

ニュースレター

協同金融 *FINANCE CO-OPERATIVE*

No.160 (2023年3月)

アジア信用組合連盟バンコク宣言 2022 について

令和4年8月29日(月)～30日(火)の2日間、(一社)全国信用組合中央協会(以下全信中協)が加盟しているアジア信用組合連盟(以下ACCU)のフォーラムが、対面では約3年振りにタイのバンコックで開催され、「アジア信用組合連盟バンコク宣言2022」が採択されました。

フォーラムには、アジア各国の信用組合の代表335名が参加し、日本からは、全信中協の柳沢祥二会長(大東京信用組合会長)ら8名が参加して、各国の信用組合業界の代表と意見交換を行い、親交を温めました。また、全信中協の内藤理事長が登壇して、1955年から今日までの日本経済の動きと信用組合を始めとした預金取扱い金融機関の動向、信用組合が協同組織と金融機関としての適切なバランスを取ることの重要性、そして新型コロナ禍でゼロゼロ融資を始めとした信用組合がどのように対応してきたのか、そしてこれからの課題について講演※を行いました。

今回は、フォーラムで採択された「アジア信用組合連盟バンコク宣言2022」を紹介いたします。(「宣言」は26頁～27頁に掲載しています。)

(一社)全国信用組合中央協会 調査企画部部長 小川 元利

■本号の目次■

「アジア信用組合連盟バンコク宣言2022について」(小川元利)	1
◆第151回定例研究会報告(2023.1.27)◆	2
「ポストコロナの地域金融の課題」(小倉義明)	
◆資料■アジア信用組合連盟バンコク宣言2022	26
◆第19回シンポジウムのお知らせ(お詫び)	28

2023年3月発行【編集・発行者】協同金融研究会(事務局長・小島正之)

〒102-0083 千代田区麹町3-2-6 麹町本多ビル3B 日本福祉サービス評価機構気付

電話&Fax 03-3262-2260 e-mail: kinyucoop@mail.goo.ne.jp

*HP (<http://kyodokinyu.org>) / [Facebook](#) もご利用ください。

ポストコロナの地域金融の課題

早稲田大学政治経済学術院 教授 小倉 義明

はじめに

ご紹介いただきました早稲田大学の小倉義明です。早速ですが「ポストコロナの地域金融の課題」と題してお話をさせていただきます。

今日お話す内容は、私の著書『地域金融の経済学 人口減少下の地方活性化と銀行業の役割』をベースにしていますが、これを出版してから既に2年を経過していますし、その後、状況は大分変化してきていますので、最近の動向も含めてご報告したいと思います。

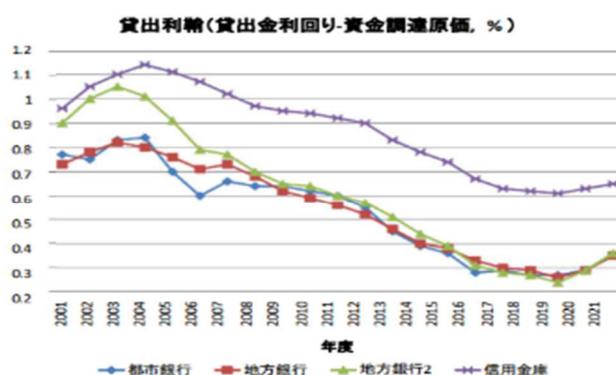
I 地域金融の構造的課題

1. 地域金融を取り巻く経済環境

長期にわたる著しい低金利が、地域金融機関の中核業務である預貸業務の収益を圧迫しています。端的に言えば、積み上げる預金を有利に運用する先が見つからないために収益を得られなくなっているからです。

実際、国内の預金は1999年から2020年までの約20年間に1.7倍も増加しているのに 対して、貸出はこの間7%程度しか伸びていない。預金のうちの程度が貸出に回ったかを示す預貸率は1999年には80%を超えていたが、2020年現在では50%程度まで下がっている。この間、地域金融機関の収益源である貸出金利と預金金利の差、預貸利鞘は縮小し続けている状況です。

量的緩和下で縮小し続けた貸出利鞘



(出所) 銀行は「全国銀行財務諸表分析 参考表 III」(全国銀行業協会)。信用金庫は「信用金庫概況」(信金中央金庫)。(貸出利鞘) = (貸出金利回り) - (資金調達原価)。(貸出金利回り) = (貸出金利総) / (貸出金平残)。(資金調達原価) = (資金調達費用 + 営業経費) / (資金調達勘定平残)。

この原因は、金融政策のせいだという議論をされる方も居ますが、どちらかという金融政策は結果であろうというふうに考えられます。つまり、自然利子率という、少し古い経済学用語があります。今でも非常に重要な用語として使われており、その自然利子率そのものが下がってきている、それに合わせて市場金利も下げていかないと、意図せずして引き締め政策をやっていることと同じことにな

ってしまうというところがありますので、自然利子率に合わせて中央銀行（日銀）も金利を下げざるを得ない、そういう状況があります。どの程度、下げるかについては、いろいろな議論はあります。

金融緩和は「結果」：テイラールールと自然利子率

- テイラールール：Taylor (1993). グリーンスパン元 FRB 議長の 90 年頃までの金融調節の数式化

$$i - \pi = 0.5y + 0.5(\pi - \pi^*) + r^*$$

i : フェデラルファンド（コール）レート, π : 過去1年間のインフレ率

y : GDP ギャップ（実質 GDP の潜在 GDP からの乖離率）

π^* : 目標インフレ率

r^* : 均衡実質金利（インフレ目標ゼロの時は、自然利子率）

- 「自然利子率」：「財価格を上げることもなく、下げることもない、中立的な金利」。「すべての貸借が貨幣ではなく実物資本で行われる市場で需給を均衡させる金利」。

*Ch.8. in Wicksell, J.G.K., (2014) *Interest and Prices (Geldzins und Gu'terpreise) A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, Reprint of the translation by R.F.Kahn etc. (McMillan 1936) of the 1898 original version. Josephs Press.

- 労働人口が減る中で資本装備率が上昇、資本の限界生産性が低下して、自然利子率は低下(Eggertson et al 2017, Sudo et al 2018)。
- i を以前と同レベルに維持する＝「金融引き締め」

量的緩和以前の短期金利を操作目標とする伝統的金融調節を簡潔に描写する数式として有名なのが、テイラールールと呼ばれる式です。これはグリーンズパン FRB 議長時代の米国連邦準備銀行の金融調節の仕方を数式で表すとすれば、こういう数式で表せるだろうというふうに、テイラーというスタンフォード大学の先生が提案したものです。基本的にはこの i というのが操作対象となる金利です。フェデラルファンドレート、アメリカであると FF レート、日本であればコールレートということです。最近ですとコールレートがずっとゼロに張り付いていますので、操作する対象は主に長期金利です。10 年国債について目標を設定し、変動幅について、0.5 パーセントだというような感じで設定しています。長期金利について、このテイラールールを当てはめて運用しているというのが、恐らく日本の金融調節の適切な描写だと思っております。

どういうときに金利を上げるのかというと、 y (GDP ギャップ) が上がったときです。実質 GDP の潜在 GDP (完全雇用均衡での GDP) からの乖離率が大きければ大きいほど、景気の過熱とみなして、金利を上げて、需要の引き締め政策をとるということです。それから、インフレ目標に比べて、実際のインフレ率が高いときには、金利を上げて、金融を引き締める方向に動かすということを示しています。非常にシンプルなモデル式です。

大学の授業ではこの二つをしゃべって、それで終わりにしてしまうことが多いのですが、実はもっと重要な要素が背後にあります。 r^* というのが実はとても大事です。テイラーの元の論文では、「均衡実質金利」としか書いておらず、分かりにくいので、割と無視されがちですけれども、インフレを起こさない、インフレがない世界における、実物経済だけで見たとときの均衡金利であるとされます。つまり、実物的な資金需要と供給を均衡させる金利です。インフレがゼロであったとしても、もうかりそうなビジネスがあるから投資をする。そういう投資のための需要が出てくれば、この均衡実質金利は上がってくる。あるいは逆に、老後に備えて貯金をたくさんしなければいけないと、貯金を増やす。それは資金供給が増えることになりますので、 r^* を下げる方向に作用する。イン

フレとは関係なしに、インフレがゼロであっても出てくる資金需給の均衡の結果として決まる金利が、この均衡実質金利と呼ばれるものです。

これは概念的には、経済学者ヴィクセルが、かつて自然利子率と呼んでいたものと同じであると考えられる。先ほど申しましたように、財価格を上げることもなく、下げることもない中立的な金利で、全ての貸借が貨幣ではなく、実物資本で行われる市場で、需給を均衡させる金利、言い換えれば、実体経済に基づいて決まる均衡実質金利です。

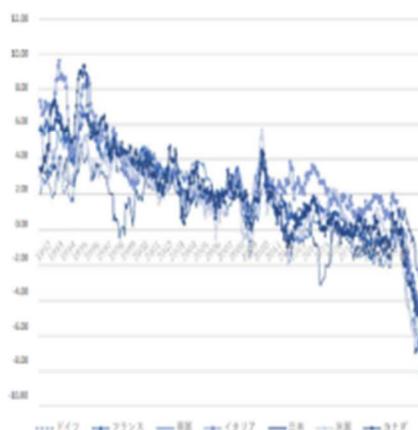
最近、いろいろな推計手法が開発されておりまして、そういった推定結果を見ますと、年々、日本でもアメリカでも、この自然利子率が低下しつつあるとの結果が示されています。特に人口構成、年齢構成を考慮に入れたモデルをベースにした推定を見ますと、生産年齢人口の減少がかなり強く作用していると見られるとの結果が示されておりまして。人口構成の変化という実物的な要因によって、ベースとなる自然利子率が年々下がっております。市場金利をそれに合わせて低めに誘導しないと引き締め政策になってしまう。

もう少し丁寧にいいますと、自然利子率が実物的要因で決まる金利、一方、市場金利のほうは金融市場において決まる金利ですから、金融市場における金融的要因で決まる金利であると言えます。市場金利のほうは、国債を買い上げたり、売ったりということで中央銀行が操作できる。しかし、自然利子率のほうは、中央銀行の力ではあまり操作はできない。自然利子率よりも市場金利が高いときには、資金が実物資本ではなくて、金融市場のほうに流れていきますので、実体経済の動きが鈍くなっていく。逆の場合は、今度は実物資本にお金が流れていくので、実体経済のほうが活性化してきて、雇用も増えるし、生産も増える。そういうことを考慮に入れて、中央銀行はこのテイラールールに則って、金融政策を行っている。

実質長期金利低下は先進国共通

Summers (2014)「長期停滞 (secular stagnation)」：人口高齢化, 技術革新の停滞, 所得格差 (とくに米国) など.

