

金融危機の実証分析：1920年代と1990年代*

要旨

本研究では、日本の金融危機に関するこれまでの実証研究を1920年代の危機と1990年代の危機に分けてサーベイを行い、日本の金融危機の発生・進展メカニズム、政策的対応、实体经济への影響について整理している。さらに、先行研究を踏まえた上でマイクロデータによる分析を中心に、今後の研究の可能性について展望を行っている。

日本大学経済学部

澤田 充**

* 本研究は、一橋大学博士学位請求論文『金融危機の実証分析』第1章「金融危機実証分析：1920年代と1990年代」を加筆・修正したものである。

** sawada.michiru@nihon-u.ac.jp

1. 問題意識

戦後一貫して成長を続けてきた日本の銀行産業は、1990-91年の資産価格の崩壊とともに陰りを見せ始め、1990年代後半には、北海道拓殖銀行、日本長期信用銀行及び日本債券信用銀行といった大手銀行が破綻に追い込まれるなど戦後未曾有の危機に直面することになった。しかし、より広い視野に立ってみると、銀行部門が危機に瀕する状況は、最近の日本に固有のものではなく、程度の差こそあれ多くの国々で一度は経験している現象といっても差し支えないだろう。実際、Capiroand and Klingebiel (1996)では、1975-2000年の間にシステマティックな銀行危機だけでも112の事例が確認されており、また、これらに関わっている国の数は94にも及ぶことが報告されている。こうした国々には、経済発展が途上段階にあるエマージング諸国だけでなく、先進国の多くも含まれていることから銀行危機がより一般的な問題として認識され、多くの研究者、政策担当者及び実務関係者がこの問題に今まで以上に強い関心を抱くようになった。このような状況を背景として、近年、各国の金融危機のデーターを収集して、金融危機の発生・進展のメカニズムを体系的に捉えようという試みがなされている(Capiroand amd Klingebiel(1996); Demirguc-kunt and Detragiache(1998); Hutchison and McDill(1999))。日本の金融危機の分析に関しては、1990年代の金融危機の事例を中心に国内外の研究者により進められてきた。また、Hutchison and McDill(1999)が指摘するように、1990年代の日本の金融危機は他国の事例と比べ、銀行産業の危機的状況や実体経済の低迷が非常に長期にわたったこともあり、最近ではこうした日本の金融危機の特異性に関心が寄せられている。一方で、日本は1990年代だけではなく、戦前期、特に1920年代に大きな金融危機を経験している。戦前期の金融危機に関しては、歴史家を中心に数多くの研究が進められた。しかし、これらの研究の多くは、事例研究や叙述的なものが多く、統計資料を利用した数量的な分析についてはかなり遅れている。

本研究の主要な目的は、1920年代および1990年代における日本の金融危機の実証研究を整理し、日本の金融危機の発生・進展メカニズムや実体経済への影響について理解を深めることにある。さらに、先行研究を踏まえ、今後の研究の可能性を探ること試みるものである。

戦間期及び1990年代の金融危機を扱う先行研究では分析の対象時期が必ずしも一致していない。よって、分析対象の範囲を定めるために本研究における金融危機の定義を行う。狭義の金融危機として、銀行取引が全国的な規模で広がった1927年の昭和金融恐慌や1997-98年の金融機関の破綻が集中した時期に焦点を当てる研究も数多く存在するが、このような銀行部門を揺がす大きな負のショックが、ある日突然発生したとは考えがたい。実際、戦前及び戦後の金融危機の研究では、資産価格の崩壊が契機となり銀行部門が多大な不良債権に苦しめられる状況がしばらく潜伏期間として続いた後、何らかのショックにより銀行部門の危機的状況がパニックという形で一気に表面化したと考えられている。よ

って、本研究における金融危機とは 1927 年や 1997-98 年といった金融機関の相次ぐ破綻が観察された時期に限定するのではなく、不良債権などにより銀行部門のパフォーマンスが大きく悪化している状況も含めるものとする。具体的には 1920 年代全般及び 1930 年代初頭、また戦後については 1990 年代後半から 2000 年代初頭とする。前者に関しては、1920 年の反動恐慌以降、1920 年、1922 年、1927 年、1931 年の 4 度にわたる金融恐慌があったことが多くの歴史的研究で指摘されており、岡崎(1993)は、1910 年代末から 1920 年代にかけ安全資産と危険資産の差が高止まりしていたことを示している。後者に関しては、住専の問題が深刻な政治的問題として表面化したのが 1995 年であり、また、ジャパンプレミアムに反映されたように海外投資家による日本の銀行の信用が失墜し始めた時期でもある。

次に、戦前期および 1990 年代以降のデータを用いて、2 つの金融危機を概観する。まず、図 1 には、金融危機前後の株価の推移が示されている。戦前に関しては、第一次世界大戦中及びその直後のブーム(バブル)が 1920 年の反動恐慌により崩壊し、株価はこの時期に急落していることが読み取れる。一方で 1990 年代に関しても、1990 年代初頭のバブル崩壊により株価が大幅に急落している。すなわち、金融危機が表面化する前に資産価格が崩壊するという点に加え、その後のパニック的な状況に直面するまで一定期間を経ているという点は両者に共通の要因であり、他国の事例とも類似している。

また、銀行の破綻状況を比較してみると戦前に関しては、1926 年から 1930 年の間に実質的な破綻で退出した銀行数は 243 あり、1925 年末時点の普通銀行数 1534 行の約 16% にあたる。一方、戦後に関しては 1995-1999 年の間に 13 件の破綻が観察されており、1995 年末の国内銀行数 150 行の約 9% に当たる。このように戦前・戦後の金融危機下で銀行部門における破綻銀行の割合は決して小さくないことがわかる

。また、破綻金融機関の中には有力大銀行を含まれていたことも 2 つの金融危機の共通する大きな特徴である。戦前の金融危機では、台湾の中央銀行でもあった台湾銀行、綿産業の機関銀行的役割を果たしていた近江銀行(預金ランク 13 位)、また華族の出資により設立され規模では五大銀行もしのぐほどであった十五銀行(預金ランク 5 位)が破綻に陥った

1。一方で、戦後の金融危機では、北海道拓殖銀行(総資産ランク 17 位)、日本長期信用銀行(総資産ランク 10 位)、日本債券信用銀行(総資産ランク 13 位)などの都市銀行、長期信用銀行レベルの大手銀行までもが破綻に至った²。最後に金融危機下における預金と貸出の変化についてみてみる。図 2 は、金融危機前後の預金額と貸出額の推移を示している。戦前のケースを見てみると、1925 年までは預金額と貸出額はほぼ同水準で推移しており、その後、貸出額だけが急激に減少し始め、預金が減少したのは 1929 年から 32 年までの 3 年間だけであり、その減少分も貸出額ほど大きくはないことがわかる。貸出額の減少は 1934

1 預金ランクは 1926 年下期決算に基づく。

2 総資産ランクは 1996 年 3 月期決算に基づく。

年まで続いており、その後、緩やかに回復することとなった。戦後については、預金・貸出額ともにバブル崩壊以降も安定に推移しており、1994年から1998年まで貸出額が預金額を若干上回っていた。しかし、98年以降、この関係が逆転し、貸出額の減少傾向が続いている。一方で、預金額については98年以降についても減少傾向は観察されない。銀行部門に対するアグリゲートショックの後に貸出額が預金額と比べて相対的に減少する傾向は2つの金融危機で同時に観察されるものである。また、戦前においては一時的な預金額の減少が観察されたのに対し、戦後では見られなかったのは、戦前には預金保険制度などのセイフティーネットが不十分であったという事情を反映している可能性がある。

