

## ポストコロナにおける金融支援策の論点整理 ～日本経済活性化のための新陳代謝の促進に向けて～

一橋大学大学院経営管理研究科教授  
安田 行宏

### キーワード

中小企業、ゼロゼロ融資、経営者保証に関するガイドライン、  
中小企業活性化協議会、経営革新等支援機関

### 要約およびポイント

- コロナ禍の金融支援策は効果が大い一方、利用先企業に問題がある恐れ
  - いわゆるゼロゼロ融資によって銀行貸出が急増した
  - 倒産を抑制した一方、休廃業・解散も増加した
  - いわゆる支払い能力が低いと考えられる窮境企業ほど利用した
  - ゾンビ企業が増加する恐れがある
- ポストコロナにおいて経営改善支援・事業再生を効率的に行う必要がある
  - 事業の継続価値>清算価値に基づき判断すべきである
  - 地域金融機関、信用保証協会の役割は大きい
  - 新陳代謝の活性化の観点も重要である
- 経営者保証によって退出コストが高まっている
  - 経営者個人の破産を忌避するため早期の事業再生の遅れを招く恐れがある
  - 経営者保証に関するガイドラインの利用は増加傾向にある
  - 経営者保証改革プログラムによる一層の推進が期待される
- 再生支援者数の数が不足する恐れがある
  - 中小企業活性化協議会の対応キャパシティには限界がある
  - 認定経営革新機関の一層の活躍のためにも早期の経営改善がカギとなる
- 政策介入には何らかの「市場の失敗」があることが原則であり、過度な支援は民間の活力を失う恐れがある

## I. はじめに

### 金融支援策の論点整理が目的

本稿の目的は、ポストコロナにおける中小企業に対する金融支援策の論点整理を行うことである。具体的に、今後の展望を踏まえながら、これまでのコロナ禍における金融支援の現状について経済学的考察を加えながら検討を行う。新型コロナウイルス感染症も3年の月日を経てようやく収束の見通しが立ち始め、インバウンド需要の増加など、急速な経済回復の局面を迎えている。一方で、ウクライナ情勢や世界的なインフレ動向によって企業のコスト負担が増加している。足元ではゼロゼロ融資などのコロナ関連融資の返済開始の次のピークが2023年7月に控えており、返済できない企業が相当数顕在化してくる恐れがある。

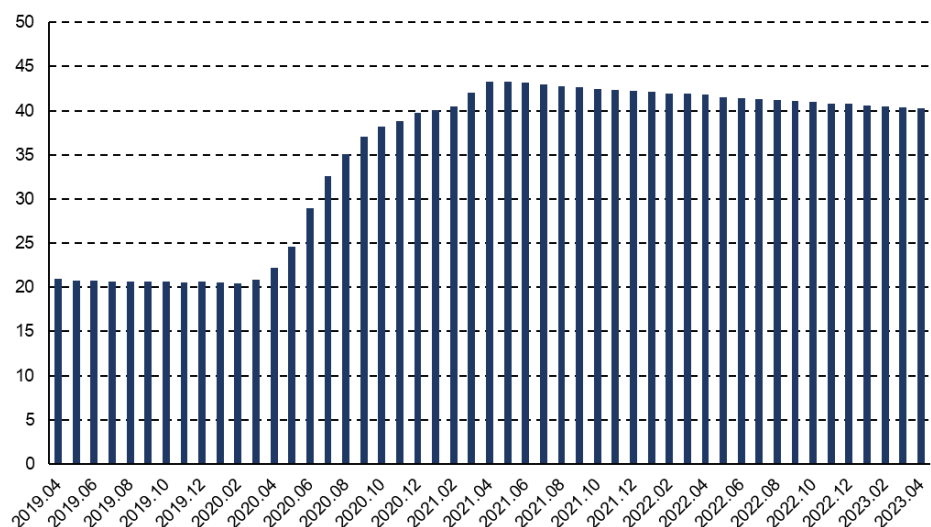
## II. コロナ禍と金融支援策

### 1. コロナ禍と金融支援策

### ゼロゼロ融資の急増と倒産の抑制

コロナ禍における中小企業金融の状況を振り返ろう。まず、コロナ禍を受けて銀行融資は急増した。特に、緊急保証融資（いわゆるゼロゼロ融資）の伸びが大きく、信用保証協会の保証債務残高は20兆円以上増加したことが分かる<sup>1</sup>。図表1にあるように、2020年の5月以降急増し、残高のピークは2021年5月の43兆円を超える水準となっている。その後残高は徐々に低下トレンドを示しており、足元2023年の4月で40兆円程度となっていることが分かる。倒産防止が目的といった表現がされることがあるが、あくまで資金繰り支援が目的であり、倒産抑制は結果に過ぎない点は重要である。図表2にあるように、例えば東京商工リサーチ（TSR）の2022年の全国の倒産件数は6,428件であり、2021年から増加に転じているように見える。一方、図表3にあるように、休業業・解散の件数も増加しており、2022年は、2021年よりも約5千件増えて4.9万件であった。

