



# 相馬・中島論文へのコメント

2010年12月19日 第12回マクロカンファレンス(一橋大学)

鯉渕賢(中央大学)

1

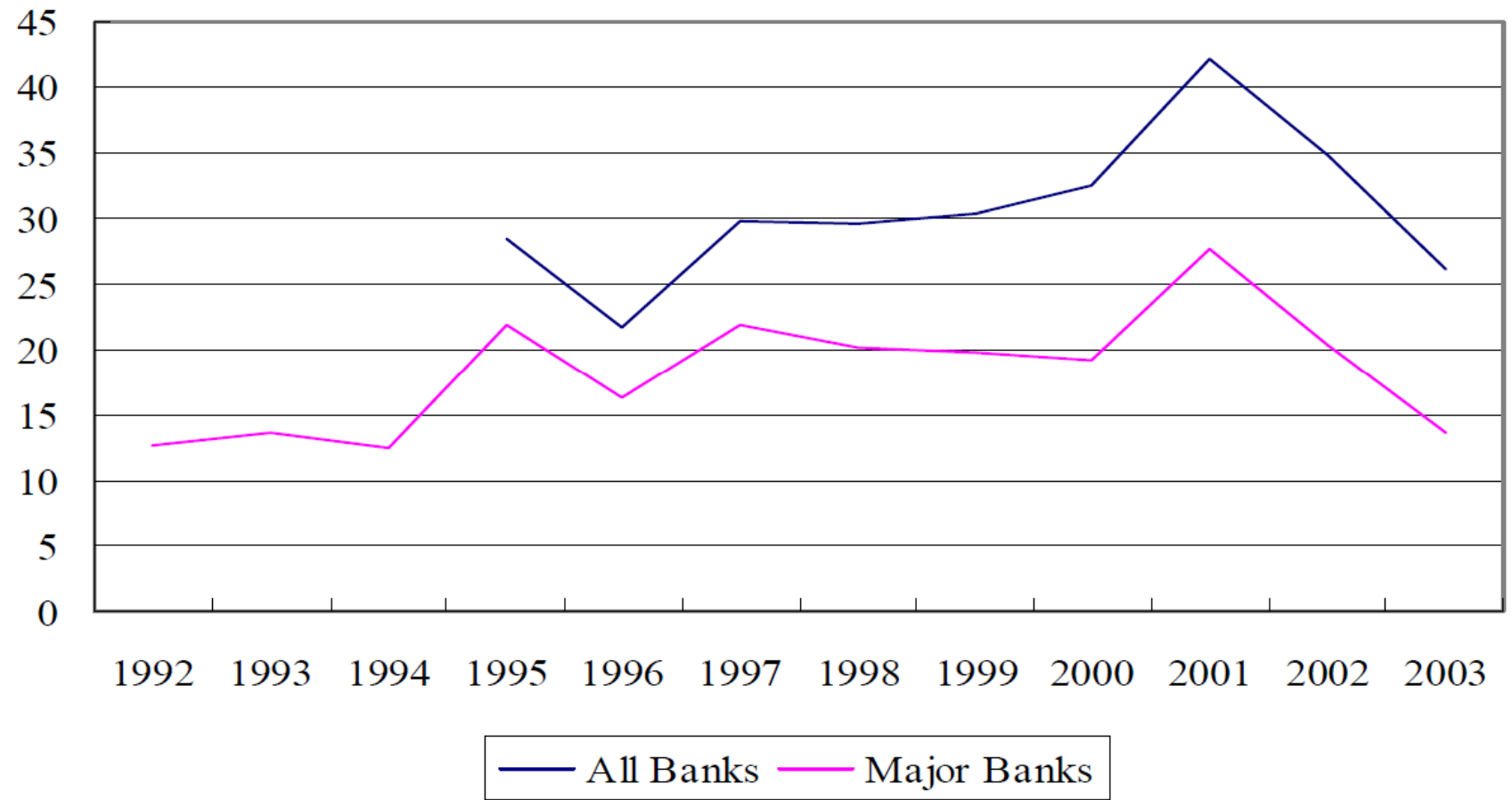
## 論文の意義

- 既存研究と比較して、より厳密な推定方法により、日本の金融危機における公的資本注入の効果を分析
- 米国金融危機等を受けての日本のバブル経済及び金融危機の再検討
  - Shin, Hattori, and Takahashi (2009)