2 先行研究

ここでは、戦前期および1990年代の金融危機に関するこれまでの研究について、簡単にまとめておく。

2.1 戦前の金融危機

1920年代の金融危機については、昭和金融恐慌の研究を中心に数多く存在する。ここでは、第一次世界大戦中及び大戦後のブームの崩壊による反動恐慌に1923年の関東大震災といった外性的なショックが加わったことが直接的な引き金であるとしているものの、以下でみるように当時の金融システムが内包している構造的な問題が同時に指摘されている。その中で特に多くの研究で焦点が当てられているのが、銀行産業のガバナンス構造と産業組織の問題である。まず、ガバナンス構造の問題とは、銀行が人的・資本的な側面を通じて一部の事業会社や産業よりコントロールされることを指し、加藤(1957)以来、機関銀行関係として歴史家を中心に研究が進められてきた(村上(1983)、杉山(1976)、石井(1999))。こうした研究では、特定の産業や事業会社にコントロールされる銀行はその関係グループに対してより多くの資金を配分していたことを強調しており、銀行と強く結びついた産業や事業会社が外性的なショックにさらされたとき、貸出ポートフォリオの分散が不十分であったため、銀行の健全性が大きく悪化したことが指摘されている。また、銀行と事業会社が役員兼任などを通じて結びついていた場合、返済見込みが低い案件であっても情実的な側面を重視し、しばしば融資が行われた。その結果として銀行経営を圧迫したことを強調する研究も少なくない(日本銀行(1964)、高橋・森垣(1968)、白鳥(2001))³。更に、高橋・森垣(1968)、山崎(2000)、Teranishi(2000)は、昭和金融恐慌の原因と機関銀行関係を強く結び付けている。

3 重要な資料として、日本銀行(1964)の「諸休業の破綻原因及びその整理」が挙げられる。ここでは、昭和金融恐慌で休業した20銀行について、設立から破綻に至るまでの経緯を詳細に記述しているが、程度の差こそあれ、多くの銀行で関係グループへの融資が回収不能であったことが示されている。

産業組織の問題については、預金保険制度などのセーフティーネットが不十分なもとで小規模銀行が多数濫立する状態であったため産業構造としては極めて不安定であったことが指摘されている。実際、預金取り付けや破綻を通じた市場からの退出は 1900 年代に入ると頻繁に観察されるようになった⁴。Yabushita and Inoue(1993)によれば、1896 年から 1927 年までに確認されているだけでも 16 回の集中的な預金取付けが発生した。昭和金融恐慌に関する数多くの研究は銀行取付けの状況を個別銀行の事例ごとに詳細に記述しているものの、統計的にこの現象を捉えようとしたものは Yabushita and Inoue(1993)、是永・長瀬・寺西(2001)などに限られる。Yabushita and Inoue(1993)は、昭和金融恐慌が発生した 1927 年のデータを用いて、休業の決定要因を分析している。彼らは、財務パフォーマンスの悪い銀行ほど休業に陥る確率が高くなることを示し、この結果を受け、市場による効率的な淘汰が機能していたと解釈している。一方で、是永・長瀬・寺西(2001)は、昭和金融恐慌を第一波と第二波に分割し、第一波に関しては Yabushita and Inoue(1993)と同様の結果を得ているが、第二波に関しては、Diamond and Dybvig(1983)的な自己実現的な預金取付けの要素があったことを否定できないとしている。また、銀行の過当競争とパフォーマンスの関係についても多くの研究対象となってきた(杉山(1976)、伊牟田(1980)、岡崎(1993)他)。杉山(1976)は支店の展開が重要な競争手段となっており、特に競争が激しかった都市部で 2 流以下の銀行が衰退したことを指摘している。岡崎(1993)は地方において都市部の大銀行の進出により地方銀行は優良な顧客が奪われたため、リスクの高い不動産担保融資に手を出さざるを得なかったことを実証的に明らかにしている。また、銀行のパフォーマンスに注目している伊牟田(1980)や寺西(1982)は、規模別にみると特に中規模レベルの銀行に関して極端に財務パフォーマンスが悪かったことを指摘しており、その解釈として中規模銀行は都市部で大銀行との激しい競争にさらされていた可能性を指摘している。銀行産業の市場から退出に関する分析は、岡崎(2002)が 1930 年代のデータを用いて行っている。そこでは退出を統合によるものとそれ以外(破綻・解散)に分け、統合以外の要因で退出する銀行は特に収益性や流動性のポジションが悪かったことを確認している。

上記のように戦間期の金融危機の発生メカニズムやその進展に関してはかなり多くの研究が存在する一方で、それが実態経済にどのような影響を及ぼしたかについての検証は、それほど進んでいない。鹿野(1993)は、Mishikin(1990)で示された米国の事例とは異なり、金融危機時に株価の下落や安全資産と危険資産の乖離はみられず、金融危機の実体経済への影響は限定的であったと結論付けている。一方、岡崎(1993)は、分析期間を広げることで鹿野(1993)とは異なった結果を得ており、戦間期の金融危機がマクロ経済に与えた影響

4 1900 年代初頭のピーク時には普通銀行と貯蓄銀行を合わせて約 2000 の銀行が存在した。

は無視できないことを指摘している⁵。寺西(2004)は、当局が銀行統合を推し進めるために成立させた銀行法が貸出行動に与えた影響を分析している。そこでは府県別データに基づき、統合にともなう減資は、破綻や解散に伴う資本の減少と同程度に銀行貸出を減少させる要因となったことを示しており、金融危機がマクロ経済に負の影響を与えていた可能性を指摘している。一方で、秋吉(2006)は府県別データを用い、昭和恐慌期の預金取り付けが実体経済に与えた影響を検証している。そこでは、預金ショックが銀行の貸出に負の影響を与えていたことが確認されているものの、貸出の減少により実体経済が悪化したという確証は得られていない。

2.2 1990年代の金融危機

1990年代に金融危機の直接的な原因が1980年代後半に急騰した資産価格が崩壊したことに端を発することは多くの研究者によって指摘されている(Hoshii and Kashyap(1999), 植田(2001), 櫻川(2002)他)。櫻川(2002)は、不動産価格の下落が金融危機を誘発し、実体経済に波及していくメカニズムに関する理論モデルを用いて示している。一方、Hutchison and McDill(1999)は、先進国及び途上国を含む97カ国を対象に金融危機の発生メカニズムを実証的に分析している。そこで金融危機の発生には資産価格の下落が重要な役割を果たしていることが確認されている。推計されたモデルを日本のデータに当てはめたところ、1990年代前半に金融危機が発生することが予測されており、1990年代の日本の金融危機の発生メカニズムには他の国の金融危機と比べて特異な点があったとはいえないことが指摘されている。しかし、金融システムの健全性や実体経済の低迷がその後長期にわたり回復に向かわなかったという事実は他の国の事例と著しく異なることも同時に述べられている。

では、何故、金融危機がここまで深刻な問題に発展したのであろうか。この問題に関しては、これまで幅広い角度から多くの研究者によって重要な論点が提供されている。Hoshi and Kashyap(1999)は、次のような銀行規制の構造的な問題点を指摘している。1980年代後半に社債市場の規制が大幅に緩和されたことから優良企業の大手銀行離れが加速する中で、家計部門のポートフォリオを大幅に変化させるような規制改革は行われなかった。よって、銀行部門に依然として資金が流入し、各銀行は慢性的な運用難に陥った。そこで、多くの銀行は新しい運用先として不動産融資や中小企業向け融資に傾斜することとなり、結果的にそれらの多くが不良債権となったというものである。また、金融危機をより深刻なものとした要因として政府が不良債権問題の抜本的な解決を先送りにしたことを指摘す

5 鹿野(1993)は、ディフュージョン・インデックス、マネーサプライと金融恐慌の変数として郵便貯金の預け入れ額の3変数によるVARモデルを1921-1936年のデータを用いて推計を行っている。岡崎は郵便貯金預け入れ額の代わりに金利スプレッドを用いて、更にサンプル期間を1915年まで広げて推計を行っている。

る研究も数多く存在する。日本の金融危機に限定されない議論としては自己資本比率規制の問題点を挙げられる。Dewatripon and Tirole(1994)は、自己資本比率規制は銀行部門へのショックが集計的(アグリゲート)である場合、それを増幅してしまう可能性を指摘している。以下で示す通り、日本の金融危機でも、キャピタルクランチを指摘する研究は数多く存在する。この時期の銀行部門の危機的状況を評価する際に、不良債権比率や自己資本比率などの銀行の会計データではなく、ジャパンプレミアムに注目した研究も存在する(Peek and Rosengren(2001), Ito and Harada(2002))。Peek and Rosengern(2001)は、邦銀のユーロ円及びユーロダラーマーケットのプレミアムが 1995 年前後では邦銀に対して一律に課されていたのに対し、北海道拓殖銀行や山一銀行が破綻した 1997 年には銀行の信用力に応じてプレミアムに差が生じるようになったことを指摘している。また、ジャパンプレミアムは具体的な政策の伴わない政府のアナウンスメントには無反応であるのに対して公的資金の導入や銀行監督体制の強化などの具体的な行動を伴う場合には大きく反応していることを明らかにしている。Ito and Harada(2000)は、ユーロドル市場のジャパンプレミアムを高めた要因として 95 年の大和銀行の不祥事、97 年の一連の銀行破綻、98 年秋に再燃した銀行問題を挙げている。