図表1：保証債務残高の推移

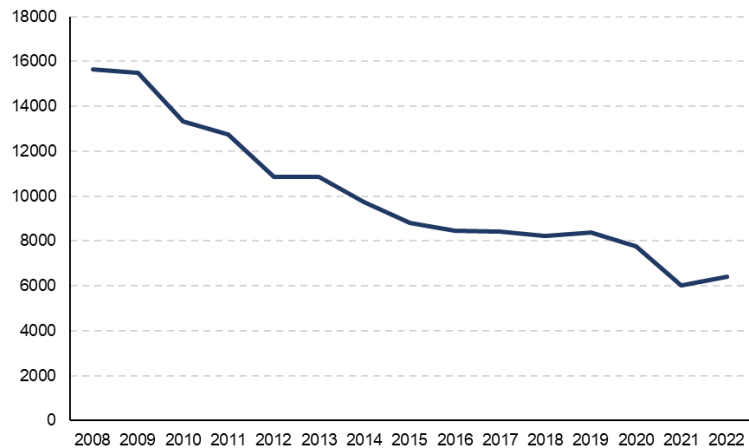


注：横軸は各月末ベース。縦軸の単位は兆円

出所：一般財団法人 全国信用保証協会連合会のデータに基づき筆者作成

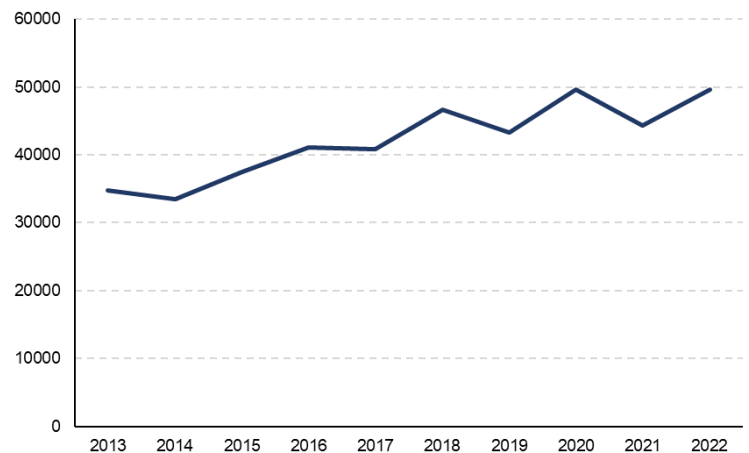
<sup>1</sup> こうした政策対応の経済合理性については、安田（2020）、安田（2021a, b, c）などを参照のこと。

図表 2：倒産件数の推移



注：横軸は年  
出所：東京商工リサーチのデータに基づき筆者作成

図表 3：休廃業・解散の推移



注：横軸は年  
出所：東京商工リサーチのデータに基づき筆者作成

## 2. コロナ禍の金融支援策に関する実証的知見

かねて窮境の企業ほど金融支援策を利用

ゾンビ化する恐れ

Hoshi et al. (2021) は TSR と共同でアンケート調査を行っている。この分析によると、コロナ禍以前において、信用評点で評価した、いわゆる支払い能力が低いと考えられる窮境企業ほど、金融支援策を受けていることが検証されている。また、支払い能力が低い企業は必ずしもゾンビ企業でないことを確認しており、コロナ禍以前には支払い能力が低い企業が必ずしも金融支援を受けていたわけではないことを論じている。ゾンビ企業とは、補助金等の金融支援によって存続している経営不振企業のことを指す学術用語である。Hoshi et al. (2021) によれば、コロナ禍がなければゾンビ企業になっていなかった企業がコロナ禍やそれへの支援策によってゾンビ化した恐れがあるということが示唆される。Morikawa (2021) は、金融支援とコロナ禍以前の企業の生産性の関係に着目し、支援措置を受けている企業の方が、そうでない企業よりも、コロナ禍以前において生産性が低いことを実証的に確認している。さらに、その差は特に政府系金融機関による支援策の場合に大きいことを確認している。

**政府系金融機関で顕著**

植杉他 (2022) は、コロナ禍後に資金繰りが「悪化した」企業の比率は世界金融危機時と同じ程度である一方、資金繰りが「悪い」企業の比率はコロナ禍の方が高いことを確認している。また、コロナ禍以前から、信用評点の低い企業ほど金融支援措置を受ける傾向にあり、政府系金融機関でその傾向は顕著であることも確認している。これらの結果は Hoshi et al. (2021) や Morikawa (2021) と整合的である一方、ゾンビ企業が金融支援措置を受ける比率は非ゾンビ企業よりも、時期を問わず一貫して高い傾向にあることを確認しており、これはゾンビ企業の識別の仕方によるところが大きいと論じている。