実質長期金利 (年率%: 10年国債利回り-CPI 上昇率)



金利の低下の問題、特に長期金利の低下の問題は、日本だけの現象というわけではなく、少なくとも先進国では長いトレンドで見ると、一様に観察される現象となっています。これは、G7 の実質金利です。

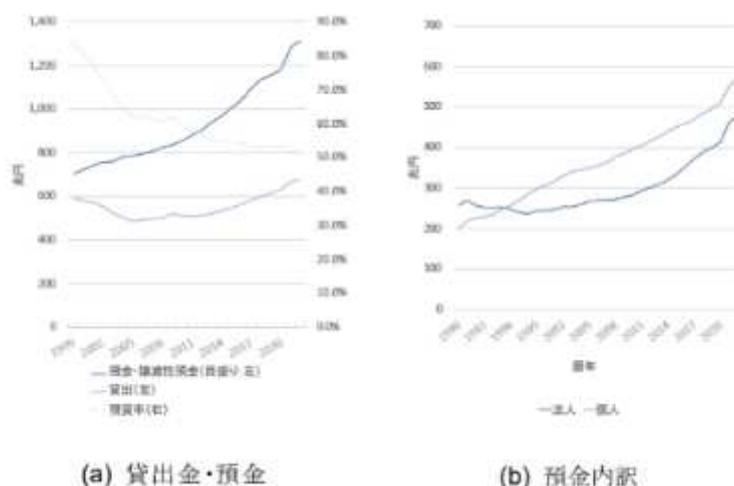
ざくっとした計算ですが、10年国債の流通市場利回りから、消費者物価指数の上昇率を引いた値です。トレンドとして、ずっと低下傾向にあります。さらに、低下傾向が進んで、自然利率が深くマイナスに入ってしまうと、どんなに金融調節をしても、つまり市場金利を低めに誘導したとしても、経済を活性化させるような効果を持たなくなる。そういう状態をかの有名ローレンス・サマーズは、セキュラスタグネーション (Secular Stagnation、「長期停滞」と呼びました。

この長期停滞を引き起こす要因は、すなわち自然利率が下がる要因ですので、先ほど申し上げましたように、人口の高齢化がここでも問題となります。つまり、長生きを想定しますから、たくさん貯蓄をしなければいけない。それから、生産年齢人口が減っていくますので、非常に活発に消費を行う人たちが減っていく。働く人も減っていくということになりますので、経済活動全体が縮小していく。したがって、新しく投資への需要も出てこない。資金供給は増えますけれども、資金需要は増えず、むしろ減りますので、自然利率にはおのずと下押しされるというのが一つの考え方です。

もう一つは、特に70年代までは技術革新、人々の生活を一新させるような技術革新が沢山ありましたけれども、それ以降はあまりそれほどでもないという議論もあります。70年代までは非常に画期的な技術革新が沢山ありましたが、それ以降はあまりない。技術革新がなければ、古い産業から新しい産業への資源移転の動きが鈍りますので、おのずと資金需要が下がってしまう、そういう議論もあります。

それから、アメリカの場合だと特に所得格差の問題があります。消費性向が低い富裕層に所得が偏ることが需要の停滞につながっているという議論です。ただ、日本の場合は、全くないとはいえませんが、アメリカほどひどいことにはなっていない、という意味では、要因としてこれは弱くて、日本の場合はやはり人口高齢化がかなり強く作用しているであろうと推測されます。

日本では預金増加が融資増加を上回る(企業預金)



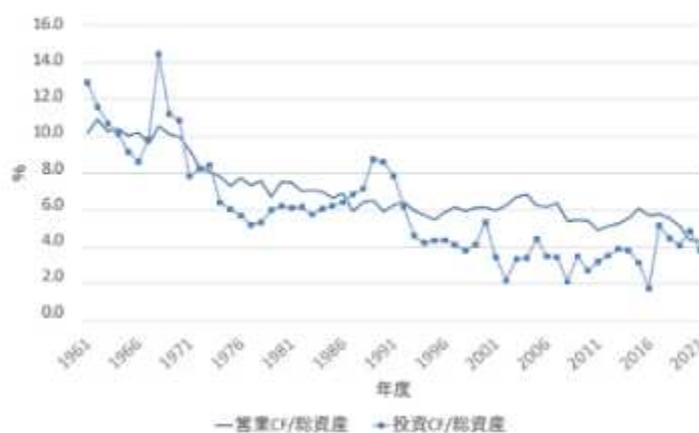
(出所) 日本銀行

実際にいろいろデータを見てみましょう。これは経済全体で見た銀行と信用金庫ですけども、銀行と信用金庫に預けられた預金と、そこから貸し出されている貸出金の総額を時系列でプロットとしたものです。預金はものすごい勢いで伸びています。99年から2020年にかけて、倍増しています。一方、貸出金はどうなっているかといいますと、わずかな伸びにとどまる状況でありまして、預貸率が相当下がっている状況にあります。

預金の中身を見てみますと、個人もすごく増やしていますし、法人も、特に世界金融危機の後、あるいは東日本大地震の後というべきかもしれません。非常にいろんな意味でリスクが増大している世界になっておりますので、それに備えるためにということだと思いますけども、法人の預金も激増しているという状況があります。ですから、預金（供給）ばかり増えて、需要があまりない、そういう状況です。

日本企業は(国内では)投資をしなくなった

営業キャッシュフロー／総資産・投資キャッシュフロー／総資産



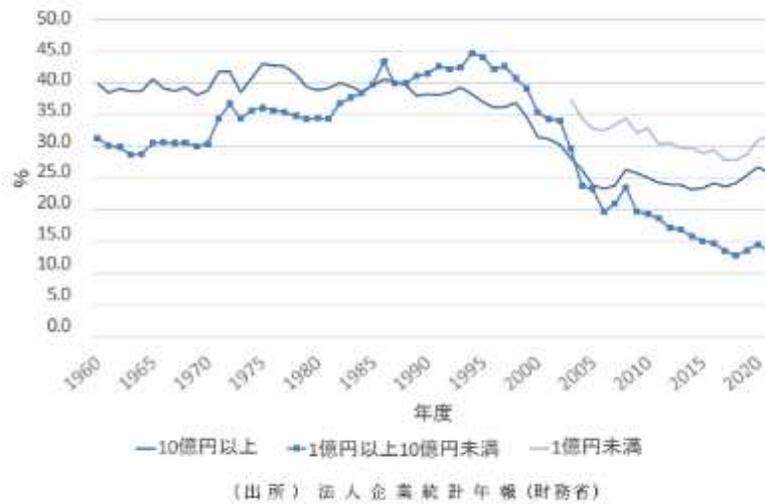
(出所) 法人企業統計年報(財務省)から報告者が計算

実際に日本企業の経済活動を集計して貸借対照表を作ったデータがあります。それが財務省の公表している「法人企業統計」です。このデータを見ると、面白い傾向があります。営業キャッシュフロー（事業から得た現金収入）、投資キャッシュフロー（有形・無形の固定資産を購入するために企業が支出した金額）を前年度末総資産で割って標準化したもの、それを60年代から時系列で見えます。実線のほうが営業キャッシュフローです。要するに、どれくらい稼げているかということを示したのですが、さすがに高度経済成長期ほどは稼げていないとはいえ、少なくともバブル期並みに、長らくずっと稼ぎ続けている、というのが、日本の企業の姿です。もっとも、世界金融恐慌、コロナのときには、収益が落ち込むが、そうでない平時であれば、基本的に80年代と同レベルの収益を確保している。

何が違うかということ、決定的に違うのは投資です。投資キャッシュフローが、少なくとも、90年代から2016年までは、投資がすごく少なかった。これは、有形資産と無形資産、両方、含めた数字です。連結ではなく、単体の財務諸表を積み上げているので、海外の活動はここには入っていません。ですから、国内だけで見ると、投資はあまり伸びてない。直近は、ちょっと伸びてきている。これはグリーントランスフォーメーション、デジタルトランスフォーメーション等々の影響が、ひょっとしてあるかもしれないので、少し潮目が変わりつつあるのかもしれないですが、今のところは明確には何ともいえないところであります。

企業の借入依存度は低下傾向

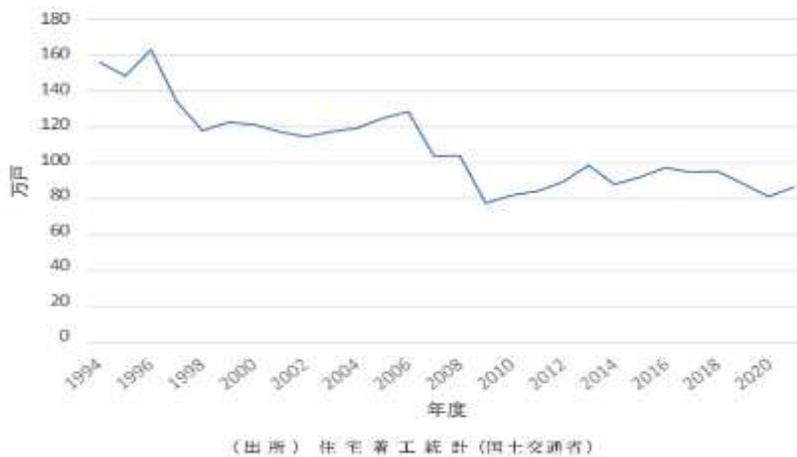
金融機関借入依存度(金融機関借入/総資産)



これも法人企業統計から出してきたものですが、企業の借入依存度も、90年代に比べれば、非常に落ちてきています。中堅どころでは顕著に低下しています。零細であっても、かなり減ってきている。大企業だけが2000年代前半のレベルを維持しているという、そういう状況にあります。いずれにしても、80年代、90年代に比べれば、かなり下がっているということで、ここからも資金需要はかなり弱っていることがわかります。

個人の資金需要の典型的な要因であります住宅投資を見ても(住宅着工統計)、最近ではアパート経営の需要、相続関連でアパート融資が大きく増えたという報道がありますが、長い目でマクロで見ますと、90年代に比べれば新築の着工戸数は半分です。90年代の半分ぐらいしか出てないというのが、実態です。その意味でも、やはり生産年齢人口減少が、かなり強く効いているという統計になっています。

住宅投資も減少傾向



経営者の高齢化により休廃業が増加

休廃業企業の代表者年齢の構成比(2021 年) :
60代 23.3%, 70代 42.6%, 80代 20%.