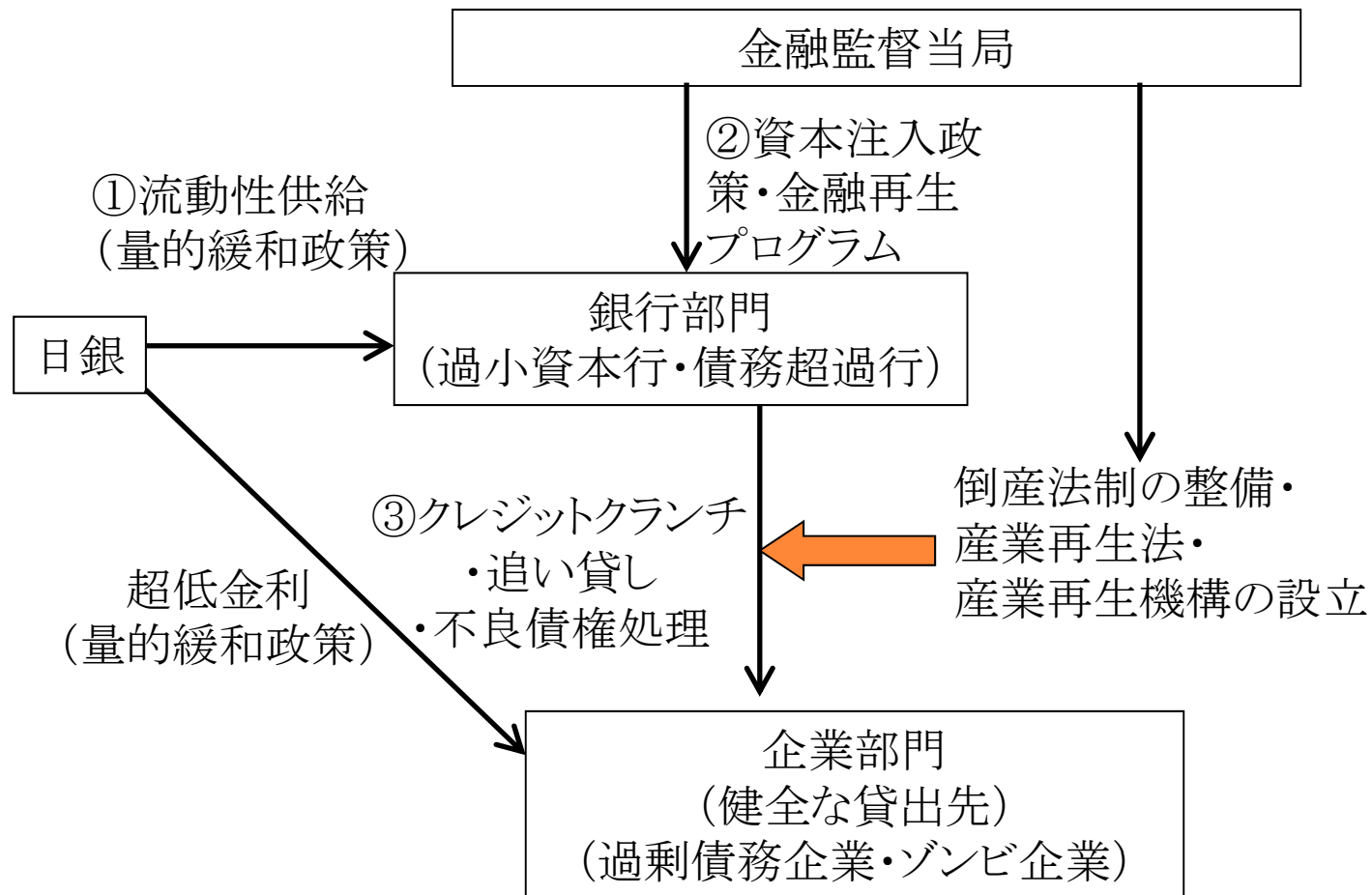
# 日本の不良債権総額

Figure 1. Risk Management Loans

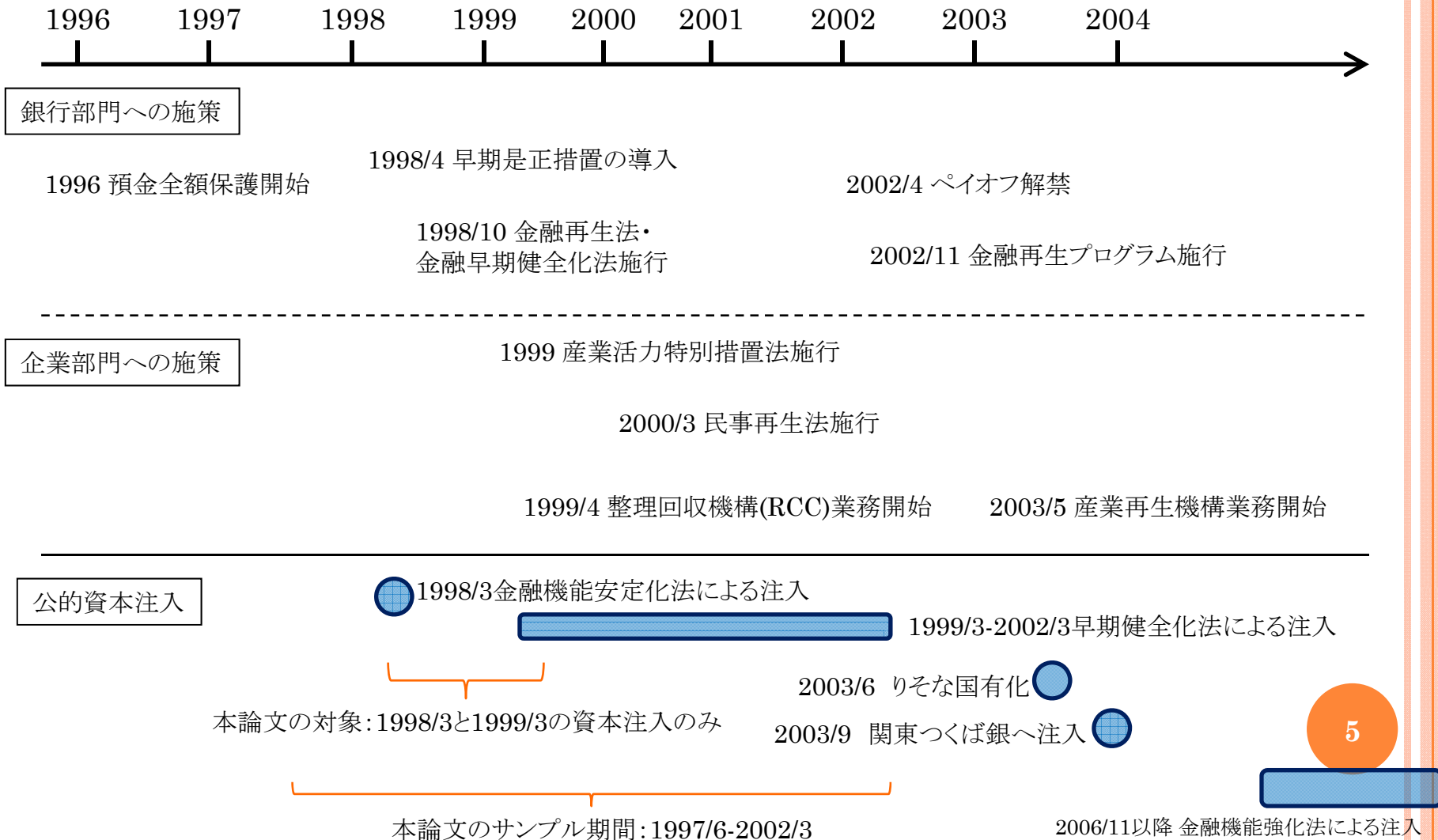
trillion yen



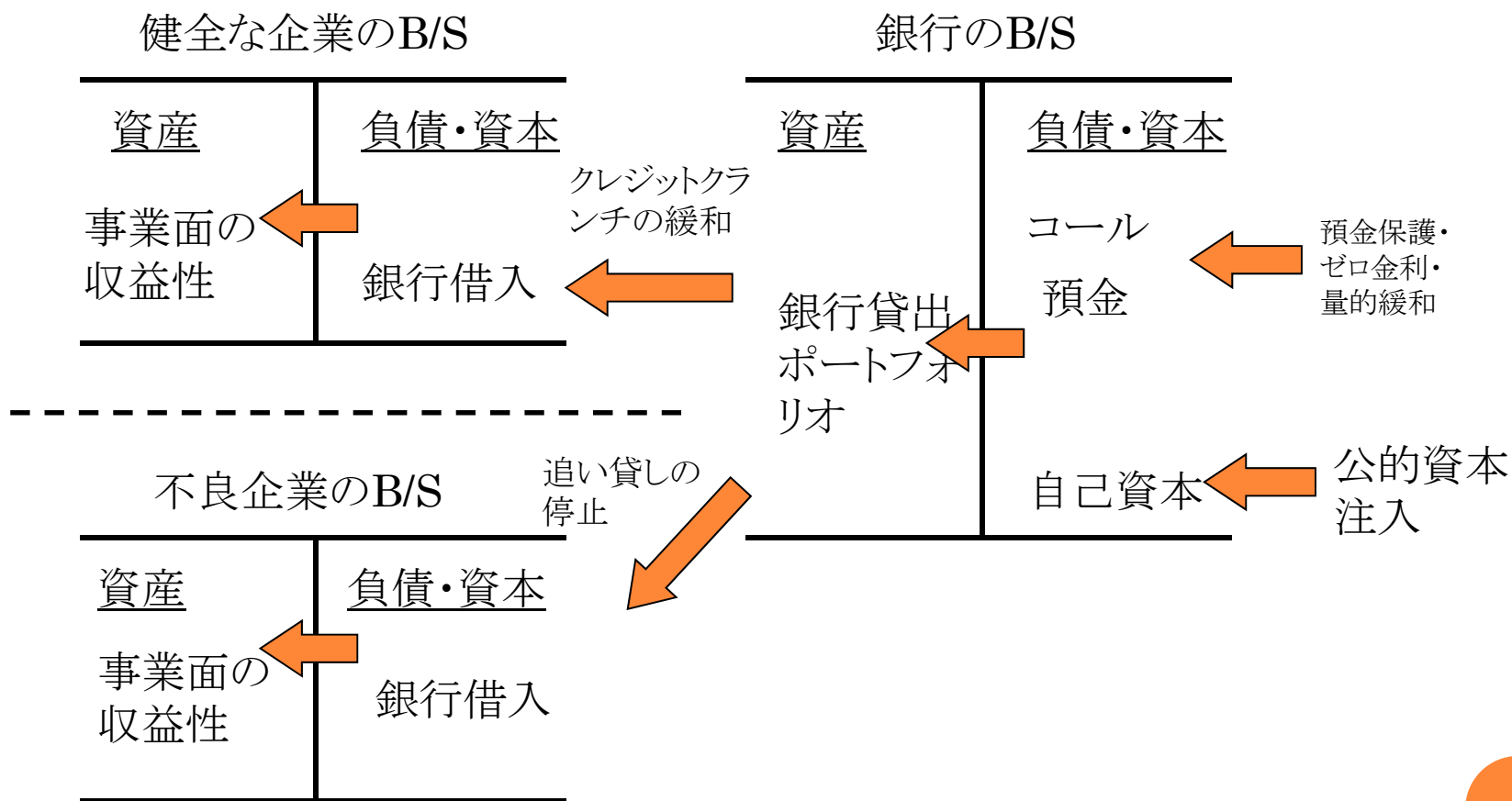
# 日本の不良債権問題の構図



# 日本の不良債権処理への施策の推移



# 公的資本注入の期待された効果



## 適切な不良債権処理のための諸条件

- 銀行部門の負債・資本側の財務状況の改善
  - 公的資本注入等
- 銀行の財務状態の透明性の確保
  - 不良債権の定義の厳格化、会計操作の排除
- 銀行のガバナンス構造の改善
  - 早期是正措置の効果的な運用、市場規律の確保
- 企業の負債側の再編
  - 債権放棄等の企業支援もしくは法的整理の適切な選択
- 企業の事業面の収益性の回復
  - 企業自身のガバナンス構造の改善等

## 日本の公的資本注入の評価に関する論点： コメンテーターの意見

- 最も重要な評価基準は、日本の長期化した不良債権問題の根本的な解決を促進したかどうか。
- 不良債権処理が適切に機能するためには他の多くの条件があり、公的資本注入のみでは難しい。
- 企業部門への貸出の主要な問題がクレジットクランチではなく、追い貸しである場合、単純な貸出量(比率)の増加が適切な評価基準ではない。



## 本論文で検証される論点

- 問題1: 公的資本注入により、注人行の財務リスク(信用リスクや不良債権比率)は低下したか?
- 問題2: 財務リスクの低下によって、銀行の収益性や貸出行動を改善したか?