### Ⅲ. ポストコロナの課題

#### 1. コロナ関連融資の返済と事業再生

**BS 問題よりも PL 問題**

救済すべき企業の経営改善・事業再生をいかに適切に行うことができるか、金融面の課題の観点からは過剰債務問題の解消をいかに速やかに行うことができるか否かである。これは 2000 年代初頭の不良債権問題の処理において企業のバランスシート調整の問題として経験している問題である。バランスシートの調整には時間を必要とするため、問題解消に向けて時に政策的な対応が必要となる面も考えられる。ただし、今回のコロナ禍においてはバランスシート調整を必要とするケースよりは、収益力改善が急務なケースが多い印象を受ける。コロナ禍により、事業環境が大きく変化しており、従前には収益性を見込めたものが一変して不採算となったりするケースがある一方、逆のケース、すなわち、コロナ禍によって収益性がむしろ増えたケースもありそうである。いずれにしても事業として成立することが企業の存続の大前提であることに変わりはない。

**地域金融機関の役割大**

このことは裏を返せば、収益性の観点から事業が成立しない場合は当該企業の市場からの退出を適切に行うことができるかが重要となる。実際、ゼロゼロ融資の返済の次のピークが 2023 年の 7 月に来るとされているが、事業性が見込めない場合には、安易に救済するのではなく、市場からの退出を促すことが必要である。このキーププレイヤーは銀行であり、特にコロナ禍を経て中小企業に対する地域金融機関の役割の重要性は一層増していると思われる。

**信用保証協会の役割大**

ゼロゼロ融資の特異性は、信用保証協会の 100%保証がついている点である。これにより銀行は損失を被らないため、従前の 1990 年代後半の銀行危機の時と比較して銀行の出足が遅いといったことも囁かれている。信用保証協会がその意味では重要なプレイヤーとして位置づけられる。2018 年 4 月から中小企業に対する経営支援業務が信用保証協会の業務として法律上に明記されており、信用保証協会が果たせる期待と役割は大きい。一方で企業が返済不能に陥った場合には、代位弁済をして債権者側に回るのも信用保証協会であることを忘れてはならない。いわゆる求償権の取り扱いの問題となるが、信用保証協会は公的であるために従前では特に信用保証協会の求償権放棄が難しく、柔軟な事業再生の妨げになってきたとの声も多かったようである<sup>2</sup>。加えて、都道府県によっては求償権の放棄は議会での議決が必要となるケースがあり、時間的に迅速な事業再構築の妨げとなる恐れが指摘されてきた。

<sup>2</sup> 求償権放棄の可能性について法学・経済学的に論じたものとして、例えば中西・安田 (2021) を参照のこと。

## 2. ポストコロナにおける存続・退出の考え方

清算価値保障原則と同じ

では考え方として、どのように企業の存続・退出を判断すべきなのだろうか。経済学的には考え方は明確であり、

事業の継続価値 > 清算価値

であれば存続が望ましいということになる。これは、現時点でどれだけ赤字かではなく、事業が今後どれだけキャッシュフロー（現金収支）を生み出せるか、つまり、事業性の評価額を清算した時の価値額と比較して判断するということである。これは法学でいうところの清算価値保障原則と整合的である。問題は、考え方は明確であるものの、実際の運用は難しいという点に尽きる。正しい評価や公平性を担保するためには、評価主体のスキルの向上、さらには評価主体が複数関与する、あるいは（当事者同士でも）透明性・客観性を担保する、といった制度や手続き上の工夫が必要となる。

かつてはメインバンク制が機能

星（2023）によれば、長らくこの役割を担ってきたのがメインバンク制であったと論じている。具体的には以下の論文がその根拠となっている。Hoshi et al.（1990）は、財務的困難に陥った際に系列企業の方が売上などのパフォーマンスの回復が早いことを実証的に明らかにしている。Kang and Shivdasani（1995）は、メインバンクと関係が深い企業ほど、株価などの業績低迷で経営陣が交代する可能性が高いことを、Kaplan and Minton（1994）は株価が低迷していると、メインバンクは役員派遣を行って現経営陣の退陣を促すような機能を果たしていたことを実証的に明らかにしている。しかし、星（2023）は、1980年代以降、次第にメインバンク制が機能しなくなり、2000年になってもメインバンクのガバナンス機能が低下したと論じている。実際、Hoshi et al.（2018）によると、1990年代以降は、財務的困難な企業が再建される確率が低下したことを実証的に確認している。これは結果的に事業の再構築を伴わない金融支援が増加し、いわゆるゾンビ企業の増加につながったと論じている。

