

博士学位請求論文審査報告書

著者名：澤田充

論文題目：金融危機の実証分析

1. 論文の概要

澤田充氏の学位請求論文は、日本における金融危機を実証的に検討しようとするものである。この論文では、1990年代の金融危機と1920年代の金融危機を統一的な視点から分析し、それによって2つの異なる時期における金融危機の共通点や相違点を明らかにしようとしている。論文は序章に続く第2章から第5章までの4つの章が戦前期の分析に当てられ、後半の3つの章（第6章から第8章）が1990年代の分析に当てられている。

第2章 戦前期における金融システム不安と機関銀行

第3章 銀行統合政策の効果：1927年銀行法の評価

第4章 戦前日本における銀行産業の構造変化と機関銀行の衰退

第5章 金融危機下における銀行のポートフォリオ選択：戦前

第6章 金融危機下における中小企業の資金調達

第7章 中小企業の金利決定に関する実証分析

第8章 銀行統合と企業向け融資

2. 各章の詳細な評価

第2章

第2章は戦前期における機関銀行関係に焦点を当て、それが金融システムに与える影響を定量的に分析している。機関銀行については、関連企業への情実的な融資があり、それが金融システム全体の安定性を損ねたとの指摘がなされることが多い。しかしそれらの根拠は定量的なものではなく、説得性に欠ける面があった。澤田氏の研究では、銀行と企業の関係を役員兼任関係で定量的に把握するという新しいアイデアを打ち出し、新しいデータを構築する。兼任構造をこのように数量化した上で、兼任関係の存在は銀行のパフォーマンスを悪化させる傾向があったことを回帰分析により明らかにしている。

機関銀行という重要なテーマを定量的に分析する道筋をつけたという意味で本章の分析は先駆的なものであり、この分野の研究方法を変える画期的なものである。その意味で本章の貢献は非常に大きいと評価できる。ただし、先駆的な研究であるがゆえに、いくつかの点で不十分な面も残されている。第1は役員兼任関係の内生性の問題である。本章では結果の頑健性をチェックする一環として内生性に対する一定の対処を行っているがその分析は必ずしも説得的でない。第2に、本章の分析では兼任関係と銀行のパフォーマンス

スの相関を見た上で、兼任関係の存在が質の悪い融資を生み、それがパフォーマンスを悪化させた結論している。しかし実際には、質の悪い融資が行われたか否かのチェックはできていない。分析作業と結論の間に距離がある。第3に、キー変数である兼任数について規格化がされていない。また、兼任数ゼロとそれ以外のケースを明確に区別することも重要である。特に、第1と第2の点については今後のさらなる研究を期待したい。

第3章

1927年の銀行法施行に伴って最低資本金の基準が導入され、それをクリアできない銀行は統合を余儀なくされた。第3章の目的は、このような「政策的」統合の効果を調べることである。澤田氏が特に注目するのは、「政策的」統合と、民間の自発的な意思で行われる「戦略的」統合とが、統合後のパフォーマンスにどのような差を生むかである。

澤田氏の仮説は、政策的統合は政府主導であり、そのため十分な経済合理性のない統合が多く、したがって事後のパフォーマンスも悪いというものである。この仮説は、このイシューに関する通説であり、澤田氏はそれをデータを用いて吟味し、確かに政策的統合は戦略的なものに比べ成果が挙げられなかったという結論を得ている。

政策的統合という、ある意味での経済実験に着目した点は高く評価できる。また、データに基づく吟味も堅実であり、一定の説得力をもつ。しかし、政策的統合と戦略的統合の違いの理論的な整理が必ずしも十分ではなく、そのために回帰分析の結果の解釈が難しくなっている面がある。例えば、戦略的統合のひとつの理由としては、経営者が自らの保身のために統合の意思決定を下すという考え方がある。これは政策的統合にはない特徴であり、両者を区別する重要な違いである。しかしその点についての澤田氏の認識は十分でなく、分析の魅力を殺いでいる。また、1927年当時の統合と最近の統合を比較するという視点も欠けている。本章の分析作業の過程で構築した貴重なデータセットを活用しこうした重要な質問に答えていくことが今後大いに期待される。

