金融機関との取引が膨大であり、かつその取引について生じるリスクの大きさを適切に把握することが困難であった点も挙げられる。ここでは後者の会計制度の不透明さについてより深く考察する。今回の金融危機以前において、世界的な金融機関の多くが、サブプライムローン証券化した金融商品を大量に保有していた。しかしそれらの価格は不透明であり、証券化商品の価格が正しく実態を表していなかった。従って金融機関の多くは正確に状況を把握できず、損失が予想を超えて急速に拡大したといえる。金融危機後このような不透明で、かつ世界的な統一基準を持たない会計制度に対し、世界的な改善に向けた圧力が高まった。IFRS は、こうしたニーズを受けて幾度も改良されてきたものである。例えば 2008 年 10 月に金融商品の分類変更を認め (IAS39 号、IFRS7 号)、2009 年 3 月には公正価値の測定、流動性リスクに関する規制が強化される (IFRS7 号) など国際的な規制の修正が行われた。さらにその後の 2009 年 4 月には、G20 ロンドン・サミットにおいて金融商品の会計基準の簡素化、その世界的な統一に向かうことが合意された。これは、金融商品に関する会計基準をさらに時価会計化するということを意味する。一方でこのように金融商品を時価会計化した時、金融商品の価格変動率が拡大してしまう可能性がある。価格変動率が拡大すると、不況時において、世界の大手金融機関の自己資本が短期間に大きく減少することになる。こうした事態に備えるため、G20 は世界の大手金融機関に対し、自己資本に関する規制を強化し、平時からより一層多く自己資本を積み立てておくことを課した。これらの世界的な規制の統一、その強化によって日本の金融機関、特に銀行にも大きな影響が及ぶことになった。

日本の金融機関は他国の金融機関に比べ、政策保有株式などの金融商品を多く保有しているため、世界的な時価会計化の影響を比較的強く受けると考えられる。日本の株式持合いの慣行を考慮し、トレーディング目的以外で株式を保有する場合、純損益ではなく、その他包括利益に計上しても良いとされた。しかし、売却益の振替は規制によって禁止されるため、決算対策として当期利益に反映させることができなくなった。このような状況に加え、世界的に上述した BIS 規制などで銀行の自己資本規制、株式保有規制が強化された。こうした状況下で予測される日本の大手銀行の行動を考察する。まず考えられるのは、自己資産の質を高めるために政策保有株式の売却等によって株式保有を減少させ、債券ポートフォリオへの投資を増加させることである。そうすることによって自己資本比率の下落を抑え、規制による罰則を受けるリスクが低下するからである。具体的に金融機関の株式保有比率を見ると、1987 年 3 月にピークだった株式保有比率は 34.4%であったのに対し、2010 年 3 月には 12.2%まで低下している。従って IFRS の導入と規制の強化によって、銀行は保有株式を減らすことで株価の変動が銀行経営に与える影響を減少させ、その分の収益の低下は債券ポートフォリオの収益で補うように移行すると考えて正しいと思われる。

第4節 国債保有増加の何が問題か

この節では、銀行が国債の保有を増やすことで引き起こされると考えられる問題について考察する。第一に考えられるのは、国債への投資が増えることで銀行の本来の役割である預金者から預かった預金を企業へ貸し出すという資金移転業務の規模が縮小してしまうことである。預金者から預かった資金を企業へと移転できず、経済成長を滞らせてしまうのではないかということである。特に中小企業への貸し出しは大きく減少してしまっている。中小企業は手元資金が少ないため、これらの銀行からの貸し出しを受け設備投資を行っている。このような中小企業の中には日本を支える技術を持つ優良企業や、先端技術を擁するものも多く存在する。企業の設備投資が減少するということは、こうした企業の成長を滞らせ日本経済の停滞につながってしまうため、銀行の貸し出しは日本企業の成長にとって極めて重要な要素であることといえる。これに対して国債への投資は政府への貸し出しという側面を持つ。政府がこれらの資金を経済成長へつなげるような使い方をしていれば問題はないのだが、現状では多くを社会保障に回してしまっている。従って銀行の国債への投資は経済成長へつながりにくいと考えられる。このまま国債への運用比率を高く保つことは日本経済にとっては望ましいものではないと言える。