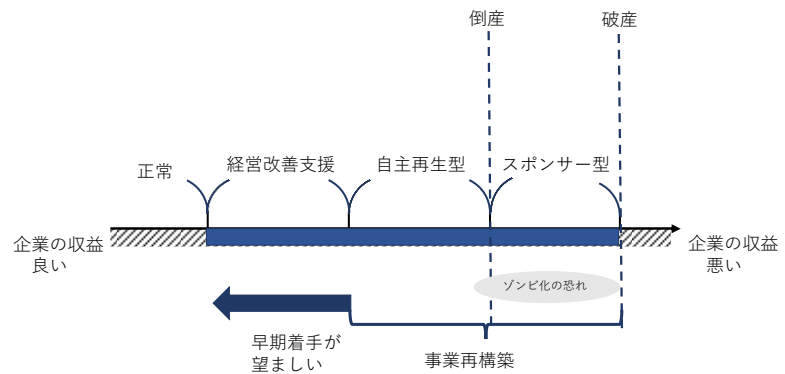
担保と中小企業金融

以上の議論に基づけば、メインバンク制による効率的な再建メカニズムが機能しなくなっていることが示唆されており、事業再生の担い手の不在の問題が今なお課題と言える。一方、メインバンク制は主に上場企業などの大企業との関係がメインであるとする、そもそも1980年代に銀行が土地の担保に基づく中小企業金融に傾斜した当初から、中小企業向けの事業再構築の在り方は積年の課題であったのかもしれない。

早期の経営改善・事業再生の着手がカギ

経営不振の中小企業側からすると、経営改善・事業再構築に早めに着手するほど存続の可能性は高まるとの認識が重要となる。図表4は、企業の経営改善・事業再構築を収益の状況に応じて整理したイメージ図である。左の収益性が高い段階から右に行くにつれて収益性が低下していき、破線の倒産局面前までが、自主再生が可能な段階に留まる段階であり、一つの区切りである。具体的に経営改善・自主再生が可能な場合（要注意先、要管理先の一部）には、リスク対応と経営改善計画の策定などで経営改善を図る。それが難しい場合（要管理先の一部、破綻懸念先）には、いわゆる私的整理などの倒産局面の場合であり、抜本的な事業再構築を行うこととなる。その段階を超え、再建が不可能な場合（実質破綻先・破綻先）には清算局面となる。

図表4：企業の経営改善・事業再構築のイメージ



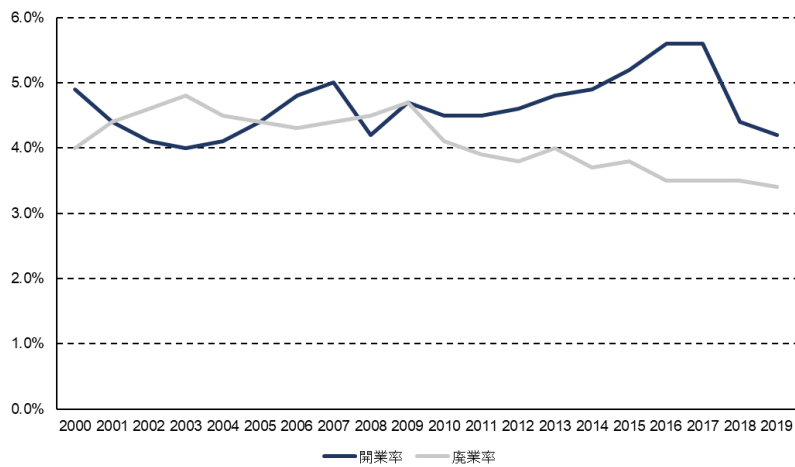
出所：倒産手続きに基づき、筆者作成

### 3. 新陳代謝の促進

開業率・廃業率とも低い

図表5は、日本における開業率と廃業率の2000年代以降の推移を表すグラフである。新陳代謝の促進の観点から見ると、周知のように開業率・廃業率とも他の主要国（例えば米国は2020年においていずれも9%程度）と比較すると低位に留まっており、前者が4%から6%弱あたりで若干増加傾向にあるが、後者は5%弱から4%未満までむしろ低下傾向にあることが分かる。

図表5：開業率と廃業率の推移



注：横軸は年度

出所：厚生労働省「雇用保険事業年報」に基づき筆者作成

事業再生は経営者の破産を招く

倒産手続きに入ると既存債務の整理を伴うことから、経営者の個人保証が引き金となって経営者の個人破産を伴うことが多い。これを忌避するために事業再生が手遅れになるケースが少なからずあったと予想される。また、こうした慣行があったため、日本では何よりも倒産を回避させることに重点が置かれていた可能性が考えられる。退出すべき企業を結果的に守る政策が繰り返される結果として、市場からの退出が減り、いわゆるゾンビ企業を多く生む要因となった可能性もある。

