

外部取締役が不良債権処理に与える影響の実証的再検討：  
金融論と企業統治論，組織論の融合を目指して  
An Empirical Reexamination of the Effect of Outside Directors  
on Non-Performing Loans: Towards the Synthesis of Finance,  
Corporate Governance, and Management Studies

渡辺 周  
東京外国語大学総合国際学研究院講師  
Watanabe, Shu  
Senior Assistant Professor, Institute of Global Studies,  
Tokyo University of Foreign Studies

May 2021

No.242

# 外部取締役が不良債権処理に与える影響の実証的再検討： 金融論と企業統治論，組織論の融合を目指して

An Empirical Reexamination of the Effect of Outside Directors on Non-Performing Loans: Towards the Synthesis of Finance, Corporate Governance, and Management Studies

渡辺 周

東京外国語大学総合国際学研究院講師

[shu.watanabe@tufs.ac.jp](mailto:shu.watanabe@tufs.ac.jp)

Watanabe, Shu

Senior Assistant Professor, Institute of Global Studies,

Tokyo University of Foreign Studies

[shu.watanabe@tufs.ac.jp](mailto:shu.watanabe@tufs.ac.jp)

## 要旨

本稿の目的は、金融論と企業統治論，組織論の知見を融合させ、不良債権処理に対して外部取締役が与える影響を再検討することにある。より具体的には、外部取締役の影響に関する分析について、①リサーチ・コンテキストを明示することで、より明快な解釈を可能にすることと、②先行研究にもとづく統制変数を追加することで、信頼性の高い結果だと確認すること、③大株主の状況を統制することで、対抗仮説を排除することを行う。

## キーワード：

不良債権処理，コミットメント・エスカレーション，外部取締役，学際的検討

## Abstract

The purpose of this paper is to synthesize the findings of finance, corporate governance and organizational studies, and to re-examine the effects of outside directors on non-performing loan disposal. We reexamine the effect of outside directors by (1) specifying

the research context to allow for a clearer interpretation, (2) adding a control variable based on prior research to confirm that the results are reliable, and (3) controlling the effects of shareholders to eliminate the alternative hypothesis.

## keyword(s)

Non-Performing Loans, Escalation of Commitment, Outside Directors, Interdisciplinary Review

## 1. はじめに

本稿の目的は、渡辺 (2017b) で示された結果について、その頑健性を確認することにある。渡辺 (2017b) は、企業の役員がコミットメント・エスカレーションに与える影響を検討した論文である。コミットメント・エスカレーション、もしくは、単にエスカレーションとは、当初の期待通りの成果を挙げていないか、損失の生じている案件に関して、撤退ではなく、維持を選択することをいう (Hsieh, Tsai and Chen, 2015; Staw, 1997)。渡辺 (2017b) が明らかにしたことのうち、最も重要な知見だと思われるのは、このエスカレーションに対して、外部取締役が負の影響をもたらすということである。通常の企業統治の議論では、外部取締役がもたらす影響は、正であることが想定され、学術的な研究では、その正の影響が有意になるのか否かが中心的に分析されてきた (Rosenstein and Wyatt, 1990; Hermalin and Weisbach, 1991; Bhagat and Black, 2002)。そのため、撤退の意思決定に限定された議論であるとはいえ、外部取締役が負の影響をもたらすことを明らかにした渡辺 (2017b) は驚きをもって迎えられ、一定の注目を集めている。

しかし、渡辺 (2017b) には、少なくとも 3 つの課題が存在する<sup>1</sup>。第 1 の課題は、実証

---

<sup>1</sup> ここで指摘している 3 つ以外にも、課題は存在する。その 1 つは、外部取締役が単に比率の問題として扱われており、どのような取締役が負の影響をもたらしており、逆に正の影響をもたらす取締役はいないのか、という問題は分からないことである。これについては、既に検討した結果の一部が、渡辺 (2020) として発表されている。この渡辺 (2020) の中には、出版に至るまでにタイミングの関係により、本稿で公表する検討成果も、一部、先取りするかたちで含まれてはいる。より具体的には、本稿で言うところの、第 2 と第 3 の課題である。ただし渡辺 (2020) は、上述の通り、外部取締役の属性によって与える影響がどのように異なるのかを明らかにすることを目的とした論文である。そのため、本稿で取り扱う課題は、それぞれ、数行程度、言及されているに留まっており、渡辺 (2020) からは、渡辺 (2017b) の分析が適切であったか否かを判別することは出来ない。そのため、結果として出版されるのは後になったものの、渡辺 (2017b) に残された課題を

分析を行う際に用いたリサーチ・コンテキストの説明が不足していることである。繰り返されるが、当該論文における主たる知見は、外部取締役が脱エスカレーションに対して負の影響をもたらすというものである。しかし、この負の影響というのが、単に符号が負であるという意味なのか、それとも、望ましくないという意味まで含んでいるのかは、当該論文からは明らかではない。もちろん、エスカレーションというのは、上述の定義において示されているように、望ましいか否かという判断を含む概念ではない。そのため、渡辺（2017b）は、脱エスカレーションの尺度として、不良債権処理費用を用いることが適切であることのみしか述べていないものの、それにより、論文に決定的な欠陥といえるほどの問題が生じているわけではない。しかし、果たして不良債権処理費用の計上が望ましい結末をもたらすのか否かについてまで検討が為されると、渡辺（2017b）の結果は、より特定のな解釈出来るであろう。そのように特定のな解釈が出来ることは、とりわけ、外部取締役の持ちこたす影響に関する研究や、より一般的に、企業統治論の研究に対して、渡辺（2017b）がどのような貢献や示唆を提供しているのかを考える上で重要である。そのため本稿では、金融論の先行研究を確認し、不良債権を積極的に処理する傾向にあった銀行と、そうでなかった銀行によって、中長期的には、どのような差があったのかを確認する。

以上で挙げた第1の課題とも関係する第2の課題は、金融論の先行研究の検討が不十分であった結果、それらの研究で指摘されてきた要因も、十分に統制されていないことである。具体的には、渡辺（2017b）は、対抗仮説を排除するために、企業の役員に関する変数を多数、統制しているものの、マクロ経済や制度変化については、十分に影響を考慮出来ていない。それゆえ、分析結果の信頼性に関しても疑念の余地が残されている。したがって本稿では、金融論の先行研究で示されてきた不良債権処理に与える要因を検討し、それらを統制してもなお、渡辺（2017b）で示されたのと同様の結果が得られるのかを確認する。これにより、渡辺（2017b）の結果は、単に偶然得られた結果なのか、それとも、より頑健性の高い結果なのかを確認する。

渡辺（2017b）に残された第3の課題は、大株主の状況がコントロールされていないことである。大株主の状況がコントロールされていないことにより、外部取締役比率が、より大きな企業の傘下にあることの代理変数になっている、という可能性が考えられる。これまで外部取締役の比率を決定する要因を明らかにしようとする研究では、より大きな企業の

---

検討するべく、本稿を公表する。

傘下にある場合、そうした企業とのパワー非対称性を克服するために、役員招聘が行われることが示されてきた (Pfeffer and Salancik, 1978). そのため、渡辺 (2017b) で観察された、外部取締役と不良債権処理費用の計上に関する関係は、より大きな企業の傘下にあることによる疑似相関である可能性がある。この対抗仮説が支持されるのか、それとも、渡辺 (2017b) の主張する通りの影響が確認されるのかを本稿では確認する。

以上のように、渡辺 (2017b) に残された 3 つの課題を検討しようとする本稿は、次の通り、構成される。まず次の第 2 節では、本稿で検討しようとする問題を明らかにするため、渡辺 (2017b) をエスカレーション研究という観点から振り返る。ここでは、本稿で検討する 3 つの課題はいずれも分析モデルの解釈をめぐる問題であることから、渡辺 (2017b) を単に要約するのではなく、リサーチ・コンテキストに関する問題の所在を明らかにするように紹介を行う。

第 3 節では、第 1 の課題に取り組む。すなわち、金融論の先行研究を概観することで、渡辺 (2017b) の用いていたリサーチ・コンテキストが適切であったことを確認する。具体的には、日本の銀行業界では、過剰なエスカレーションが起こっていたこと、さらに、そうしたエスカレーションは、最終的には望ましくない結末を招いたことを、先行研究によって確認する。これにより、渡辺 (2017b) で示された負の影響というのが、単に符号がマイナスというだけでなく、望ましくない結末であるという意味まで含んで解釈することが可能であることを提示する。

第 4 節では、第 2 の課題に対して、先行研究にもとづく検討を行う。第 2 の課題とは、金融論の先行研究の蒐集が不足していることにより、それらの先行研究で指摘されてきた要因の統制も不十分なことであった。そのため第 4 節では、各銀行の各年における不良債権処理に影響を与えた要因を明らかにした先行研究を確認する。これらの先行研究を確認することで、渡辺 (2017b) の分析モデルは、どのような変数を統制すればより信頼性の高いモデルになるのかを明らかにする。

これを受けて、第 5 節では、実証的な再分析を行う。そこでは主に 2 つのことを検討する。第 1 に、第 4 節で確認した要因を統制してもなお、渡辺 (2017b) の結果は、維持されるのか否かである。これは先に挙げた第 2 の課題に経験的に取り組むということである。第 2 に、大株主の状況をコントロールした上で、なお渡辺 (2017b) の結果は、維持されるのか否かである。これは、先に挙げた第 3 の課題を実証的に検討するということである。

最後に第 6 節では、本稿で明らかになったことを整理し、今後の研究へ向けた課題を述

べる。

## 2. エスカレーション研究と渡辺 (2017b) の操作化

エスカレーション研究の特徴の1つは、国から企業、スポーツの世界に至るまで、様々な種類の組織における意思決定の明確な失敗から、議論を呼んだ決定まで、多様なものを含んでいることにある(Sleesman et al., 2012)。言い換えれば、当初の期待通りの成果をあげていないという負の情報を得た後、それでもその投資案件から撤退せず、維持すれば、エスカレーションだとされている。

より具体的には、初期のエスカレーションに関するフィールドにおける定量研究である Staw and Hoang (1995)は、期待された成果を発揮していないバスケットボールプレイヤーを使い続けることをエスカレーションと呼んでいる。彼らが明らかにしようとしたのは、埋没費用がエスカレーションに与える影響である。埋没費用が大きければ大きいほど、エスカレーションは起こりやすいことは Arkes and Blumer (1985)による実験で既に確認されている。彼らの貢献は、それをアメリカのプロフェッショナル・バスケットボールという実際のデータで示したことにある。具体的には、彼らは、チームにとって費用のかかったプレイヤーほど、客観的なパフォーマンス（得点やアシスト、リバウンド）に比べてプレーする時間が長く、他のチームにトレードされる確率は低く、リーグで長い年数プレーすることを明らかにした。ここでいう費用とは、契約時にかかった費用の他、ドラフトで早い段階で指名するなど、既に埋没した費用である。それにもかかわらず、人間はこのような費用を無視できない心理的傾向があるため、そうしたプレイヤーのパフォーマンスが事前の予想よりも低かったとしても、そのプレイヤーにこだわるというエスカレーションが起こったのだと彼らは議論している。

スポーツの世界ばかりでなく、企業の意思決定についてもエスカレーションあるいは脱エスカレーション（エスカレーションから脱する現象）について、実際のデータを用いた研究は行なわれている。その先駆的研究としては、Staw et al. (1997)がある。彼らの研究は、個人的な責任がエスカレーションに与える影響を検討しようとしている。個人的な責任についても、やはり Staw (1976)などの既存研究は既にあるものの、それを実際の企業のデータを用いて定量的に確認した点に彼らの貢献はある。具体的に彼らが確認したのは、企業の上級役員の退任が脱エスカレーションに与える影響である。彼らは、旧来から在職している役員と新任の役員を比較すると、前者の方には、個人的責任があり、それゆえ、撤退の意思

決定をしづらいと議論している。これは、旧来の経営陣は、過去の意思決定について一定の責任を負っているため、自己正当化圧力が生じ、当初の計画通りに進捗していない案件であっても、それは一時的な状態であると認知を歪め、意思決定の誤りを認めようとしないう傾向にあるためである。逆に、旧役員の退任によって就任した新しい経営陣は、過去の意思決定について最終的な決断をしていないため、その個人的責任は相対的に小さい。それ故、新しい経営陣は、現在銀行が被っている損失を正当化したり、その案件を守ったりする必要性がない。その結果、新しい経営陣は、問題のあるローンへのコミットメントを停止する、すなわち「脱エスカレートさせる」と彼らは予想した。

以上の予想を実際の企業を用いて検討する上で、Stawらは、銀行業のデータを用い、脱エスカレーションを、貸倒引当金繰入額と貸出金償却によって操作化している。新経営陣に交代したところで、それらが増加すれば、脱エスカレーションが起こったと考えることができる。Stawらは、カリフォルニア州の132の地域銀行のデータを1979年から1987年まで分析した結果、貸倒引当金繰入額と貸出金償却が上級役員の退任した年に増加していることを確認し、経営陣の交代が脱エスカレーションを引き起こすという因果関係を確認している。

以上のStawらの研究は、実際の企業のデータを用いてエスカレーションを定量的に分析した先駆的研究であった。そのため、この後にも、金融業界を対象に、Doering (2014)やGuler (2007)、Beshears and Milkman (2011)などが研究を行っている。

渡辺 (2017b) も同様に、Staw et al. (1997)にならい、脱エスカレーションに役員が与える影響を検討する上で、銀行業界のデータを用いて実証的な検討を行っている。そこでは、実験室実験を除けば、エスカレーションに関する定量的な分析は少なく、その主たる要因としてエスカレーションの操作化が難しいことが指摘されており、既に一定程度の妥当性検討がなされている尺度や分析モデルを用いるのが適切だということが、銀行業界のデータを用いる利点として主張されている。

渡辺 (2017b) が用いた具体的なサンプルは、銀行業界に属する日本企業である。それは、事後的にふり返ってみれば<sup>2</sup>、バブル崩壊から2000年代の半ばに至るまで、日本の各銀行

---

<sup>2</sup> ただし、ここで言う「事後的にふり返ってみれば」というのは、以下のような認識が、あくまでも学術的なコミュニティ及び実務家の間で、おおよそ共有されたのが事後であったという意味である。1992年末から1993年の初頭までには、不良債権処理の遅れを指摘ないし批判し、その解決方法を提言する論者が既に現れていた(安田・川本, 1993; 池尾, 1995)。

は不良債権化した融資を早期に認識し、貸倒引当金を計上して損失処理すべきであったにもかかわらず、過剰なエスカレーションが起きた事例だと評価されているからである(Ueda, 2000; 花崎, 2008; 福田, 2015).