次に考えられる問題は金利変動リスクによるものである。銀行が債券への投資比率を高めている背景には金利が超低水準で推移していることが挙げられる。金利の下落による債券価値の上昇により利益を獲得してきた。しかし、金利はこれ以上下落する余地のないほどの低水準となりこのまま金利が下落していくことは考えづらい。金利が上昇した際、大量保有している国債は価値を下げ大きな損出が出ることが予想される。現在の貸し出しを減らし国債保有量を増やす運用では、国債の売買での収益がなくなり、逆に銀行の経営を圧迫するリスクとなりうる。銀行は国債を無リスクの安全資産と位置付け積極的に投資しているが、金利変動によるリスクを考えると無リスクとするのは投資リスクに対する感覚的なマヒとでもいうべき状況であるように思える。

最後に日本のソブリンリスクの表面化による国債価値の下落が考えられる。日本の財政赤字について、債務残高の対 GDP 比はネット・グロスにかかわらず先進国の中でもとりわけ高い数値となっている。一方で国債は国内銀行が国債保有残高を増加させたことを背景に現在のところ順調に市場で消化されている。国債の国内保有率は 90%を超えている。しかし国内で国債を消化させ続けるのにも限界がある。日本国債の消化を海外投資家に頼らざるを得なくなってしまったときに財政赤字による債務残高の高さは大きな問題になると考えられる。また投機目的の国債購入が増加する恐れがある。海外投資家の参入により、政府の信用リスクをより厳しく評価されるようになったときに現在の欧米で起こっているようなソブリンリスクの表面化が日本でも起こる可能性があるように思える。またソブリンリスクの表面化は国の信用を裏付けに発行される国債価値を下落させるため、銀行の国債保有残高の増加のリスクのひとつと考えられる。

上述したように、銀行が国債への投資を増加させている現在の状況は日本経済にとって望ましい状況ではないことは明らかである。次章以降でこうした状況に対して考えられる政策などを述べて行く。

第4章 貸出増加のための政策

第1節 資金需要と中小企業金融

前章から、銀行の国債保有残高が近年増加しつつあること、そしてそれが問題であることが明らかになった。したがって、企業への貸出を増加させるような政策が、日本においては求められる。本章では、まず 1 節で、銀行の貸出を必要しているのは、主に中小企業であることを示し、中小企業金融の特徴について説明する。2 節では、中小企業への貸出を増やす政策について説明する。本稿では、とりわけ ABL と呼ばれる手法について注目する。3 節では、計量分析を用いて、そうした政策が有効なのか、有効だとしたらどの程度の効果をもたらすのかについて考察する。4 節では、ABL の課題と解決策について整理する。

2 章で、大企業の資金需要が弱まっていると述べた。このことから明らかなように、貸出を増加させるべきといっても、資金需要の旺盛な企業とそうでない企業が存在する。そして、資金需要の旺盛な企業とは、基本的には中小企業である。日本銀行短観の資金繰りのデータからは、企業規模が小さくなるにつれ、資金繰りの状況が悪くなっていること、とりわけ中小企業の DI がマイナスであることがわかる。