金融危機の企業や実体経済への影響に関しては、幅広い角度から研究がなされている。まず、銀行の資本毀損により貸出が減少する可能性、すなわち、キャピタルクランチの検証を行った研究を挙げるができる。米国では 1990 年代前半に銀行貸出が大きく減少したが、その時期のデータを用いて盛んにキャピタルクランチの検証が行われている。代表的な仮説として監督当局による銀行のリスクに対する厳格な対応(Peek and Rosenren(1995), Berger et al.(2001))、バーゼル合意による規制の導入(Berger and Udell(1994))、貸し倒れを過度に恐れる銀行のリスクに対する消極的な対応(Peek and Rosenren(1995), Wilcox and Hancock(1998))、リスクを削減したいとする経営上の決定などが挙げられる(Berger and Udell(1994) Wilcox and Hancock(1998),)。Ito and Sasaki(2002)は、BIS規制の導入期である 1990-1993 年を対象に銀行資本と貸出の伸び率について正の相関があることを確認している⁶。また不良債権比率と貸出の伸び率に関しては負の相関を見出している。Montogomoery(2001)は、銀行を国際基準適用銀行、国際基準から国内基準に変更した銀行群国内基準適用銀行の 3 つのグループに分類し、前者 2 つのグループに関しては、バーゼル合意後に自己資本と貸出の正の相関が強くなっていることを確認している。Woo(1999)は 1991 年-1997 年を対象にキャピタルクランチ仮説の検証を行った。推計結果によると 1997 年に関しては、貸出の伸び率と銀行資本に正の相関関係が強くみられ、キャピタルクランチ仮説と整合的な結果を見出している。堀江(2001)では 1998 年のデータを用いて国際基準適用銀行では、貸出の伸び率に対して自己資本

6 Honda(2002)は、1986-1995 年の銀行のデータを用いて、BIS 規制の導入が、国際基準適用銀行及び国内業務適用銀行の双方の貸出を減少させたことを指摘している。

は正で統計的に有意に効いており、不良債権比率は負の影響を与えていることが確認されている。

金融危機が実物経済に与える影響に関して、Yoshikawa and Motonishi(1999)は 1983 年から 1998 年のマクロデータを用いて投資と企業の流動性制約の関係を分析している。彼らの推計によれば、中小企業では、企業の流動性制約が投資に対して負の影響を与えているものの、大企業では、この関係は観察されなかった。一方で Hayashi and Prescott(2001)は、1984 年から 1999 年のデータに基づき、大企業でも中小企業でも金融部門の脆弱性が経済成長の足かせになったという事実を見出すことはできず、むしろ、生産性が低いことが重要な要因であることを指摘している。

企業のマイクロデータを用いて金融危機の影響を捉えた研究として、取引金融機関の経営悪化が企業の投資行動に与える影響を検証したものが挙げられる。これらの研究には、取引銀行が危機に陥った場合、別の金融機関から借入を行うことが容易でなければ企業の投資行動に悪影響が表れるという考えが根底にある。Gibson(1995)は、メインバンクの健全性が取引企業の投資行動に与える影響を分析するために、日本の 1991-1992 年のデータに基づき検証を行っている。そこでは、メインバンクの格付けが高い企業と比べて、それが低い銀行をメインバンクとしている企業は、投資水準が平均的に 30%程度低いことが報告されている。また、Kang and Stulz(2000)は、1986 年-1993 年の日本の上場企業 1380 社を対象として、銀行への依存度と投資水準の関係について検証を行っている。彼らは、特に日本の銀行が困難に陥った 1990-1993 年に銀行借入比率の高い企業ほど株価や投資水準が下がっていることを確認している。しかし、これらの研究は、逆の因果関係、すなわち、企業のパフォーマンスの悪化により銀行の健全性が悪化した可能性も否定できないという問題点も指摘されている。

また、金融危機が企業-銀行間のリレーションシップの価値に与える影響を検証する研究も存在する(Yamori and Murakami(1999),福田・鯉淵(2003),堀(2003),Brewer et al.(2003))。現代銀行論において銀行は企業と継続的な関係を通じてより多くの情報を蓄積することで、新たな融資についての審査やモニタリングなどの面で外部の投資家に対して優越していることが指摘され、銀行-企業間の長期的なリレーションシップの重要性が強調されている(Fama(1985),Dimand(1991))。しかし、この議論を別の角度からみれば、銀行によって獲得された企業の私的情報は、他の投資家に伝達することが困難であるために、銀行が破綻や資本毀損に陥った場合、その取引企業は、他の金融機関から必要以上の金利プレミアムを要求されたり、資金を調達できないケースも考えられる。すなわち、銀行-企業間の長期的な関係は、それが何らかの理由で崩壊してしまった場合、企業側に多大なコストをもたらす可能性がある。この問題を検証する上で金融危機はより良い機会と考えられ、様々な国の金融危機の事例を用いてイベントスタディーによる検証が行われている。たとえば、Slovin, Sushka and Polonchek (1993)は、1984 年に破綻が差し迫った米国のインターコンチネンタル・イリノイ銀行が FDIC によって救済された事例を用いて同

銀行と取引関係にあった 53 社について FDIC による救済が発表された前後の株価の超過収益率を求めている。彼ら推計によれば、破綻が差し迫った時期にこれら 53 社の超過収益は有意にマイナスであり、特に融資面で関係が強かった企業(29 社)について負の効果がみられた。Bae, Kang and Lim (2002)は、韓国の金融危機(1997-1998)データを用いて、銀行部門に対する負の外性的なショックは、取引のある企業にも負の効果をもたしたことを確認している。Ongena and Smith(2003)はノルウェーの銀行危機(1988-1991)の事例を用いて、負の外性的なショックにさらされた銀行の株価は大きく下落しているのに対して、それらの銀行と取引関係を持つ企業の株価への影響は限定的なものであったことが確認されている。Djankov, Jindra and Klapper(2001)は、タイ、インドネシア、韓国を対象にアジア金融危機以降に破綻した 31 銀行と取引関係にある企業 269 社を取り上げ、破綻処理の方法が発表された前後における超過収益を分析している。これらの手法のメリットは Gibson(1995)や Kang and Stulz(2000)の研究の問題点として指摘されている逆の因果関係の可能性を排除できることである。

日本の事例については、Yamori and Murakami(1999)が北海道拓殖銀行の破綻事例を対象に取引企業の株価の変化を調べた結果、破綻発表後にこれらの企業の株価が低下したことを報告している。また、福田・鯉淵(2003)は、北海道拓殖銀行に加え、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の破綻事例を取り上げ、顧客企業の長期的な株価の推移を調べた結果、やはり、これらの企業に悪影響が及んだ可能性を指摘している。一方で、Brew III et al.(2003)は、同様に大手 3 行の破綻事例を対象として、これらの顧客企業の市場価値は悪化したものの、顧客以外の企業も同様に悪化しており、その差は有意に異なることを報告している。加えて、堀・高橋(2003)は、北海道拓殖銀行の破綻後における取引先企業のパフォーマンスを調べ、破綻の影響は限定的であったことを指摘している。