ただし、渡辺 (2017b) では、金融論の先行研究が十分に確認されているわけではなく、単に日本の銀行業界ではエスカレーションが起きたと言われていることを述べるに留まっている。そのため、そうしたエスカレーションにより、果たして望ましくない結末を招いたのかは必ずしも渡辺 (2017b) の記述だけでは明らかでない。

この点が明らかでないことが、深刻な問題であるのは、渡辺 (2017b) が、役員が脱エスカレーションに与える影響を検討しているためである。コミットメント・エスカレーションという概念自体は、冒頭に記載した通り、何らかの望ましさに関する判断を含む概念ではない。そのため、単にエスカレーションの要因を検討するのであれば、実証分析で用いるリサーチ・コンテキストでエスカレーションが起きていたことを述べれば十分である。しかし、役員が脱エスカレーションに与える影響を検討し、実務的な示唆を得ようとするのであれば、そのエスカレーションが果たして望ましくない結末を招いたのか、そうでないのかは明らかにしておく必要がある。どのような意思決定が適切であったのかという点が明らかでなければ、どのような役員構成が望ましいのか、という実務的な示唆も得られないからである。

それゆえ、次の第3節では、金融論の先行研究を概観し、日本の多くの銀行が不良債権処理に対して、実際にはどのような行動をとり、どのような行動をとるべきだったと議論されているのかを確認する。

### 3. 金融論の先行研究 1：不良債権処理問題とその帰結

#### 3.1. 日本の銀行における不良債権処理問題：不良債権へのエスカレーション

日本の銀行は、「担保主義」によって融資を行っていた(Ono and Uesugi, 2009)。担保主義とは、担保、とりわけ土地や不動産が担保として提供されなければ、銀行はお金を貸さない、ということである。逆にいえば銀行は、担保があれば、それに見合った額の融資を行っていた。借り手企業が破綻したとしても、土地を売却すれば、貸し出しの元本と利息を回収出来るとの前提があったからである。

こうした前提の背後には、「土地神話」があった。土地神話とは、土地の価格は一時的に停滞することこそあれ、中長期的には、地価は上がり続けるという神話である。こうした神



話に依拠していたからこそ、銀行は、借り手企業が破綻したとしても担保で回収できると考え、担保を確保するようにしていたのである。

しかし、バブル崩壊後、地価は大幅に下落し、その結果、担保を売却したとしても元本すら回収できない融資が大量に発生した。融資の前提も、その前提の背後にあった神話も崩壊したのである。事後的にふり返ってみれば、地価の下落傾向はその後も続くわけであるから、当事者達はそのことを適切に認識出来れば良かったのだが、1990年代前半のうちは、地価の下落は一時的な現象であるという認識が支配的だったのである。

その結果、銀行がとった手は、やがては地価が反転することに期待し、問題の先送りをするということである(福田, 2015)。すなわち、融資先の業績は低迷していたものの、その段階で破綻させると担保を売却しても元本が回収できないため、融資を継続する、ということである。さらに、当時の銀行は、問題を先送りするのみならず、むしろ「追い貸し」を行ったことが指摘されている(Peek and Rosengren, 2005)。

追い貸しとは、経営再建の見込みが乏しい借り手（いわゆる「ゾンビ企業」）への融資を拡大することである。星 (2006)や Caballero, Hoshi and Kashyap (2008)は、「ゾンビ企業」を、「再生の可能性がないにもかかわらず、銀行によっていきながらえさせられ」ている企業として定義している。その上で彼らの研究は、最低限支払うはずの利息の理論値を求め、実際の支払利息が、銀行からの金利減免によって、その理論値を下回っている企業を「ゾンビ企業」だとみなしている。その定義によれば、東京証券取引所 1 部と 2 部に上場している計 2300 社のうち、1990 年代半ばには 25%以上の企業が、2001 年度には 35%弱の企業がゾンビ企業であったことが確認されている<sup>3</sup>。すなわち、当時の銀行は、融資先が破綻し、融資や担保が回収できず銀行自身のバランスシートが痛む、といったことがないように、相当数の企業に対して融資を拡大している状況だったのである(Peek and Rosengren, 2005)。

以上の議論が示しているのは、日本の銀行の多くが、不良債権化しつつある融資に対してエスカレーションに陥っていたということである。すなわち、それぞれの融資案件は、当初の計画通りに進捗していないにもかかわらず、地価は一時的に下落しているだけでありや

---

<sup>3</sup> ただしこの手法で推計された「ゾンビ企業」の比率は、過大に推計されている可能性が高いことを中村・福田 (2013)が指摘している。なぜなら、この手法では、とりわけ超低金利下においてリスクプレミアムが小さい優良企業もまた、非常に低い利率で資金調達が可能だったからである。実際に、Fukuda and Nakamura (2011)と中村・福田 (2013)では、Caballero et al. (2008)や星 (2006)の手法によると、2002 年度以降の景気回復局面において、ゾンビ企業の比率はむしろ増加してしまうことが確認されている。

がては回復すると考え、そこからの撤退ではなく、維持・投資の拡大を選択した、ということである。

### 3.2. 不良債権への過剰なエスカレーションは適切だったのか

以上で議論してきた通り、日本の銀行の多くは、不良債権に対してコミットメント・エスカレーションに陥っていたといえる。以下では、このエスカレーションが適切だったのかを検討する。先述の通り、コミットメント・エスカレーションという概念自体は、何ら価値判断を含む概念ではない。もちろん先行研究のいくつかは、事後的には明確な失敗だと判明したプロジェクトを対象として、なぜそうしたプロジェクトからの撤退ではなく、維持・追加投資が選ばれてしまったのかを分析している。しかし定義的には、当初の期待通りの成果をあげていないという負の情報を得た後、それでもその投資案件から撤退せず、維持すれば、エスカレーションだとされている。そのため、日本の銀行業界における不良債権処理問題が、エスカレーションの定義を満たすというだけであれば、上記の議論だけで十分である。

しかしながら、渡辺（2017b）をはじめとする一連の研究の目的は、エスカレーションに対して役員構造が与える影響を明らかにすることにある。これを明らかにすることは、すなわち、どのような役員構造が望ましいのか、という実務的な示唆を得ることも期待されているということである。それゆえ、銀行業界で起こったエスカレーションが本当に望ましいものではなかったのか、という点についても既にどのような議論がなされているのかについて検討を加える必要があるといえるであろう。

もちろん、銀行業界で起こったエスカレーションが不適切だったという認識が全体で共有されているのであれば、わざわざ検討を加える必要はない。しかし、必ずしもそうではない事情がある。そうした事情は、先行研究と、一般的な認識の2つに求められる。

第1に、先行研究においては、メインバンク研究がそれに該当する。メインバンク研究は、日本の銀行の顕著な特徴として、融資先の企業が財務面で苦境に陥った場合、役員を派遣し、経営陣を交代させ、再建計画を主導し、自らも債権放棄やつなぎ融資などリスクを負うことを明らかにしてきた(渡辺, 2017a; Aoki, 1994)。そして、こうした機能は、破産といったやり方と比較して、経済的かつ効率的な対応を可能にし、企業特殊的熟練を維持するのに効果があったと少なくとも当時においては評価されていたのである(蟻川・宮島, 2015; 宮

島, 2005; Sheard, 1994)<sup>4</sup>.

第 2 に、一般的な認識である。エスカレーションが不適切だったということは、すなわち、安易な救済を行わず、非効率な企業への融資は引き上げ、健全な企業のみに出資を継続すべきだったということになる。しかし、融資の引き上げは、多くの企業の破綻を生み出すことになるから、短期的には経済をより混乱させるというコストを生じさせる。そのため日本の銀行や監督官庁においては、非効率な企業には徐々に改善を迫り、少しずつ経済の健全性を改善していくといくのが望ましいとの見方が支配的であった(福田, 2015)。そのため、実際に多くの銀行が、融資の継続や、追い貸しを選んだのである。

以下では、それが果たして適切であったのかについて、福田・鯉淵 (2004)と Fukuda and Koibuchi (2006)の議論を確認していく<sup>5</sup>。ここでは彼らの用語法に従い、非効率な企業への融資を即座に引き上げ、短期間に徹底して融資ポートフォリオの健全化を進めようとする政策を「ショック療法」、逆に、時間をかけて健全化を進めていく政策を「漸進療法」と呼ぶ。

彼らは、ショック療法と漸進療法が、融資先の業績にどのような影響を与えるかを、1990年代後半に起こった3つの大銀行の破綻に注目して分析している。3つの大銀行とは、北海道拓殖銀行と日本長期信用銀行、日本債券信用銀行である。このうち旧日本長期信用銀行を引き継いだ新生銀行では、瑕疵担保特約を積極的に行使し、不健全な借り手企業との関係を清算し、融資先を健全な相手のみに絞りこむという「ショック療法」がとられた。その結果、旧日本長期信用銀行の融資先では、新生銀行へ移行と共に、倒産の劇的な増加が起り、直後の半年間に47社が倒産した。これに対し日本債券信用銀行は、最終的には外資系の投資家グループに売却されるものの、当初は伝統的な日本の経営慣行を踏襲する国内投資家グループに売却され、その顧客企業に対してまずは「漸進療法」がとられた。その結果、2000年9月のあおぞら銀行への移行の前後半年間で破綻する融資先の数に大きな変化は見られなかった。同様に、旧北海道拓殖銀行も、北海道内の営業は北洋銀行に、本州での営業は中央信託銀行に譲渡された結果、その融資先の破綻に変化は見られなかった。

以上の点が示しているのは、短期的には、「漸進療法」の方が、融資先に与える影響とい

---

<sup>4</sup> ただし、こうした論者達が主に参照していたのは、1970年代から1980年代の事例であり、彼らも、あくまでもその当時の事例を参照する限りの評価だと限定的に述べている。

<sup>5</sup> これ以外にも、例えば宮島(2005)に、非効率な企業への融資の継続や追い貸しがもたらした負の影響についてはまとめられている。

う点でも、銀行のバランスシートに与えるという点でも望ましいということである。しかしながら、彼らの分析は、結果をより長期で見ると、漸進療法よりもショック療法の方が望ましかったことを示している<sup>6</sup>。彼らが確認した長期の結果は、3つある。それは、中長期的な倒産件数と、顧客企業の株価、収益性である。以下では、この3つの結果について、彼らの示した結果を順番に確認していく。

第1に倒産件数の比較である。先述の通り、旧日本長期信用銀行を引き継いだ新生銀行は、ショック療法を採用したため、新銀行へ移行した2000年度上期に急激な倒産件数の増加が見られ、逆に、漸進療法を採用したあおぞら銀行では、引き継ぎ前後で融資先の倒産件数に顕著な変化は見られない。しかし、新生銀行の融資先では、その後、倒産件数が減少していくのに対し、あおぞら銀行の融資先の倒産件数と倒産負債総額は、その後も高止まりし、むしろ増加に転じていく傾向が見られる(鯉淵・福田, 2007: 111)。これを著者らの1人は、「あおぞら銀行が債務超過企業からの債権放棄要請を受け入れ、「ゾンビ企業」への融資を継続したものの、最終的には支援が続けられなくなって倒産に至ることも少なくなかったことを示唆する結果」だと述べている(福田, 2015: 118)。