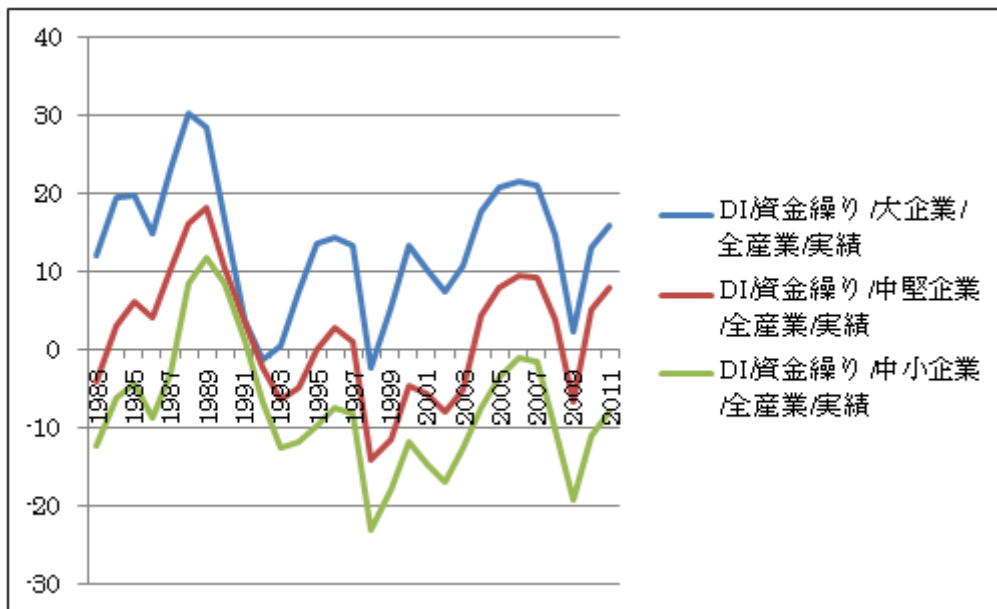


図 3-1: 短観・資金繰り (出所: 日本銀行)

代田・今久保・西岡[2011]によると、中小企業の資金繰りが大企業に比べて厳しい理由は、以下の 3 点に集約される。第 1 に、企業収益が低迷しているから、というものである。リーマンショック以降、中小企業で ROA が大きく低下した結果、債務返済能力が悪化した(すなわち、企業の支払い可能金利が銀行の貸出金利を下回ってしまっている)。第 2

に、不動産担保の不足である。中小企業では、大企業とは異なり、社債・CP 市場での資金調達に難しく、不動産担保を中心とした銀行借入に依存せざるを得ない。しかし、新興企業などは、大規模な不動産を保有していない場合もあり、資金制約に直面することになる(そのため、経営者の個人保証を利用するケースも多い)。そして、第 3 に、企業間信用のバランスの悪化がある。具体的には、1990 年代以降、売上債権残高と仕入債務残高の差が拡大しており、売上債権の期間が長期化したり、債権の資金化が遅れると、資金繰りは悪化しやすくなる。

こうした特徴は小野[2011]でも示されている。小野[2011]では、中小企業について、規模が小さいほど収益性が低く、内部留保による資本蓄積が乏しいことを指摘している。また、そうした資本基盤の弱さを、金融機関からの借入によって補われていることも併せて述べている。

また、上原[2005]によると、資金調達手段において、大企業では、自己資本が 36%、社債が 6%、借入金が 23.5%を占めている。一方で、中小企業では自己資本が 27%、社債が 1%、借入金が 41%を占めている。こうしたデータは、先に代田・今久保・西岡[2011]で指摘されていたように、中小企業では社債市場などへのアクセスが困難であり、間接金融に依存せざるを得ないことを裏付けるものである。

以上より、銀行の貸出を必要としている企業とは中小企業であることが明らかになった。裏を返せば、中小企業金融の特徴として、銀行からの借入が重要な役割を果たしていることが挙げられる。しかし、企業収益の低迷・不動産担保の機能不全といった状況下では、何らかの施策を打たなければ、貸出の増加は見込まれないことも、先行研究からは示唆される。それでは、現在、日本ではどのような政策が行われているのだろうか。

第2節 具体的な政策

(成長基盤強化のための資金供給)

日本銀行は日本銀行企画局[2010]において、経済成長率低下トレンドへの対応として貸出の増加が重要であるとの意見を出している。金融危機が引き起こした主要な問題の第 1 は、信認の崩壊により金融市場の流動性が損なわれたこと。第 2 は、経済成長率の趨勢的な低下傾向にあることである。前者は急性的な問題であったがゆえに回復も早かった。日銀は「企業金融支援特別オペ」導入といった短期金融市場への資金供給を行い、社債発行環境は好転した。これを受けて 2010 年 3 月末には市場機能の回復を果たしたとして、各種オペは完了した。しかし、経済成長の低下は 1990 年代から続いており、日本の経済が成長することを期待する数は年々減少している。長期にわたるデフレは経済成長が低下し続けているためであり、経済成長率を好転させることが出来なければ、金利リスクにさらされ続ける状態は変わらない。こうした情勢の中、国債の需要は高まっていった。