第4章

第4章「戦前日本における銀行産業の構造変化と機関銀行の衰退」は、機関銀行関係の解消過程を1920-30年代における銀行産業の構造変化と関連付けて検証を行ったものである。機関銀行関係が貸出の健全性にとって大きな弊害であったのであれば、機関銀行的色彩の強い銀行は、他の事情を一定として市場から退出を迫られる可能性が高く、結果的に機関銀行関係が排除されることが期待される。そこで、第2章で観察された、役員兼任関係と銀行のパフォーマンスの負の相関関係が時間を通じてどのように変化したのか、また、その変化に対して破綻を通じた市場からの退出や銀行統合はどのような影響を与えていたかについて検証を行っている。その結果、小規模銀行では銀行-企業間の役員兼任関係が弱まっていることが確認された。これら銀行においては、役員兼任関係により事業会社とのつながりが強い銀行ほど破綻を通じて退出する確率が高かったと考えられ、市場淘汰のメ

カニズムにより不健全な機関銀行関係は排除されたものと推測されている。また、統合に参加した銀行は、参加しなかった銀行と比べて大きく役員の兼任数を減少させており、銀行統合の役割も重要であった可能性が高い。更に、統合前に観察された役員兼任とパフォーマンスの負の相関は統合後には消えたのに対し、非統合銀行ではそのような改善は観察されなかったことから、銀行統合が役員兼任関係の性質を改善する効果があったと推測されている。これらの結果から、戦前の日本の金融システム不安定要因であった機関銀行関係は、1920年代から30年代にかけ、効率的な市場淘汰及び集中的な銀行統合を経て、解消方向に向かったと結論づけられている。このように、機関銀行仮説に基づいた仮説が丹念な計量分析によって確認されており、高く評価される。一部の変数に関する推計結果についてはその解釈に関する疑問が審査員より提出されたが、それについても筆者は説得的な解答をしており、銀行におけるガバナンスの役割を戦前の銀行統合による変化と関連させて実証したのもとしてその貢献は十分に高いものであるとの評価で審査員の意見は一致した。

第5章

本章は、戦前の金融危機下における銀行の資産構成の変化の要因を分析したものである。具体的には、1926年から1932年までの銀行の個別データを用いて、有価証券/貸出比率を前年の預金および資本の変化率（あるいは預金/貸出比率および資本/資産比率）に回帰し、預金の減少は有価証券残高の相対的な減少をもたらすことなどを見出している。著者の解釈によれば、預金保険制度がない状況で、預金の減少は銀行の流動性の悪化をもたらし、保有有価証券の売却によって手元資金を確保するように作用した。

金融危機下における銀行の資産選択は、金融システムの安定性および実体経済に影響する重要な研究課題である。特に、戦前の銀行行動を分析し、戦後の分析と比較することにより、預金保険の導入の効果を検証することも可能となる。その点で、本研究の意義は大きい。また、分析手法も、既存研究を踏まえた丁寧なものである。特に、伝染効果をコントロールした分析に基づき、自行のファンダメンタルズに基づく預金流出に対しても、相対的にリスクの高い貸出資産は減少させていないことを明らかにしている点や、有価証券と手元現金の和（対総貸出比率）を被説明変数にした分析に基づき、預金減少に見舞われた銀行は有価証券から手元現金へのシフトを進めたことを明らかにしている点は、ともに預金流出に対して流動性リスクへの対応にとどまっていることを示しており、重要な指摘となっている。

戦前の金融危機の分析は、預金保険制度がないもとでの銀行行動を知る上で、貴重な政策的含意を持つものである。しかし、本稿でのファクト・ファインディングが、戦後の預金保険制度や市場規律に関する分析との比較で、どのような政策的含意をもつものなのか、論文中では十分には明らかにされていない。特に、本稿の分析結果は、自行のファンダメンタルズの悪化に伴って預金が出た場合、銀行は流動性リスクへの対応にとどまって