第2に株価である。株価においては、3つの銀行の融資先を上場企業でかつ存続企業に限定して、株価の推移を確認すると、旧日本長期信用銀行の融資先では、株価に顕著な上昇が見られたものの、旧日本債券信用銀行の融資先と旧北海道拓殖銀行の融資先では、株価はむしろ下落する傾向が見られた。さらに、倒産した場合の株価をゼロとして倒産企業を含めた全融資先企業を対象として推計してみたとしても、旧日本長期信用銀行の融資先の平均株価は、そうでない2銀行の株価よりも、下落幅が小さいことが確認されている。これは前出のように、旧日本長期信用銀行の融資先では、ショック療法がとられたことにより、それでも存続している企業の将来の倒産懸念が減少したため、株主だけでなく、取引先企業や消費者、従業員に対し、良いシグナルを発することになり、市場における企業価値が向上したのだと議論されている。

第3に利益率である<sup>7</sup>。先と同様のシグナリング効果は、利益率においても観察されてい

---

<sup>6</sup> ただし、鯉淵・福田(2007)とFukuda and Koibuchi(2007)は、大企業と中小企業で影響は異なることを指摘している。大企業においては、後述のように、ショック療法がとられた旧日本長期信用銀行の融資先の方が、そうでない旧日本債券信用銀行の融資先よりも、収益性や株価の面で顕著な改善が見られた。しかし、中小企業においては、代替的な資金調達手段が乏しく、借り手と貸し手の間で情報の非対称性が大きいため、そうした改善は見られなかったとしている。

<sup>7</sup> ここでの議論は、鯉淵・福田(2007)と、Fukuda and Koibuchi(2007)にもとづくもので

る。つまり、旧日本長期信用銀行と取引関係にあり、それが新生銀行になった後も融資が継続した大企業は、他の大企業よりも、その後、利益率が有意に向上している、という分析結果が得られているのである。逆に、旧日本債券信用銀行と取引関係にあった大企業では、それがあおぞら銀行へと変わった後に、融資関係が継続しようとも、断絶したとしても、利益率の改善に有意な違いがなかったことが報告されている。すなわち、あおぞら銀行においては、旧来型の支援を続けたとしても、それが顧客企業の改善に繋がっておらず、単に不良債権処理を先延ばしするだけの追い貸しになっていたということである。

以上で確認してきた中長期的な倒産件数と、顧客企業の株価、収益性における旧日本長期信用銀行と旧日本債券信用銀行、もしくは北海道拓殖銀行まで含めた違いは、銀行が不良債権処理問題を先延ばしし、追い貸しをするのではなく、むしろ迅速に処理するというショック療法をとるべきであったということを示している。融資先が倒産すれば、銀行は、その融資や担保で回収できない分を損失計上する必要が生じ、財務的な痛手を負う。しかしながら、彼らの分析結果は、日本の銀行は、融資先の倒産を過度に回避し過ぎており、その結果として、非効率な企業を温存し、逆に、比較的健全な企業へ十分な融資がなされずその業績を低下させてしまっている、という見方を支持している。

### 3.3. 本節のまとめ

以上の通り、本節では主に2つの点を確認してきた。第1に、日本の多くの銀行は、不良債権へエスカレーション状態にあったということである。つまり、融資先の業績が悪くなり、担保で回収が出来なくなった結果、そこから融資を引き上げるのではなく、融資を継続したり追い貸しをしたりするなど、撤退ではなく維持・投資の拡大を選択した、ということである。

第2に、事後的にふり返ってみれば、こうしたエスカレーションがより悪い結果を生み出した、ということである。維持・拡大ではなく、撤退を選ぶと、その時点では多大な損失が発生する。しかし、撤退を選ばずに、維持・拡大を選べば、状況が好転する可能性があるものの、より大きな損失を被る可能性もある。実際に起きた結果は、後者の方であった。すなわち、それによって金融システムについての不信感を増幅させ、マクロ経済に甚大な影響

---

ある。そのため、ここまでの福田・鯉渕 (2004)と Fukuda and Koibuchi (2006)にもとづく議論と異なり、北海道拓殖銀行と日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の3社の融資先の比較ではなく、北海道拓殖銀行を除いた2社の比較になっている。

を与えたということである(福田・粕谷・中島, 2007). それゆえ, 日本の銀行業界においては, 過剰なエスカレーションが起こったといえる. 別の言い方をすれば, 本稿で用いているリサーチ・コンテキストは, 望ましくないエスカレーションが起こった事例だということが出来, それゆえ, 脱エスカレーションが促進される要因を明らかにすることは, 望ましい仕組みについて示唆を提供するものであるといえるだろう.

## 4. 金融論の先行研究 2 : 不良債権処理の要因

### 4.1. はじめに : 本節の目的

本節でも金融論の先行研究を検討する. 既に先の第 3 節でも, 金融論の先行研究を検討した. それは, 日本の銀行業界のデータを用いて, コミットメント・エスカレーションの研究を行う妥当性を示すためであった. つまり, 日本の多くの銀行は, 不良債権化しつつある融資を厳しく査定して損失処理するのではなく, 融資を維持, ないしは拡大する傾向にあったことを既存研究から確認した. さらに, こうした融資へのエスカレーションが, 中長期的には, より悪い結果を招いたことを確認した. すなわち, 融資の維持・拡大によって, 事態が改善することはなく, そうした問題の先送りによって, 融資先の業績はむしろ低下していく傾向にあったことを確認した.

本節では, そのような傾向が, どのような要因によってもたらされたかと先行研究が指摘しているのかを確認する. すなわち, 前節の先行研究の検討では, 日本の銀行における不良債権処理の実態と, それをもたらした結果を確認したのに対し, 本節では, それをもたらした要因に注目する. その作業により, 渡辺 (2017b) において, どのような要因を統制する必要があるのかを明らかにすると共に, 金融論の研究に対してどのような貢献をもたらしているのかを明確にする.

### 4.2. 金融論の先行研究の全体像

先述の通り, 事後的にふり返ってみれば, バブル崩壊から 2000 年代の半ばに至るまで, 日本の各銀行は不良債権化した融資の適切な認識と処理が遅すぎ, それによって金融システムについての不信感を増幅させ, マクロ経済に甚大な影響を与えた(Ueda, 2000; Caballero et al., 2008; Peek and Rosengren, 2005; 花崎, 2008). 経営が悪化している貸付先への債権を早期に認識し, 貸倒引当金を計上して損失処理すべきであったにもかかわらず, それがなされなかったのである.

こうした不良債権処理問題について、金融論の先行研究は、それ自体を単独の問題とみなすよりも、より大きな日本の金融システム全体が機能不全に陥っていることにより生じた結果の1つだとみなしている。つまり、日本の金融システムが持っている根本的な欠陥、具体的には、護送船団方式により市場メカニズムが機能していないことと、不適切な金融政策の結果だとみているのである(堀内, 1998)。

そのため、多くの研究は、金融危機の要因や、金融危機が実体経済に与えた影響、ないしは金融政策の影響を、マクロレベルで分析している。具体的には、金利や物価など、どの銀行にも同様の影響を与える要因と、不良債権の関係性を考える、といった具合である。もしくは、個別企業を分析レベルにしたとしても、資金供給量とマクロ経済の関係性を検討した研究が多い。

もちろん、どのような要因が不良債権処理を遅らせたのかを検討した研究も存在する。しかし、その研究もまた、金融政策の問題に焦点を当てている(Hoshi and Kashyap, 2010; Mikitani and Posen, 2000)。すなわち、ある政策・制度を設けたことが、不良債権処理を促す方向に機能したのか、それとも逆に、それを阻害する方向に機能したのか、ないしは、何ら有意な影響を与えなかったのかを検討しているのである<sup>8</sup>。

以下では、そうした研究の中でも、主に随(2013)と、細野(2010)の第2章(以下、特に断りがない限り、細野(2010)と書く場合は、第2章を指す)に注目して先行研究を概観する。それは、この2つの研究が以下2つの点で、本稿の目的に即して参考になるためである。第1に、いずれの研究も、分析単位を各銀行として、その不良債権処理に伴う損失計上を結果変数としている。このような渡辺(2017b)と同様の分析単位と結果変数を用いる研究は数少なく、直接的に参考に出来るため有用である。第2に、随(2013)は、筆者の知る限り、そうした研究の中でも、最も近年に出版された分析であり、他の先行研究の知見を多数取り込んでいる。また、細野(2010)は、1990年代の銀行危機の要因に関して、包括的な検討を行った書籍だと経済学者の間で高く評価されている<sup>9</sup>。以上の2つの理由から、以下では随(2013)と細野(2010)に注目し、この2つの研究で不良債権処理に影響を与えるとされた要因を紹介する。

---

<sup>8</sup> 数少ない例外としては、Hanazaki and Horiuchi (2003)と Konishi and Yasuda (2004)がある。

<sup>9</sup> 経済学者からの評価については、たとえば、「第53回日経・経済図書文化賞決まる」『日本経済新聞』2010年11月3日号朝刊や、北坂(2010)などを参照のこと。

#### 4.3. 不良債権の認識・処理に影響を与えたマクロ経済・制度要因

随(2013)は、銀行会計制度の変更に注目した研究である。彼の研究の背景には、日本の銀行経営者が会計制度の範囲内で出来る限り業績を良く見せようとしていたことや、規制当局がそのような経営者の行動を後押しするように制度変更を繰り返した、との前提がある。そうした出来る限り銀行が破綻しないようにするための政策が果たして不良債権処理にはどのような影響を与えたのかを明らかにしようとしている。

具体的には、彼は、とりわけ3つの会計規則の変更に注目している。第1に、土地の再評価、第2に、繰延税金資産の計上、第3に有価証券の評価基準、である。このうち、有価証券の評価基準については<sup>10</sup>、弱い影響しか認められなかったため<sup>11</sup>、以下の分析では除外し、土地の再評価と繰延税金資産について検討を加える。

細野(2010)は、会計制度のみならず、より多数の要因に注目して、そのうちどの要因が特に効果を発揮して不良債権処理問題が解決に至ったのかを明らかにしようとする研究である。具体的には、実体経済と地価の動向や、会計基準と金融監督規制など5つの側面から検討を行い、どれが大きな影響を持っていたのかを示している。彼が明らかにした最も大きな要因は、繰延税金資産比率であり、これが16.6%、不良債権の減少に寄与しているとしてい

---

<sup>10</sup> 有価証券の評価基準には、低価法と原価法、時価法が存在する。低価法とは、銀行が保有している有価証券をその簿価と時価のいずれか低い方で評価する方法であり、原価法とはその取得原価で、時価法はその時価で評価するものである。従来は低価法しか認められなかったのが、1998年3月期以降、低価法と原価法から選択出来るようになり、2001年3月期からは時価法が適用されている。このうち1998年3月期から低価法に加えて、原価法も採用できたことは、資産をその現状以上に大きく見せかける効果があったと考え、随(2013)は分析に投入している。なぜなら、当時は、バブル期に取得した株式等の有価証券価格が大幅に下落していたが、それにもかかわらず、原価法を採用すれば、その取得時の価格のまま資産に計上できたからである。実際に半数以上の銀行が評価方法を低価法から原価法に変更し、評価方法の変更により生じた差額を利益として計上している。

<sup>11</sup> 弱い影響しか観察されなかった理由について随(2013)は議論を行っていないものの、これは、原価法への移行が特定の集団で一斉に起こった現象だからだと考えられる。随(2013: 225)によれば、1998年3月に都市銀行9行のうち8行が低価法から原価法へ一斉に移行し、1999年3月期も原価法を採用する銀行が8行のみである。信託銀行の場合は、全7行のうち1998年3月に6行が、1999年3月には残りの1行がそれぞれ原価法へ移行して、全7行が原価法を採用する事態に至った。逆に地方銀行の場合、全63行中、1998年3月に原価法へ移行したのは13行に留まり、1999年3月の段階でも5行増えただけで計18行と少ない。このような事情から、原価法への移行の有無と、不良債権処理の間には関係が観察されなかったのだと考えられる。本研究でも同様のことが予想されることから、この原価法の採用の有無を含む有価証券の評価基準については、特に分析に含めることはしないこととする。



る。その次に大きな要因は、地価下落率の縮小であり、この寄与率は 8.2%である。それ以外にも彼の分析では、不良債権の減少に対して、公的資金の注入や、ROA、総資産が年ダミーを入れてもなお有意な影響を持っていたとしている<sup>12</sup>。