リーマン破綻に端を発する金融危機の中、メガバンクをはじめとする日本の金融機関は、安全資産とされる国債への投資を増やしてきた。現在も国債保有残高は増加し続けており、過剰な国債保有は金利上昇の際に見込まれる損失をも過大にしている。また、ゼロ金利政策以降の異常な低金利のため、金利による回収益が少ない中小企業への投資はリスクが高くなることも国債需要の増大の一因となっている。しかし、金利の上昇は金融機関の資産の少なくない部分を占める国債の価格の暴落、預貯金への大打撃を意味する。また、現状を超える低金利は不可能であり、現在の水準が維持できなければ破綻する状態は極めて危険である。

これらを解決するためには経済成長率の上昇トレンドを実現するという根源的な部分での改革を行う必要がある。その一手段として銀行が行うべき政策は民間企業への貸出増加

となる。バーゼルⅡでリスクアセットの算出方法の精緻化が要求され、日本でも制度が整ってきた現在、これは実現可能性が高まっているといえる。そこで、銀行の民間企業への貸出を増加させ、国債の占める割合を減少させることを目標とする。具体的にはバーゼルⅡにおける対リスクアセット自己資本比率8%以上を維持し続けることが望まれる。

同レビューでは貸出増加のための瀬策として一つのスキームが挙げられている。まず日銀が金融機関に対して資金供給を行う。これを受けた金融機関は企業に対して積極的な「成長基盤強化に向けた取り組み」を行い、これを呼び水に経済成長率の上昇トレンドを実現しようという試みである。本スキームの対象となる金融機関は91先に上る。これは日銀の判断に過剰な影響力を与えないようにするためには日銀の直接介入を防ぐ必要があるからである。金融市場の金利形成に影響を与えないようバランスを取りながらの資金供給となるため、金融機関は精緻な調査力を要求される。投融資プログラムとして組まれた「取り組み方針」の対象産業は医療・介護や高齢者向け事業、環境エネルギー産業などが多かったが、個別投融資の実績を見ると環境エネルギー産業が特に多く、医療・介護産業も多いが、高齢者向け事業への投資は少なかった。このため、投資対象となる産業は環境エネルギー分野、医療介護分野を主軸にすべきであると考えられる。これらの産業は企業のライフサイクルの観点から見ると、創業時から多くの設備投資を必要とする。しかし、現行の制度では新興企業は有効な担保に乏しく、十分な資金供給を受けられない可能性が高い。

(一般的な中小企業金融)

現在、中小企業金融において外部資金調達が困難であるという問題の主因は情報の非対称性にある。つまり、企業の情報を金融機関が得ることが難しいために、いわゆる貸し渋りが起きている。借り手たる中小企業は企業間の質的な差異が大きく、事業内容や財務状況が不透明であることが多い。この情報生産における単位コストの高さゆえ、金融機関は融資に際してその与信判断に多大なコストをかける必要がある。国債というリスクのない投資先があることもこの状況を後押ししており、金融機関が融資を行うインセンティブが減少させている。よって、貸出増加のためには、情報の非対称性を如何に解消するかが主な論点となる。この点で先に挙げたスキームは例外的なものといえるが、経済成長促進への可能性を貸出増加に見出している例として紹介した。