最後に、近年とくに注目されている追い貸しの研究を挙げておく。追い貸しの一般的な定義は、資本既存に陥っている銀行が BIS 規制のクリアーなど一定の資本水準を確保するために、本来清算されるべき企業に対して追加融資を行うことである。星(2000)は、1990 年代に銀行の総貸出が減少する中で収益性が製造業と比べて低い不動産業で融資が増加していることから追い貸しの可能性を指摘している。Hosono and Sakuragawa(2003)は、銀行経営者がその地位にとどまることで非金銭収益を得る状況において、会計上の不備が存在する場合、銀行経営者は銀行の収益よりも自己資本比率規制をクリアーすることを優先する誘因が生まれることを理論モデルによって示している。更に、彼らは、1990 年代のデータを用いてこの理論モデルを検証しており、不動産向け融資比率と自己資本比率に負の相関関係を見出している。杉原・笛田(2002)や佐々木(2000)は、銀行側のデータを用いて不動産業・建設向けの融資比率と不良債権比率の正の相関を確認している。更に、杉原・笛田(2002)は、企業マイクロデータを用いて同様に追い貸しを示唆する推計結果を得ている。

。Peek and Rosengren(2002)は上場企業のデータを用いて、系列グループ内もしくはメ

インバンク関係にある企業に対してはパフォーマンスの悪い企業に対しても融資が増加していることを実証的に示している。更に、最近の研究では、追い貸しなどにより、非効率部門へのポートフォリオの傾斜が日本のマクロ経済のパフォーマンスを悪化させている主要な原因であることを指摘するものも存在する。Caballero

Hoshi and Kashyap(2004)は、市場を淘汰されるべき企業に対して銀行が金利減免などを通じて補助金を与えることで、当該企業の必要なリストラが見送られ、生産性の高い企業の新規参入が抑制される可能性を理論的・実証的に示しており、銀行の非効率な資金配分が産業全体の生産性の悪化をもたらしていることを指摘している。また、銀行の貸出行動は直接扱っていないものの、Nishimura, Nakajima and Kiyota(2003)は、1996年以降、生産性の高い企業が退出し、逆に低い企業が生存していることを示した上で、市場における自然淘汰のメカニズムが崩壊した原因の1つとして銀行貸出の非効率性を挙げている。一方で、Sakai, Uesugi and Watanabe(2005)は、デフォルトによって市場を退出した企業と生存している企業の借入金利を比較した場合、退出している企業が低い金利を享受しているという事実は見出せなかったとしている。

また、Smith(2003)は、貸出契約のデータを用いて、邦銀と外銀の貸出姿勢を比較している。そこでは、邦銀は外銀と比べ、企業のリスクに対して金利プレミアムをあまり変化させていないことを確認している。つまり、良い企業も悪い企業も同じように扱っており、こうした融資姿勢が銀行自身のパフォーマンスを悪化させている可能性を指摘している。

3 終わりに (残された課題)

前節の内容を踏まえ、海外の事例を対象とした研究などを参照し、日本の金融危機の研究において欠けていた視点や問題点を整理し、残された課題について簡単にまとめておく。

3.1 戦前の金融危機

戦前の金融危機の研究全般に当てはまることは、データの制約が大きいために、個別の事例研究にとどまっており、数量的な検証が少ないことである。以下では、データの利用可能性を考慮したうえで、特に重要であると考えられる課題を簡単に述べることにする。まず、戦前の金融危機の研究で特に焦点が当てられてきた機関銀行関係の研究に関しては、銀行と企業の強い結びつきが銀行経営を悪化させるまでのメカニズムが理論的にそれほど明らかではないことがあげられる。例えば、銀行と企業の強いつながりを現代銀行論の枠組みで理解しようとするとするなら、銀行経営サイドは、役員の兼任などの人的関係を通じて関係グループの日々のビジネスに関するより多くの情報を保有することができる。その意味で情報の非対称性の問題を軽減することが可能となり、銀行がその関係グループに融資を行うことは一見するとそれ自体効率的であると考えられる。戦後のメインバンク関係などではむしろ銀行-企業の強い結びつきがエージェンシーコストを緩和するな

どポジティブな側面が強調されている(Aoki(1994); Hoshi and Kashyap(2001))。それでもやはり、より幅広い視野でみると戦前の日本だけが特別な状況であったともいえない。それは、戦前の日本と同様に現在の発展途上国でも銀行が特定の事業会社にコントロールされケースが多く、関係グループに対する融資が焦げ付く事例が頻繁に観察されているからである⁷。すははち、銀行が関係グループに集中的に融資を行うことの評価についてはそれほど単純な問題ではないことを示唆している。こうした状況を背景として最近になって事業会社による銀行支配や関係グループへの融資を理論的・実証的に理解しようとする試みがなされている。Beim and Calomiris (2001)では次のような簡単な例でその問題点を指摘している。総資産が 1000 であり、負債は、株式が 100、預金が 900 によって構成される銀行を想定する。そこで、株式の所有者が 600 だけ融資を受け、それを持ち逃げしたとしよう。このとき、銀行は破綻し、株式の価値はなくなる。ただし、所有者は、 $600-100=500$ だけの利得を得ることとなり、少なくとも短期的に株式の所有者は銀行を通じて不正に利得を上げることが合理的な選択となる。この例はかなりモデルを単純化しているため、株式所有者の利己的な行動の結果として預金者自身が被害をこうむることを事前に予測するならば、銀行が預金者から資金を調達できることを仮定するのは難しいという問題点が存在する。但し、La porta et al. (2003)のようにモデルを少し精緻化することでこうした状況が均衡として起こりうることを示すことができる⁸。

しかし、このような理論に基づき、関係融資の問題を統計的に検証している研究は、データの制約もあることから、限られているといわざるを得ない。数少ない研究の 1 つとして La porta et al.(2003)を挙げることができる。彼らは 1994 年の金融危機以降のメキシコの事例を取り上げて、融資案件別のデータに基づき関係融資がどの程度行われており、また、その条件及びパフォーマンスを非関係グループのものと比較を行っている。ここでは、関係グループへの貸出契約が非関係グループよりも優遇されおり、一方で融資のパフ

7 Beim and Caromiris(2001)は、パキスタン、米国の貯蓄銀行、チリ、ロシア、メキシコなどの国で関係融資が銀行部門に大きな負の影響を及ぼしたことを指摘している。

8 Laporta et al.(2003)は、銀行と事業会社を同時に所有している投資家が存在し、その銀行は、投資家が所有する企業(関係グループ)とそうでない企業(非関係グループ)に貸出を行っているものと仮定する。そこで、経済状態が良いケースと悪いケースのそれぞれの状態において投資家が関係グループの債務を返済させるかどうかの決定を分析している。彼らのモデルでは、経済状態が良いケースは、非関係グループが債務を完全に履行できることから銀行は十分な収益を得ることができるので、投資家は関係グループの借入をデフォルトさせて銀行を破綻させるよりも債務を履行して銀行を存続させた方が利得は高まる。一方で、経済状態が悪いケースでは、非関係グループの不完全な債務履行により銀行から十分な収益を得られないので、投資家は関係事業会社の融資をデフォルトさせる状況が均衡となりうることが示されている。

パフォーマンスは逆に悪かったことを明らかにしている⁹。La porta(2003)以外に、Laeven(2001)では、ロシアの事例をChutatong et al.(2003)はタイの事例を用いてそれぞれ銀行と結び付きが強い企業ほど融資を優先的に受けていることが示されている。しかし、これら2つの研究において、関係融資のパフォーマンスについては詳しく検討されていない¹⁰。したがって、事業会社によって銀行が支配されることの弊害に関して逸話的レベルではかなり多くの事例が存在するものの、実証的な検証となると不十分といわざるを得ない。加えて、日本の戦前の事例を検討することは、発展途上段階にある経済において関係融資は普遍的な問題であることを強く支持するものであり、重要な検証といえる。また日本金融史的な視点でも、機関銀行関係の研究の多くが個別銀行の事例研究にとどまっているという点で、数量的分析を行うことの意義は大きいといえよう。

また、金融危機の影響を分析する上で戦間期の金融システムの構造が大きく変化したことにも配慮が必要である。特に1927年の銀行法の成立とその施行はその後の銀行産業の構造を激変させるイベントであった。銀行法は、全ての銀行に最低資本金を一定期間内に満たすことを義務づけるものであり、原則として単独の増資は認められなかったため、その後、銀行統合が一気に加速する契機となった。この法律の成立の背景には、小規模銀行が乱立する状況が金融システムの安定化を損なう原因であると当局が認識していたことが挙げられる(後藤(1968))。この時期の銀行統合の役割を評価した研究はそれ程多くはない。寺西(1982)では銀行統合により、大銀行グループの関連する企業において重化学工業の導入が加速したことを指摘している。また、上でも言及した寺西(2004)では、銀行統合に伴う減資が貸出の減少をもたらしたことを確認している。白鳥(2001)では都市部の大銀行が郡部の銀行を統合することでその地域の預金を大幅に吸収したため、郡部から都市部への資金の流入を加速させたことを指摘している。しかし、この時期の銀行統合の効果を実証