そのため、以下では、マクロ経済・制度要因として合計 4 つの要因を検討することとする。4 つの要因とは、地価の推移と、公的資金の注入、土地の再評価、繰延税金資産である。ROA と総資産については、既に渡辺 (2017b) でも、同等の変数が採用されているため、以下の第 5 節第 3 項における統制変数の項で改めて検討をする。

#### 4.3.1. 地価の推移

第 1 に、地価である。先述の通り、日本の多くの銀行は、地価は上昇し続けるとの前提に立って、土地を担保とした融資を行っていた。しかし、そうした「土地神話」が崩れた結果、借り手企業が破綻した場合、担保となる土地を売却したとしても、元本と利息を回収できなくなったため、融資先が破綻しないように、銀行は追い貸しをせざるを得なくなったのだと考えられる。実際に、銀行の貸出残高を確認してみると、1990 年代を通じて、地価の下落により深刻な影響を受けた業種向けに、融資を拡大している傾向が見られる(細野, 2010: 21)。地価の下落により深刻な影響を受けた業種とは、不動産業や建設業であり、逆に、相対的にその影響が小さくリスクの低い製造業に対する貸出は減っていることが観察されている。それゆえ、地価の下落は、不良債権を増加させる傾向にあり、逆に、地価の上昇は不良債権処理を促すことになる。

この地価の影響は、細野(2010)と随(2013)のいずれの実証分析においても、有意な影響が観察されている。細野は、商業地「地価下落率の縮小が 8.2%」、不良債権の減少に寄与したと結論付けており(細野, 2010: 69)、これは、彼の分析で 2 番目に大きな要因である。同様に、随(2013)も、地価と不良債権の増減の関係を確認しているのだが、彼が確認したのは、正の関係である。具体的には、被説明変数を不良債権増減率、説明変数を都道府県地価増加率として回帰分析を行ったところ、係数が正で有意だったのである。彼はその理由について

---

<sup>12</sup> 逆に、年ダミーを入れなければ有意だが、年ダミーを入れると有意ではなくなる変数には、預金者からの監視の強さの代理変数である定期預金比率や、当該地域では銀行が過剰で無理な貸出をせざるを得ない傾向を示す預金／貸出比率がある。これらは、都道府県間の差異は小さく、全国的な変動要因が強いと考えられるので、本研究でも年ダミーを投入することで、その影響を統制する。

議論を行っていないため、なぜそのような結果が得られたのかは分からないものの<sup>13</sup>、いずれにせよ、地価が不良債権と関係を持つとはいえる。

#### 4.3.2. 公的資金の注入

第2に、公的資金の注入である。公的資金は、政策当局の意図としては、銀行の健全性向上のために注入されている。銀行のバランスシートが悪化している状態、すなわち、不良債権処理費用を計上すると自己資本比率の規制に引っかかる状態であれば、経営者は不良債権を処理しないと考えられるからである<sup>14</sup>。逆にいえば、銀行がバランスシート上の問題に対して過度に配慮せずに、不良債権処理を加速されるために設けられた制度なので、公的資金の注入は、不良債権処理による損失計上を増やすと一般的には予想される(Montgomery and Shimizutani, 2009)。しかしながら、公的資金の注入を受けることは、逆の影響を持つ可能性も考えられる。それは、公的資金の注入を受けると、早期健全化法に基づいて経営健全化計画を作成する必要があるため、その計画を達成するために、追い貸しをしたり、不良債権の査定を甘くして不良債権処理費用を過少計上したりする可能性があるからである。そのため、不良債権処理費用の計上には、理論的には、正と負、いずれの関係性も予想される。

実際に細野(2010)や Montgomery and Shimizutani (2009)の実証分析で得られた結果は、正であった。もちろん、公的資金の注入によって不良債権が認識・処理されるようになる、という因果関係と、不良債権の比率が高い金融機関に公的資金が注入される、という逆の因果関係があるため、正の関係が観察されたからといって、必ずしも公的資金注入が不良債権処理を促すとは言い切れない。しかし彼の分析は、因果関係に慎重な配慮を行い、複数の頑健性チェックを行った上でなお、公的資金が注入されている銀行は、不良債権をより認識するようになる、という結果が得られているのである。

ただし、細野の分析では、公的資金注入ダミーは有意になったものの、公的資金注入額比

---

<sup>13</sup> 可能性としては、彼の分析が、内生性の問題を避けるため、説明変数はすべて1期前のものを投入していることと、被説明変数に変化率を用いていることが理由として考えられるかもしれない。地価増加率に $t$ 年と $t-1$ 年で負の相関がある場合、 $t$ 年の地価上昇率と $t$ 年の不良債権増減率に負の関係が本来はあるならば、 $t$ 年の地価上昇率と $t-1$ 年の不良債権増減率の間には正の相関が観察されてしまうからである。

<sup>14</sup> 実際に、細野(2010)の第1章の分析では、国際的に活動する銀行は、そのリスク調整後自己資本比率が8%を超えなければならないと定められているのに合わせて、自己資本比率の目標を10%超に設定し、目標水準に達するまで不良貸出を増やしていたことを示唆する分析結果が示されている。

率は有意になっていない。これは、注入された公的資金の金額の大きさは重要ではなく、公的資金注入が注入されたか否かという事実のみが影響することを示唆している。そのため、本研究の後の分析でこの影響を操作化する際も、ダミー変数として投入することとする。

#### 4.3.3. 土地の再評価

第3に、土地再評価差額金である。1998年3月31日に施行された「土地の再評価に関する法律」によって、金融機関や大会社は、それが有する土地を時価に基づいて再評価し、その直前の簿価との差額を、評価益（もしくは評価損）として貸借対照表上に計上することが可能になった<sup>15</sup>。このようなことを可能にしたのは、法律の第1条の目的に謳われているように「金融の円滑に資するとともに、企業経営の健全性の向上に寄与することを目的」としたためである。それゆえ、実際に多くの銀行が土地の再評価を実施し、その「再評価差額金」が計上されることになった。銀行によってその額に違いはあるものの、例えば都市銀行では、総資産の0.67%、資本金の67.54%が再評価差額金によって構成されている(随, 2013: 227)。

以上のように、自己資本を高め、健全性を向上させ、金融を円滑化させる目的でなされた施策が、不良債権処理に対して、どのような影響を持つのかは、理論的には簡単ではない。なぜならば、公的資金注入と同様に、正の効果と負の効果の双方が考えられるからである。正の効果とは、公的資金の注入と同じく、銀行の財務的な健全性が向上することで、不良債権の認識・処理が進むということである。しかし、負の効果も考えられなくはない。それは、上述の通り「経営の健全性の向上」を目的として出来た法律であるため、不良債権を処理して財務的な損失を負うよりも、財務的な健全性を保つことが重要である、という意向を政府は持っているとして銀行は解釈することが出来なくもないからである。そのため銀行は、そのような解釈した上でそれに合わせて、その財務的な健全性が損なわれないように、融資を厳しく査定せず、問題を先送りする傾向がより強くなるかもしれない。

実際に、実証分析では、この正負両面の結果が示されている。具体的には、土地再評価差額金は、長期では不良債権の増減に対して正の効果が見られたのに対し、短期では不良債権損失額に対して負の影響が見られている(随, 2013)。つまり、銀行の財務的な健全性を向上させるという法律の目的を利用し、多額の土地再評価額を計上した銀行ほど、1998年の段

---

<sup>15</sup> 1998年3月に議員立法で3年間の時限立法として成立し、2001年3月に期限が1年間延長され、2002年3月31日まで適用されていた。

階では不良債権を処理しようとしなかった、しかしこれらの銀行も、銀行危機がピークを超え、政府が不良債権処理を強く迫るようになると、財務的な安定性ゆえに不良債権をより多く認識した、ということである。

#### 4.3.4. 税効果会計

第4に、繰延税金資産の計上である。繰延税金資産（ないしは繰延税金負債）とは、税効果会計の導入により、1999年3月期から計上が認められるようになった勘定科目である。これは、銀行業だけでなく、一般事業会社を含めて適用されているのだが、とりわけ銀行業のバランスシートに大きな影響を与えている。なぜならば、繰延税金資産は、財務会計と税務会計の違いによって生じ、その違いをもたらす勘定科目には、受取配当金や有価証券の未実現利益、貸倒引当金など、相対的に銀行で大きくなるものが含まれるからである。実際に、とりわけ「不良債権処理が急務だった当時の銀行などは税効果会計を好意的に受け入れた」とされている(伊藤, 2016)。

繰延税金資産の計上も、これまでの公的資金の注入や土地再評価差額金と同じく、不良債権処理に対して、理論的には正負いずれの関係も予想されるものの、より正の影響が強く、かつ大きな影響を持つことが考えられる(Skinner, 2008)。これは、繰延税金資産の次の3つの特徴に求められる。第1に、全業種に適用される制度であり銀行の救済的性格が弱いこと、しかし、第2に、土地再評価差額金は地価が簿価を上回っている銀行のみ資本増強効果があったが、繰延税金資産は全銀行に当該効果を持つこと、第3に、不良債権処理費用を多額計上すればするほど繰延税金資産が増えるため、不良債権処理費用と繰延税金資産には直接的な関係があることである。

実際に、実証分析では、こうした議論を支持する結果が得られている。細野(2010)では、2002年3月期から2005年3月期までの期間において、不良債権の認識に最も寄与した要因は繰延税金比率だったとしている(細野, 2010: 69)。同様に随(2013)の分析でも、不良債権増減率と繰延税金資産の間には正の強い関係が観察されている<sup>16</sup>。

---

<sup>16</sup> ただし彼の分析では、不良債権処理費用に対して、繰延税金資産は負の影響を与えている。そのため彼は、繰延税金資産が不良債権処理に正の影響を与えたという結果を、繰延税金資産の計上は、不良債権処理を遅らせる結果だと解釈している。

#### 4.4. 本節のまとめ

本節では、金融論の先行研究を再度概観し、どのような要因が不良債権処理に影響したと既存研究が明らかにしてきたのかを確認した。既存研究は、主にマクロ経済や制度的要因に注目しており、そうした要因として具体的には、とりわけ細野(2010)と随(2013)から4つの要因を確認した。それは、地価と公的資金の注入、土地の再評価、税効果会計（繰延税金資産）である。これらの中には、不良債権処理に対して正の影響を持つと議論されているものもあれば、理論的には正負いずれの影響も考えられるものもある。そのため、必ずしも実証結果が一致しているわけではないものの、複数の既存研究で有意な影響が観察されているものでもある。そのため以下の実証研究では、これらを統制変数として投入してその影響を統制しながら、渡辺(2017b)が示した外部取締役の負の影響がこれらの要因を統制したとしてもなお観察出来るのかを検討していく。

### 5. 実証的検討

#### 5.1. はじめに

本節の目的は、本稿で取り扱う課題のうち、第2の課題と第3の課題を実証的に検討することにある。繰り返しになるが、第2の課題とは、金融論の先行研究の検討不足により、渡辺(2017b)の分析モデルは信頼性に懸念が少なからずあることである。第3の課題とは、大株主の状況も統制されておらず、そのため、外部取締役と不良債権処理の間に見られた関係が、より大きな企業の傘下にあることによる疑似相関である可能性を排除出来ていないことである。

この2つの課題を検討するために本節では、渡辺(2017b)の分析モデルに、2つの統制変数群を追加し、渡辺(2017b)と同等の結果が得られるのかを確認する。ここで追加する第1の統制群は、先の第4節で確認したマクロ経済や制度変化を示す変数群であり、第2に追加する変数は、大株主の状況を示す変数である。

繰り返しになるが、これらの変数を統制してもなお、渡辺(2017b)の結果が維持されるのか確認することが本節の主目的である。そのため、以下ではまず、渡辺(2017b)のサンプルや被説明変数、分析方法などを再確認した後、本稿で追加する変数を述べる。その上で、実証的な分析結果を確認する。

## 5.2. サンプル

第2節と第3節で確認した通り、渡辺(2017b)は、Staw et al.(1997)にならい銀行業界を事例として、エスカレーションに企業の役員構成が与える影響を検討していた。具体的なサンプルとして利用していたのは、日本の証券取引所に銀行本体が上場している都市銀行と地方銀行である<sup>17</sup>。最終的なサンプルに含まれるのは、70の銀行における1997年度から2012年度までのデータによって構成される905の企業・年である。

渡辺(2017b)で明確に言及されているわけではないのだが、このようにサンプルが限定されている背景として、3つの制約を挙げることが出来る。第1に、持ち株会社傘下にある銀行や非上場の銀行では、役員データと財務データを入手するのが困難であるため、本体が上場している銀行に分析は限定されている。

第2に、1997年度から分析が始まっているのも、データ入手にかかわる制約にもとづくものである。具体的には、個別貸倒引当金繰入額や不良債権額など分析に必要なデータが統一された形態で公表され始めたのは、1998年3月期決算であった。出来ることなら、不良債権処理が徐々に問題となりつつあった1990年代初頭から分析を始めることが望ましいのだが、データが公表されていないため、分析を1997年度から始めている<sup>18</sup>。