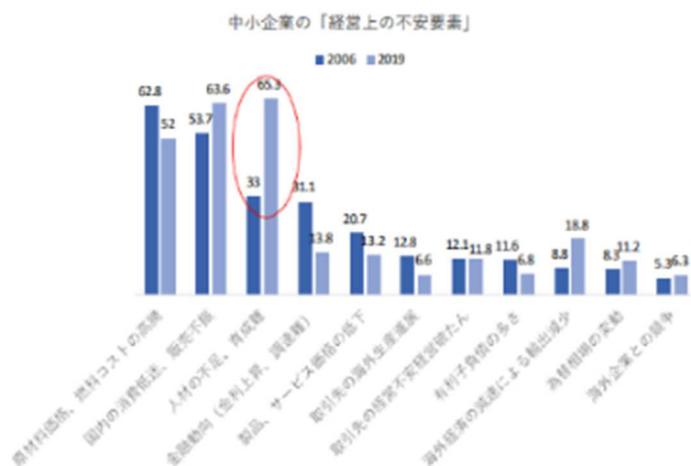
	休廃業・解散	倒産
2013	34,800	10,855
2014	33,475	9,731
2015	37,548	8,812
2016	41,162	8,446
2017	40,909	8,405
2018	46,724	8,235
2019	43,348	8,383
2020	49,698	7,773
2021	44,377	6,030

(出所) 東京商工リサーチ「休廃業・解散企業調査」

中小企業の経営者も高齢化しています。事業承継は今、非常に大きな問題になっています。高齢化した経営者に関して様々なアンケート調査がありますが、どの統計を見てもかなりの方が、自分一代で会社をたたむ、お店を閉じるというふうに答える方が多い状況です。借入をしていないので、返せなくなるとか、そういう心配はないのですが、静かに引退するとともに休廃業するという中小企業が、非常に増えている状況です。特にコロナを機に、引退をしよう。そういう方々が増えているということです。

休廃業企業の代表者の年齢の構成比を見ますと、85パーセントが60代以上ということになっております。ある意味、定年退職と同じような形で、休廃業されるという状況にあります。今年は、倒産が少し増えてきているという報道はありますが、傾向的には減り続けていました。その点から見ても、お金に対する需要は、非常に弱く経済が、どんどん縮小していく過程にあると言えます。

「カネ」よりも「ヒト」が企業成長の制約要因



(出所) 2006 年の中小企業景況見通し(中小企業金融公庫総合研究所、2005/12/21)中小企業取引先 600 社
2019 年の中小企業の景況見通し(日本政策金融公庫、総合研究所、2018/12/4)公庫取引先 572 社

その一方で、ちょっと矛盾するようなことを申し上げるかもしれませんが、人が足りてないという声も、非常に大きくなってきている状況があります。日本政策金融公庫総合研究所が、毎年12月に公庫の融資先にアンケート調査をしている。その結果をプロットしたものです。2006年と2019年です。13年ぐらい間が空いていますが、これらを比較したものです。2006年時点ですと、回答者のうちの3分の1ぐらいが、「人材の不足、育成難」という問題を抱えていたのですが、2019年になりますと65パーセントの企業がそういう問題を抱えているということで、いよいよ本格的に生産年齢人口が減少して、人が足りてないことの影響が出てきているのです。これは非常に規模が小さい調査で、600社を対象にしたアンケート調査ですが、日銀短観のような大規模調査でも、雇用の過剰感があると答えた人の割合から、不足感がある答えた企業の割合を引いた、雇用DIが年々下がっています。つまり、不足感が年々、トレンドとして強くなっている。もちろん、コロナで一時、不足感が小さくなったときもあるのですが、21年、22年に入るとすぐに不足感が強いという方向に戻りました。本格的に人材不足が制約になりつつといえるでしょう。

ここまで見れば、大体、マクロ的な傾向は分かるかと思いますが、公開されているデータを用いた実証研究を紹介させていただきます。需要が非常に弱いというバランスの悪さには、かなり地域差があって、その地域差を計量化する分析をしたことがあります。

2. 盛り上がらない資金需要と競争激化

産業組織論と呼ばれる経済学の分野があります。統計的な手法を使って、様々な市場における需要曲線と供給曲線を推定することが盛んにおこなわれています。それができますと政策効果を測ったり、総余剰を計測したりして、その政策がよかったのか悪かったのかを判定することができる。そういう古くからの手法を使って、地域ごとの資金需要関数と資金供給関数を推定し、そこからどれくらい需給ギャップがあるのかを、都道府県ごとに推定しました。

地域ごとの融資需要と融資競争の厳しさ

産業組織論で古くから使われている構造推定手法で、都道府県別の需要関数と供給関数(競争的行動の度合い)を推定(Ogura 2020)。

- ① 結果1: 2005年以降、年々競争が厳しさを増している。
- ② 結果2: 生産年齢人口減少幅が大きい地域で、融資需要が金利に非感応的。
- ③ 結果3: 需要が金利に非感応的な地域で、融資競争が激化。

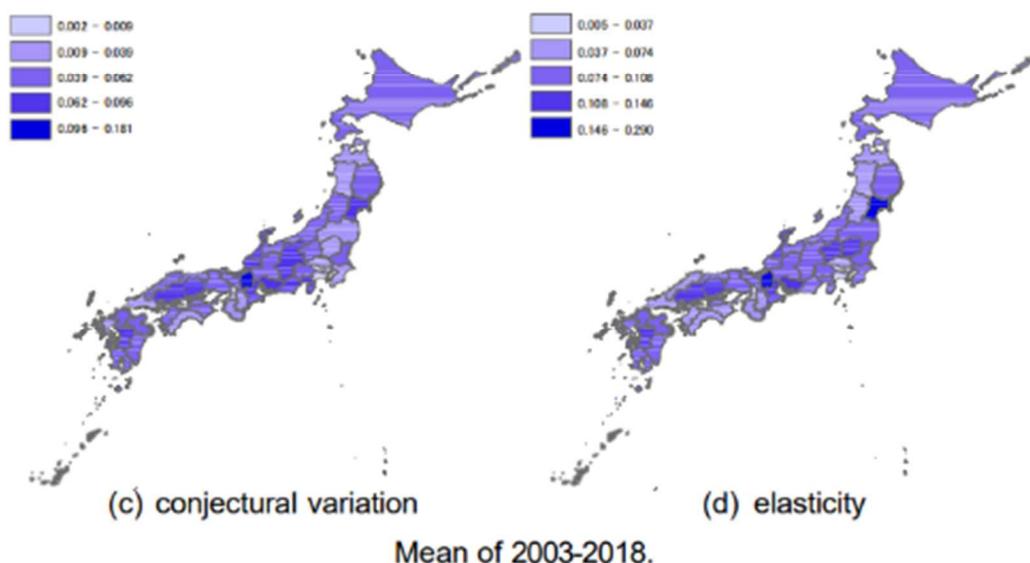
結果は、2000年代後半以降、非常に融資競争が厳しくなっていることが計量的に示しております。特にどういうところで厳しいかといいますと、生産年齢人口の減少幅が大きい地域です。生産年齢人口が大きく減る地域では、金利が下がっても、貸し出しが増えない、需要が増えないのです。その増えない需要をターゲットにして、複数の金融機関が競争している状態ですから、そういう地域では競争が激しくなってくる。そういう傾向をデータから計測することができました。

さらにこの結果を使って、各地域におけるリスクテイクの度合い、貸倒引当金をどれくらい積んでいるかによって、リスクテイクの度合いを見てみますと、やはり競争が厳しい地域では、より大きく貸倒引当金を積んで、貸している。つまり、よりリスクイなところに貸し出しを増やしている、そういう傾向があります。つまり、生産年齢人口が減少している、競争が厳しくなる、そういう地域では、難しい先にもかなり積極的に融資をして、何とか収益を得ようとしている。そういう結果であります。

需要弾力性が低いほど、競争が厳しい

$$\text{Corr}(\hat{\Theta}_{it}, \hat{\beta}_t) = 0.38 \quad (p < 0.01).$$

(c) ESRI Japan



地図で見ると、少し分かりづらくかもしれませんが、(c) conjectural variation の図は、推定された競争度指標によって色付けをしたものです。色が濃いほど競争が緩いです。色が薄いほど競争がきついという意味です。(d) elasticity は、金利が下がることによって、どれくらい需要が大きく増えるかの、その度合いを示したもので、色が濃いほど需要が出やすいことを示しています。大体、右と左とで色の付き方が似ているというのが、何となく見て取れるのではないかと思います。例えば宮城県、滋賀県といった辺りです。それから広島、岡山、広島とか、こういった辺りが似たような色になっている。右と左で似たような傾向がある。金利が下がることによって、需要がしっかりと出てくる地域では、割と競争が緩い。そういう傾向が出ています。

これを明確に数字に表したのが各県融資市場の競争度の表です。先ほど申し上げましたように、値が大きい所ほど競争が緩い。宮城県、滋賀県、沖縄県です。この辺りがかなり群を抜いて、競争が緩めである。東京、神奈川、大阪といった大都市部はたくさん金融機関があり、非常に激烈な競争をしている。非常に気になるのはどこかといいますと、都市部ではないが競争度が高い、つまり、この値が低いという地域です。秋田、福島、栃木、和歌山、山口、高知、長崎といったあたりです。こういった地域の地方都市部ではかなり競争がきつい状態になっているということが分かります。

各県融資市場の競争度

$\hat{\theta}_{it}$ 推定された競争度 (conjectural variation) の 2003-18 年平均.

