

論文審査の報告

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： 鯉淵賢

論文の内容

1980年代後半の資産価格バブルの崩壊以後、日本経済は長期的不況を経験した。日本経済の「失われた10年」には多くの要因があるものの、不良債権問題が長期的不況の主要な原因の一つであることは広く認識されている。伝統的な「メインバンク・システム」のもとでは、企業が経営危機に陥った場合、メインバンクが「イザというときの貸し手」として顧客企業を率先して救済する傾向にあった。メインバンクの役割は、既存の債権者間の利害調整をスムーズに行い、過剰債務問題に直面した企業を救済することであったとも解釈できる。しかしながら、金融の自由化・国際化や日本経済の構造的な変化によって、日本でも銀行の役割は大きく変容している。そうした中で、メインバンクが従来のように顧客企業を救済するインセンティブも、かなり小さくなったと考えられる。

特に、「ソフトな予算制約」の下で、日本のメインバンクは、財務状態の悪い企業、特に実質的債務超過に陥っていた多くの「ゾンビ企業」への融資を継続する誘因を持っていた。いくつかの先行研究では、銀行は過剰債務を持つゾンビ企業からの債権放棄要請を受け入れ、新規資金を供給し続けていたことが指摘されている。「ソフトな予算制約」は、企業の倒産から生じる一時的な調整コストを減少させるかもしれない。しかし、その一方で、生産性の低い経済主体を淘汰するような市場規律は機能しないままとなる。したがって、主力行が債務超過企業を支援し続けたならば、銀行借入に大きく依存しているきわめて効率性の低い企業が、収益性の低い投資計画を実行し続ける結果をもたらすことになる。逆に、このような状況下において、もし銀行が非効率な企業をすみやかに排除し、健全な企業のみへ貸出を継続するような「ショック療法」によって不良債権問題をいち早く解決していたならば、銀行の顧客企業の市場価値に正の影響を与えた可能性がある

鯉淵氏の博士論文は、このような問題意識から、1990年代後半から2000年代前半にかけて行われたわが国の銀行による債権放棄のあり方やそれによる顧客企業への影響を、詳細なマイクロ・データを用いてさまざまな角度から分析した力作である。博士論文は大きく分けると2つのパートからなる。第一のパートは「私的整理」におけるメインバンクによる債権放棄比率の決定要因およびその変遷に関する分析、もう一つのパートは「ショック療法」の有無が顧客企業に与えた影響に関する分析である。

第一のパートでは、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債権放棄のスキームが標準的であるという最近の日本における債権放棄の現状が示される。同じ金額の債権放棄であっても、大口の債権者の債権放棄

と小口の債権者の債権放棄では企業再生にもつ意味合いは大きく異なるので、債権放棄の際には、小口の債権者を優遇し、大口の債権者がその融資比率以上に負担することはある種の経済合理性をもつ。しかしながら、標準的な「協力ゲームの理論」から債権放棄の際の大口債権者の超過負担を計算してみた場合、大口債権者に顧客企業を存続させることに特別な理由がなければ、その超過負担の大きさは限定的である。このため、「協力ゲームの理論」の観点からメインバンクなど主力行が大きな損失を負担する債権放棄のスキームを正当化するには、メインバンクの「名声 (reputation)」や「情報の優位性」など、メインバンクに顧客企業を存続させる特別な理由を考えなければならないことが指摘される。

論文では、また、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債権放棄の事例と、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が行われている。産業再生機構による支援企業で注目すべき点は、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、事業会社の債権放棄事例に見られたようなメインバンクの超過負担は観察されなかったことである。この結果は、従来の債権放棄事例でメインバンクに大きな超過負担が発生したのとは全くの好対照である。伝統的な「メインバンク・システム」のもとではメインバンクが「イザというときの貸し手」として積極的な債権放棄を行い、過剰債務問題に直面した企業を救済することに成功していたものの、近年、その役割が低下している。今日では、メインバンクが、1回限りのゲームでは到底正当化されない大きな負担を債権放棄の際に負う必然性もなくなっている。産業再生機構の案件で起こった債権放棄の負担比率は、メインバンクの役割が崩壊し、新しい金融システムの構築がされていく中での債権放棄のあり方に一定の示唆を与えるものであることが示唆されている。

第二のパートは、「ソフトな予算制約」と「ショック療法」という2つの全く異なる銀行の経営戦略が、それぞれ、大企業及び中小企業の顧客企業のパフォーマンスの改善においてどのように異なる帰結をもたらしたかを、日本の破綻した大手銀行2行——日本長期信用銀行（長銀）及び日本債券信用銀行（日債銀）——の顧客企業に注目し、分析したものである。分析では、2行の営業が新銀行に引き継がれた後、顧客企業の利益率がどのように変化したかを検証されている。この2行の破綻はいずれも、日本の金融規制当局が「トゥービッグ・トゥーフェイル (too-big-to-fail, 大きすぎるため潰せない)」政策をもはや追求しなくなったという意味で、政策の転換点を示す重要な出来事であった。また、2行はいずれも長期信用銀行で、貸出先も類似していた。しかし、破綻銀行がその後どのような経済主体に引き継がれたかという観点では、この2行は大きく異なる特徴を持っていた。長銀は、日本の金融改革において初めての大膽な試みとして、アメリカ流の経営方針を導入した米系の投資家グループに売却された。これにより、長銀の顧客企業は、「ショック療法」に直面し、新銀行の営業開始と共に劇的な倒産の増加が起こった。対照的に、日債銀は、日本の伝統的な経営慣行を踏襲する国内投資家グループに売却され、その顧客企業には顕著な倒産の増加は起こらなかった。日債銀の顧客企業には、「ソフトな予算制約」が継続された