企業の器は守る対象ではない

経済成長の観点から考えると、生産性の高い企業から優先的に資金を配分することが肝要である。また、非生産的な企業の温存は経済成長には足かせとなる。ゾンビ企業の存在が過当競争を生んだり、新規参入を阻害したりする、負の外部性を持つことは知られている (Cabarello et al. 2008)。一定の新陳代謝が起こる方がむしろ

る自然であり、それを政策的に抑制するようでは、経済のダイナミズムが失われる恐れがある。新陳代謝を促すための土壌の一つとして、企業の退出を速やかに行う環境整備を行う必要がある。つまり、退出コストを引き下げる工夫が必要となる。万一、企業が倒産しても、例えば一定の条件の下で当該経営者が再チャレンジしやすくなる方策などが考えられる。制度的にそれを促す一つの方策が経営者保証の解除であろう。これは、会社の破産と経営者の個人破産を分離する仕組みの導入であり、これが前述のように、従前はできていなかったからである。経営不振であっても、優秀な従業員は経営者に待遇改善を求め、それが出来なければ、条件の良い企業に移動するような、いわば内部から規律付けが生じるぐらいの環境変化が必要なかもしれない。ややもすれば会社の器を守ってしまうことになりがちであるが、そうではなく、そこで働く経営者や従業員を守るのが主眼であり、労働市場の整備と併せて充実を図ることが必要となる。

#### 4. 経営者保証の解除について

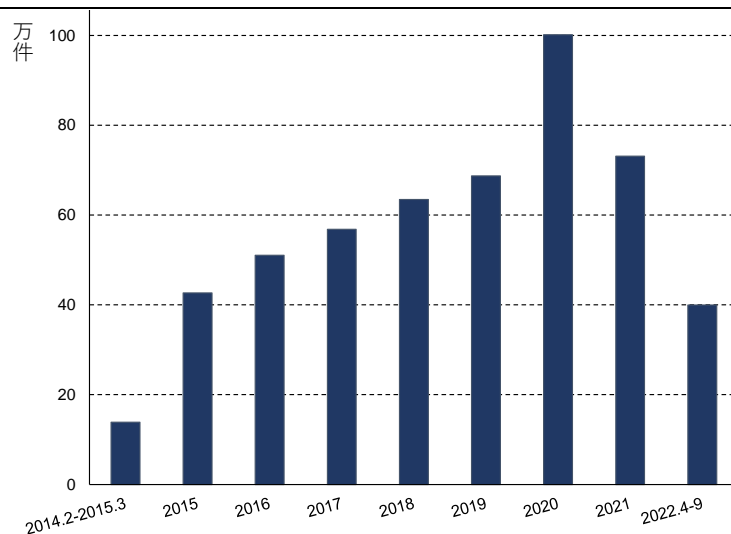
経営者保証に関するガイドライン

2013年12月に日本商工会議所及び全国銀行協会によって「経営者保証に関するガイドライン（以下、経営者保証 GL）」が策定された。ただし、いわば自主ルールであるため法的拘束力はない。経営者保証 GL は保証契約締結時のいわゆる入口対応と、保証債務の整理時の出口対応に分かれている。保証解除を行うためには、法人と経営者個人の資金を分別管理していること、法人の利益返済が可能な財務基盤があること、金融機関に対して情報開示をきちんとしていること、の三条件が必要となる。この三条件を満たすことが実際は難しいのが実情であるが、そうした慣習から抜け出ることが今後の中小企業経営には必要と思われる。

経営者保証 GL の利用は増加傾向

図表6は民間金融機関における経営者保証 GL の活用実績に関するグラフである。図表6は件数ベースの推移を表している。経営者保証なしの新規融資件数について、コロナ禍の特殊事象を反映して2020年度では、100万件を超えていることが分かる。新規融資に占める経営者保証なしの件数比率にした図表7をみると、基本的に右肩上がりの基調であると言えそうである。利用可能な直近データである2022年の上期において30%を超える比率となっている。