日本の中小企業金融のあり方について説明している論文に小野[2011]がある。金融機関が与信判断に用いる情報を定性的か定量的かで大分し、前者をソフト情報、後者をハード情報と呼んでいる。ソフト情報の具体例としては会社や経営者の属性など、ハード情報の具体例としては財務諸表や事業資産価値、倒産蓋然性などが挙げられる。ソフト情報を用いる貸出形態を「リレーションシップ貸出」、ハード情報を用いる貸出形態を「トランザクション貸出」と呼び、さらにトランザクション貸出の例として①財務諸表貸出、②動産担保貸出、③SBBS 貸出の3つを挙げている。リレーションシップ貸出の趣旨が定量化できない情報を基に長期的継続的な融資を実現することにあるのに対し、トランザクション貸出の趣旨は個別の融資において銀行側の収益を確保することにある。

(リレーションシップ貸出)

リレーションシップ貸出のメリットとして情報の再利用性が高く長期的なコストが低く済むことや、将来性を見越した採算外の融資など異時点間における取引条件の平準化が可能なが挙げられている。一方で、デメリットとしては企業が銀行の採算外の融資まで当てにしてしまう「ソフトな予算制約の問題」や融資を行える銀行数が少ない企業が高金利といった銀行に有利な契約を余儀なくされる「ホールドアップ問題」など、借り手企業の経営努力への悪影響が懸念されている。リレーションシップ貸出では事業の成長性や経営者の資質といった定性的な情報を用いる。これらの情報は定量化が難しく、第三者への立証が困難な点で政策的分析には向いていない。この点、取引期間や取引銀行数をリレーションシップの代理変数とした研究は存在するものの、用いたモデルだけでなく対象とす

る企業の分野や特性、地域によっても結果は全く異なっている。また、北欧や米国におけるリレーションシップ貸出が、トランザクション貸出を受けられないような零細企業向けであり、メインバンクと相互補完的な関係にあるのに対して、南欧や日本におけるリレーションシップ貸出は異時点間の金利平準化や経営悪化時の介入といったメインバンク的機能を持ち、むしろ代替的な関係にある。このため、日本では取引期間は長く、取引銀行数も多くなる。また、レバレッジの高い企業は日米とも取引が途切れにくい、アメリカでは1つの銀行と取引をすることが多く、ホールドアップを避けようと取引期間そのものが短くなるためであるのに対し、日本では複数銀行と長期にわたり取引をするためである。日本において複数の銀行と取引をする状況が長期にわたり続く理由、担保の再設定コストが高いため、ホールドアップのリスクを取ってでも資金調達する必要がある、複数行取引ゆえにホールドアップの懸念が少ないなど様々な原因が考えられている。

(トランザクション貸出)

財務諸表貸出は中小企業に財務諸表を提出させ、貸出における与信判断の資料とする貸出形態である。具体的にはキャッシュフローベースの指標を用いる。しかし、貸出期間中に債務者が遵守すべき事柄が契約に盛り込まれていることが多く、債務者たる中小企業の負担は大きい。このことから、小野[2011]では監査済みの財務諸表を持つ中小企業の中でも相対的に規模の大きい所に向いているとしている。

動産担保貸出、ABL (アセット・ベースト・レンディング) とは企業が保有する事業資産を担保に行う融資である。担保不動産への依存や個人保証の偏重を防ぎ、さらに柔軟な資金供給や売却債権を担保にした融資が可能である。このため、担保不動産を持たない IT 企業や新興企業に対する資金供給が容易に可能となうえ、企業のライフサイクルや業種によって異なる資金需要に応じた融資も可能である。一方で、貸し手にとっては迅速かつ正確な資産価値の把握が求められるためにモニタリングコストが高く、借り手にとっては担保に供した資産に関するきめ細かい情報開示が負担となる。その他、担保権の対抗要件である占有改定の調査が困難なこと、一般担保ではなく添え担保扱いにされるため財務上不利であること、商慣行上で譲渡禁止特約が多くそもそも担保設定ができないことなど制度上の課題が多い。これらが解決され ABL が普及すれば、新興企業・産業への資金供給が円滑に行われ、日本経済の成長率上昇、ひいては長期的なデフレ局面の解消につながると考える。