北海道	0.061	石川	0.075	岡山	0.077
青森	0.035	福井	0.073	広島	0.071
岩手	0.046	山梨	0.045	山口	0.028
宮城	0.093	長野	0.064	徳島	0.042
秋田	0.024	岐阜	0.056	香川	0.050
山形	0.058	静岡	0.065	愛媛	0.048
福島	0.029	愛知	0.065	高知	0.026
茨城	0.051	三重	0.081	福岡	0.049
栃木	0.023	滋賀	0.172	佐賀	0.036
群馬	0.054	京都	0.053	長崎	0.021
埼玉	0.025	大阪	0.002	熊本	0.066
千葉	0.037	兵庫	0.062	大分	0.042
東京	0.003	奈良	0.033	宮崎	0.044
神奈川	0.008	和歌山	0.029	鹿児島	0.053
新潟	0.054	鳥取	0.059	沖縄	0.147
富山	0.057	島根	0.049		

Table 6 in Ogura (2020, JJIE).

この競争がきつい地域の共通点は、生産年齢人口の変化の度合いです。95年を100として、生産年齢人口が2015年にどうなっていたか、2035年にどういうふうになりそうかとを、総務省のデータや、社会保障・人口問題研究所の予測値を使って表したのが、この表です。先ほど話をしました、秋田の生産年齢人口は、2015年時点ですでに95年比70パーセントぐらいになってしまっている。それから和歌山、山口、高知も77パーセント、長崎も8割は割っているという具合です。これらの地域では、非常に競争が厳しい、金利が下がっても需要が出てこない。95年以降、多くの地域でおおむね年1パーセントぐらいの割合で減り続けてきました。

2015,35年の生産年齢人口(1995年=100)

	2015年	2035年		2015年	2035年
北海道	81.3	60.7	滋賀	99.1	87.7
青森	77.1	49.9	京都	85.2	71.5
岩手	80.0	57.1	大阪	84.4	71.7
宮城	90.5	70.3	兵庫	88.4	72.6
秋田	72.5	44.6	奈良	80.3	59.8
山形	80.4	57.2	和歌山	77.4	58.1
福島	82.3	56.5	鳥取	84.2	66.8
茨城	87.2	67.4	島根	80.0	63.6
栃木	89.5	71.7	岡山	86.5	74.9
群馬	86.5	69.2	広島	86.0	74.9
埼玉	91.2	80.3	山口	76.9	60.4
千葉	90.9	79.0	徳島	80.1	59.2
東京	102.2	100.0	香川	82.7	68.4
神奈川	95.1	84.0	愛媛	80.5	61.0
新潟	82.4	62.5	高知	77.4	56.6
富山	81.3	65.4	福岡	91.6	80.6
石川	85.6	71.9	佐賀	85.7	68.1
福井	84.7	67.6	長崎	79.6	57.6
山梨	84.6	60.1	熊本	86.1	69.1
長野	84.2	65.9	大分	82.9	65.3
岐阜	83.4	65.9	宮崎	82.5	62.0
静岡	85.5	68.4	鹿児島	84.1	61.0
愛知	94.9	86.8	沖縄	107.1	98.5
三重	86.6	69.6			

(出所)1995, 2015年は「人口推計」(総務省統計局)。2035年は「将来人口推計」(国立社会保障・人口問題研究所)。

さらに、この数字を見ると非常に暗たんたる思いになるのですが、2035年、これから十数年後ですが、さらに生産年齢人口は減っていく見込みです。例えば、秋田を見ますと、95年比で半分以下です。95年比46パーセントの生産年齢人口で経済を回していかなければいけない。その他も軒並み6割です。東京で辛うじて100パーセントで、あまり変わらない。あるいは沖縄のように、例外的にそんなに心配しなくてもいい所もありますけれども、それ以外の地域では、軒並み6割、7割ぐらいで動かしていかなければいけない。ということは、資金需要はますます縮んでいくという、そういう状況が待っているということです。

2035年に生産年齢人口になる人たちは、2020年にはもう生まれています。2020年はこの想定以上に出生数が減っています。この表よりも少し厳しい事態が想定されるということです。これは既に決まった未来であり、非常に心配しています。

2018-35年の生産人口要因による融資減少率(%)の予測

北海道	-8.3	石川	-5.2	岡山	-4.2
青森	-11.8	福井	-6.6	広島	-4.1
岩手	-9.3	山梨	-9.7	山口	-6.8
宮城	-7.5	長野	-7.2	徳島	-8.4
秋田	-12.8	岐阜	-6.8	香川	-5.5
山形	-9.4	静岡	-6.6	愛媛	-7.8
福島	-10.4	愛知	-3.0	高知	-8.7
茨城	-7.4	三重	-6.5	福岡	-3.8
栃木	-6.4	滋賀	-3.8	佐賀	-6.5
群馬	-6.6	京都	-5.3	長崎	-8.9
埼玉	-4.1	大阪	-5.1	熊本	-6.2
千葉	-4.4	兵庫	-5.9	大分	-6.7
東京	-1.2	奈良	-8.3	宮崎	-8.0
神奈川	-4.0	和歌山	-8.0	鹿児島	-9.0
新潟	-7.8	鳥取	-6.5	沖縄	-2.5
富山	-6.4	島根	-6.5		

(注)表 4-5. 箱書 (2021). 金利や他のシフト要因を一定として、予測される生産年齢人口の変化による融資需要変化を予測。課税所得、商業地価、建築費工費を含めた生産年齢人口の質的な影響も加算。生産年齢人口の予想変化率は、総務省統計局『人口推計』と国立社会保障・人口問題研究所『日本の地域別将来推計人口(平成 30(2018)年度推計)』より収集、計算。

せっかく需要関数と供給関数を推定しましたので、ちょっと乱暴ではありますが、生産年齢人口が減ることによって、均衡における融資はどれくらい減りそうかを推定した表です。2018年と比べて、2035年にどうなりそうかという推定値ですが、やはり、人口の減り方が大きい所で、大体、1割ぐらいは落ちると推定されます。2014年頃に金融庁がこの手の推定を公表されていて、そこでは、2割、3割の減少は当たり前で、ひどい所では4割ぐらい減少するという、恐ろしい推定が出ていました。それに比べるとマイルドな結果にはなっていますが、それでも覚悟しなければいけない状況がそこにあるということがわかります。そういう競争が激しい所では、かなり引当金を積んで、難しい先にもどンドン貸しすことで、収益を確保しようとする、そういう姿が予想されるということです。

3. 政策対応：統合の後押し、業務範囲規制緩和

これに対して規制当局、金融庁、あるいは日銀はどういうことやってきたかといいますと、金融庁はかなり早いタイミングから心配をし始めていて、2014年にはもう金融庁長官が、地銀、第二地銀に関しては、再編も真剣に考えていただいたほうがよいというようなことを、かなり踏み込んで発言されています。日銀も少し後にはなりますが、金融システムレポートでそういった危惧を示されています。それに伴う実際の具体的に対応が最近見られました。2020年には独禁法上の特例措置が導入されました。2018年に長崎県で問題になった件(トップ地銀がかかわる経営統合)がこれには影響しています。合併によって融資シェアが7割を超えるというような事案に対して、公正取引委員会が待ったをかけ、予定では2018年に合併するはずだったものが、2020年までずれ込んでしまった。恐らく政策判断としては非常に迷うところだと思います。一方で、競争はつぶしてはならない、他方で合併しなければ地域の金融システムを維持できない、そのトレードオフ、せめぎ合いの結果、金融システムを維持する方向にかじを切るべきだと今回は判断されたようです。通常であれば公正取引委員会における審査を経なければならぬのもであっても、それを経ないで合併を認めるという特例措置が2020年から始まりました。

それから、さまざまな形で助成金も出されるようになっております。経営統合する上で最もネックになるのがシステム改修費です。どちらかに合わせなければいけないので、システムを直さなければ

ならない。数十億円コストがかかると言われております。それに対して補助金が提供されるようになりました。それから日銀も経営統合を含む経費節減、経営合理化に積極的な金融機関に対して、準備預金に対してプラスの金利を付けるという形で、ある種の補助金を出すことで、経営統合を促しています。これに呼応する形で、数多くの経営統合が実現しつつあります、直近では横浜銀行と神奈川銀行の統合という話も出てきております。

規制当局の対応

- 金融庁(日経 2014/1/25, 5 ページ)
「金融庁が地銀・第二地銀に対して再編を促す姿勢を強めている。畑中龍太郎長官は「経営統合も重要な選択肢」と1月半ばに異例の言及に踏み込んだ。10年後に市場が縮小する姿も示し、・・・」
- 『金融システムレポート』(日本銀行, 2017年4月, Box 3. 地域金融機関の競争激化とその背景, 73頁8行目)
「地域金融機関のマークアップの変動に関する寄与度分解を行ってみると、都市圏・地方圏のいずれでも、人口の減少や競合店舗数の増加、長短スプレッドの縮小がマークアップの押し下げに寄与。」
- 独禁法上の特例措置(2020年)
- 経営統合促進のための助成金(2021年7月改正金融機能強化法)
 - ▶ 金融庁:統合のためのシステム改修費(最大30億円程度)を補助(公的資本注入からの配当利益を原資)。
 - ▶ 日本銀行:経営統合等経営効率化に積極的な金融機関に対する準備預金金利付与。

あまり目立たないとは言え、大きい動きとしては、銀行の業務範囲規制、これは信用金庫、信用組合も含めて規制の対象となっていると思いますが、金融庁はこれを大幅に緩和してきました。規制の目的自体は、他業リスクから預金を守る、利益相反防止、あるいは預金保護を目的とするさまざまな特権で守られた銀行の優越的地位の乱用を防ぐ、といった点にあります。他方で、近年は本業である預貸業務から全く収益が上げられないという状況になりつつあります。恐らく、今後もこれは長く続くであろうことを想定すると、他の付随的な業務から収益を上げられるような形に持っていく必要がある。そういう判断で、相次いでこの規制が緩和されている状況です。

業務範囲規制の緩和(銀行法10-12条)

- 規制の目的
 - ① 他業リスクから預金を守る
 - ② 利益相反防止
 - ③ 預金保護など特権を持つ銀行の優越的地位の濫用を防ぐ
- 相次ぐ緩和
 - ▶ 2017「銀行業高度化等会社」(フィンテック、地域商社)を子会社として設立可能に
 - ▶ 2018「人材紹介業務」が本体で可能に
 - ▶ 2021「登録型人材派遣」が本体で可能に(ほかに、「自行アプリやITシステムの販売」、「データ分析・マーケティング・広告」、「幅広いコンサル・マッチング」)