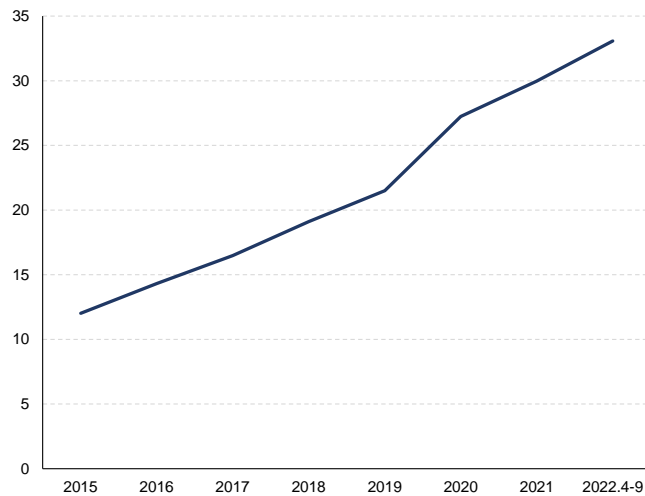
図表6：経営者保証に依存しない新規融資件数



注：横軸は2015～2021は年度を表す

出所：金融庁『経営者保証に関するガイドライン』の活用実績について』の各年データに基づき筆者作成。民間金融機関の定義は、主要行等、その他銀行、地域銀行、信用金庫、信用組合を含む

図表7：新規融資に占める経営者保証なしの件数比率



注：横軸は年度  
出所：図表6と同じ

経営者保証 GL の拡充

2019年12月には、日本商工会議所及び全国銀行協会により、事業承継時に焦点を当てた「経営者保証に関するGL」特則が公表された。従前の経営者保証GLを補完するものとなっている。2022年3月には、廃業時における「経営者保証に関するGL」が公表された。中小企業の経営規律の確保に配慮しながら、中小企業の廃業時に焦点を当てた基本的考え方を明確化している。このように経営者保証GLは、新規融資のみならず、既存融資についても、事業承継、あるいは廃業に伴う債務整理など、様々な局面におけるGLの適用を念頭に拡充していることが分かる。

経営者保証改革プログラム

2022年12月には経済産業省・金融庁・財務省により「経営者保証改革プログラム」が公表された。これにより経営者保証に依存しない融資の実現に向けた取り組みが一層加速されることが期待されている。一方で、経営者規律の低下や、金融機関の融資厳格化による中小企業の資金制約が強まる恐れも指摘されている<sup>3</sup>。

5. 再生支援の公的機関の状況について

多様な中小企業

足元では、ゼロゼロ融資の返済を円滑に行うために追加的な公的支援が必要な局面が予想される。例えば、事業性評価に基づき、成長性に可能性がある場合には大胆な支援策を講ずることが望まれる。しかし、中小企業と一口にいても、その多様性には目を向ける必要がある。例えば中小企業の形態を見てみると、いわゆる個人事業主の数は約158万者であり、法人形態は約172万社であり、合計で約331万社（者）に上っている<sup>4</sup>。コロナ禍では個人・零細企業におけるゼロゼロ融資の返済が懸念されており、規模の問題よりは数の問題の可能性が高い。

債権放棄と第二会社方式

抜本的な財務的再生手法である債権放棄について見ると、かねてから、金融機関による直接放棄はほとんど行われておらず、「第二会社方式」が主流となっている。ここで第二会社方式とは、収益性の高い事業を別会社に切り離す一方で、不採算の旧会社は清算する再生手法となる。会社分割や事業譲渡の際に実質的に債権放

<sup>3</sup> 経営者保証のメリット・デメリットについては、安田（2023）を参照のこと。

<sup>4</sup> 中小企業庁「令和3年中小企業実態基本調査（令和2年度決算実績）確報」（2022年7月28日）に基づく。



棄を伴うこととなる<sup>5</sup>。

中小企業活性化協議会

こうした事業再生において重要なポジションにあるのが中小企業活性化協議会（旧再生支援協議会。以下中小企業活性化協議会に統一）である。ただし、中小企業活性化協議会での案件数を見ると、ポストコロナにおける金融支援策として想定される案件数に対応するには、人員等の拡張を図っているにしても、その処理可能件数には限界がある。図表8は、これまでの中小企業活性化協議会の窓口相談件数の推移を表している。コロナ禍以降相談件数は急増していることが分かる。次のステップである再生計画策定支援の完了件数については、2003年の発足以降、累計で約1.7万件となっている。