といえる。博士論文では、2行の辿った異なる経緯が、それぞれ中小企業及び大企業の顧客企業の収益性にどのような影響となって現れたかを検証された。

借り手企業の株価を用いたイベントスタディによって検証した結果によれば、長銀の存続企業の株価に顕著な上昇がみられるものの、日債銀の存続企業の株価には同様の上昇は観察されなかった。この結果は、新銀行による「ショック療法」が、顧客企業の市場価値の改善にとって有益であったことを示している。1990年代後半の日本の銀行破綻における顕著な特徴は、破綻銀行が不良債権問題を先延ばしするために、破綻前に真実の不良債権額を大幅に過少申告していたということである。伝統的な日本の銀行規制や監督行政では、経営の悪化した銀行が問題のある融資先に厳格に対処しなくても済むモラル・ハザードを生み出す環境があった。このため、不良債権が実質的に増大したときでも、不良債権償却のための引当金積み増しが更なる自己資本の毀損をもたらすことを回避するため、銀行は問題のある融資先に追い貸しを続けたことも少なくなかった。追い貸しは、倒産を遅延させて問題の顕在化を回避ために、敢えて問題企業への融資を継続するものだった。論文の実証結果は、このような状況において、もし銀行が大口の借り手に対して「ショック療法」を採用していたならば、不健全な大企業を淘汰し、健全な大企業による効率的な投資を増加させ、長期的に望ましい経済的帰結をもたらしたことを示唆するものである。

もともと、日本の中小企業の資金調達においては、リレーションシップ・バンキングは依然として優位な役割を保持し続けている。したがって、銀行-企業間関係を不安定にする「ショック療法」は、大企業と中小企業に異なる影響をもたらした可能性がある。「ショック療法」のもとでは、銀行による仲介機能を一時的に大きく低下するので、情報の不完全性と契約の不完備性の程度が深刻ならば、「ショック療法」は、代替的な資金調達手段をほとんど持たない中小企業のパフォーマンスには悪影響を与えるかもしれない。第二のパートの最後の実証分析では、この点を上場・未上場企業を含む日本企業50万社の個別企業情報を用いて検証し、「ショック療法」が大企業と中小企業とでは異なる帰結を与えたことを見出している。

評価

以上で要約したように、鯉淵氏の博士論文は、「私的整理」におけるメインバンクによる債権放棄比率の決定要因およびその変遷に関する実証分析と、「ショック療法」の有無が顧客企業に与えた影響に関する実証分析から成っている。いずれも長期的不況を経験した日本経済の「失われた10年」がなぜ発生したかに関して、金融面から明快な解答を導いており、この分野における重要な貢献となっている。特に、鯉淵氏の博士論文で取り扱った分野は、その重要性にもかかわらず、詳細なマイクロ・データを用いた地道な作業が必要なため、これまでに研究の蓄積が少ない。長引く経済の低迷の中で、メインバンクのソフト・バジェット問題が原因の債権放棄も増加したことは、さまざまな研究者によって指摘され

てきたことではあるが、それを実際の債権放棄比率を具体的に計算して地道に分析する作業は以外にもこれまで数少なかったといえる。その点でも、この博士論文の希少価値はきわめて高い。

なお、博士論文のうちいくつかの章が共著論文であることについては、鯉渕氏の貢献がどの程度なのかという意見があった。しかし、この点については、面接における鯉渕氏の解答の明快さや、論文には書かれていないさまざまな関連分野の知識に関する説明から判断して、全く問題ではないということで審査員の意見は一致した。

論文審査の結論

鯉渕氏の博士論文は5つの主要な章からなっており、2章を除く4つの章に関連した論文は、すでにJapanese Economic Review, Pacific-Basin Finance Journal, 『経済研究』、『金融経済研究』という権威ある学術雑誌に publish されている。加えて、上記の評価から明らかかなように、どの章も各分野での明瞭な貢献を含んでおり、それらを拡張した研究は、適当な学術雑誌に投稿すれば、今後も受理される可能性は高い。学会への有意な貢献を含む章が複数あるという意味で、鯉渕氏の博士論文は、本研究科が要求する論文博士の基準を十分に満たしていると考えられる。したがって、この審査委員会は、本論文により博士（経済学）の学位を授与するにふさわしいと全員一致で判断した。

2008年12月1日

審査委員： 福田慎一(主査)
伊藤隆敏
植田和男
柳川範之
松村敏弘