

## 論文内容の要旨

論文題目 「失われた 10 年」の銀行の企業救済とショック療法

氏名 鯉渕賢

1990 年代以降の日本経済の長期低迷は「失われた 10 年 (15 年)」と呼称され、その主因とされる全要素生産性 (TFP) 成長率の低迷がどのような要因によってもたらされたかについて多くの研究が行われてきた。その議論の一つが、1990 年代以降の長期化した不良債権問題が結果的に日本経済の回復を遅らせたとする主張であり、今日では研究者間で広く受け入れられている。こうした議論は、経済の金融的側面が企業再建という経路を通じて、サプライサイド (供給面) に影響を与えた可能性を模索する新しい試みであり、銀行部門の問題がクレジットクランチを通じて総需要項目である企業設備投資を低迷させるとする従来の議論からの大きな転換であった。

一方、1990 年代以降の「失われた 10 年」は、1980 年代初めに始まった銀行中心の金融システムから資本市場中心の金融システムへの転換期の最終段階でもあった。1990 年代の銀行問題の多くの要因は、かつては有効に機能した従来型の金融システムが新たな経済環境の下で深刻な機能不全となる一方で、新しい金融システムの構築が遅れたことに由来しているという主張も、今日では研究者間で広く受け入れている。

本研究は、以上の議論を背景として、「失われた 10 年」における金融システムの変化、特に過剰債務企業に対する銀行の企業救済スキームの変化に焦点を当てた前半の 3 論文 (第 1 章から第 3 章) と、銀行が従来の融資戦略を大きく転換する契機となった大手銀行 3 行の破綻に関する後半の 2 論文 (第 4 章と第 5 章) から構成されている。

本研究の目的は次の 3 点に集約される。第 1 は、日本経済が「失われた 10 年」に陥った理由として、銀行部門における不良債権問題の長期化が要因の一つとして挙げられるが、そ

の不良債権問題の長期化がどのようなメカニズムによって発生したかを明らかにすることである。これは、この期間における銀行-企業間関係の変化、特に1990年代から2000年代前半における主な大企業の債権放棄事例における債権放棄スキームの変遷を通じて検証する。

第2は、銀行が伝統的な銀行-企業間関係に基づいて不採算な企業に対する融資を継続したことが、経済にどのようなコストをもたらしていたかを、1990年代後半の大手銀行3行の破綻を題材として考察することである。銀行が従来の融資戦略を大きく転換し、不採算な企業を集中的に淘汰し始めたときどのような帰結をもたらされたかを、破綻銀行の顧客企業のパフォーマンスを通じて検証する。

第3は、ソフトな予算制約問題、過剰債務問題等の近年のマクロ経済学及びコーポレート・ファイナンスにおける新たな重要概念を現実の日本のデータを用いて実証的に分析することである。

本研究における実証研究は、主にケーススタディ（事例研究）の手法によって行われる。ケーススタディは潜在的に共通する特徴を持つ事例を抽出した上で、事象の発生に影響する可能性のある事例間の様々な要因をコントロールした上で、注目する特定の事象が理論仮説の規定する特定の要因によって発生したかを分析する手法である。本研究では、このケーススタディを上場企業や銀行の株価を用いたイベントスタディ、非上場企業を含む大規模財務データを用いた実証分析によって補完する。

第1章は、最近の債権放棄事例におけるメインバンクの超過負担を、産業再生機構の案件における事例や、1990年代前半以前に行われた債権放棄事例との比較を行うことによって検討している。最近の事例でも、産業再生機構の案件を例外とすれば、大口の債権者が小口の債権者よりも多くの損失を負担するスキームが標準的であった。しかし、金融環境の大きな変化に伴って、メインバンクが高い債権放棄比率を負担して借手を救済するインセンティブは大きく減ってしまった。一方、長引く経済低迷の中で、ソフトな予算制約問題による債権放棄は増加した。また、産業再生機構による支援企業では、債権放棄負担比率がほぼ融資比率に対応する比例配分法になっており、メインバンクの超過負担は観察されなかった。以上の結果は、「イザというときの貸し手」として顧客企業を救済したメインバンク主導の企業救済の有効性が、近年急速に変化していることを示唆するものである。

伝統的な日本の銀行-企業間関係を巡る議論では、顧客企業の財務危機時にメインバンクがどの程度積極的に企業救済を主導するかは、銀行-企業間関係におけるメインバンクの「名声の維持」の問題として考えられてきた。第2章では、協力ゲームの理論の枠組みを用いて、1998年から2004年にかけての主要な債権放棄事例において観察されたメインバンクの債権放棄負担の決定要因を分析した。その結果、サンプル事例間のメインバンクの超過負担の程度の相違は、債権放棄に至るまでの長期安定的な銀行-企業間関係の親密度と統計的に有意な相関を示しており、観察される超過負担の大きさが債権者調整におけるメインバンク主導の程度を表す適切な指標であることを見出した。一方、過去からの関係性を持