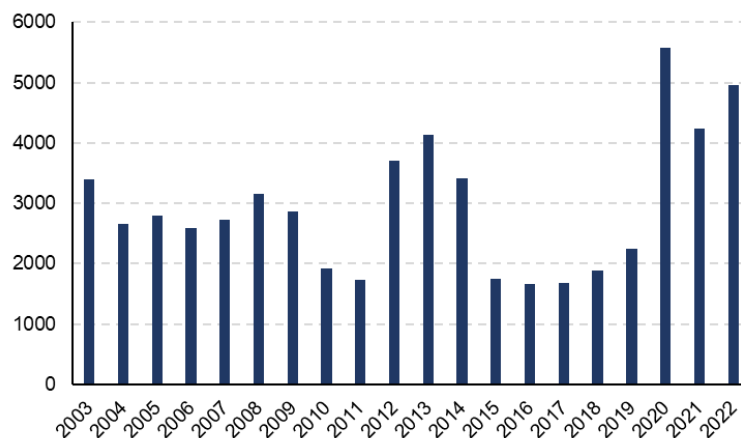
貸付条件変更の件数

一方、貸付条件変更の件数の推移をみると図表9の通り右下がりの傾向にあるが、例えば、データの入手可能な直近の2021年度においては65万件ほどの条件変更実行数である<sup>6</sup>。そのうち仮に5%ほどの企業において抜本的な事業再生が必要になる数と想定すると、3.25万件ほどの対応件数が必要となる。この意味で、事業再生に取り組める支援者数が絶対的に不足する恐れがある。

認定経営革新機関

最新の認定経営革新機関の開示データによれば、相談内容等の欄の「経営改善」に○がついている相談窓口機関は約3万件ある。銀行や信用金庫のほかに、商工会議所、公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど、様々な分野のプロフェッショナルが登録していることが分かる。その中で、例えば事業再生を相談内容とする機関は1万3,018ほど存在している。これらの専門家集団の英知をいかに効率的に活用する仕組みを整備できるかは、支援のすそ野の一層拡大のためにもポイントとなろう。ただし、多くは抜本的な事業再生案件というよりは、経営改善支援など、比較的早期の段階での支援層である。したがって、この層が活躍するためにも平時からの経営改善支援が重要となる。

図表8：中小企業活性化協議会（再生支援協議会） 窓口相談件数



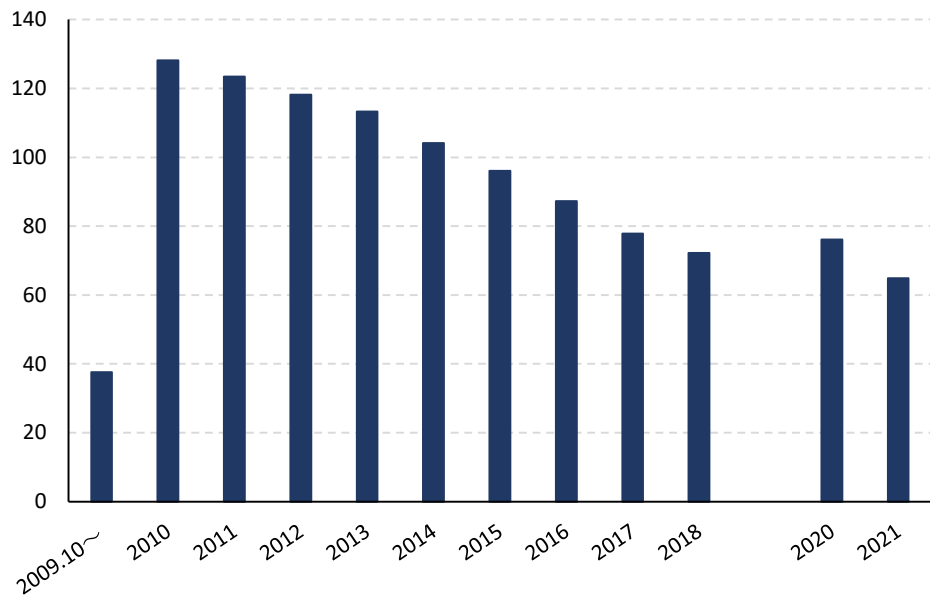
注：横軸は各年度。縦軸の単位は件数

出所：中小企業庁「中小企業再生支援協議会の活動状況について」（令和2年度第4四半期）に基づき筆者作成

<sup>5</sup> 抜本的な再生手法の整理については、安田（2021c）を参照のこと。

<sup>6</sup> 金融円滑化法の功罪については、安田（2019）を参照のこと。

図表9：貸付条件変更件数の推移



注：横軸は各年度。縦軸の単位は件数。ただし、2009年のみ10月から年度末まで。2019年度はデータなし  
 出所：金融庁「貸付条件の変更等の状況について」の資料に基づき筆者作成

士業に期待

以上から分かるように、経営改善・事業再生に関わる支援主体は、金融機関のみならず、中小企業活性化協議会、信用保証協会を中心に、認定経営革新機関まで視野に入れると数の上でも相当存在することが分かる。この意味で、いわゆる士業のプロフェッショナルの活躍が期待されよう。日本が誇る知的集団であり、この層はまだ厚く、一層の活躍の場を広げる余地も多い。言い換えると、こうした知的集団の英知を結集し、経営改善や事業再生など、様々な局面において日本経済の屋台骨である中小企業の経営に生かすべきである。経営者の気づきに伴走支援することが望まれるとともに、持続的成長が望めるよう中小企業経営者を財務面から意識改革を含めサポートすることが望まれる。