(参照)金融庁「国会提出法案(第204回国会)説明資料」
<https://www.fsa.go.jp/common/diet/204/01/setsumei.pdf>

2017年には、銀行は銀行業高度化等会社（フィンテック、地域商社）を子会社として保有することができるようになりました。地域商社を営むことが認められ、融資先企業の販路開拓に資するようなサービスの提供が可能となりました。それから、企業において人材が足りていないという現場の強い声として上がってきたことに呼応する形で、人材紹介業務が本体で可能になる、あるいは登録型の人材派遣が本体に可能になるという形で、業務範囲規制が緩和されてきました。

さらに21年には、自行アプリ、ITシステムの販売、データ分析・マーケティング・広告、幅広いコンサルティング、ビジネスマッチングなど、様々なことが本体で総合サービスとして提供できるように、規制が緩和されました。

地域金融機関の対応1:経営統合

統合年月	経営統合の内容
2018/04/01	関西みらいFG、関西アーバンFG、みなど銀行が、関西みらいFGに統合。
同上	三重銀行と第三銀行が、持株会社三十三FG設立。
2018/05/01	東京都民銀行、八千代銀行、新銀行東京が合併。きらぼし銀行に。持株会社は東京きらぼしFG。
2018/10/01	第四銀行と北越銀行が、持株会社第四北越FG設立。
2019/04/01	近畿大阪銀行と関西アーバン銀行が統合して、関西みらい銀行に。
同上	ふくおかFGと十八銀行が統合。
2020/01/01	大正銀行と徳島銀行が合併。徳島大正銀行に。
2020/10/01	十八銀行と親和銀行が合併。十八親和銀行に。
2021/01/01	第四銀行と北越銀行が合併。第四北越銀行に。
2021/05/01	三重銀行と第三銀行が合併。三十三銀行に。
2021/10/01	福井銀行が福邦銀行を完全子会社化。
2022/04/01	青森銀行+みちのく銀行 ⇒ プロクレアHD
2022/10/01	愛知銀行+中京銀行 ⇒ あいちFG
2023/06(予定)	八十二銀行+長野銀行 ⇒ 八十二銀行

業務範囲規制の緩和の結果として、問題解決型金融機関への移行を試みる動きが各地で見られます。コンサルティングは非常に重要なサービスですので、そういった方向を専門とする子会社を設立する金融機関が相次いでいます。それから地域商社についても、だいぶ増えてきているという状況があります。銀行によっては、地元企業の商品を販売するためのオンラインのショッピングモールを持っている。そういう銀行もあります。それから、人材派遣、紹介もかなり積極的にやられている。これは地域金融機関だけではなくて、大手のメガバンクも、人材派遣に関しては、積極的に参入を始めているという状況にあります。以上が、金融機関を取り巻く構造的な課題というところであります。

対応2:問題解決型金融機関への移行

- 緩和対象業務に係る子会社設立
 - ▶ コンサルティング
 - 地域デザインラボさいたま(埼玉りそな、2021.10)
 - Thai CC Innovation, CC Innovation Vietnam(北國、2021.10-11)
 - みらいリーナルパートナーズ(関西みらい、2022.3)
 - 西瀬戸マリンパートナーズ(愛媛、2021.7)
 - FFGサクセッション(福岡、2022.4)
 - ▶ 地域商社
 - カンダまちおこし(十六、2022.3)
 - みらいリーナル(前出)
 - 地域商社やまぐち、バンカーズファーム、KAIKA(山口、2022.4)
 - フレンドシップえひめ(愛媛、2021.11)
 - さぎんコネクト(佐賀、2021.9)
 - ▶ 人材派遣・紹介
 - 福井キャリアマネジメント(福井、2021.11)
 - ちゅうぎんヒューマンイノベーションズ(中国、2022.5)

(参照) 金融庁「金融紹介業態発展に向けたプロセスレポート」(2022年6月)65頁
(参考資料5) 地域銀行が設立した子会社・関連会社(2021年7月～2022年5月)

II ポストコロナの課題

1 コロナ禍への対応

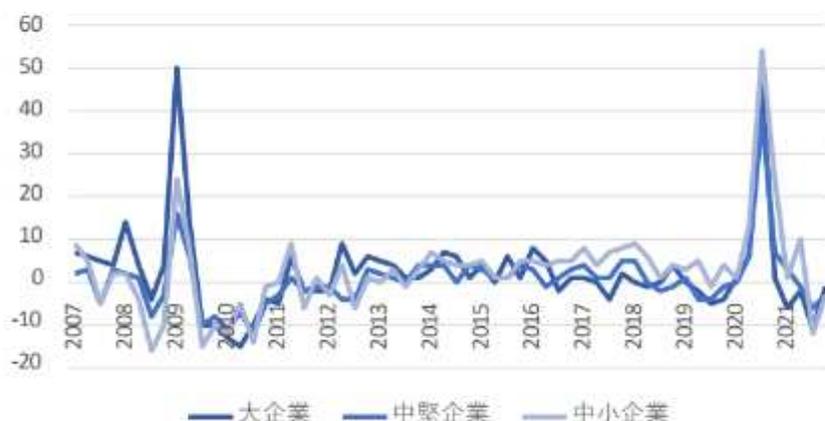
コロナが起きました。非常に急激な話ではありましたが2020年4月に緊急事態宣言が出されると、外食産業、旅行関連、あるいは運輸業といったところで、ビジネスを止めざるを得ない事態に至りました。他方では、固定費を払い続けなければいけないということで、膨大な資金需要がこうした分野で発生しました。これは日銀が発表している資金需要判断 DI をプロットしたものですけれども、前例のない規模で、資金需要が出てきていることがわかります。

世界金融危機のときにも、そういった現象はあったのですが、そのときは大企業が主な資金需要者であった。つまり、輸出産業が主に打撃を受けていたので、大企業で資金需要が非常に大きく出ました。今回はどちらかというと、飲食、宿泊業など、中小企業が多い分野が打撃を受けています。

これに対応する形で、民間の金融機関、信用金庫、信用組合それから政府系金融機関総出で大量の資金供給をしたということは、皆さんもご存じのとおりです。2019年から2020年にかけて、前年比で融資残高が総額で50兆円程度（GDPの1割分）増加している。そこで心配されるのが過剰債務問題と呼ばれる問題です。このコロナは、大震災と似たようなところがありまして、災害の一種です。東日本震災のときには、お金を借りて作った設備が壊れてしまい、再び直すためにはお金を借りなきゃいけないという、そういう「二重債務問題」が発生しましたが、それに似た現象がコロナ禍でも生じています。つまり、設備をつくるためにお金を借りていた。ビジネスをしばらく止めなければならぬ。それでも会社を維持するためには、さらにつなぎ資金をしばらく借りなければいけないという形で、どうしても債務を多く抱えなければならないという状況が生じている。資金ニーズに対してすごく迅速に応えたという意味では、非常に優れた実行力を発揮したと言えるのですが、その後の処理をどうするかが、今後の課題になってきます。

2020年4月：緊急事態宣言 ⇒ 膨大な資金需要発生

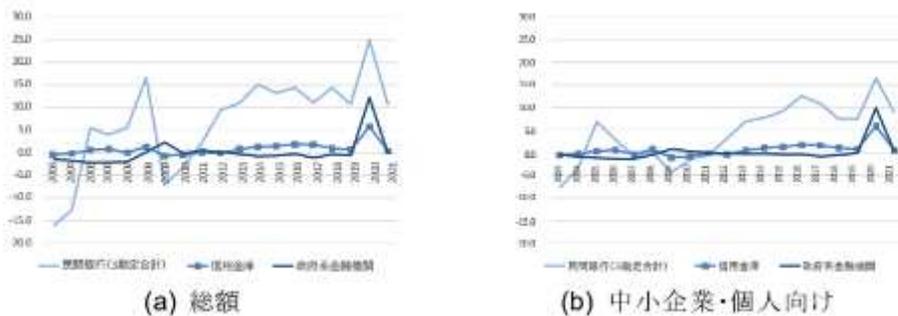
資金需要判断DI



(出所) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」 $DI = (\text{「増加」とした回答金融機関構成比} + 0.5 \times \text{「やや増加」とした回答金融機関構成比}) - (\text{「減少」とした回答金融機関構成比} + 0.5 \times \text{「やや減少」とした回答金融機関構成比})$

民間・政府系機関の融資激増(大都市、製造業、運輸、小売、サービス)
 ⇒「二重債務問題」⇔「デットオーバーハング(過剰債務問題)」

融資残高の前年同月比増加額(兆円)



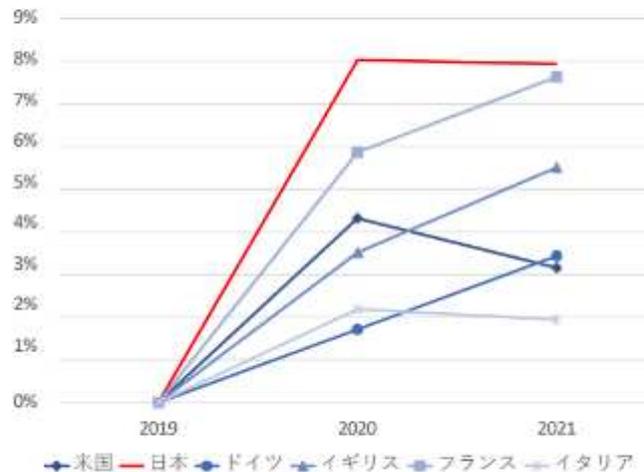
総額 50 兆円の増加, うち中小法人・個人向けが 40 兆円.
 多くは、「ゼロゼロ」(無担保・実質無利子)融資(政府系: 20/3月-23/3月、民間: 20/5月-21年9月).

(出所) 民間銀行(銀行・信託・海外店併合合計)は日本銀行集計, 政府系は日本政策金融公庫(デイスクロージャー誌), 日本政策

投資銀行, 商工中金の合計(有価証券報告書)の合計.