- 問題3: そもそも公的資本注入により、銀行の財務リスクの低下が銀行貸出を促す素地があったのか? なければ、どのような要因が銀行貸出に影響していたのか?

# 推定方法(問題1・問題2)

## 公的資本注入の効果の推定

$$\text{モデル I: } y_{it} = \alpha y_{it-1} + \beta' X_{it} + \gamma_t t + \delta D_{it} + v_i + \varepsilon_{it},$$

$$\text{モデル II: } y_{it} = \alpha y_{it-1} + \beta' X_{it} + \gamma_t t + \delta_t (t \cdot D_{it}) + v_i + \varepsilon_{it},$$

$$\delta = E(\delta_t) = E(y_{1t} - y_{0t} \mid D_{it} = 1, y_{it-1}, X_{it}, t, v_i),$$

⇒ダイナミックパネルを、二段階の級内推定法により推計

⇒推計される $\delta$ (あるいは $\delta_t$ )が「t時点に注入を受けた状態にある銀行が仮に注入を受けなかった場合の状態と比較した効果」を抽出

## サンプル(論文P.11末～P.12冒頭)

- 第1回公的資本注入(1998/3実施)
  - サンプル期間:1997/6決算～1998/6決算(四半期データ?)
  - 対象銀行数:邦銀103行(注入行21行、非注入行82行)
  - 標本数:303
- 第2回公的資本注入(1999/3実施)(四半期データ?)
  - サンプル期間:1998/6決算～2002/3決算
  - 対象銀行数:邦銀99行(注入行15行、非注入行84行)
  - 標本数:751

## 推定結果のまとめ

- 資本注入⇒財務リスク(倒産確率、自己資本比率)を改善

- 特に、第1回の資本注入の改善効果>第2回の改善効果

⇒ 問題1◎

(⇒横並びでない第2回では注入額の多寡が倒産確率の低下に差異のある効果を持つ傾向)

- 資本注入⇒銀行の収益性(ROA)、貸出比率、中小企業貸出比率には効果なし

⇒ 問題2×

## 推定方法(問題3) 企業別貸出データを用いた推計

モデル III:  $LOAN_{it}^j = \alpha LOAN_{it-1}^j + \beta_1' X_{it} + \beta_j' X_{it}^j + \gamma_j t + v_{it} + \varepsilon_{it}$

⇒金融機関別・貸出先企業別の貸出金データを用いてOLS推計

## サンプル(論文P.17中段)

- 日経NEEDS金融機関別借入金データベースの収録企業の1026社(有価証券報告書を公表している上場企業のみ?つまり大企業のみ?)
- 分析対象となる金融機関数:103行
- 推定期間:1998年3月期~2002年3月期
- 標本数:35749(うち注人行11226、非注人行24523)

## 推定結果のまとめ

- 銀行貸出は、銀行の財務リスク要因や収益性によって説明されず、貸出先企業自身の財務リスク要因や収益性によって統計的に有意に説明される。

⇒ 問題3×

⇒ そもそも公的資本注入による銀行の財務リスクの改善が銀行貸出を増加させる素地はなかった、と結論

## 主なコメント

- ①日本の不良債権問題の全体像を視野に入れた資本注入政策の成否の検討の必要性
  - 資本注入政策のみを取り出した評価の危険性
  
- ②不良銀行の倒産確率の低下は望ましいのか？
  - 銀行破綻の負の影響は大きかったのか？
  - 他の健全行への影響はないのか？
  
- ③中小企業にとっての問題はクレジットクランチであったのか？



## コメント①: 日本の不良債権問題の全体像を視野に入れた資本注入政策の成否の検討の必要性

- 公的資本注入は長期にわたった日本の不良債権問題と銀行危機への多くの施策の一部として実施された。資本注入を行う早期健全化法と破綻処理を行う金融再生法が一体であったように、公的資本注入政策のみを取り出して評価するのは余り意味がないのではないか。
- 本論文で対象とする第1回と第2回の資本注入は時期が1年しか違わず、重複も9行も存在するため、差異を評価しにくいのではないか。
- 銀行危機に関する他の施策が整ってから実施された公的資本注入も多く存在した(次ページ)。特に早期健全化法に基づく1999/9以降の地銀中心の17行、預金保険法危機対応に基づくりそなHDへの2003/6資本注入は規模も大きくサンプルに加えるべきではないか。