おり、資産リスク（デフォルトリスク）の減少につながる対応はとっていないことを示唆している。こうした対応は、預金保険制度や自己資本比率規制が存在し、貸出資産の流動化技術が進展した現在にも妥当するものなのか、仮に戦前に特有のものであれば、どういった制度や金融技術の遅れが違いをもたらしているのか、等について明らかにすることが、今後の重要な研究方向であると考えられる。

第6章

銀行と企業が長期的な取引関係を持つこと、すなわちリレーションシップバンキングは、情報の蓄積を通じて企業の資金調達を容易にするという正の効果を持つ反面、取引先銀行にキャピタルランチが生じた場合、企業の代替的な資金調達を難しくするという負の効果を持つ可能性がある。しかし、現実には取引先銀行が破綻した際や、取引先銀行が融資を拒絶した際に、他の銀行が融資を肩代わりするケースが多く観察される。このことは、上のようなリレーションシップバンキングの負の効果を緩和する仕組みが存在することを示唆している。本章は、1999-2001年の日本の中小企業について、そのような仕組みを分析している。

他の銀行によって融資が肩代わりされるためには、取引先銀行（メインバンク）以外の銀行に、メインバンクが保有する企業に関する私的情報が伝達される必要がある。本章は、伝達のチャンネルとして、①企業が事前に他の金融機関との取引を通じて情報を伝えておく（保険効果）と、②メインバンクの経営状態が企業に関する私的情報のシグナルとなる（シグナル効果）の2つを想定している。本章は、中小企業庁によるサーベイデータを用い、①メインバンクによる融資の諾否、②メインバンクが融資を拒絶した場合の他の銀行による融資の諾否という二段階の意思決定モデルを推定している。その結果、事前の取引銀行数が多いほど第二段階での融資承諾確率が高いという結果が得られ、保険効果が確認された。一方、シグナル効果については必ずしも明確ではないが、小規模企業に限定した場合等については確認された。

本章の特徴は、リレーションシップバンキングが潜在的に持つ負の影響に焦点を当て、さらにその影響を緩和する仕組みを分析したことにある。データの制約からこの点に関する実証研究は行われてこなかったが、本章はユニークなサーベイデータを用いることによりこの問題を乗り越え、丁寧な分析を通じて保険効果とシグナル効果に関する興味深い結果を導いた研究であり、高く評価できる。本章が注目していない点として、総じてメインバンクが上場している場合、すなわちメインバンクの経営状態に関する情報がより開示されている場合の方が ρ の絶対値と有意性が大きいという結果がある。シグナル効果に関する論点を補強する結果として強調されてもよいと考える。

第7章

第7章は、日本の金融機関による中小企業向け融資の金利決定に関する詳細な実証分析

を行っている。いくつかの先行研究により、日本の金融機関が融資先のリスクに応じた適切な金利設定をしていないことが指摘されているが、本章はそのような非効率な貸出行動の可能性を中小企業について検証するものである。著者は、中小企業の借入金利から安全利子率を引いたものを金利スプレッドと定義して、それが信用リスクと明確に対応しているかどうかを検証する。借入金利は支払利息・割引料を借入残高で除したものであり、長期金利と短期金利の加重平均として、ストックベースで測定される。安全金利は2つの方法で推計され、それに応じて2種類の金利スプレッドが計算され、分析に用いられる。信用リスクを示すデフォルト確率（1年以内にデフォルトに陥る確率）は、本章で用いられたデータを提供するCRD協会が、多数の財務指標に基づいて算定したものをを用いる。