先進各国よりも手厚かった資金繰り支援

国内企業向け融資の増加幅(対 2019 年 GDP 比)



(出所) 米国は FDIC, その他は各国中央銀行, 各政府系金融機関の年次報告書, GDP は世界銀行データベース, 各国の預金取り扱い機関(ただし, 日本の情報は含まず)と政府系金融機関による非金融法人企業向け融資(EU 諸国と米国は国内企業向けのみ)の 2019 年末から各年末にかけての末残増加額を 2019 年の名目 GDP で除した。

他の国のコロナの被害は、日本よりもはるかにひどかったわけですが、ゼロゼロ融資等を含めて 2020 年の融資の増え幅は、先進各国に比べても非常に大きいです。これは、GDP 対比で見た国内企業向け融資の増加幅です。コロナの前年と比した増加幅をプロットしたのですが、20 年に日本では一気にどんと増えている。他の国はそこまで増やしていない。あれだけ被害が大きかったアメリカは、2020 年に一時的増やしましたが翌年にはもう減らしています。そういう意味では日本は手厚か

ったけども、やり過ぎたのかもしれない、あるいは他の国が足りなかったのかもしれない。どちらが正しかったのかは、名言できないけれども、実態として、そういう状況があったということです。

ゾンビ企業を増やした？

- Liquidity(資金繰り)の問題から, solvency(返済可能性)の問題へ. ゾンビー企業 (Cabarelo, Hoshi and Kashyap 2008)の増加?
 - ▶ ゾンビ企業: 損失を出し続けているにもかかわらず, 銀行からの救済融資で延命している企業.
 - ▶ ゾンビが増えたセクターでは, 健全な企業でも雇用や投資が低調(ゾンビーの混雑効果).
 - ▶ ただし, これは混雑効果ではなく, セクター全体の衰退を捉えているだけだとの批判も (Schivardi et al 2021).
 - ▶ ゼロゼロ融資は, コロナ前から信用力が弱かった企業に主に提供されていたとする実証研究 (Hoshi, Kawaguchi, and Ueda 2021).
 - ▶ 緊急融資を受けた企業は, 予備的動機で現預金保有を増やしたとの観測も (p.12,『事業再生と債権管理』(きんざい)2022年冬号).
- ゾンビ仮説は「因果」に疑問: 成長分野があれば, 自然に資金と人はそちらに向かうはず。ゾンビが存在してしまうのは, 国内に「成長分野」が見当たらなかったからでは?
- 今回の救済対象は, 人材難に直面する中小企業: ゾンビ混雑効果には当たらない.
- 実証はまだ十分ではない.

いずれにしても、過剰債務問題が課題となっている。論者によっては、ゼロゼロ融資含む、一連の救済、緊急避難的な融資は、結局、ゾンビ企業を増やしただけじゃないかと、そういうかなり厳しいことを主張します。特に経済学者の間ではそういう論者が多い傾向があります。この「ゾンビ企業」には、いろいろな定義があるのですが、最もスタンダードな定義は、損失を出し続けているにもかかわらず、銀行からの救済融資で生き延びている、そういう企業のことをゾンビ企業としています。このゾンビ企業という言葉を最初に学術論文で使ったのは恐らく、カバレロ・星・カシャップ、この3名の方で書かれた論文です。この論文の最も重要な結論は、ゾンビ企業が増えたセクターでは、健全な企業であっても雇用や投資が伸びていないというものです。つまり、ゾンビがいるがゆえに、そこが雇用を抱え込んで、賃金が高止まりしてしまっている。結果として、より健全な企業はもっと人を雇いたいにもかかわらず、賃金が高過ぎるので、思うように雇えないでいる。そういう混雑効果が存在するのではないかというのが、この論文の結論です。この研究は、90年代の日本の上場企業のデータを用いています。大手企業のデータを使って、こういう結論が出されている。実際に90年代の大手企業はそういうところがあったのかもしれませんが、しかし、今は時代も違いますし、状況も相当違います。先ほども申し上げましたように、人手不足の世界です。その人手不足が中小企業に打撃を受けているという、そういう状況なので、安易にこの議論を救済融資の対象となった中小企業に当てはめることは控えなければなりません。この論文自体にも批判がありまして、これは混雑効果じゃなくて、単にセクター全体が衰えていることを捉えているだけじゃないか、セクター全体が成長力を失っているから、傾く企業も出てくるし、セクター全体が沈んでいるから比較的健全な企業でも投資や雇用が伸びない、ということを経済統計で捉えているだけではないか、との疑いが提示されています。90年代の日本でいえば、不動産であるとか、小売り、小売りもほとんど当時は不動産業と似たようなも

のだと思うのですが、そういったセクター全体の衰退を捉えているだけ。だから、混雑効果ではない。そういう批判をする学術論文が最近公刊されました。

他方で、このゼロゼロ融資に関しては、個別企業の内容を見ますと、コロナ前から相対的に信用力が弱かった企業に主に提供されていた。本当に一時的に駄目になっただけで、本当に救わなきゃいけない企業じゃなくて、もともと駄目だった企業が便乗して借りているだけであるとの傾向を示した実証研究もあります。さらにいろんな雑多な研究結果がありまして、整理し切れていない状況です。他方でこういった緊急融資を受けた企業は、結局、借りて、それを使うわけではなくて、特に製造業あたりは、予備的な現金保有に充てている。借りたお金をそのまま現預金として置いているというところも、相当数ある。そうすると、危機が去ったら、そういう企業は預金からお金を返済してくるので、さほど心配する必要はないのではないかという議論もあります。

こういうゾンビ仮説については、まだまだ実証が足りていないので、明確なことは言えません。本当にゾンビというべきなのかどうなのかは、分からないというのが、正直なところ。というのは、このゾンビ企業の混雑効果の議論の前提とあるのは、人がそう簡単には転職できないこと、あるいは転職しないということが前提にあります。報道では、労働力の流動性が依然として低いと言われていますが、実際はどうなのでしょう。少し疑問に感じております。人材派遣業等々、今、業者の数も増えていますし、どこも大いに成長しています。経済学の指標に、トービンの q という指標があります。トービンの q が高い企業ほど、成長力がある企業であることを意味します。業種別にトービンの q を見たときに、人材派遣業は、相当、高い。ここから判断する限り、人は相当程度、流動的になっているはず、少なくとも都市部ではそうなってるはず。さらに働く側の気持ちになってみれば、自分の勤務する企業はちょっと駄目だと思ったら、多分、転職先を探し始めるんです。よりよい条件で、より安定した条件で雇ってもらえるところを探しに行くことを今は多くの人々、とりわけ若い世代は、当たり前のように行っています。

従って、ゾンビの問題というのは、混雑効果ということではなくて、むしろ因果関係は逆で、成長分野が見当たらない、よい転職先が見つからないから、結局、そこに滞留してしまう結果、ゾンビ企業が発生してしまう。問題の根幹は、ゾンビ企業が延命していることではなくて、成長産業が見当たらないから人が動かない。そういうふうに因果関係を捉えるべきではないか、そういう印象を持っています。この点もまだ実証ができていないわけではありませぬので、印象でしかないんですけども、そういう意味でゾンビの議論を現在の状況に当てはめることに関しては、私はいささか批判的です。

2 政策評価に資する企業金融の理論 デット・オーバーハング「過剰債務」

問題は過剰債務です。借りて、現金のまま持っていて、すぐ返せるところはよいのですけれども、飲食、宿泊といった業種では、借りたお金を会社維持の経費として支払っていることが多い。どうしてもデット・オーバーハングの問題を、避けて通れない。

この現象は以下のように理論的に説明されます。弁済順位の高い既存債権があると、新しい資金調達の邪魔になるということです。つまり、成長可能性、成長する機会がやってきたとしても、既存の債権がある、優先順位の高い既存の債権があると、その成長機会から得られる利得の大半を、優先的な債権者である既存債権者に渡さなければならない。そうすると、新しい有望なプロジェクトを実行するための資金を出す人がいなくなってしまう。資金を出したとしても、優先的に既存債権者に利得を渡さなければならないわけですから、新しくお金を提供した人には、大した利得が残らない、場合

によっては損をしてしまう。そうすると新しい資金を提供する人が出てこなくなってしまう。これが、いわゆるデット・オーバーハングといわれる現象です。恐らく90年代あるいは2000年代前半の日本の上場企業が、この問題にさらされていた。有効な機会があっても、既存債権が邪魔をして、新しい資金提供者が現れなくなってしまうので、新しいビジネスを立ち上げられない。

デットオーバーハング (過剰債務, Myers 1977)

- 弁済順位の高い既存債権が、成長のための投資・資金調達の妨げとなる。優良な投資機会を逃し、復活の芽を摘む元凶。
- 新規投資からの収益が、既存の債権者への返済に優先的に割り当てられることがこの問題を引き起こす。
- 東京商工リサーチ*の2021年8月調査(対象約9000社)では、中小企業の36%が債務過剰と回答。うち34%が事業再構築の妨げと回答。

*「第3回過剰債務に関するアンケート 中小企業の「過剰債務率」が過去最悪の35.7%」(東京商工リサーチ, 2022/2/2 閲覧)
https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20210817_01.html

これは避けるべき社会的コストです。何とか解消しておきたい。東京商工リサーチのアンケート調査(2021年8月時点)を見ると、回答中小企業の36パーセントが過剰債務であると回答している。そのうちの34パーセントが、債務が事業再構築の妨げとなっていると回答している。つまり、回答企業のうちの約1割が、デット・オーバーハングの状態にあり、事業再構築ができなくて困っている。これは非常にゆゆしき問題です。

これをどう解消するのか。基本的には当たり前の対策ですが、無担保ゼロゼロ融資の実施です。これには批判はありますが、過剰債務問題を避ける観点からは正しい判断と言えます。無担保であれば担保余力が残りますので、投資機会がきたときには、既存債権があったとしても、担保余力を使って、優先順位の高い融資を、後からきた銀行から提供してもらい、新しいプロジェクトを立ち上げることができる。そういう余力を残すために、無担保融資で資金を出すという方策は、この場合には非常に有効です。

デットオーバーハングを緩和する手立て

- ① 無担保融資: 担保余力を残す。余力は投資機会が来た時に使う。
- ② 劣後債による支援 (Philippon and Schnabl 2013)
 - ▶ 機会到来時に邪魔にならぬよう、普通の債権に劣後する資金で支援。
 - ▶ 不要な借入を抑制するため、返済を要する形態。⇒劣後債。
- ③ 既存債権者による追加融資(追い貸し): 追加融資することで、既存債権の回収率を上げる。
- ④ 債権放棄、デット・エクイティ・スワップ(事後的な再交渉): 新規投資から既存債権者が得る利得の一部を、新規投資のために新たに資金提供する投資家に譲る。