第3の制約は、最終的なサンプルに含まれる銀行に偏りがあることである。サンプルの内訳は、都市銀行が9行、地方銀行が61行である。このうち、1997年度から2012年度に渡る16年度分すべてのデータが含まれているのは44銀行で、すべて地方銀行である。逆に都市銀行各行のデータは、3年から5年分しか含まれていない。しかし、この制約は、それほど深刻なものだとは思われない。一般的には、地方銀行よりも都市銀行において、不良債権処理問題は深刻化していたという認識があるかもしれない。しかし、その後の分析によれば、いわゆるゾンビ企業は、むしろ大都市圏以外に多かったことが明らかになっている(星, 2006)。そのため、なぜ日本の銀行の不良債権の認識・処理は少なく、遅かったのかという実証上の問いに照らせば、サンプルの中心が地方銀行であることは、特段の問題はなくむしろ望ましいと考えられる。

---

<sup>17</sup> 第二地方銀行は既に十分なサンプルサイズが確保されており、データ収集にかかる制約から、サンプルに含まれていない。

<sup>18</sup> なお、1998年6月に大蔵省から金融監督庁(後に金融庁)に銀行に対する監督権限が移管されて以降、不良債権処理の査定が厳格化され、それ以前とは異なる規制体制となっている。そのため渡辺(2017b)は、1998年度以降に限定した分析も行い、その場合でも、ほぼ同等の結果が得られたとしている。モデルの当てはまりは若干悪くなるものの、有意な変数やその係数の符号は変わらない、ということである。

以上の通り、渡辺（2017b）の用いたサンプルには制約があるものの、本稿の目的はそこで得られた分析の信頼性を確認することであるから、本稿でも同様のサンプルを用いて、以下では分析を行っていく<sup>19</sup>。

### 5.3. 変数

#### 5.3.1. 分析で用いる変数について

分析で用いる変数は、渡辺（2017b）で利用していた変数に加えて、大きく2つの変数群を追加することになる。追加する1つ目の変数群は、不良債権処理に影響を与える要因として既存研究で示されてきた変数群である。具体的には、第4節で確認した通り、4つの変数を統制する。追加統制する第2の変数は、大株主の状況に関する変数である。これは、外部取締役比率が、より大きな銀行傘下にあることの代理変数になってしまっているのではないか、という対抗仮説を検討するために統制する。

渡辺（2017b）と比較した本稿の実証的な貢献は、これら大きく2つの変数群を追加した点にある。そうした意味では、これらの変数を、説明変数と呼ぶことが出来るかもしれない。しかし、これらの変数を追加する実証的な目的は、これらの変数を追加した上でなお渡辺（2017b）で有意になった説明変数が、依然として有意になるのか、それとも有意でなくなるのかを検討することにある。そのため以下ではこれらの追加する変数は、統制変数として扱い、渡辺（2017b）の被説明変数と説明変数を、本稿でも同じように呼ぶこととする。以下では、渡辺（2017b）の説明と重複する部分が多いものの、まず被説明変数と説明変数について簡潔に説明した後、追加する統制変数について詳述する。

#### 5.3.2. 被説明変数

被説明変数である脱エスカレーションの尺度としても、渡辺（2017b）と同様に、不良債権処理費用を規模（貸出金合計）で割った値を用いる。具体的には、不良債権処理費用として、個別貸倒引当金繰入額と貸出金償却の合計を用いる。

---

<sup>19</sup> ここでも同様に、最終的な分析対象を確定させる上では、全国銀行業界の提供している財務データに欠損のある3企業・年をサンプルから除外している。

### 5.3.3. 説明変数

説明変数も、渡辺(2017b)と同様に、経営者の退任を示す変数と、外部からきた取締役の割合を示す変数、その交互作用項の3種類の変数を用いる。より具体的には、経営者の退任を示す変数として、取締役退任率と頭取経験者の退任の2種類の操作変数を作成する。渡辺(2017b)では、後者のみが有意になり、前者は有意になっていなかったものの、それはマクロ経済や制度関係の統制変数が不足していたからである可能性があるため、この両変数とも分析に投入する<sup>20</sup>。

外部取締役の比率は、外部から来た取締役の人数を取締役全体の人数で割った値である。

### 5.3.4. 統制変数

統制変数は、渡辺(2017b)で統制されていた変数の他に、先述の通り、新たに2つの変数群を追加投入する。第1に、不良債権処理に影響を与える要因として先行研究で有意な影響が確認されてきたマクロ経済や制度に関する変数である。具体的には、第4節で確認した通り、地価と公的資金注入、土地再評価差額金、繰延税金資産の4つの変数である。

地価としては、細野(2010)にならい、国土交通省のホームページよりデータをダウンロードの上、商業地の地価変化率を用いた。具体的には、地方銀行の場合、その本店がある都道府県別の地価変化率を用い、都市銀行の場合、営業範囲がより広域であるため三大都市圏の地価上昇率を用いている。

公的資金の注入についても同様に、細野(2010)にならい、預金保険機構のホームページにある「資本増強・資本参加(震災対応含む)」をもとに公的資金の注入を示すダミー変数を作成している。

土地再評価差額金と繰延税金資産については、全国銀行協会の「全国銀行財務諸表分析」より年度別のデータを入手の上、そこにデータが含まれていない場合、各社・各年度の有価証券報告書を確認し、欠損か計上をしていないのかを確認している。なお、土地再評価差額金は1997年度が、繰延税金資産は1997年度と1998年度がそれぞれ制度の発足前であるので0としている。それぞれ資産として計上することが可能になることで、不良債権処理

---

<sup>20</sup> これ以外にも、「経営者」としては、会長や代表取締役、常務以上の取締役などが考えられる。そのような、経営者として誰を考えるべきか、という問題については、渡辺(2017c)として既に検討が進められ、その成果の一部が公表されているものの、本稿の目的からは外れるため、ここではこれ以上の検討を行わない。



に正の影響をもたらすと考えられるので、資産で割った値を統制変数として投入する。

本稿で追加する第 2 の統制変数は、大株主に関する変数である。第 1 節で確認した通り、外部取締役比率は、より大きな企業の傘下にあることの代理変数になってしまっている可能性を排除する必要がある。そのために具体的には、大株主の上位 3 社比率の平方和を統制変数として追加投入する。これは、外部取締役を送りこむパワーの不均衡は、筆頭株主の保有比率というより、上位数社も含めた力関係によって決まることが明らかになっているためである(渡辺, 2017a)。

以上のマクロ経済や制度に関する変数に加えて、対抗仮説を排除するために、渡辺(2017b)でも用いられていた企業のガバナンスに関する 4 種類の変数を投入する<sup>21</sup>。

第 1 に、企業規模の代理変数として、貸出金の合計額である。本研究で用いる分析モデルの被説明変数は、不良債権処理費用を貸出金合計で割った値、すなわち比率である。そのため、被説明変数は、規模に比例する値ではない。しかし規模が小さな銀行ほど、支援を得るために外部から取締役を多く招聘しており、また、不良債権を多く発生させている可能性がある。この対抗仮説を排除するために、貸出金合計を自然対数化し、統制変数に加えている。

第 2 に、合併に関する統制変数として、他の銀行と翌年に合併することが発表された場合に 1 の値をとる合併予定ダミーと、実際に他の銀行と合併した年に 1 の値をとる合併実施ダミーの 2 つの変数を投入する。これは、合併に伴って、貸倒引当金の繰入に以下のような可能性が考えられるためである。翌年の合併が既に決まっている場合には、当該年度に貸倒引当金を計上せず、不良債権を処理しない可能性がある。これは、合併後であれば両行の不良債権が一緒になって責任は不明瞭になること、また多額の不良債権処理によって財務状況が悪化すれば、合併の条件で不利になるか、合併が破棄される恐れがあることによって生じる可能性である。逆に合併した年には、その反動で不良債権が増える可能性がある。さらに、合併を翌年度に控えている場合は、当該年度に旧来の経営者が交代し、新経営者が就任することも少ないと考えられる。そのため、経営者交代と不良債権処理の間に関係が見られたとしても、それは合併が予定されていることによる疑似相関である可能性がある。こうした影響を排除すべく、2 つの合併に関するダミー変数を投入する。

---

<sup>21</sup> 以下の記述は、渡辺(2017b)と用いる変数が同一であるため、重複する部分が多い。しかし渡辺(2017b)では紙幅の関係上、これらの変数がどのような対抗仮説を排除しているのかそれほど明確になっていないため、それを要約するよりも大幅に加筆修正する必要があったことと、本稿単独でも分析に用いる変数が分かるようにするために、詳述することとした。

第 3 に監査役に関する変数として、その人数と退任率、監査役の役員在職年数の平均を統制する。なぜなら、監査役も企業の役員の一形態であり、人数や就任・離任のタイミングや期間などにおいて、取締役や経営者と関係があることが予想され、それゆえ、取締役や経営者の退任と不良債権処理の間に関係が見られたとしても、それが監査役による影響である可能性があり、そうした別の解釈の可能性を排除する必要があるからである。具体的には、監査役は、貸倒引当金繰入額を決める債務者区分と予測損失率を決める上で、それが適切であるのか注視しているであろう。経営者が損失を少なくするために甘めに査定しようとする可能性があるのに対し、監査役の人数が多ければより細かく精査し、厳しい水準に近づける可能性があるため、これを統制する。また、新任の経営者と同様に新任の監査役ほど処理を求めるといった傾向があるかもしれないため、監査役の退任数と役員在職年数を統制する。

第 4 に頭取を含む取締役に関する変数である。本研究では、個人的責任を感じている役員ほど、自分自身の持つ自身に対するポジティブなイメージを守るために、撤退の決断をしないと予想している。個人的責任を感じる度合いは、長い期間に渡って責任ある立場についていたほど大きく、それゆえ撤退を選ばない可能性(Tosi, Katz and Gomez-Mejia, 1997)。それゆえ、取締役の役員在職年数の平均と頭取の年齢を統制する。また、頭取自身が外部出身である場合には、過去の融資によって生じている損失に対して相対的に責任は小さく、比較的撤退を選びやすい可能性があるため、これを統制する<sup>22</sup>。

---

<sup>22</sup> 以上で述べた以外にも、対抗仮説が存在する。その中で最も重要だと考えられるものは、外部取締役が多いたる影響に関する解釈についてである。渡辺 (2017b) は、外部取締役が多いほど、経営者が損失計上を先送りしようとするため、不良債権処理費用は少ないと予想している。しかしこの変数間に関係が見られたとしても、外部出身取締役が適切な監視を發揮し、そもそも不良債権自体が少ないからではないか、という対抗仮説が存在する。この対抗仮説を排除するために、最も簡単な方法は、不良債権の額を統制することである。しかし、これを統制すれば、分析のモデルが上記の予想を検討するものではなくなってしまう。なぜならば、上記の予想で議論しているのは、外部取締役が多いほど、(1)そもそも不良債権を認識しようとし、その上(2)認識したとしても損失処理しようとしない、ということであるからである。不良債権額を統制すれば、(1)の点を所与とした上で、(2)点のみを観察することになってしまう。そのため、渡辺 (2017b) は、主たる分析モデルであるモデル 1~3 では不良債権の額を統制せず、追加分析として不良債権の額を統制したモデル 4~6 を別途作成し、対抗仮説を検討している。このモデル 4~6 でも、依然として、外部取締役比率は 5%水準で負の方向に有意であった。そのため、仮説が支持され、対抗仮説は排除されたと結論付けられている。そのため本稿でも、主たる分析では不良債権の額を統制せず、後に追加分析で影響を確認することとする。

#### 5.4. 方法

以下の回帰分析でも、渡辺 (2017b) と同じく、企業の固定効果モデルを用いる。これは、現状維持バイアス (Samuelson and Zeckhauser, 1988; Hambrick, Geletkanycz and Fredrickson, 1993)、戦略モーメントム (Amburgey and Miner, 1992)、不作為のイナーシャ (Kumar, 2004; Arkes, Kung and Hutzel, 2002) といった他の影響を統制するために、前年より前の結果変数を統制する必要がある、それに加えて個々の企業の観察されていない異質性を統制することが出来るという利点があるためである (Wooldridge, 2010)<sup>23</sup>。さらに、地価で統制しきれなかった全国的なマクロ経済の影響などを一定にするため、年ダミーを投入する<sup>24</sup>。

仮説検定にあたっては、企業をグループとするクラスター・ロバスト標準誤差を用いた。これは、系列相関と不均一分散によって推定結果が影響を受けるのを避けるためである (White, 1980; Arellano, 1987)<sup>25</sup>。