## 日本における資本注入(資本増強)実績

- 金融機能安定化法に基づく資本増強(1998/3)
  - 計21行、増強額合計1兆8156億円
- 早期健全化法に基づく資本増強(1999/3-2002/3)
  - 1999/3実施: 計15行、増強額合計7兆4593億円
  - 1999/9-2002/3実施: 計17行、増強額合計1兆1460億円
  - (うち2000/3:新生銀2400億円・2000/10:あおぞら銀2600億円)
- 預金保険法(危機対応)に基づく資本増強(2003/6)
  - 2003/6実施: 1行(りそなHD)、増強額合計1兆9600億円
- 組織再編成促進特措法に基づく資本増強(2003/9)
  - 2003/9実施: 1行(関東つくば銀)、増強額合計60億円
- 金融機能強化法に基づく資本増強(2006/11-2010/3)
  - 2006/11-2010/3実施: 13行、増強額合計3495億円

<出所> 金融庁HP「預金保険機構による資金援助及び資本増強の実施状況」  
[http://www.fsa.go.jp/status/index\\_menu02.html](http://www.fsa.go.jp/status/index_menu02.html)

コメント②: 注人行の破綻確率の低下は望ましいのか? : 日本の銀行破綻の負のインパクトは本当に大きかったのか?

- 実証研究では顧客企業のパフォーマンスへの悪影響は顕著ではない。大企業でも、中小企業でも。明確な破綻処理の枠組みがなく、地域の大銀行であった拓銀破綻における中小企業向け貸出でさえも顕著ではない(堀・高橋(2003)、Hori(2005))
- 少なくとも理論的にはクレジットクランチの最大要因の1つと想定される銀行破綻でさえ、明確なクレジットクランチを引き起こさなかったのだから、資本注入によって銀行の倒産確率を封じ込める政策は必ずしも正当性がない。
- しかも金融安定法成立以降の破綻(特別公的管理)は健全な借り手保護についてのシステマティックな枠組みを備え、さらに不良企業を淘汰する適切な誘因が与えられたと考えられる(長銀⇒新生銀の例、(Fukuda-Koibuchi (2006,2007))

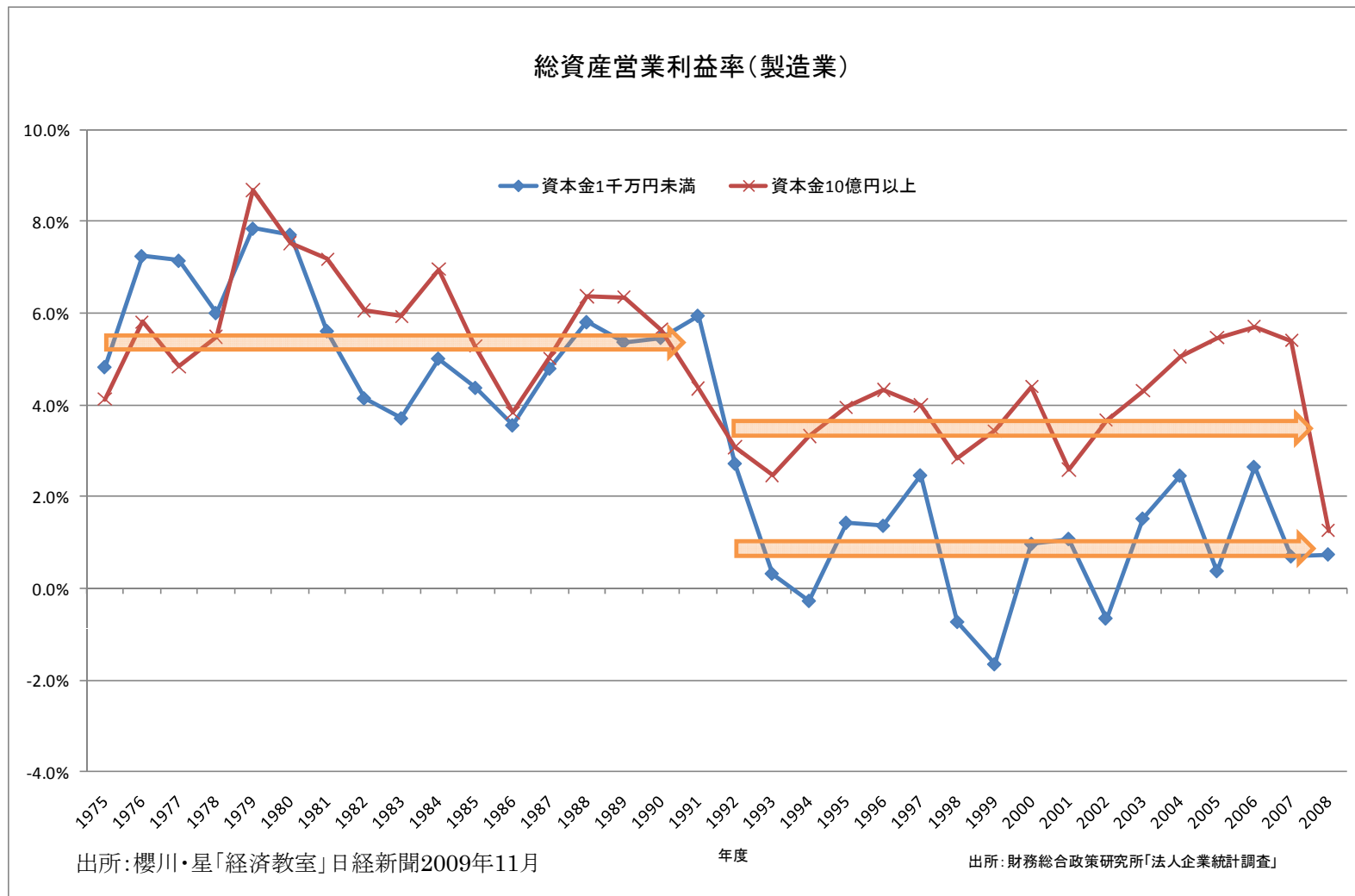
コメント②:注人行の破綻確率の低下は望ましいのか? :他の非注人行への負の影響はないのか?