劣後債も、無担保融資と同じ考え方です。とにかく救済融資を出すときには優先順位を下げて出すというのが、デット・オーバーハングを避ける上で重要な施策です。劣後債は、返済の優先順位が低い債権ということですが、劣後債による支援がコロナ禍においては多かった。無担保融資と劣後債による資金供給は、以上の意味で、事前の対策です。

事後的な対策としては、これも極めて当たり前のことですが、最初に貸した債権者、つまり返済順位の優先度が高い債権者は、デット・オーバーハングの状態に陥っている企業に対しても融資することで、その企業価値を上げて、ある程度、債権回収額を引き上げることができる、つまり、ロス・ギブン・デフォルトを減らすことができる。したがって、優先債権を持っている既存債権者は、追い貸しをする誘因を十分に持っているし、それによって、債権の回収額を引き上げることができる。追い貸しと言いますと、どうしようもない企業に、何か無駄にお金を提供するようなイメージを持たれがちですが、実は優先債権を持っている銀行が追い貸しをする場合は、合理的な行動であることが多い。

非常に分かりやすい例は、マンションデベロッパーです。マンションを造っている間に、資金が底をつきかける、デフォルトしそうになる。そのまま放置していると、その不動産デベロッパーはつぶれてしまう。マンションもそのまま工事が止まったままになってしまいます。そうすると、担保価値は大したことがない。しかし、最後まで工事をさせて、完成品にした上で、倒産の手続きを始めれば、十分に担保価値が大きくなって、回収額を確保できる。そういった意味で、追い貸しは、特段、批判されるべき現象ではなく、むしろ、合理的な行動であると言えます。

それから、債権放棄、デット・エクイティ・スワップ。これは最後の手段ということにはなるとは思いますが、特にこの負債さえなければ、新たな資金提供者を見つけて有望な投資をすることができるという局面であれば、最終的には債権を放棄するか、債権を株式に換えるという形で、優先度を大きく落として、新しい資金提供者が現れやすくするようにしてあげる。そういう措置が最終的に必要になってくる。このようにして既存債権の優先度を下げることによって、デット・オーバーハング問題を緩和することができると考えられます。

どのような企業を支えるべきか

会計上の損失が出ている企業すべてを切り捨てることは、必ずしも経済合理的ではない。

- ① 一時的に損失が出ていても、長期的には価値がある企業（ベンチャー、再生）。
⇐ 支援継続が失敗だったケースは記録に残るが、支援打ち切りが失敗だったケースは記録に残らないことに要注意。
- ② 経済厚生（付加価値（＝企業利益＋人件費）＋消費者余剰）に寄与する企業。
⇐ 値付け戦略の修正。
- ③ 金融的リターン（会計的利益）が見込めるものは金融市場に任せる。金融的リターンが見込めないが、消費者余剰の拡大をとおして経済厚生に寄与する場合は、政府による支援。
- ④ 「外部性」（市場を通さない他社への波及効果）も要考慮。

もう一つの論点として、どういう企業を支えるべきなのかという問題があります。経済学の理論を素直に見ますと、会計上の損失が出ている企業を全部切り捨てることは、必ずしも経済合理的ではな

いことがわかります。企業の価値、社会的な価値を測る際には、ある一時点のある企業単体だけを見るだけでは不十分です。一時的に損失が出ていても、ベンチャー企業などは長い目で見て、時間軸を通して評価する必要があります。

それから、マクロ経済学ですと、ある特定の関数形を想定して様々な分析をします。見落とされがちなのは、消費者余剰です。例えばラーメン屋さんに行って、ラーメン一杯 500 円で食べさせてもらいました。でも、心の中ではおいしいと思い、本当は 800 円ぐらい出してもいいなど、思っていたりする。この差額の 300 円が、いわゆる消費者余剰と呼ばれるものです。現行のスタンダードなマクロ経済モデルは、消費者余剰がゼロになるように設定されていることが多い。そのため、見落とされがちですが、企業の価値は、付加価値だけではなく、付加価値プラスその企業が生み出す消費者余剰も含めて考えなければいけないということを経済理論は示唆しています。

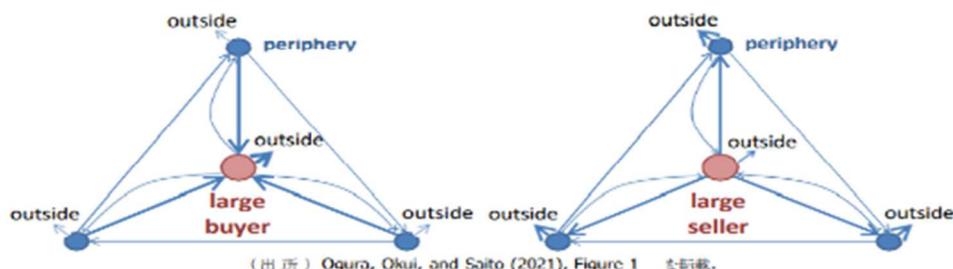
付加価値は、企業利益と人件費を合わせたものである。さらにプラス消費者余剰が企業の社会的価値です。地元の企業、地元の人々に人気があるんだけど、どういうわけか利益が上がってない企業。そういう企業があるかもしれない。そういう企業も、社会価値が正であるならば助ける必要がある。値付け戦略を見直すようアドバイスをする等々して、助ける必要がある。金融的リターンとか、会計的利益が見込めるものは、金融市場に任せておけばよいのですが、消費者余剰とか、あるいは会計的利益には含まれないような社会的便益を生んでる企業に関しては、政府による支援がどうしても必要になってくる。

例：取引ネットワークの正の外部性 (Ogura ほか 2021)

① 中間需要への波及効果

② ネットワーク外に販売する財の価格競争力への波及効果

これらが大きい企業は、単体では損を出していても、存在していた方がネットワークの利益にはなる場合がある。



私自身、最近、非常に興味を持って勉強をしているのが、企業の企業間取引のネットワークを通じた外部性です。この図の、それぞれの丸が企業です。矢印が売り上げの方向です。左側は周りの企業からいろんな材料を買って、生産して、消費者とかネットワークの外に製品を売っている。この真ん中の赤い企業が、ハブとなる企業で、すごく大事な企業、中核企業です。右側は、ハブ企業がいろんな企業に対して材料を供給している。そういう意味で、供給者としてのハブ企業です。こういった、買い手としての中核企業、あるいは売り手としての中核企業は、他の企業に対して外部性を持っている。つまり、この企業自身の利益に計上されない利益を、他の企業に対して提供しているところがあります。

まず、買い手側、この企業がつぶれてしまうと、周りの企業の売上が全てが落ちになりますので、ネットワーク全体としてつぶれてしまう恐れがあります。そういう意味で、中核企業は、周りの企業に対して需要を派生させている。売り手としての中核企業は、周りの企業に材料を供給することによって、この周りの企業の生産性、あるいは価格競争力を生み出している。価格競争力があるからこそ、ネットワークの外で非常に有利に戦えるようになり、そこから利益を得られるようになっていく。そういう意味で、周りの企業のコスト効率性を引き上げる役割を、この売り手としての中核企業は持っている。典型的な例は、恐らく半導体なんだろうと思うのですが、そういった企業は、それ自体は損を出していたとしても、周りの企業の利益に貢献している可能性があるため、場合によっては、損失を出し続けていたとしても、維持するほうが経済にとってはいい可能性がある。そういったこと、各地域でどの企業が中核であるかを、各地域の地域金融機関はある程度、把握できていると思います。そういった中核企業を支えるのは、地域経済を支えるために、とても大事です。

III まとめ

本日のお話をまとめます。2000年代から2019年までは生産年齢人口が減少していたために、日本円への実需が盛り上がりながら、大規模緩和で地域金融機関の競争が激化して、地域金融機関はリスクテイク拡大へ向かっていく。コロナ禍の2020年以降は、一転、資金需要が急拡大したものの、長期的な成長期待に基づく前向きなものではなくて、現状維持のための資金需要であって、過剰債務の問題が危惧される。今後、企業の選別で、どこを助けるべきか、整理するべきかという、そういう選別が本格化してくると予測されます。その支援、あるいは選別の巧拙で金融機関と地域経済のパフォーマンスが左右されると予想されます。効果的な支援をするためには、地域内外のリソースをつなぐ力、問題解決型の金融というような形で、地域内外のリソースをつなぐ力と、劣後債等を含む資本性資金の供給力が要となります。そういった資本性資金を提供できるだけの財務的体力を地域金融機関には求められることとなります。私からは以上でございませう。どうもありがとうございます。

質疑応答

Q A 生産年齢人口が減少の中、外国人労働者を増やすような施策があるかと思いますが、その辺の方向性をどのように評価されますか。

小倉 このスライドの中の理論では、外国からの移民労働者を増やさないという前提で、議論を進めているのですが、最終的な移民を受け入れていくという方向で動かざるを得ないのではないかと、そういう印象を持っております。一時的に労働者を受け入れる、あるいは経営者を受け入れるという形で、今は動いているというのは、一市民としての感覚ですけど、移民を大々的に受け入れられるかという、受け入れがたい部分はある。私自身がアメリカに留学をしていたときの経験でも、移民をやみくもに受け入れると、社会は分断せざるを得ない。特に言葉が共通していない場合は、そういう傾向が出てくると思うのです。そうすると、ワンプロック違うだけで、違う言葉を話す人たちがいて、一方はすごく経済的に豊かで、一方は全然、経済的に豊かじゃない、うまく社会に入っていけないと

というような状況があると、当然、不満は出てくる。そういう社会的コストを受け入れるのか、それとも、移民は受け入れず、経済は縮小していくけど、社会的コストよりは後者の経済的コストを受け入れたほうがよいと思うのか、どちらがよいのかというところで、まだせめぎ合いがある、あるいは、どちらかという、社会的コストのほうを重く見ている人の方が多いのだろうという印象はあります。

Q B 今、日本が停滞しているのは、技術力の低下、あるいは新しい経済システムの開発が不足している。我が国固有の地域産業がこれからサステナビリティにしていくためには、優秀な労働者、技術者が必要だと思う。例えば、産業においても、電機産業、自動車産業の境界線なくなるような新しいシステムというものがようになってくるということを考えて、健全な日本が発展していくようにしていきたいというふうに思います。