#### 5.5. 記述統計と変数間の相関

各変数の記述統計と変数間の相関は表 1 に示されている。なお、表 1 には、ここまでで紹介した変数の他、後の追加分析で用いる変数も予め掲載してある。これは、後にほぼ全てに渡り重複した表を再掲することによる紙幅の無駄を防ぐためである。具体的には、変数番号⑱と㉔の不良債権の額が後の追加分析で用いる変数である。

変数間の相関を確認すると、説明変数である外部取締役比率と他のいくつかの変数の間に比較的強い相関が確認出来る。モデル全体で見れば、交互作用項を含まないモデルで最大となる VIF が 2 以下、交互作用項を追加したモデルでも最大の VIF は 3 以下であるため、多重共線性の問題はそれほど深刻だとはいえない。しかし、外部取締役比率と、本稿で追加投入する大株主上位 3 社平方和の間に、0.27 の相関がある点には注意を要する。なぜならば、本稿の分析において 2 つの統制変数群を追加して、外部取締役比率が依然として有意になったとしても、今度は多重共線性の問題により有意になっているのではないか、という疑念を生じさせるからである。それゆえ以下では、大株主上位 3 社平方和を含

---

<sup>23</sup> 念のためハウスマン検定を行ったところ、0.1%水準で固定効果モデルが支持された。

<sup>24</sup> 時間固定効果の検定を行ったところ、年ダミーがすべて 0 であるという帰無仮説は、0.1%水準で棄却された。

<sup>25</sup> なお、Wooldridge 検定を行ったところ、系列相関がないという帰無仮説は棄却されていない。

まないモデル群と、それを含むモデル群を作成し、慎重に検討を行っていくこととする。具体的には、次の第5節第6項では、大株主の状況を統制せずに、金融論の先行研究にもとづく統制変数のみを追加投入し、第2の課題についてのみ対応する。すなわち、渡辺(2017b)の結果が、マクロ経済や制度的変化の要因を統制した上で、なお維持されるかを確認する。

その後、第7項で、第3の課題に取り組む。具体的には、大株主上位3社平方和を新たに追加統制し、渡辺(2017b)で得られた結果と、第6項で得られた結果のすべてが、大株主の状況に依存せず観察されるのかを確認する。

表1 変数の記述統計と変数間の相関

	平均	標準偏差	最小値	最大値
①不良債権処理費用	0.01	0.01	0.00	0.06
②商業地地価対前年変動率	0.15	2.30	-23.30	11.00
③公的資金注入変化ダミー	0.02	0.16	-1	1
④土地再評価差額金比率	0.00	0.00	0.00	0.02
⑤繰延税金資産比率	0.12	0.46	-0.28	13.07
⑥貸出金合計(対数)	14.54	0.84	12.39	17.91
⑦合併実施ダミー	0.01	0.09	0	1
⑧合併予定ダミー	0.03	0.16	0	1
⑨監査役数	4.39	0.64	3	9
⑩監査役退任率	0.19	0.20	0.00	1.00
⑪監査役在職年数平均	4.94	2.93	0.00	16.50
⑫取締役在職年数平均	5.13	1.73	1.00	12.00
⑬頭取年齢	63.40	4.28	48	78
⑭外部出身頭取ダミー	0.30	0.46	0	1
⑮頭取経験者の退任ダミー	0.23	0.42	0	1
⑯取締役退任率	0.15	0.12	0	0.75
⑰外部取締役比率	0.14	0.15	0	0.86
⑱大株主上位3社比率平方和	91.63	381.88	15.83	4974.60
⑲(当期)不良債権額	0.03	0.02	0.00	0.13
⑳(前期)不良債権額	0.03	0.02	0.00	0.13

(表 1 の続き)

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫	⑬	⑭	⑮	⑯	⑰	⑱	⑳	
①	1																			
②	-0.12	1																		
③	0.19	0.12	1																	
④	0.14	-0.03	0.09	1																
⑤	0.29	-0.06	0.00	-0.04	1															
⑥	0.15	0.06	0.16	0.12	-0.04	1														
⑦	0.01	-0.04	0.07	-0.03	0.05	0.06	1													
⑧	0.08	-0.08	-0.06	0.02	0.09	0.17	0.15	1												
⑨	-0.10	0.07	0.13	-0.08	-0.05	0.41	0.12	0.09	1											
⑩	0.10	-0.04	0.06	0.03	0.11	0.07	0.08	0.04	-0.11	1										
⑪	0.07	-0.07	-0.06	0.08	-0.01	-0.19	-0.07	-0.05	-0.10	-0.29	1									
⑫	-0.08	-0.05	-0.09	-0.12	0.04	-0.19	-0.07	-0.07	-0.12	-0.03	0.15	1								
⑬	-0.01	-0.04	-0.04	0.07	0.01	0.06	0.03	-0.06	0.00	-0.03	0.00	0.10	1							
⑭	-0.03	0.03	-0.04	0.07	-0.01	-0.16	0.00	-0.04	-0.08	-0.01	0.11	0.03	0.02	1						
⑮	0.12	-0.05	0.07	0.05	-0.01	0.02	-0.02	-0.04	-0.02	-0.06	-0.01	-0.18	-0.22	-0.13	1					
⑯	0.12	0.02	0.03	0.03	0.03	0.18	0.11	0.20	0.06	0.01	-0.11	-0.33	-0.10	-0.03	0.33	1				
⑰	-0.01	0.04	0.00	-0.15	0.11	-0.33	0.09	0.02	-0.05	0.02	-0.02	-0.03	-0.06	0.46	-0.03	0.00	1			
⑱	0.10	0.01	-0.01	-0.09	0.06	-0.04	0.01	0.10	-0.09	0.02	0.01	-0.09	-0.05	0.11	0.03	0.01	0.27	1		
⑲	0.25	0.04	0.06	-0.10	0.23	-0.09	0.10	0.16	-0.13	0.07	-0.05	-0.07	-0.06	-0.09	0.05	0.10	0.04	0.10	1	
⑳	0.45	-0.05	0.08	-0.04	0.33	-0.09	0.10	0.12	-0.18	0.06	0.02	-0.05	-0.04	-0.09	0.07	0.08	0.04	0.06	0.82	1

## 5.6. 分析結果①：第2の課題に関する分析

第2の課題に対応するために行われた分析の結果は表2に示されている。モデル1～3は、渡辺（2017b）と全く同じモデルであり、モデル7～12は、本稿において追加されたモデルである（モデル4～6は、渡辺（2017b）で本稿において検討するのとは別の対抗仮説を排除するために使われているモデル番号であり、以下でも別途議論するため、飛ばしている）。渡辺（2017b）は、係数の値を小数第4位まで報告していたのに対し、本稿では小数第3位までに変更するなど、体裁の面で若干の相違はあるものの、示されている分析結果そのものは、モデル1～3に関しては、全く同一である。参考までに確認しておくなら、統制変数のみを投入したのがモデル1であり、頭取経験者の退任ダミーと、取締役退任率、外部取締役比率という3つの説明変数を投入したのがモデル2、このモデル2で投入された3つの説明変数のうち、有意になった頭取経験者の退任ダミーと外部取締役比率の交互作用項を投入したのがモデル3である。

モデル2では、取締役退任率は有意でなかったものの、頭取経験者の退任ダミーは、5%水準で正で有意であったことから、責任を持つ者の退任は、脱エスカレーションを促進するという仮説1は部分的に支持されたと渡辺（2017b）は結論付けていた。また、外部取締役比率は、5%水準で負で有意であったことから、外部者が取締役の中に多くいるほど、脱エスカレーションは起こりづらいという仮説2も支持されていた。しかし、モデル3では、交互作用項は有意にならなかったことから、仮説1の影響が、外部者の存在により強くなる、という仮説3は支持されなかった、とされている。

本稿において追加されたモデルが、モデル7～12である。モデル7は、本稿で追加された4つの統制変数を含む、統制変数のみを投入したモデルである。本稿で追加された4つの統制変数のうち、土地再評価差額金比率を除く、商業地地価対前年変動率と公的資金注入変化ダミー、繰延税金資産比率の3つの変数は有意になっている。また、決定係数が大幅に上昇していることから、モデルの説明力も上がっていることが分かる。

このモデル7に、説明変数を1つずつ投入したモデルが、モデル8～10である。モデル8には、頭取経験者の退任ダミーが、モデル9には取締役退任率が、モデル10には外部出身取締役比率がそれぞれ投入されている。モデル11は、以上3つの説明変数をすべてまとめて投入したモデルである。以下では、モデル8～10と、モデル11で有意になっている説明変数と、その係数の符号に変化が見られないため、モデル11を中心に分析結果を検討する。

モデル 11 とモデル 2 を比較すると、本稿で 4 つの統制変数を追加投入したものの、説明変数のうち、有意になっていた説明変数やその符号、有意水準は変わらず、分析の結論は維持されていることが確認出来る。経営者の退任を示す 2 つの独立変数のうち、取締役退任率は有意にならず、頭取経験者の退任のみが 5%水準で正で有意である、という点は変わらない。それゆえ、依然として、仮説 1 は部分的に支持されている。

同様にモデル 11 で、外部取締役の比率は、依然として、5%水準で有意であり、負の係数を示している。これは、外部から来た取締役が多いほど、融資の状態を悪く判断して不良債権処理費用を積む可能性が低くなることを意味しており、仮説 2 と合致している。

このように外部取締役が多く貸倒引当金を普段の年にはあまり計上しない企業では、経営者の交代時により多く計上することを仮説 3 では予想していた。しかし、モデル 3 と同様に、モデル 12 でも、交互作用項は 10%水準でも有意ではない。そのため、仮説 3 はやはり支持されなかった。



表 2 分析結果①：第 2 の課題に関する分析

	モデル1	モデル2	モデル3	モデル7	モデル8
商業地地価対前年変動率				-0.000**	-0.000*
				(0.000)	(0.000)
公的資金注入変化ダミー				0.003*	0.003*
				(0.001)	(0.001)
土地再評価差額金比率				0.097	0.082
				(0.226)	(0.223)
繰延税金資産比率				0.003***	0.003***
				(0.000)	(0.000)
貸出金合計(対数)	-0.005	-0.004	-0.004	-0.005	-0.005
	(0.004)	(0.003)	(0.003)	(0.004)	(0.004)
合併実施ダミー	-0.002	-0.002	-0.002	-0.003	-0.003
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
合併予定ダミー	-0.003**	-0.003*	-0.003*	-0.003**	-0.003**
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
監査役数	0.001	0.001†	0.001†	0.000	0.000
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
監査役退任率	0.000	0.001	0.001	-0.000	-0.000
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
監査役在職年数平均	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
取締役在職年数平均	0.000	0.000	0.000	-0.000	-0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
頭取年齢	-0.000	0.000	0.000	-0.000	-0.000
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
外部出身頭取ダミー	-0.001	-0.000	-0.000	-0.001	-0.000
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
頭取経験者退任ダミー		0.001*	0.001†		0.001*
		(0.000)	(0.001)		(0.000)
取締役退任率		-0.001	-0.001		
		(0.002)	(0.002)		
外部取締役比率		-0.007*	-0.008†		
		(0.004)	(0.004)		
頭取経験者の退任 ×外部取締役比率			0.000		
			(0.002)		
定数項	0.085	0.067	0.068	0.085	0.083
	(0.058)	(0.049)	(0.049)	(0.057)	(0.056)
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.249	0.266	0.266	0.314	0.318
自由度修正済決定係数	0.228	0.244	0.243	0.292	0.295
括弧内はクラスターロバスト標準誤差. 両側検定.					
†, *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%, 0.1%水準で有意であることを示す.					

(表2の続き)

	モデル9	モデル10	モデル11	モデル12
商業地地価対前年変動率	-0.000** (0.000)	-0.000** (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000* (0.000)
公的資金注入変化ダミー	0.003* (0.001)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)
土地再評価差額金比率	0.098 (0.226)	0.066 (0.227)	0.049 (0.223)	0.050 (0.223)
繰延税金資産比率	0.003*** (0.000)	0.003*** (0.000)	0.003*** (0.000)	0.003*** (0.000)
貸出金合計(対数)	-0.005 (0.004)	-0.004 (0.003)	-0.004 (0.003)	-0.004 (0.003)
合併実施ダミー	-0.003 (0.002)	-0.003† (0.002)	-0.003† (0.002)	-0.003† (0.002)
合併予定ダミー	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.003* (0.001)	-0.003** (0.001)
監査役数	0.000 (0.001)	0.001 (0.000)	0.001 (0.000)	0.001 (0.000)
監査役退任率	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
監査役在職年数平均	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
取締役在職年数平均	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
頭取年齢	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
外部出身頭取ダミー	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
頭取経験者退任ダミー			0.001* (0.000)	0.001 (0.001)
取締役退任率	0.001 (0.002)		-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)
外部取締役比率		-0.007* (0.004)	-0.008* (0.004)	-0.008* (0.004)
頭取経験者の退任 ×外部取締役比率 定数項				0.001 (0.002)
	0.084 (0.056)	0.068 (0.048)	0.067 (0.047)	0.067 (0.047)
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes
年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.314	0.325	0.329	0.329
自由度修正済決定係数	0.292	0.303	0.305	0.305
括弧内はクラスターロバスト標準誤差. 両側検定.				
†, *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%, 0.1%水準で有意であることを示す.				