- 大銀行の破綻を封じ込める政策はむしろ**Too-Big-to-Fail**政策としてみなされ、既存研究では他行への負の影響が検出されている、**Spiegel-Yamori(2004)**。
- 1990年代後半の日本の大手金融機関間で、米国金融危機のような意味での強い相互依存関係は想定できるのか、疑問。したがって、相互依存関係の強さに由来する銀行救済の正当性は低い。
- 注人行のその後の収益性が向上していないのだから、**TBTF**による救済の可能性が強かったと解釈できる。

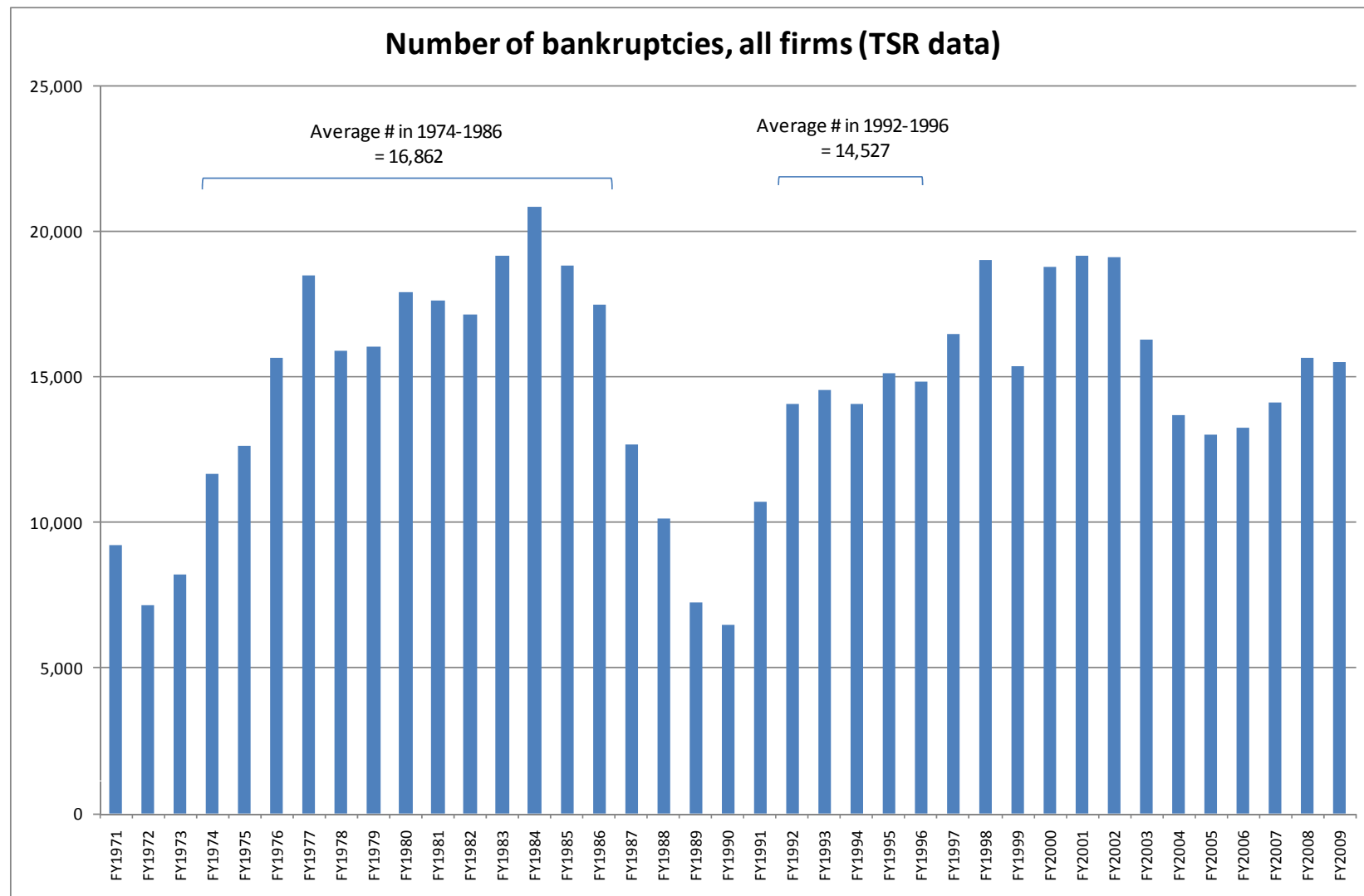
## コメント③: 中小企業は本当に深刻なクレジット クラッシュに直面していたのか?