小倉 今、地域、先端技術も含めて、イノベーションの力が弱ってきていると言われていています。さまざまな統計がある中でどれを信じるかにもよりますが、これは避けて通れない問題になっている。大学院に行く学生はあまり増えていない状況にあり、日本人の技術者があまり増えていない。大学院でも8割の方が外国人。大学院を卒業する日本人は減ってきており、現実問題として危惧しています。もう一つ、グリーントランスフォーメーションは、日本にとってすごいチャンスだと思います。今までの蓄積は、ものすごくあるはずなので多分、出番がきている。そこはもう一気に出していくしかないだろうというふうに思います。

Q C 『地域金融の経済学』の著書において、最近の地域金融機関の経営統合からは、経費節減効果はあるが、資金調達費用、競争制限的效果、収益減少で効果が観測されていないと述べられています。2019年以降の合併は、競争抑制的效果が強く作用する可能性があり、今後の推移を注視する必要がありますとされております。その後、統計的に実証されているのでしょうか。

小倉 書籍に書いたとおりで、経費節減効果は一定程度に見られるけども、リスク分散でリスクが低減するとか、収益力が上がってくる、コスト削減ではなくて、収益のほうが上がってくるというような姿は、今のところは見られていません。2018年以降、相次いで地銀が合併しておりますので、その効果をそろそろ、調べることができるようになってきています。合併してから1年、2年、3年ぐらいたっているものもありますので、分析できる状況になっております。また分析結果が出ましたら、順次、公開してまいります。今、目下、データを整理し、分析の準備をしているところです。その結果をお待ちいただければと思います。

Q D ポストコロナに関して、民間だけではなく債務等が増えているわけですがこれから与える影響は今後どうなるのでしょうか。

小倉 債務がどんどん増えていきます。持続可能性が危ぶまれたとして、どこに影響が出てくるかというと、恐らく、最初に為替レートにくるだろうなという気がしているんです。それがどういう局面でくるかというと、日本でものすごいインフレが起こるかもしれないという予想を、誰か著名な人が語り始めると、それにつられて円を売って、ドルを買う。あるいは、投資家が、さらに円安が進むな

ら、今のうちに円を売って、ドルに直しておこうという感じで、自己実現的な期待っていうんでしょうか、そういう形で一気に円安に振れてしまう可能性がある。企業の収益も悪化して、法人税収も減り等々、さまざまな問題が生じてくると思うのです。本当に本格的に財政の持続可能性が危ぶまれるということになるかもしれない。このまま放置しておくことは、多分、できないと思います。何らかの形で削減していく必要がある、少なくとも、これ以上、増えないようにする。プライマリーバランスをとにかく黒に保つようにする必要がある。一番、問題なのは医療費だと思うんですけども、その部分を削っていくしかないということです。毎年、1兆円ずつ増えていたのでは、到底、維持できませんので、そこを考える必要があると思います。

Q E 地方で運営されている金融機関、先生としてはこれから、地方の協同組織金融機関、信用組合にとって、ポストコロナの中でどういったことができるか、期待であったり、また、どのような発揮してほしいというような方向性、ビジョンを教えてくださいなと思います。

小倉 協同組織としての強みというのは、もちろんあると思います。株主に対する還元をあまり考えなくてもいい。それから、地元の利益を重視して、さまざまな意思決定ができるということがあります。それから、地元に着しているがゆえの情報力というのもありますので、そういった情報力を活用する。ただ、その情報力を中だけで持っていたのでは、活用し切れないと思うのです。それを外につないでいかないと。そういう信用組合さんが持っている独自の情報を活用して、それを使って外からサービスを持ってくる、引っ張ってくる、という。そういう役割があるのではないかなという気がしております。個別具体的にはいろんなアイデアがあると思います。最近いろんな会社、金融機関がやっていますが、オンラインの EC モールです。イーコマースのプラットフォームにどんどん顧客企業をつなげていくなるとか、海外販路を開拓していくというような、こともやろうと思えばできる環境にあると思いますので、そういった形で情報を生かして、それを中だけで使うのではなくて、外につないで、新しい販路なり、サービスなりの開拓につなげていくのが大事。その中で特に信用組合は、地元の情報に強みをお持ちだと思いますので、それを意識されるといいのかなというふうに思っております。



■資 料■

2022 アジア信用組合連盟バンコク宣言

2022年8月29日から30日にタイ・バンコクでアジア信用組合連盟（ACCU）が主催する「アジア信用組合連盟フォーラム2022」の参加者である私たちは、「新型コロナ禍からの復興へ～より環境に配慮し、包括的で、回復力のある道」をテーマに話し合い、パンデミックと気候変動の影響を受けた組合員をサポートするための、信用組合の重要な役割を完全に理解・認識した。

我々は、新型コロナウイルス感染症と気候変動が、前例のない何百万人もの命と生計を脅かし、健康、経済、社会の危機を引き起こし、貧困と不平等を拡大させ、我々が目標としている信用組合の発展を覆していること認識した。

信用組合はこのような環境下、組合員からこれまで以上に必要とされていると信じており、人々により良い生活を提供するという私たちの目的を再認識することが急務である。

したがって、我々は信用組合の経営者および職員として、組合員に対して、より環境に配慮し、包括的で、持続可能な財政および技術支援を直ちに実行し、達成することを約束する。

1. 気候変動のリスクを軽減するため、様々な気候変動の影響を理解し、適応能力を高め、信用組合の運営と金融サービスのあらゆる側面において、会員向けの教育プログラムを制度化することにより、イノベーションを支援する気候管理態勢整備を促進する。
2. 最低10%の自己資本を達成するためのリスク管理態勢を確立することにより、景気ショックや混乱を回避、行動、回復、適用するために、信用組合および協同組織金融機関の景気変動に対するレジリエンスを構築する。
3. 組合員のイノベーションと起業家精神をさらにサポートし、包括的で低コスト、低炭素の金融サービスへの移行を支援していく。信用組合の統合的なデジタル化に貢献する。
4. 組合員に、単なる金融知識でなく総合的なサポートやアドバイスを提供することで、組合員の財務上の健全性に焦点を当て、短期的なニーズを満たすことのみならず、長期的な財務目標についても取り組むこととする。
5. 「SDGs目標1（「貧困撲滅」）の達成」への我々のコミットメントを表明するために、信用組合のアウトリーチを深めて、コミュニティ内の女性や金融面で不利な立場に置かれたグループに焦点を当てた、持続可能なマイクロファイナンスイノベーションプログラムを実施する。

6. 「ビジネス開発サービス」を制度化して、組合員の雇用機会を創出し、既存の中小企業やベンチャー企業に、専門的で高品質な個別事業提案と技術支援を提供する。
7. 「ACCESS」基準を信用組合の自主規制として採用することにより、信用組合の質と独自性を高める。
※「ACCESS」は ACCU が定めた、信用組合の健全性を維持するためのガイドライン
8. 組合員の経済的自立を支援するのに役立つ、資産形成商品とサービスを提供することにより、組合員の信頼できる資産形成アドバイザーとしての信用組合の役割を高める。
9. すべての指導者と従業員が「人が人を助ける」という基本原則、協調的な価値観を共有することを求め、世代間の連帯を受け入れる。そのためには、ACCU の「リーダーシップ・ブートキャンプ・プログラム」を通じて自らを再教育し、使命を再確認して、次世代の指導者へバトンを渡す。
10. 統合戦略の策定に積極的に関与し、その成果や課題についてタイムリーにフィードバックを提供する。

最後に、我々は署名者として、我々自身と我々連盟が、統一かつ持続可能なアジアの信用組合運動のために、上記項目の実施と適切なビジネスソリューションを採用していくことにすると宣言する。

これにより、2022年8月30日にタイのバンコクで署名を行った。

以上



■お詫び■

以下のシンポジウムを、去る3月11日に開催しました。本「ニュースレター」の発刊が遅れたために、本号を見て初めて知ったという方もおられるかと思えます。ご案内が遅れてしまい、申しわけありません。なお、当日のレジュメ・資料集(81頁)がご入用の方は1000円でお分けします。事務局に、お問い合わせください。



協同金融研究会 第19回シンポジウム

ポストコロナと協同組織金融の将来展望



【開催の趣旨】

コロナ禍に社会的な収束の模索が続くなかで、ロシアによるウクライナ侵攻に伴って、国際的にも食料や資源・エネルギーなどインフラが不安定化し、諸物価の高騰が市民生活を直撃しています。今後も生活・事業基盤を揺るがす事態が予測されるなかで、組合員・会員・利用者の暮らしと事業を支えるために協同組織金融機関に何ができるかが問われることになりそうです。

3年に及ぶコロナ禍で蓄積された様々な問題に、協同組織金融機関はどう対応してきたのか、そして教訓は何であったのか、今後に向けてどのような課題があるのか。今回のシンポジウムでは、昨年に引き続き、協同組合としての協同組織金融機関の役割と課題について、改めて、皆さんとともに考えていきたいと思えます。

多くの方々のご参集を得て、協同組織金融機関の将来の展望を語り合いたいと思えます。

【開催要項】

日時：3月11日(土) 13:00~17:00

会場：日本大学通信教育部1号館7階「71講堂」(千代田区九段南：別記案内図参照)

および オンライン開催 (ZOOM ミーティング)

参加費：2,000円 (学生・院生 1,000円)

*参加費は、会場参加の方は会場にてお支払いください。

オンラインで参加される方は、参加費振込先に記載されている口座にお振り込みください。3月6日(月)に接続方法と資料へのアクセス方法をメールにてお知らせします。(振込手数料はご負担ください)

【スケジュール】

基調講演 (13:15~14:30)

テーマ「コロナ禍の協同組織金融の現状との課題」長谷川 勉 氏 (日本大学商学部教授・学部長)

実践・事例報告 (14:40~16:00)

テーマ「コロナ禍で見えてきた課題と協同金融・協同組合としての取り組みの現状」

遠州信用金庫 常勤理事 松下 和広 氏

大東京信用組合 地域支援部主査 松井 謙明 氏

九州労働金庫 事業部長 田崎 辰夫 氏

J A全中 教育部次長 田村 政司 氏

全体討論 (16:10~17:00) コーディネーター・平澤 克彦 (当研究会代表、日本大学商学部教授)