## 5.7. 分析結果②：第3の課題に関する分析

本項では、第3の課題に対応するための分析結果を提示する。第3の課題とは、繰り返しになるが、外部取締役比率と不良債権処理費用の間の関係が「第3の変数」による疑似相関である可能性である。第3の変数としては、より大きな企業の傘下にあることが挙げられる。より大きな企業の傘下であれば、パワーが劣位であるため、外部出身取締役が多く、それと同時に、より大きな企業の傘下であり万が一の際にはその支援を得られることに期待しているが故に不良債権を処理しないでいるのかもしれない。この可能性を排除するために、大株主の上位3社平方和をここまでの分析モデルに追加する。

表3は、この第3の課題を検討するために作成されたモデルの推定結果である。ここに示されているのは、先ほどのモデル7～モデル11に対して、大株主上位3社比率の平方和を追加したモデルである（そのため、それらのモデルに、ダッシュを追加したものをモデル名としている）。

このモデルのうち、外部取締役比率が投入されていないモデル7からモデル9'を見ると、大株主上位3社比率の平方和の係数は、マイナスで有意になっている。しかし、外部取締役比率を投入したモデル10'とモデル11'を見ると、外部取締役比率が有意で、大株主上位3社比率は有意でなくなっている。そのため、外部取締役比率が、より大きな企業の傘下においてパワー劣位にある程度の代理変数となってしまっており有意になっているという可能性は極めて薄いといえる。モデル7からモデル9'では、むしろその逆に、大株主上位3社比率が、外部取締役比率の代理変数となってしまっているからこそ有意になっているのだと考えられる。以上のことから、外部取締役比率が高いほど、他の企業に経営権を握られているため、不良債権処理費用と有意な関係を持っているのではないか、という対抗仮説は排除されたといえる。

さらに、表3には、ここまでのモデルに加えて、モデル4'～6'が示されている。モデル4～6は、渡辺（2017b）に示されていたモデルである。これらは、渡辺（2017b）のモデル2に、それぞれ不良債権額を統制変数として追加したモデルであった。不良債権額を統制変数として追加したのは、渡辺（2017b）のモデルに、外部取締役が多いと、不良債権処理費用が少ないのは、外部取締役が適切な監視を発揮し、そもそも不良債権そのものが少ないからではないか、という対抗仮説を排除するためであった<sup>26</sup>。そのために、当期と前期の両方の

---

<sup>26</sup> 直接的に統制しなかったのは、先述の通り、不良債権の額を統制変数として投入すると、仮説の予想とモデルが合致しなくなってしまうためである。

不良債権額を統制変数して投入したモデル 4 と、当期の不良債権額のみを追加で投入したのがモデル 5、前期のそれがモデル 6 を作成し<sup>27</sup>、これらのモデルでも、外部取締役の係数が負で有意であることを観察することで、対抗仮説を排除し、仮説が支持されることを確認していた。

本稿における分析では、渡辺 (2017b) のモデル 4~6 に、大株主上位 3 社比率の平方和を追加している。これらがモデル 4~6 である。これらのモデルを見ると、いずれのモデルでも、外部取締役比率は、負で有意なままである。それゆえ、これらのモデルにおいても、仮説は維持されており、主たるモデルを分析して得られた結果は、より頑健なものであることが明らかになったと言えよう。

---

<sup>27</sup> モデル 4 で当期と前期の双方を追加したのは、不良債権を処理する際に、貸倒引当金を計上する場合、貸借対照表上に不良債権として残り続けるのに対し、直接償却をする場合は、貸借対照表から消滅するためである。そのため、外部取締役が多いほど不良債権処理費用が少ないのはそもそも不良債権が少ないからである、という対抗仮説を検討するためには、前期と当期の両方の不良債権額を統制変数に投入する必要がある。しかし、当期と前期の不良債権額の間には 0.82 の相関があったため、モデル 4 では前期の不良債権額の係数が負になっており、多重共線性による問題が強く疑われていた。そのため、当期の不良債権額のみを追加で投入したのモデル 5 と、前期のそれのみ投入したモデル 6 も作成していた。

表 3 分析結果②：第 3 の課題に関する分析

	モデル7'	モデル8'	モデル9'	モデル10'	モデル11'	モデル4'	モデル5'	モデル6'
(当期)不良債権額						0.216*** (0.026)	0.153*** (0.023)	
(前期)不良債権額						-0.099*** (0.026)		0.031 (0.026)
商業地地価対前年変動率	-0.000** (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000** (0.000)	-0.000** (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000* (0.000)
公的資金注入変化ダミー	0.003* (0.001)	0.003* (0.001)	0.003* (0.001)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.003* (0.001)
土地再評価差額金比率	0.101 (0.225)	0.086 (0.221)	0.101 (0.225)	0.063 (0.227)	0.045 (0.223)	0.098 (0.217)	0.112 (0.221)	0.059 (0.220)
繰延税金資産比率	0.003*** (0.000)	0.003*** (0.000)	0.003*** (0.000)	0.003*** (0.000)	0.003*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.003*** (0.000)
貸出金合計(対数)	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.004)	-0.005 (0.004)	-0.004 (0.003)	-0.004 (0.003)	-0.001 (0.003)	0.001 (0.003)	-0.003 (0.003)
合併実施ダミー	-0.003 (0.002)	-0.003 (0.002)	-0.003 (0.002)	-0.003† (0.002)	-0.003† (0.002)	-0.004* (0.002)	-0.004* (0.002)	-0.003† (0.002)
合併予定ダミー	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.002† (0.001)	-0.003** (0.001)
監査役数	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.000)	0.001 (0.000)	0.001* (0.000)	0.001† (0.000)	0.001 (0.000)
監査役退任率	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
監査役在職年数平均	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
取締役在職年数平均	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)

(次のページへ続く)

表 3 (続き)

	モデル7'	モデル8'	モデル9'	モデル10'	モデル11'	モデル4'	モデル5'	モデル6'
頭取年齢	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
外部出身頭取ダミー	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)
頭取経験者退任ダミー		0.001* (0.000)			0.001* (0.000)	0.001† (0.000)	0.001† (0.000)	0.001* (0.000)
取締役退任率			0.000 (0.002)		-0.001 (0.002)	0.000 (0.001)	-0.000 (0.002)	-0.001 (0.002)
外部取締役比率				-0.007* (0.004)	-0.007* (0.004)	-0.006* (0.003)	-0.006* (0.003)	-0.007* (0.003)
大株主上位3社比率平方和	-0.000* (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000** (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
定数項	0.081 (0.057)	0.079 (0.056)	0.080 (0.057)	0.066 (0.049)	0.065 (0.048)	0.018 (0.040)	-0.005 (0.041)	0.048 (0.044)
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.315	0.319	0.315	0.325	0.329	0.453	0.426	0.333
自由度修正済決定係数	0.292	0.295	0.291	0.302	0.304	0.432	0.405	0.308
括弧内はクラスターロバスト標準誤差. 両側検定.								
†, *, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%, 0.1%水準で有意であることを示す.								

## 6. まとめ

本稿では、渡辺 (2017b) に残された 3 つの課題の検討を行ってきた。渡辺 (2017b) に残された 3 つの課題とは、第 1 に、実証分析で利用したリサーチ・コンテキストの説明が十分でなかったことである。本稿では第 3 節で、日本の銀行業界では不良債権へのエスカレーションが起こっていたこと、さらに、そうしたエスカレーションは最終的には望ましくない結末を招いたことを先行研究より確認した。これにより、渡辺 (2017b) で採用していたリサーチ・コンテキストにおいては、外部取締役による負の影響というのが、単に符号が負という意味のみならず、望ましくないという含意まで併せ持つことを確認した。

本稿で検討した第 2 の課題は、金融論の先行研究で指摘されてきた不良債権処理に影響を与える要因が、十分統制されていなかったことである。本稿では第 4 節で細野 (2010) と随 (2013) などを概観することにより、そうした要因として、4 つを抽出した。その上で、これら 4 つの要因を第 5 節では統制変数として投入し、これらの統制変数を追加投入してもなお渡辺 (2017b) と同等の分析結果が得られることを確認した。

本稿で検討した第 3 の課題は、外部出身取締役が多い企業が、より大きな企業の傘下にある可能性である。こうした企業では、より大きな企業の傘下でありパワーが劣位であるが故に、外部から取締役を数多く招聘し(Pfeffer and Salancik, 1978)、それと同時に、万が一の際には支援を得られることに期待しているが故に不良債権を処理しないでいるのかもしれない。そのため本稿の第 5 節では、より大きな企業の傘下にある程度を、大株主の保有比率を用いて追加統制し、それでもなお、外部取締役の負の影響が見られることを観察した。これにより、渡辺 (2017b) の結果が、疑似相関によるものであるという対抗仮説を排除することが出来た。

以上の通り、本稿では、渡辺 (2017b) に残された課題を検討し、その分析結果がより信頼性が高く、頑健なものであることを確認した。これが本稿の貢献である。ただし、以上の通り、3 つの課題を克服したとはいえ、渡辺 (2017b) にはまだ残された課題も存在する。

渡辺 (2017b) で指摘されていたのは、外部取締役を単に比率の問題として扱うだけでなく、外部取締役の属性によって影響がどのように異なるのかを明らかにする必要があるということであった。これは言い換えれば、どのような外部取締役が負の影響をもたらしているのか、逆に正の影響を持つ外部取締役はいないのかを明らかにする必要があるということであった。これについては、既に渡辺 (2020) として検討された結果が公表されている。当該論文では、独立性が低く、専門知識も少ない外部取締役が負の影響をもたらしており、逆に、独立性が高く、専門知識も多い外部取締役は相対的には正の影響を持っていることが明らかになっている<sup>28</sup>。

---

<sup>28</sup> なお、当該論文では、渡辺 (2017b) や本研究と、コーポレート・ガバナンスに関する標準的な議論がどのような関係にあるのかについても検討が行われている。渡辺 (2017b) や本稿では、標準的なコーポレート・ガバナンスの議論にもとづくのではなく、内部の経営陣の認知の変化に注目し、外部取締役が脱エスカレーションに対して負の影響を持つという可能性を議論し、確認をしている。これに対して、標準的なコーポレート・ガバナン

しかしながら、全ての課題が、渡辺（2020）と本稿によって克服されたわけではない。その中でもこの一連の研究の目的に照らして重要だと考えられるのは、次の2点である。

第1の課題は、内的妥当性と外的妥当性に関するものである。内的妥当性の面では、他にもまだ解釈の余地が残されていることが挙げられる。本稿では、渡辺（2017b）のモデルに、統制変数を追加することで、さらなる対抗仮説の排除に努めた。しかしながら、これですべての対抗仮説を排除出来たわけではない。残された解釈としては、例えば、データの制約により、各社の融資に占める担保を確保、ないしは保全できている割合を統制出来ていないことが挙げられる。そのため、外部取締役が多いほど、融資を慎重に審査する傾向があり、担保が保全されているため、不良債権処理費用が発生しなくなっているのではないかと、という対抗仮説は十分に排除出来ていない。これが内的妥当性に関して残された課題である。

外的妥当性における制約は、本論文がその分析の焦点を撤退の意思決定に役員構造が与える影響に絞り、特定の年代の銀行業界のデータでそれを検討したことによるものである。特に外部取締役が負の影響をもたらすという点は、一般化をする上で大きな制約がある。そのため、この点においても今後の研究においてさらなる検討が必要だといえる。

第2の課題は、仮説1が依然として部分的な支持に留まったことと関連する。本研究では、「経営者」として、個人を想定すべきか、それとも複数人を想定すべきか事前には分からなかったため、頭取経験者の退任ダミーと、取締役の退任率という2つの変数を作成し、その影響を分析した。その結果、前者は5%水準で有意であったものの、後者は有意な影響が観察されなかったのである。これは、個人的な責任を持つ経営者の退任が脱エスカレーションを引き起こすという予想と、個人的な責任を持つ経営者が頭取経験者であるという想定は適切であるものの、逆に、取締役が責任を持っているという想定は不適切であることを意味している。そのため、どのような「経営者」の退任であれば有意な影響を持つのか、つまり個人的な責任を持っている「経営者」とは日本企業において誰なのか、という新たな疑問を提示しているといえる。そのため、この点についてもさらなる検討が必要だといえるであろう。