クレジットスコアリング、SBCS 貸出とは推定したクレジットスコアに基づいて融資実行の可否や契約条件を決定する貸出形態である。借り手の信用力を表すクレジットスコアは信用リスクと強い相関を持つ諸変数を用いて推定される。小口の貸出をまとめてポートフォリオとし、その全体のパフォーマンスをもって与信判断をするほか、スコアに基づくため低コストで審査できるなど零細企業であっても融資を受けることが可能である。小野[2011]では SBCS 貸出について、長期的なコストの削減や情報の二次利用などの目的で大手銀行が採用することが多く、小規模かつ高リスクな新興企業が主な融資先となっていること、実際に資金アベイラビリティに改善が見られたことを示している。同時に、SBCS 貸出を前提としたルールが内部で施行されている銀行でなければ逆選択回避のため融資は過度に慎重になり、リレーションシップ貸出に代わることが多いことも挙げている。

(ABL が適する理由)

以上に紹介した中で、ABL (動産担保貸出) の普及を本稿の政策提言として述べる。その理由として、第一にデータの得やすさがある。その他担保比率は日本銀行のデータベースにおいて公開されており、これを説明変数に加えることで ABL が貸出増加に寄与しているか否かを容易に判断できる。このため、担保比率は政策変数として適している。その他に ABL が持つ利点については日本銀行金融機構局[2011]が紹介している。同レビューでは創業期における固定資産の少なさや知的産業など担保不動産を持たない業種であることなど担保不動産や個人保証の有無が資金アベイラビリティにおける制約となっていること

を挙げ、ABL を導入すればこれらの企業も資金調達が可能になると述べている。また、中小企業の資金繰りの現状として売掛債権が企業間信用に占める割合の大きいことに触れ、それを担保として活用することが有用であるとしている。

第3節 計量分析

本節では、計量分析を用いて、国債保有残高増加の原因および担保構成が貸出に与える影響について考察する。本稿と同様の問題意識に基づき、銀行の国債保有について分析した研究として高木[2007]がある。高木[2007]では、金融機関の運用資産を貸出と債券に分類した上で、期待効用最大化の理論に基づき、債権保有比率を被説明変数とする以下のような回帰式を導出している。

$$y = a * x_1 + b * x_2 * D + c$$

(y : 国債保有割合、 x_1 : $(i - r) / (\sigma_i^2 + \sigma_r^2 - 2cov)$ 、 x_2 : $(\sigma_r^2 - cov) / (\sigma_i^2 + \sigma_r^2 - 2cov)$ 。 i : 国債利回り、 r : 貸出利回り、 σ はそれらの分散値、 cov は i と r の共分散を表す。 D は、金融危機の影響を考慮したダミー変数であり、1997 年までを 0 とし、1998 年以降を 1 とする。 c は定数項)

本稿では、ABL(その他担保比率)が貸出に与える影響を分析するため、説明変数として、担保内訳に占めるその他担保の比率を追加する。したがって、推計すべき式は以下の通りである。

$$y = a * x_1 + b * x_2 * D + c * x_3 + d$$

(x_3 : その他担保比率)

次に、用いるデータについて説明していく。国債保有割合について、資金循環統計の国内銀行部門のデータを用いた。具体的に、「国債・財融債」と「国庫短期証券」の和を分子として、分子に「貸出」を加えたものを分母とした。国債利回りは、データ入手の容易性の観点から 10 年国債利回り(出所は日経 NEEDS)を利用した。貸出利回りは、貸出約定金利(出所は日経 NEEDS)に貸出を乗じたものから、不良債権処理額(出所は金融庁)を引き、その値を貸出で除したものをを用いた。これはすなわち、信用コストを考慮した貸出利回りである。分散・共分散としては、それぞれ当該年度を基準に過去 5 年分の標本分散を用いた。最後に、その他担保比率として、資金循環統計の貸出金の担保内訳における「その他担保」を「合計」で除したものをを用いた。期間は、1984 年から 2010 年である。