たない産業再生機構がメインバンクに代わり債権者調整を主導した事例では、融資比率に応じた均等な負担を求める債権放棄負担の新しい配分ルールが達成されメインバンクの超過負担は大幅に軽減された。

第3章は、産業再生機構支援事例におけるメインバンクの超過負担の大幅な軽減に焦点を当て、産業再生機構主導の債権者調整という新しい企業再建スキームの導入が銀行部門に与えたインパクトを、銀行の株価を用いたイベントスタディによって分析している。銀行の不良債権の裏側にある企業の過剰債務問題の解決には多数の債務者間での債権放棄負担の配分を調整しなくてはならない。伝統的なメインバンク主導の債権放棄は、メインバンクが非対称に大きな債権放棄負担を担うことで企業再建を主導するスキームであったため、顧客企業の債権放棄のアナウンスはメインバンクの株価に負のインパクトを与える傾向があった。産業再生機構はメインバンクに代わる委託された交渉者として、小口の債権者にも融資比率に応じた均等な負担を求める債権放棄負担の新しい配分ルールを導入することに成功した。産業再生機構の出現は、伝統的に企業再建における過度の負担を担ってきたメインバンクの負担を大幅に軽減し、債権放棄のアナウンスはメインバンクの株価に有意に正のインパクトを持つようになった。

以上の第1章から第3章の結果は、伝統的なメインバンク主導の企業救済の機能不全が、日本の不良債権問題の長期化の一因であったことを強く示唆するものである。1990年代後半において、ほとんどの日本の大手銀行の自己資本は長年の不良債権処理によって大きく毀損し、もはや大きな債権放棄負担を担う体力が限られていたにも関わらず、企業との長期継続的な関係性を持つメインバンクが非対称に大きな損失負担を担う古い配分ルールに基づいて過剰債務問題を解決する役割を担わざるを得なかった。こうした債権放棄負担における非対称に大きな負担は、財務状態の脆弱なメインバンクにとって、顧客企業の過剰債務問題を迅速に処理しようとするインセンティブを大きく削ぐこととなり、伝統的な銀行主導の企業救済の有効性は大きく損なわれた。メインバンクの負担を大幅に軽減する債権放棄負担の新しい配分ルールは、2003年の産業再生機構の出現まで、銀行部門が自発的に導入することはなかった。結果として、1990年代から2000年代前半にかけての日本経済では、企業の過剰債務問題と銀行の不良債権問題が長期化し、大企業においてソフトな予算制約が顕在化した。

第4章と第5章は、銀行部門が顧客企業にソフトな予算制約を継続することのコストについて日本の大手銀行の破綻処理方法の相違に着目したケーススタディを行っている。

銀行破綻は様々な負の影響を顧客企業に与えるが、そうした負の影響が中長期的にどのように軽減されるかは、破綻銀行を引き継いだ新銀行の融資戦略に大きく依存する。第4章では、日本の大手銀行3行（拓銀、長銀、日債銀）の破綻に注目し、新銀行引継ぎ後の上場している顧客企業のパフォーマンスを倒産件数及び株価の推移によって検証した。新銀行が不良企業を短期間に集中的に淘汰するショック療法を採用した長銀顧客企業は、倒産件数の劇的な増加に直面したものの、存続企業の株価は新銀行引継ぎ後に顕著に改善した。一方、新銀行がソフトな予算制約を継続した日債銀顧客企業は、倒産件数の増加に直

面しなかったものの、存続企業の株価も低迷したままだった。この結果は、ショック療法とソフトな予算制約のどちらを採用するのかという銀行の融資戦略の選択が、日本の大企業の不良債権問題に顕著に相違する帰結をもたらしたことを示唆している。

こうした銀行によるショック療法の効果は大企業と中小企業の顧客企業で大きく異なる可能性がある。大企業は多様な資金調達手段を持つものの、中小企業は極めて少数の銀行からの借入に依存するのが一般的だからである。第5章では、非上場の中小企業を含む大規模データベースを用いて、長銀と日債銀の顧客企業に注目し、銀行破綻以降に起こった様々なイベントが、大企業と中小企業の顧客企業の会計上の利益率に異なる影響を与えたかどうかを検証した。ショック療法に直面した長銀顧客企業の中で、大企業の利益率は顕著な改善を示したものの、中小企業の利益率は改善しなかった。対照的に、日債銀顧客企業のうち、新銀行が融資関係を打ち切った中小企業の利益率は顕著に悪化した。以上の結果は、ソフトな予算制約のコストは大企業にとっては極めて大きなものである一方で、中小企業にとっては銀行との融資関係が継続される便益と比較するとそれほど大きなものではない可能性を示唆している。