- 理論的には大企業と比べて中小企業は財務状態が比較的悪く、銀行借入以外の資金調達手段がないため、多くの研究において、クレジットクラッシュの影響を受けやすいと想定されている。
- しかし、1990年代初頭以降の中小企業の収益性の悪化は大企業を上回り、極めて長期に渡っている(次ページ製造業の営業利益率)
- 中小企業への貸出量の趨勢的な減少は、資金需要側の要因が大きいのではないか。

# 大企業と中小企業の営業利益率の推移



# 中小企業の倒産件数の推移



## マイナーコメント

- ①第1回資本注入(1998/3)と第2回(1999/3)の双方ともに資本注入を受けた銀行が9行存在する(論文表1)。これら重複して資本注入を受けた効果は推定において分離される必要があるのではないか。
- ②早期健全化法の下での1999/9-2002/3に資本注入を受けた17行を推計のサンプルから除外(p.12冒頭)しているが、これは明らかに注人行が大銀行に偏るバイアスを生じさせているのではないか。
- ③第4節のモデルIIIの推計は銀行の融資先の中でも上場企業(大企業)のみをサンプルにした推計ではないか。その場合、中小企業貸出比率を評価基準として扱っている第3節の議論と必ずしも相容れないのではないか。この部分は別個の論文として議論すべきではないか。



## 参考文献

- Shin, Hyun Song, Masazumi Hattori and Wataru Takahashi, 2009, "A Financial System Perspective on Japan's Experience in the Late 1980s," mimeo.
- 堀雅博・高橋吾行,(2003),「銀行取引関係の経済的価値:北海道拓殖銀行破綻のケーススタディー」、『経済分析』第169号、内閣府・経済社会総合研究所、2003年3月、24-49頁。
- Hori, Masahiro, (2005), "Does Bank Liquidation Affect Client Firm Performance? Evidence from a bank failure in Japan," *Economics Letters*, Vol. 88 (3), September 2005, pages 415-420.
- 櫻川昌哉・渡辺善次(2009)「日本の金融改革の評価ー市場はどう見ていたのか?ー」*経済研究*, vol.60, no.1.
- Spiegel, M. and N. Yamori (2004) "Evolution of Bank Resolution Policies in Japan: Evidence from Market Equity Values", *Journal of Financial Research*, vol.27(1), pp.115-132.
- 奥山英司(2010)「公的資金による資本増強が金融機関のリスク評価に与えた影響ー株価データによる分析ー」『金融調査研究会報告書(44)』第4章, 金融調査研究会.