9 メキシコの民間銀行の貸出の20%以上が関係グループに当てられおり、金融危機後に破綻した銀行は、生き残った銀行と比べて関係グループに対する融資比率が高かったことが示されている。更に、融資契約の内容は、関係グループの金利は非関係グループと比較して平均的に約4%低く、また担保徴求の確率が30%ほど低いことが確認されている。一方で貸出のパフォーマンスについては、関係グループの融資は非関係グループと比べて、デフォルト率が30%以上高く、デフォルト後のリカバリー率についても30%ほど低いことが明らかにされている。

10 Laeven(2001)では1994年の企業データに基づき、事業会社が保有する最大融資銀行の株式の割合とそこからの銀行借入比率及び貸出金利の関係を実証的に分析しており、企業が保有する最大融資銀行の株式シェアが高まる程、その銀行からの融資額が増加するものの、金利水準に関しては無関係であることが確認されている。Chutatong et al.(2003)では、銀行-企業間の結びつきの強さを測るため、企業の所有構造に関してタイの財閥グループ(トップ60まで)が10%以上を占める企業を関係企業と定義している。彼らの推計では、関係企業は、そうでない企業(非関係企業)と比べて、負債に占める長期借入の割合が平均的に10%程度高くなるものの、短期借入については低くなることが確認されている。

的側面から総合的に評価する作業は遅れているといわざるを得ない。従って、金融危機との関連でこの時期の銀行統合を実証的に検討することの必要性は極めて大きいと考えられる。加えて、金融危機と銀行統合の関係は、日本金融史的な意味だけでなく、金融研究全般の中でも重要なテーマとして位置づけることができる。それは、銀行危機後に弱小銀行の救済や破綻銀行の処理のために銀行統合が政策的に進められることがしばしば見受けられるからである。実際、1980年代の米国や1990年代後半の東アジアにおける政府当局は、金融危機後に積極的に銀行統合を進めてきた(Berger et al.,1999 ; Shih, 2003)。こうした政策の背景として、統合は、規模の拡大を伴うので貸出のポートフォリオの分散化を通じて潜在的に信用リスクを下げる可能性を指摘することができる。また、同時に、銀行の所有構造や組織を変化させるので、銀行のガバナンス構造にも変化がみられるかもしれない¹¹。白鳥(2001)は、銀行法の成立を推し進めた当時の大蔵省の意図として、経営規律が確立されている大銀行に事業会社と不適切な関係をもつ中小銀行が統合された場合、その不適切な関係は統合に伴って排除されることを期待していたことが挙げられる。よって、銀行統合が金融システムにどのような影響を与えたかについて幅広く検証することは極めて重要であると考えられる。

戦間期の銀行産業の構造変化のもう1つの側面として忘れてならないのが破綻による退出である。破綻を通じた退出数は1920年代から高止まり傾向にあり、統合とともに銀行数の減少の重要な要因であった。しかしながら、銀行の退出の分析を包括的なデータを用いて行った研究は、岡崎(2002)だけである。岡崎(2002)は上でも述べたとおり、1930年代のデータに基づくものであり、1920年代に急激に増加した時期の検証は行われていない。加えて、機関銀行関係の研究では、個別銀行の破綻事例を詳細に分析しているものが多く、銀行破綻の分析に機関銀行関係が果たした役割を数量的に分析することは重要であると考えられる。更に、機関銀行的色彩の強い銀行が市場を退出したならば、銀行産業全体としては、機関銀行関係が徐々に解消方向に向かうことが予想され、統合とは別のメカニズムで銀行全体のガバナンス構造にも変化が生じる可能性がある。また、銀行が関係グループに対して優先的に貸出を行う形態がみられるのは、現在の発展途上国だけではなく19世紀初めの米国東部や戦前の日本でも同様の形態が観察されており、経済発展が初期段階にある経済ではある程度一般的な現象と捉えることができる(Lamoreaux, 1994)。よって、1920年代以降、機関銀行関係がどのように変化したのか。そして、その変化と銀行統合や破綻はどのように関係づけられるのかについて明らかにすることは日本金融史の文脈

11 Berger et al.(2003)は、大銀行はソフトな情報を扱う取引に優位性がないことを米国銀行の事例を用いて実証的に示した上で、その政策的含意として途上国に多国籍大銀行を積極的に参入させることを奨励している。その意味は、途上国で蔓延している関係融資はソフトな情報に基づくものと仮定した場合、多国籍大銀行のシステムティックな審査体系のもとでは、実行可能でない融資と判断されることが予想されるからである。

にとどまらず、銀行のガバナンス構造の研究全般においても非常に重要な検証といえる。

最後に、戦前の金融危機の影響に関する研究について言及しなければならない。上でも指摘した通り、金融危機の実体経済への影響を実証的に分析した研究は、岡崎(1993)、鹿野・新関(2002)および寺西(2004)などに限られている。さらに、岡崎(1993)、鹿野・新関(2002)はマクロデータを、寺西(2004)、秋吉(2006)はセミマクロデータを用いており、1990年代の金融危機の研究のように、マイクロデータを用いて企業の投資やパフォーマンスへの影響を実証的に分析する研究はこれまでほとんどみられない。戦前期における金融危機の実体経済への影響については、銀行および企業のマイクロデータを用いるなどして、様々な角度から検証することが必要であると考えられる。

3.2 1990年代の金融危機

戦前の金融危機の研究と比べて1990年代に金融危機の研究は理論的・実証的に幅広い議論がなされている。当初は、金融危機の発生メカニズムに関する研究が中心であったが、データの蓄積に伴い、最近では金融危機の進展やその影響に関する研究が盛んに進められている。以下では、金融危機の影響の検証に関するいくつかの論点を整理しておく。

金融危機の影響を企業のマイクロデータを用いて検証している Yamori and Murakaimi(1999)、堀・高橋(2003)、Brewer III et al.(2003)、福田・鯉渕(2003)の一連の研究は、大手銀行の破綻に焦点を当て、その取引先企業のパフォーマンスを調べている。これら一連の研究の背景には、銀行が長期的な関係を通じて外部の貸し手には観察できない企業の私的情報を獲得しており、こうした情報は外部の貸し手に容易に伝達することができないため、銀行が資本毀損や破綻などにより融資が行えなくなると、顧客企業が新たに資金調達することは非常に難しくなることが挙げられる。しかし、これらの研究には、少なくとも2つの問題点が存在する。第一の問題は、公開情報の多い上場企業を対象としていることである。資本市場で資金調達が可能な企業については、取引銀行が情報を独占することによる弊害が、公開情報が少なく銀行依存度の高い中小企業と比べて、深刻でないことが予想される(Solvin, 1993)。よって、銀行の融資が重要な役割を果たす中小企業を用いた検証が必要であろう。第二は株価収益率や財務パフォーマンスに焦点を当てており、実際に企業の資金のオペラビリティや外部資金調達コストを直接テストしているわけではないという点である。また、取引銀行が危機的な状況にあったとしても、近隣の別の銀行から資金を手配できる可能性も存在する。Wilcox and Hancock(1998)は、米国の1980年代後半から1990年代前半のデータを用いて、当時、資本毀損が激しかった小銀行が貸出を減少させる中、大銀行がバッファ的な役割を果たしていた可能性を指摘している。しかし、彼らの研究は、州別の銀行貸出データに基づき小銀行の資本水準と大銀行の貸出の伸び率の負の相関関係を確認しているだけであり、資本毀損に陥った銀行と取引があった企業が別の銀行から資金を供給されているかについて明示的に確認しているわけではないという問題点も指摘されている(Eisenbius(1998))。こうした問題に答えるに