中小企業約40万社を対象にする分析の結果、金利スプレッドが信用リスクと一対一の対応関係を持たず、金利のミスプライシングが生じていることが示された。その原因のひとつとして、金融機関が企業のリスクを正しく評価できないことが考えられる。そこで中小企業の金利スプレッドと財務パフォーマンスの関係を分析したところ、初期時点に金利スプレッドが低い企業の業績はその後相対的に改善している。この結果は、金融機関が融資先の将来の成果を予測して金利を決定していることを示唆している。

日本の中小企業向け融資の効率性を、金利スプレッドに基づいて、膨大なマイクロデータを用いて詳細に検証した研究はこれまでに例がなく、まさにこの点に本章の研究の重要な貢献が見られる。サンプルのセレクション・バイアスや変数の内生性の問題にも、データの制約の中で可能な限り、丁寧な対応がなされており、研究の水準は高い。しかし、金融機関による金利決定が長期的な視点から行われているとしても、金利のミスプライシングの原因として、存続見込みのない企業への「ゾンビ貸出」の可能性は否定できない。著者も認める通り、このようなゾンビ貸出を、リレーションシップ・バンキングに基づく合理的な金利平準化と厳密に識別して検証することが、今後の課題として残されている。

第8章

本章は、日本の戦後の銀行統合が中小企業向け融資に及ぼした影響を分析している。まず、クロス・セクション分析に基づき、日本ではアメリカと異なり、大銀行の中小企業向け貸出比率が高いというファクト・ファインディングを行っている。著者は、その要因として、銀行内部の組織構造の違いと、借り手企業側の要因があることを指摘している。次に、実際に統合した都市銀行の事例（4ケース）を取り上げたダイナミック分析に基づき、統合によって中小企業向け融資が減るという仮説は支持できないことを明らかにしている。

銀行統合が中小企業向け融資に及ぼす影響については、欧米ではすでに先行研究があるものの、本論文は日本における研究の先駆的存在として、意義深い研究になっている。アメリカにおける既存研究をしっかりと押さえたうえで、日本の分析に基づいて明確な主張を行っている。また、それぞれの分析が全体として整合性のとれた結論を導いている。

本章は、日本におけるこの分野のパイオニアであり、まだ統合銀行のサンプル数も少な

いなかで行われたものである。したがって、本研究がなされた時点では、回帰分析などを行うには十分なサンプル数が得られていない。しかし、その後、銀行統合の事例も増加し、新しい事例を含めて銀行統合の効果を分析した研究が表れつつある。それらの新しい実証分析も、本研究結果を支持しているが、一方、アメリカでは、統合後の銀行は中小企業向け融資を減らす傾向にあるという分析結果が報告されている。こうした日米の違いが生じる要因について、本稿では、日本の銀行は支店に多くの融資担当者を配置し、効率性より規模の拡大を追求するような組織体制を造り上げてきた結果であり、その背景には銀行業に対する参入規制があったのではないかと推測している。こうした推測が妥当かどうか、より最近の事例も含めて豊富なデータをもとに分析できれば、金融規制や競争政策の観点から重要な示唆が得られるであろう。

3. 全体の評価

戦前期の金融危機に関するこれまでの研究は史実を明らかにすることに主眼をおくものが多く、データの取り扱いや分析の枠組みは、現代の金融危機を分析する場合と異なっていた。そのため、危機の発生原因、拡大経路、实体经济への波及経路などを現代の金融危機と比較することは容易でなかった。澤田氏の一連の研究は1920年代と1990年代の金融危機を統一的な視点から分析することによりこれを可能にしたという点で貢献が大きい。審査の過程では、1920年代と90年代の共通点、相違点について深い理解に到達していないなどの指摘もあった。しかしそれは必ずしも本論文の価値を損なうものではない。両時期の本格的な比較は、澤田氏がこれから取り組むべき重要なテーマであり、今後の成果を期待したい。

一連のプロセスでの審査を踏まえ、審査委員一同の総意として、一橋大学博士（経済学）を授与されるべき資格を十分有していると判断する。

2008年6月10日

岡崎哲二

岡室博之

小田切宏之

細野薫

渡辺努