## 謝辞

本稿は、一橋大学経営管理研究科に提出した博士論文の第3章と第4章の一部をもとに、大幅に加筆・修正したものです。博士論文審査の中で貴重なコメントを下さいました沼上幹

---

スの議論での議論では、外部取締役は、モニタリングとアドバイスにより、意思決定に対して望ましい影響を与えることが想定されている。さらに、近年のファイナンスの研究は、そうしたモニタリングとアドバイスにより外部取締役がもたらす望ましい影響は、その属性によって異なることが指摘されている。これは、渡辺（2020）のように、外部取締役を単に比率の問題として扱うのではなく、外部取締役の属性によって与える影響が異なることを想定した研究である。そのため、渡辺（2020）では、これらの研究の知見と、渡辺（2017b）や本研究の知見を融合させ、どのような属性を持った外部取締役であれば、経営者の問題を先送りしようとする傾向を見破り、撤退の意思決定を促進するのかを検討している。



先生、佐々木将人先生、田村俊夫先生に御礼申し上げます。本稿で検討した課題のうち、第3の課題は、内田大輔先生（現・九州大学）から、日本経営学会関東部会で頂いたコメントにもとづくものです。金融論の先行研究を整理する際には、加藤隼人先生（現・大阪大学）に的確な文献を教えて頂きました。ここに記して、感謝申し上げます。なお、本稿は、科研費 17K13778 と 20K13553 と全国銀行学術研究振興財団による研究助成にもとづく成果の一部です。

## 参考文献

- Amburgey, Terry L and Anne S Miner (1992), “Strategic Momentum: The Effects of Repetitive, Positional, and Contextual Momentum on Merger Activity,” *Strategic Management Journal*, Vol. 13, No. 5, pp. 335–348.
- Aoki, Masahiko (1994), “Monitoring Characteristic of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View,” in Masahiko Aoki and Hugh Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Cambridge, MA, Oxford University Press, pp. 109–141（白鳥正喜監訳・東銀リサーチインターナショナル訳(1996)「メインバンク・システムのモニタリング機能としての特徴」『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社, pp.129-166).
- Arellano, Manuel (1987), “Practitioners’ Corner: Computing Robust Standard Errors for Within-Groups Estimators,” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 49, No. 4, pp. 431–434.
- 蟻川靖浩・宮島英昭（2015）「銀行と企業の関係：歴史と展望」『組織科学』Vol. 49, No. 1, pp. 19–31.
- Arkes, Hal R and Catherine Blumer (1985), “The Psychology of Sunk Cost,” *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 35, No. 1, pp. 124–140.
- Arkes, Hal R, Yi-Han Kung and Laura Hutzel (2002), “Regret, Valuation, and Inaction Inertia,” *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 87, No. 2, pp. 371–385.
- Beshears, John and Katherine L Milkman (2011), “Do Sell-Side Stock Analysts Exhibit Escalation of Commitment?,” *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 77, No. 3, pp. 304–317.
- Bhagat, Sanjai and Bernard S. Black (2002), “The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance,” *Journal of Corporation Law*, Vol. 27, No. 2, pp. 231–273.
- Caballero, Ricardo J, Takeo Hoshi and Anil K Kashyap (2008), “Zombie Lending and

- Depressed Restructuring in Japan,” *American Economic Review*, Vol. 98, No. 5, pp. 1943–1977.
- Doering, Laura (2014), “Rethinking Escalation of Commitment: Relational Lending in Microfinance,” *University of Chicago Booth School of Business and Department of Sociology Job Market Paper*.
- 福田慎一 (2015) 『「失われた20年」を超えて』NTT出版.
- 福田慎一・粕谷宗久・中島上智 (2007) 「非上場企業の設備投資の決定要因：金融機関の健全性および過剰債務問題の影響」林文夫編『金融の機能不全（経済制度の実証分析と設計 第2巻）』勁草書房, pp. 65–97.
- 福田慎一・鯉渕賢 (2004) 「銀行破綻と借り手のパフォーマンス」『経済学論集』Vol. 69, No. 4, pp. 35–56.
- Fukuda, Shin-ichi and Satoshi Koibuchi (2006), “The Impacts of ‘Shock Therapy’ Under a Banking Crisis: Experience from Three Large Bank Failures in Japan.,” *Japanese Economic Review*, Vol. 57, No. 2, pp. 232–256.
- Fukuda, Shin-ichi and Satoshi Koibuchi (2007), “The Impacts of ‘shock Therapy’ on Large and Small Clients: Experiences from Two Large Bank Failures in Japan,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 15, No. 5, pp. 434–451.
- Fukuda, Shin-ichi and Jun-ichi Nakamura (2011), “Why Did ‘Zombie’ Firms Recover in Japan?,” *World Economy*, Vol. 34, No. 7, pp. 1124–1137.
- Guler, Isin (2007), “Throwing Good Money after Bad? Political and Institutional Influences on Sequential Decision Making in the Venture Capital Industry.,” *Administrative Science Quarterly*, Vol. 52, No. 2, pp. 248–285.
- Hambrick, Donald C, Marta A Geletkanycz and James W Fredrickson (1993), “Top Executive Commitment to the Status Quo: Some Tests of Its Determinants,” *Strategic Management Journal*, Vol. 14, No. 6, pp. 401–418.
- 花崎正晴 (2008) 『企業金融とコーポレート・ガバナンス：情報と制度からのアプローチ』東京大学出版会.
- Hanazaki, Masaharu and Akiyoshi Horiuchi (2003), “A Review of Japan’s Bank Crisis from the Governance Perspective,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 11, No. 3, pp. 305–325.
- Hermalin, Benjamin E and Michael S Weisbach (1991), “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance,” *Financial Management*, Vol. 20, No. 4, pp. 101–112.
- 堀内昭義 (1998) 『金融システムの未来：不良債権問題とビッグバン』岩波書店.
- 星岳雄 (2006) 「ゾンビの経済学」岩本康志・太田誠・二神孝一・松井彰彦編『現代経済学の潮流2006』東洋経済新報社, pp. 41–68.

- Hoshi, Takeo and Anil K Kashyap (2010), “Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Eight Lessons from Japan,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, No. 3, pp. 398–417.
- 細野薫 (2010) 『金融危機のミクロ経済分析』 東京大学出版会.
- Hsieh, Kai-Yu, Wenpin Tsai and Ming-Jer Chen (2015), “If They Can Do It, Why Not Us? Competitors as Reference Points for Justifying Escalation of Commitment,” *Academy of Management Journal*, Vol. 58, No. 1, pp. 38–58.
- 池尾和人 (1995) 『金融産業への警告：金融システム再構築のために』 東洋経済新報社.
- 伊藤邦雄 (2016) 『新・現代会計入門 第2版』 日本経済新聞出版社.
- 北坂真一 (2010) 「書評 細野薫著『金融危機のミクロ経済分析』」 『金融経済研究』 No. 31, pp. 97–99.
- 鯉渕賢・福田慎一 (2007) 「銀行破綻処理と中小企業」 林文夫編 『金融の機能不全（経済制度の実証分析と設計 第2巻）』 勁草書房, pp. 99–123.
- Konishi, Masaru and Yukihiro Yasuda (2004), “Factors Affecting Bank Risk Taking: Evidence from Japan,” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, No. 1, pp. 215–232.
- Kumar, Piyush (2004), “The Effects of Social Comparison on Inaction Inertia,” *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 95, No. 2, pp. 175–185.
- Mikitani, Ryoichi and Adam S Posen (eds) (2000), *Japan’s Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, Washington, DC: Institute for International Economics (清水啓典監訳(2001) 『日本の金融危機：米国の経験と日本への教訓』 東洋経済新報社).
- 宮島英昭 (2005) 「状態依存型ガバナンスの進化と変容」 伊丹敬之・藤本隆宏・岡崎哲二・伊藤秀史・沼上幹編 『リーディングス日本の企業システム 第Ⅱ期第2巻 企業とガバナンス』 有斐閣, pp. 188–222.
- Montgomery, Heather and Satoshi Shimizutani (2009), “The Effectiveness of Bank Recapitalization Policies in Japan,” *Japan and the World Economy*, Vol. 21, No. 1, pp. 1–25.
- 中村純一・福田慎一 (2013) 「問題企業の復活：「失われた20年」の再検証」 花崎正晴・大瀧雅之・随清遠編著 『金融システムと金融規制の経済分析』 勁草書房, pp. 195–218.
- Ono, Arito and Ichiro Uesugi (2009), “Role of Collateral and Personal Guarantees in Relationship Lending: Evidence from Japan’s SME Loan Market,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 41, No. 5, pp. 935–960.
- Peek, Joe and Eric S Rosengren (2005), “Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan,” *American Economic Review*, Vol. 95, No. 4,

- pp. 1144–1166.
- Pfeffer, Jeffrey and Gerald R. Salancik (1978), *The External Control of Organizations : A Resource Dependence Perspective*, New York, NY: Harper & Row.
- Rosenstein, Stuart and Jeffrey G Wyatt (1990), “Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, No. 2, pp. 175–191.
- Samuelson, William and Richard Zeckhauser (1988), “Status Quo Bias in Decision Making,” *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 1, No. 1, pp. 7–59.
- Sheard, Paul (1994), “Main Banks and the Governance of Financial Distress,” in Masahiko Aoki and Hugh Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Cambridge, MA: Oxford University Press, pp. 188–230 (白鳥正喜監訳・東銀リサーチインターナショナル訳 (1996) 「メインバンクと財務危機管理」 『日本のメインバンク・システム』 東洋経済新報社, pp. 215-235).
- Skinner, Douglas J (2008), “The Rise of Deferred Tax Assets in Japan: The Role of Deferred Tax Accounting in the Japanese Banking Crisis,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 46, No. 2, pp. 218–239.
- Sleesman, Dustin J, Donald E Conlon, Gerry McNamara and Jonathan E Miles (2012), “Cleaning Up the Big Muddy: A Meta-Analytic Review of the Determinants of Escalation of Commitment.,” *Academy of Management Journal*, Vol. 55, No. 3, pp. 541–562.
- Staw, Barry M (1976), “Knee-Deep in the Big Muddy: A Study of Escalating Commitment to a Chosen Course of Action,” *Organizational Behavior and Human Performance*, Vol. 16, No. 1, pp. 27–44.
- Staw, Barry M (1997), “The Escalation of Commitment: An Update and Appraisal,” in Zur Shapira (eds.), *Organizational Decision Making*, Cambridge, UK, Cambridge University Press, pp. 191–215.
- Staw, Barry M and Ha Hoang (1995), “Sunk Costs in the NBA: Why Draft Order Affects Playing Time and Survival in Professional Basketball,” *Administrative Science Quarterly*, Vol. 40, No. 3, pp. 474–494.
- Staw, Barry M, Sigal G Barsade and Kenneth W Koput (1997), “Escalation at the Credit Window: A Longitudinal Study of Bank Executives’ Recognition and Write-off of Problem Loans.,” *Journal of Applied Psychology*, Vol. 82, No. 1, pp. 130–142.
- Tosi, Henry L, Jeffrey P Katz and Luis R Gomez-Mejia (1997), “Disaggregating the Agency Contract: The Effects of Monitoring, Incentive Alignment, and Term in Office on Agent Decision Making,” *Academy of Management Journal*, Vol. 40, No.

3, pp. 584–602.

- Ueda, Kazuo (2000), “Causes of Japan’s Banking Problems in the 1990s,” in Takeo Hoshi and Hugh Patrick (eds.), *Crisis and Change in the Japanese Financial System*, Innovations in Financial Markets and Institutions, Boston, MA, Kluwer Academic Publishers, pp. 59–81 (筒井義郎監訳・村上正泰訳(2001)「1990年代における日本の不良債権問題の原因」『日本金融システムの危機と変貌』日本経済新聞社, pp. 69-95).
- 渡辺周 (2017a)「組織間にパワーの不均衡をもたらす要因の再検討：メインバンク研究と資源依存論にもとづく役員招聘の分析」『組織科学』Vol. 50, No. 3, pp. 30–44.
- 渡辺周 (2017b)「強い監視による看過の増幅：コミットメント・エスカレーションに役員が与える影響」『組織科学』Vol. 50, No. 4, pp. 54–65.
- 渡辺周 (2020)「撤退に外部取締役が与える影響のミクロ的基礎：ボード・クオリティと意思決定」『組織科学』Vol. 53, No. 4, pp. 18-35.
- White, Halbert (1980), “A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity,” *Econometrica*, Vol. 48, No. 4, pp. 817–838.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2010), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, 2nd ed., MIT Press.
- 安田隆二・川本裕子 (1993)『日本金融再生への提言：崩壊は防げるか』東洋経済新報社.
- 随清遠 (2013)「不良債権処理への影響要因について」花崎正晴・大瀧雅之・随清遠編著『金融システムと金融規制の経済分析』勁草書房, pp. 219–251.