は、取引を行っていた銀行が破綻や資本毀損などに陥って借入ができなかった場合、実際に別の金融機関から肩代わり融資を受けることができたのかについての情報が必要になる。取引銀行が危機的な状況に陥った場合、中小企業のレベルでも、他の潜在的な貸し手は銀行だけに限定されないであろう。例えば、企業間信用がその候補の1つとして挙げられる。実際、米国の研究では金融引き締め期に企業間信用が銀行貸出の代替的な役割を果たしていることが報告されている(Meltzer,1960; Nilsen2002;)。また、ファイナンスカンパニーなどのノンバンクも銀行借入の代替的な役割を担う可能性がある。もし、銀行が危機的状況にある場合、このような貸し手がバッファ的な役割を果たせば、情報の独占によるコストは低くなる。Tsuruta (2003) は、日本の中小企業のマイクロデータを用いて、借入金利が高い企業ほど企業間信用への依存度が高くなるという関係を確認している。ただし、取引銀行に関する情報がないため、危機的状況に陥った銀行の取引企業が企業間信用を代替手段として用いたかどうかについて明示的にテストしているわけではない。特に、アグリゲートショックに直面した場合、企業間信用も伸縮する可能性も考えられる。このように銀行-企業間のリレーションシップと銀行危機の関係についてより理解を深めるためにも、銀行危機の下で企業間信用やノンバンクが果たす役割を検証することの意義は大きいと考えられる。

近年盛んに議論されている追い貸しなどによる資金配分の非効率性に関する研究は、主に銀行側のデータもしくは、上場企業のデータを用いて分析がなされてきた。中小企業レベルの資金調達にも同様の現象が観察されるかについては明らかにされておらず、検証の意義は大きいといえよう。効率的な自然淘汰のメカニズムが崩壊していることを指摘したNishimura,Nakajima and Kiyota(2003)は、中堅・中小企業を含む企業活動基本調査を用いているという点で、銀行の資金配分の非効率性は中小企業にも及んでいる可能性を否定できない¹²。また、Smith(2003)では日本の金融機関はリスクに見合った金利設定を行っていないことが実証的に示されており、さらに、Cabarelllo et al.(2004)は、銀行による不適切な金利プライシングがマクロ経済のパフォーマンスを悪化させている要因であることを指摘している。これらの研究では上場企業のデータが用いられており、中小企業についても同じような検証を進めていく必要がある。すなわち、中小企業向け融資に適切な金利設定がなされているのか、もしそうでないのならばどのような理由によるものなのかについて分析を行うことが重要である。

最後に戦前の金融危機の研究と同様に銀行産業の構造変化を考慮しなくてはならない。1990年代に入って特徴的な変化は銀行産業からの市場退出が頻繁に観察されるようにな

12 一方、追い貸しが起こる典型的な状況は、当該企業への貸出のエクスポージャーが大きく銀行はその企業を破綻させることができないケースであり、上場企業と比べて借入の規模が小さい中小企業に対して追い貸しが起こる可能性は潜在的に低いかもしれない。ただし、中小銀行にとっては、比較的ロットの小さな貸出でもエクスポージャーが大きくなると考えられる。

ったことである。特に大手銀行の破綻や統合により、銀行産業の競争環境や個々の銀行組織が大きく変化したことは注目に値する。大手銀行の破綻の影響はYamori and Murakami(1999)やその後の一連の研究によりかなり多くのファクトが得られているのに対し、大手銀行による統合の影響の検証についてはいまだ蓄積が不十分である。特に欧米では1980年代以降、銀行統合の研究は非常に盛んに行われており、日本の事例を用いた検証は欧米の一連の研究の補完的な役割も果たすことが期待される¹³。

13 日本の事例を用いた銀行統合の研究として、星野(1992)、橘木・羽田(1999)が挙げられる。前者は信用金庫・信用組合の事例、後者は都市銀行の事例を用いて、統合の経営パフォーマンスへの影響を分析している。原田(2005)は最近のメガバンクの統合の分析を行っているが、統合の影響を明示的にテストするに至っていない。信用金庫の合併の影響を分析した最近の研究としては、Hosono, Sakai and Tsuru(2006)などが挙げられる。

参考文献

- 秋吉史夫(2006)「銀行取付が生産活動に与える影響について—昭和恐慌期の分析」『日本経済研究』 55、43-58
- 石井寛治 「百三十銀行と松本重太郎」石井寛治編『近代日本金融史序説』 東京大学出版会
- 伊牟田敏充 (1980)「日本金融構造の再編成と地方銀行」朝倉孝吉編『両大戦間における金融構造』御茶の水書房、3-114
- 岡崎哲二(1993)「戦間期の金融構造変化と金融危機」『経済研究』 44(4) 300-310
- 岡崎哲二 (2002)「銀行業における企業淘汰と経営の効率性」齊藤誠編『日本の金融再生戦略』 中央経済社
- 岡崎哲二(2006)「戦前日本における『最後の貸し手』機能と銀行経営・銀行淘汰」東京大学 CIRJE ディスッションペーパーシリーズ J-145
- 加藤俊彦(1957)『本邦銀行史論』東京大学出版会
- 後藤新一 (1968)『本邦銀行合同史』 金融財政事情研究会
- 是永隆文、長瀬毅、寺西重郎 (2001)「1927年金融恐慌下の預金取り付け；銀行休業に関する数量分析」 『経済研究』 Vol.52, No.4, 315-332
- 櫻川昌哉(2002)『金融危機の経済分析』東京大学出版会
- 佐々木百合、(2000)、「自己資本比率規制と不良債権の銀行貸出への影響」宇沢弘文・花崎正晴編『金融システムの経済学』東京大学出版会、129-148.
- 鹿野嘉昭・新関三希代(2002)「わが国の戦間期における銀行取付にマクロ経済分析」『金融変革期の実証分析』日本評論社 3-32
- 渋谷隆一 (1975)「銀行事故調解題」 経済学論集 (駒沢大学) 1-66
- 進藤寛(1987)「昭和金融恐慌における休業銀行・開店休業銀行の実態と影響」『地方金融史研究』 第18号 101-126
- 白鳥圭志(2001)「1920年代における銀行経営規制の形成」『経営史学』 第36巻 第3号-50
- 杉原茂・笛田郁子 (2002)「不良債権と追い貸し」『日本経済研究』 No.44, 63-87
- 杉山和雄 (1982)「地方的銀行合同の人的側面」 逸見謙三他編『経済発展と金融：理論・政策・歴史』 創文社
- 高橋亀吉・森垣淑(1968)『昭和金融恐慌史』 清明出版部
- 橘木俊詔・羽田明博 (1999)「都市銀行の合併効果」『フィナンシャル・レビュー』 第52号 -176
- 寺西重郎(1982)『日本の発展と金融』 岩波書店
- 寺西重郎(2004)「1927年銀行法の下での銀行の集中と貸出」『経済研究』 55(2) 155-170
- 西村清彦・中島隆信・清田耕造, (2003)「失われた1990年代、日本産業に何が起こったのか？—企業の参入退出と全要素生産性—」 RIETI Discussion Paper Series 03-J-002.