また、期待される符号としては以下ようになる。まず、 x_1 の増加は国債利回りが相対的に有利になることを示すので、 y を増加させる、つまり正の符号が期待される。次に、 x_2 の増加は貸出のリスクの高まりを意味するので、やはり y を増加させる、つまり正の符号が期待される。最後に、その他担保比率(ABL)の増加は、これまで述べてきたような貸出にかかる制約を取り払うものであるため、 y を減少させる、つまり負の符号が期待される。

そして、推計結果は以下の様になった。

$$y = -0.37 * x_1 + 2.62 * x_2 * D - 1.50 * x_3 + 20.16$$

(-1.21) (1.18) (-4.78) (7.71)

n=27、調整済み R²=0.74

0内は t 値、下線は有意水準 5%で有意であることを示す。

x₁、x₂ は、共に 10%水準でも有意でなかった。x₃ については、期待通りの符号が得られ、有意になった。つまり、その他担保比率が 1%増えれば、国債保有比率の 1.5%の減少(貸出比率の 1.5%の増加)が期待される。このことは、ABL が貸出を増加させる手法として有効であることを示す。

また、本稿では扱わなかったが BIS 規制が銀行の国債保有に与える影響については、有意でないとする研究がある(前田[1996])。

第4節 ABL の課題と解決策

以上に挙げたように、動産担保貸出の採用は有意に貸し出しを増加させる。よって、貸出増加のために動産担保貸出を普及・拡大することを本稿の掲げる政策として提言する。現在の ABL の規模は約 0.1%と僅少であり、未だ拡大の余地は大きい。その理由としていくつかの制度的・慣習的な課題が挙げられる。以下ではそれらの課題とその解決策について述べる。

金融機関は融資を行う際に担保の価値を把握し評価する必要がある。ABL において担保に供される資産は売掛債権や在庫商品、事業収益など多岐にわたる。また、それらの分類によって担保権の効力の範囲が異なるため、正確な採算性の算定が困難なものとなっている。担保権の効力の範囲について、山本[2010]では①売掛債権ないし在庫商品②将来の一定期間に発生する財産③事業収益の 3つの類型に分け、各々の場合において「事業再生の観点から見て合理的ではない場合」に当たるものは効力の範囲外とする基準を出している。こうした担保動産の評価を銀行単独で行うことは難しい。日本銀行金融機構局[2011]では動産処分を担う専門事業者の育成やマーケットの整備を解決策として挙げている。

さらに、日本において譲渡担保を設定する場合、その対抗要件たる引渡しは占有改定によってなされる。占有改定は外観上占有が移動したことが分かり難く、二重譲渡において先行する占有改定がある場合に担保の回収が不可能になるといった法的リスクを銀行に課すことになる。この点、平成 16 年に公布された動産債権譲渡特例法は、法人が動産を譲渡する場合に登記をすれば民法 178 条の引渡しがあったものとして第三者に対抗できる旨を定めた。これによって、現在では登記による確認が可能であり著しい法的リスクは解消されたものの、登記の管理は東京法務局でしか取り扱っていないため、オンライン申請があるとはいえ、融資の重要性を考えれば利便性が不足していると考えられるべきである。

また、動産担保はこれまで実質無担保と同視される「添え担保」として扱われてきたが、2007 年の金融検査マニュアル改定によって適切に管理されている動産・債権担保については「一般担保」扱いすべき旨の指導が追加された。しかし、経済産業省の調査によれば「添え担保」扱いのままである銀行が 42%を占めているのに対し「一般担保」は 11%にすぎない。これを解消するために、金融検査マニュアルの基準に則った適切な担保管理体制が普及することが期待される。

最後に、日本の商慣行上、売掛債権の多くは譲渡禁止特約が付されており、債権者が債務者の同意なく担保設定をすることはできない。しかも多くの場合、債権者たる販売企業は債務者たる購入企業の下請け企業であり、交渉力の差から譲渡禁止特約を拒むことはおろか、そうした交渉そのものがない状態にある。この問題は慣行上のものであるもので、解決のためには関係者の意識を改善することが必要である。同レビューで意識改善の