- 日本銀行調査局(1964)『日本金融史資料 昭和編』第9巻、大蔵省印刷局
- 原田喜美枝 (2004)「都市銀行の統合と効率性」,『証券アナリストジャーナル』第42巻
3号 56-71
- 福田慎一・鯉淵賢(2004)「銀行破綻と借り手のパフォーマンス」『経済学論集』第69巻第
4号
- 星野靖雄 (1992)『中小金融機関の合併分析』多賀出版
- 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
- 星岳雄 (2000)「なぜ日本は流動性のわなから逃れられないのか」深尾光洋・吉川洋編『ゼ
ロ金利と日本経済』日本経済新聞社
- 村上是つ(1983)「普通銀行」加藤俊彦編『日本金融論の史的展開』 東京大学出版会
- 山崎廣(2000)『昭和金融恐慌』東洋経済新報社
- Allen, F. and D. Gale. (2000), *Comparing Financial systems*, Cambridge, MA: MIT
Press.
- Angelini,P., Salvo,R.D. and Ferri, G. (1998) "Availability and cost for small business:
Customer relationships and credit cooperatives" *Journal of Banking and Finance* 22,
929-954.
- Aoki, M., P. Sheard, and H. Patrick. (1994). "The Japanese Main Bank System: An
Introductory Overview," in M. Aoki and H. Patrick eds., *The Japanese Main Bank
System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, New York:
Oxford University Press.
- Bae, K.H., Kang, J.K. and Lim, C.W. (2002)"The Value of Durable Bank Relationships:
Evidence from Korean Banking Shocks," *Journal of Financial Economics* 64,
181-214.
- Beim, D. and C. Calomiris. (2001), *Emerging Financial Markets*, Irwin/Mac-Graw Hill.
- Berger, A. N., Kashyap,A.K. and Scalise,J.M.(1995) "The transformation of The
banking Industry" *Brookings Papers on Economics Activity* 2 55-218
- Berger, A. N. and Udell,G.F. and Scalise ,J.M.(1998)" The effect of bank Merger and
Acquisition On small business lending " *Journal of Financial Economics* 50 187-229
- Berger,A.N.,Demsetz,R.S. and Strahan,P.E. (1999) "The Consolidation of the financial
services industry ;Causes, consequences, and implications for the future" *Journal of
Banking and Finance* 23 135-194
- Berger, A., Saunders, A., Scalise, J.M., Udell, J.F., (1998). "The effects of bank mergers
and acquisitions on small business lending" *Journal of Financial Economics* 50,
187--229.
- Brewer III, E., Ganay, H., Hunter, C.W., and Kaufman, G.G. (2003), "The Value of

- Banking Relationships during a Financial Crisis: Evidence from Failures of Japanese Banks," *Journal of the Japanese and International Economies* 17, 233-262.
- Caballero, R., T. Hoshi, and A Kashyap (2004) "Zombie Lending and Depresses Restructuring in Japan," Working Paper.
- Charumilind, C., Kali, R., Wiwattanakantang, Y., (2005). "Connected lending: Thailand before the financial crisis." *Journal of Business*, forthcoming.
- Demirguc-Kent, A., Detragiache, E., (1998) "Financial liberalization and financial fragility," Policy Research Working Paper Series 1917, The World Bank
- Demsetz,R.A. and Strahan,P.E. (1997) "Diversification, size and risk at bank holding companies." *Journal of Money, Credit and banking* 29 300-313
- Detragiache, E., Garellia, P.G. and Guiso, L. (2000), "Multiple versus single banking relationships: Theory and evidence" *Journal of Finance* 55(3), 1133-1161.
- Detragiache, E., (2000), Demirguc-Kent, A. "Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation" *Journal of Monetary Economics* 49(3), 1373-1406.
- Dewatripont,M., Tirole J.(1994) *The Prudential Regulation of Banks*, MIT press
- Diamond, D. and P. Dybvig (1983) "Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity", *Journal of Political Economy* 91 401-19
- Diamond, D. (1991) "Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt" *Journal of Polital Economy* 99 682-721.
- Eisenbeis (1998) "Comment on Hancock and Wilcox" *Journal of Banking and Finance* 22, 1015-1017.
- Gibson, M. S. (1995), "Can bank health affect investment? Evidence from Japan," *Journal of Business* 68(3), 281-308.
- Hancock, D., Wilcox, J., (1994) "Bank capital and the credit crunch: the role of risk-weighted and unweighted capital regulations" *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association* 22 (1), 59--94.
- Hancock, D. and Wilcox, J.A. (1998), "The "Credit Crunch" and the Availability of Credit to Small Business," *Journal of Banking and Finance* 22, 983-1014.
- Hayashi,F. and Presscott(2002)"Japan in the 1990s: A Lost Decade," *Review of Economic Dynamics* 5, 206-235
- Heckman, J.(1979) "Sample Selection Bias as a Specification Error" *Econometrica* 47: 153-161
- Hoshi, T., and A. Kashyap (2001): *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, MIT Press.
- Hosono,K. Sakuragawa,M.,(2004). "Soft Budget Problems in the Japanese Banking

- System" mimeo
- Hosono,K.,Sakai,K. and Tsuru,K."Consolidation of Cooperative Banks (Shinkin) in Japan:Motives and Consequences", RIETI Discussion Paper 06-E-034
- Hutchison,M.,McDill,K.(1999)"Are All Banking Crises Alike? The Japanese Experience in International Comparison"NBER Working Papers 7253.
- Ito, T. and Sasaki, N.Y.(2002) "Impacts of the Basle Capital Standards on Japanese Banks' Behavior," *Journal of the Japanese and International Economies* 16, 372-39
- Ito,T. and Harada K.(2004)"Credit Derivatives Premium as a New Japan Premium" *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 36, no.5
- Kashyap,A.K. (1999)"What should regulators do about merger policy" *Journal of Banking and Finance* 23 623-627
- Kang, J.K. and Stultz, R.M. (2000), "Do banking shocks affect borrowing firm performance? An analysis of the Japanese experience," *Journal of Business* 73(1), 1-23.
- Lamoreaux, N. (1994). *Insider Lending: Banks, Personal Connections, and Economic Development in Industrial New England*, New York, Cambridge University Press
- LaPorta, R. (1997), "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, vol.52-3, pp.1131-50
- LaPorta,R., F. Lopez-Silanes, G. Zamarrip. (2003), "Related Lending" *Quarterly Journal of Economics* 118 p231-268.
- Laeven, L., (2001). "Insider lending and bank ownership: The case of Russia" *Journal of Comparative Economics* 29. 207—229
- Montgomery,H.(2005), "The Effect of the Basel Accord on the Bank Portfolio in Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*,19
- Okazaki, Tetsuji(1999) "Corporate Governance." in *The Japanese Economic System and Its Historical Origins*, edited by T.Okazaki and M. Okuno-Fujiwara, 97-144, New York: Oxford University Press]
- Okazaki, T. (2001) "The Role of Holding Companies in Pre-war Japanese Economic Development: Rethinking Zaibatsu in the Perspective of Corporate Governance," forthcoming in *Social Science Japan*.
- Okazaki, T., (2004) *Selection and imitation in institutional evolution: Analysis of institutional change, 1960-1999*. CIRJE Discussion Paper Series CF-256, University of Tokyo.
- Okazaki, T., Sawada, M. ,Yokoyama,K.(2005)"Measuring the Extent and Implications of Director Interlocking in the Pre-war Japanese Banking Industry" *Journal of Economic History* 65(4): 1082-1115

- Okazaki, T., Sawada, M.(2007)"Effect of Bank Consolidation Promotion Policy; Evaluating the Bank Law in 1927 Japan" *Financial History Review* 14-1 29-61
- Okazaki, T., Sawada, M.,Wang Ke (2007)"The Fall of "Organ Bank" Relationships During the Wave of Bank Failures and Consolidations: Experience in Pre-war Japan", October 2005; forthcoming in *Corporate Ownership and Control*, Vol.5-1
- Ongena, S. and Smith, D.C.(2000) "What determines the number of bank relationships? Cross-country evidence" *Journal of Financial Intermediation* 9, 26-56.
- Ongena, S., David C. S., Michalsen,D. (2003), "Firms and Their Distressed Banks: Lessons from the Norwegian Banking Crisis," *Journal of Financial Economics* 67, 81-112.
- Patrick, H. (1967). " Japan, 1968-1914" in Rondo Cameron(eds.) *Banking in the Early Stage of industrialization. A Comparative Study*, New York: Oxford University Press.
- Peek, J. and Rosengren, E. (1995) "The capital crunch: Neither a borrower nor a lender be." *Journal of Money, Credit and Banking* 27, 625-638
- Peek, J.,and Rosengren, E.S., (1998) "Bank consolidation and small business lending: It's not just bank size that matters" *Journal of Banking and Finance* 22, 799--819.
- Peek, J, and Rosengren E.S. (2001) "Determinations of the Japan. Premium: Actions speaks louder than words." *Journal of International Economics*. 53(2), 283-305.
- Peek, J., Rosengren, E.(2005) "Unnatural Selection:Perverse Incentives and Misallocation of Credit in Japan" *American Economic Review* 95 (4), 1144--66.
- Shih, S.H.M. (2003) "An investigation into the use of mergers as a solution for the Asian banking sector crisis" *The quarterly review of economics and finance* 43 31-49
- Slovin, M. B., Marie E. S., and Polonchek,J.A. (1993), "The value of bank durability: Borrowers as bank stakeholders," *Journal of Finance* 48, 247-266.
- Schaede, Ulrike (2003) "Does Japan Need Specialized Small Firm Banks? The "Middle RiskGap" and Financial System Reform," manuscript, University of California, San Diego.
- Sekine, Toshitaka, Kobayashi, Keiichiro, and Yumi Saita (2003) "Forbearance Lending: The Case of Japanese Firms," *Monetary and Economic Studies*, 21(2), 69-91.
- Smith, D.C. (2003) "Loan to Japanese Borrowers," *Journal of the Japanese and International Economies* 17-3, 283-304.
- Stein,J.C., (2002) "Information production and capital allocation: Decentralized vs. hierarchical firms" *Journal of Finance*, 57(5): 1891-1921.
- Strahan,P.E. and Weston,J.P. (1998)" Small Business Lending and Changing Structure of the Banking industry " *Journal of Banking and Finance* 22 821-845
- Takats, E., (2004) "Banking consolidation and small business lending" ECB Working

Paper No. 407.

- Teranishi, Juro. (1999) "The main bank system" in *The Japanese Economic System and Its Historical Origins*, edited by T.Okazaki and M. Okuno-Fujiwara, 63-96. New York: Oxford University
- Teranishi, J. (2000) "The Fall of the Taisho Economic System" in Aoki, M. and G. R. Saxonhouse eds., *Finance, Governance, and Competitiveness in Japan*, Oxford: Oxford University Press, 2000.
- Tsuruta, D. (2006), "Bank Information Monopoly and Trade Credit: Do Only Banks Have Information of Small Businesses?" forthcoming in *Applied Economics*
- Wang, K., (2004) *Banks under government pressure: A duration analysis of bank exits in pre-war Japan*, in: Wang, K., Ph.D. dissertation, Stanford University, pp.44-72.
- Wheelock, D., Wilson, P., (2000) "Why do banks disappear? The determinant of U.S. bank failures and acquisitions" *The Review of Economics and Statistics* 82(1), 127-138.
- Yabushita, S., Inoue, A. (1993), "The Stability of the Japanese Financial system: A historical perspective." *Journal of the Japanese and International Economics* 7 387-407.
- Yoshikawa, H. Motonishi, T. (1999) "Causes of the Long Stagnation of Japan during the 1990's: Financial or Real?" *Journal of the Japanese and International Economics*, vol.13 p.118-200
- Yamori, N. and Murakami, A. (1999), "Does bank relationship have an economic value? The effect of main bank failure on client firms," *Economics Letters* 65, 115-

図 1

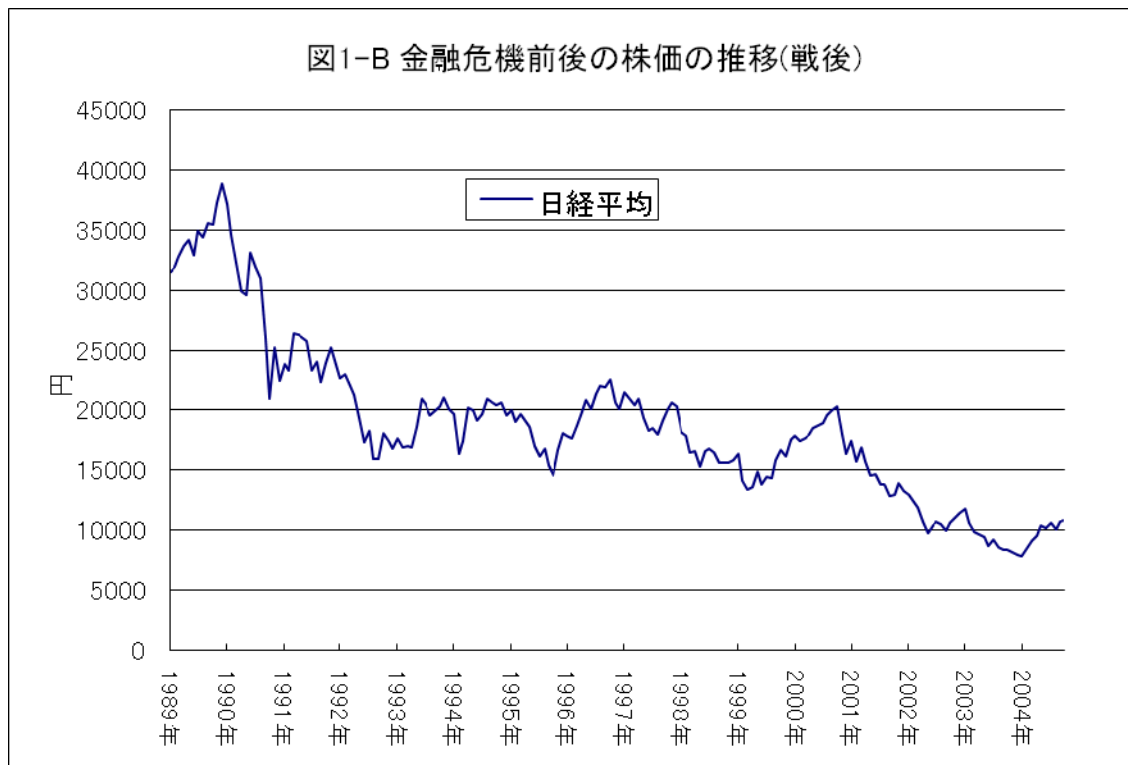
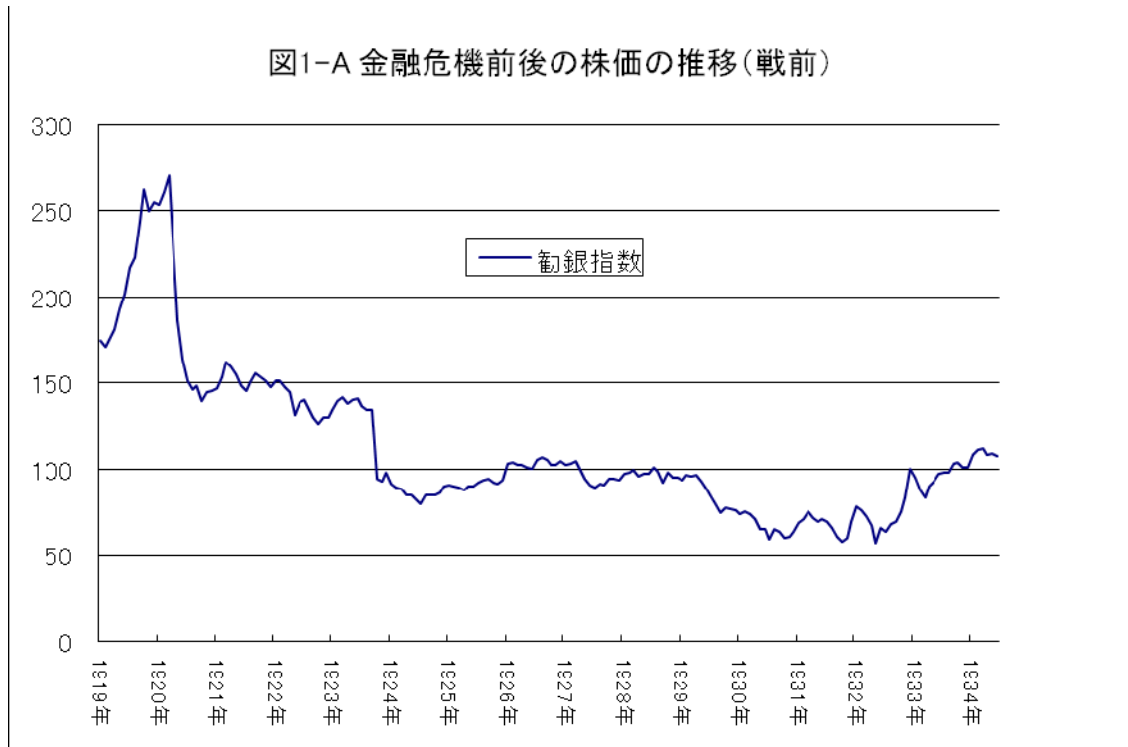


図 2