契機として挙げられているのが 2008 年施行の『電子記録債権法』である。電子化により債権譲渡におけるコストや法的リスクが軽減する可能性が期待される。

このほかにも経済産業省は 2005 年に ABL 研究会を立ち上げて ABL の普及に努めており、2007 年の「流動資産担保融資保証制度」導入など政府による信用保証制度の方面からも ABL の普及拡大に向けた動きが始まっている。現行の政策をもとに今後も ABL 拡大に向けて動くことで、最終的に貸出の増加ひいては経済成長の上向きにつながることを望まれる。

第5章 結論

本稿では、これまで、1 章では銀行の国債保有の状況について、2 章では銀行の国債保有の原因と問題点について、3 章では貸出を増加させるための政策について述べてきた。

1 章・2 章からは、1990 年代の金融危機後に銀行が国債保有を増加させていること、そしてそれは金利リスクという観点からだけでなく、高い成長力を持ち得る中小企業などに資金が回らないという点で問題であることがわかった。

3 章では、中小企業の資金調達は主に銀行借入に依存していること、一方で資金繰りの状況は決して良くないことを示した。貸出を増加させるための政策は、様々な主体によって行われているが、その中でも本稿は ABL という手法に注目した。ABL とは、企業が保有する事業資産を担保に行う融資である。この手法においては、担保不動産を持たない IT 企業や新興企業に対する資金供給が容易に可能なうえ、企業のライフサイクルや業種によって異なる資金需要に応じた融資も可能である。また、貸し手である銀行は借り手を継続的にモニタリングする必要があるため、銀行の目利き力向上にも繋がる。こうしたメリットを持つ ABL は、銀行の国債保有比率を減少させ、貸出比率を増加させる効果を持つことが、実証分析によっても示された。とはいえ、ABL には、その拡大に向けて様々な制度的取組みを行うことが必要不可欠である。

先行論文・参考文献・データ出典

《先行論文》

- 上原 啓一(2008)「中小企業における資金調達の問題 ～売掛債権担保及び動産担保の活用に向けて～」、参議院・経済のプリズム、第 38 号
- 小野有人(2011)「中小企業向け貸出をめぐる実証分析」、『日銀金融研究』、2011-08 号
- 代田豊一郎・今久保圭・西岡慎一(2011)「中小企業の資金繰りを巡る論点—— ABL と電子記録債権による売掛金の活用 ——」日銀レビュー、2011-J-6
- 高木隆(2007)「金利低下局面ではクラウドファンディング・アウトは発生しないのか～金融機関の期待効用最大化行動を踏まえた財政支出の考察～」PRI Discussion Paper Series No.07A-04
- 日本銀行企画局(2010)「ABL の現状と一層の活用に向けて」、日銀レビュー、2011-J-4
- 日本銀行金融機構局(2011)「『成長基盤強化を支援するための資金供給』について」、『日銀レビュー』、2010-J-13
- 藤田勉・野崎浩成(2011)『バーゼルⅢは日本の金融機関をどう変えるか——グローバル金融制度改革の本質』日本経済新聞出版社
- 前田努(1996)「わが国銀行業における貸し出し伸び悩みについて—『貸し渋り』論に関する考察と実証分析—」、フィナンシャル・レビュー、MARCH-1996
- 山本慶子(2010)「再建型倒産手続における将来取得財産に対する担保権の処遇」、『日銀金融研究』、2010-04 号

《参考文献》

- 小立敬(2010)「バーゼル III の自己資本比率の水準決定」野村資本市場研究所ホームページ
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2010/2010aut03.html>
- 菊池誠一(2002)「銀行の国債保有に関する一考察」『経営分析研究』第 19 号
- 高木隆(2008)「日本経済の生産性向上がなければ銀行貸出は増大しないのではないのか? ～金融危機の時代を振り返る～」PRI Discussion Paper Series No. 08A-01

《データ出典》

- 日本銀行ホームページ
<http://www.boj.or.jp/index.html/>
- 金融庁ホームページ
<http://www.fsa.go.jp/>
- 日経 NEEDS
<http://www.nikkei.co.jp/needs/>