IV. おわりに

市場の失敗が政策介入の前提

本稿では、ポストコロナにおける中小企業の金融支援策について論点整理を行いながら、具体的改善の方向性について考察を行った。最後に、金融支援策の政策介入に関して、そもそも政策はどのような状況において正当化されるのか、といった問いについて簡単に整理をして結びとしたい。経済学的には、民間にできる経済活動に対して基本的に政策介入は正当化されない。つまり、政策介入には何らかの「市場の失敗」の存在があることが原則であり、過度な支援は民間の活力を失う恐れがある点に注意が必要である。その意味で日本の中小企業政策は手厚いと言われるが、それは必ずしも喜ばしいことではない。ゼロゼロ融資により信用保証協会のプレゼンスが一層高まっているが、保証付き融資の比率は世界的に見てもとと相当高い水準にあった。また、民間金融機関が元来担うべき経営改善支援等を公的機関が行うことの副作用は長期的には懸念事項となり得る。加えて、リーマン・ショックなどの世界金融危機以降、いわゆる金融円滑化法による貸付の条件変更金融機関は柔軟に対応してきた経緯もある。その時々政策介入が歴史的に振り返ったとき、どのような意味を持ったのかの再検証は常に必要であろう。

## 制度的補完性と金融システム

事業再生の局面においては、従前、保証付き融資や政府系融資は融通が利きにくい面が指摘されていた。また、動学的不整合性（織り込み済みの救済期待）からの脱却がなければ、銀行や企業のモラルハザード問題を招き、結果的に問題の先送り・新陳代謝の抑制をもたらす。こうして時だけが経過していくうちに、経営者が高齢化し、事業承継のタイミングを逃す恐れが高まる。

本来、法的整理である民事再生法は再建型の倒産プロセスであったが、利用率は低迷しており、その原因も探求する必要がある。また、民事再生法の生存率をどのように評価すべきか（TSR 調査では30%程度）など、一層の実証的知見の蓄積も必要である。こうした様々な制度・慣行が補完的に機能して日本における「金融システム」が規定され、特徴づけられる。ポストコロナの足元の政策対応を行いつつも、より大きな視点から、日本における金融システムの在り方に関する議論が一層重要となろう。

以上

## 【参考資料・文献】

1. 植杉威一郎, 小野有人, 本田朋史, 荒木祥太, 内田浩史, 小野塚祐紀, 川口大司, 鶴田大輔, 深沼光, 細野薫, 宮川大介, 安田行宏, 家森信善 (2022) 「コロナショックへの企業の対応と政策支援措置:サーベイ調査に基づく分析」『経済研究』73巻2号
2. 齋藤恭明, 実森ふみ, 立藤祥一, 内藤直樹, 松本浩一, 吉野信一郎, 石賀和義, 植杉威一郎, 安田行宏, 中西正 (2021) 「ポストコロナの事業再生～法学と経済学の対話」『事業再生と債権管理』冬号巻175号 金融財政事情研究会
3. 中西正, 安田行宏 (2021) 「新型コロナ問題と事業再生—企業の再生とバランスシート不況の回避—」『事業再生と債権管理』172号 金融財政事情研究会
4. 星岳雄 (2023) 「金融支援と事業再構築の経済学」『事業再生と債権管理』181号 金融財政事情研究会
5. 安田行宏 (2023) 「個人保証の見直しなど融資をめぐる法整備と今後の展望」『税理』6月号 2023年6月
6. 安田行宏 (2021a) 「コロナ禍における資金繰り支援策と過剰債務問題」『事業再生と債権管理』172号 金融財政事情研究会
7. 安田行宏 (2021b) 「新型コロナ感染症の経過後の中堅・中小企業再生政策と債権放棄」『税理』5月号 2021年6月
8. 安田行宏 (2021c) 「コロナ禍における金融支援策の論点整理 ～ポストコロナの事業再生に向けて～」『資本市場アップデート』 [https://hub-mhsc.com/research\\_notes/research\\_notes-914/](https://hub-mhsc.com/research_notes/research_notes-914/)
9. 安田行宏 (2020) 「中小企業の資金繰り対策 (上)」日本経済新聞「経済教室」2020年10月24日
10. 安田行宏 (2019) 「円滑化法の10年を振り返る」『金融ジャーナル』758号
11. Caballero, R. J., T. Hoshi, and A. K. Kashyap (2008) Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American Economic Review* 98(5), 1943–77.
12. 星 (2023)
13. Hoshi, T, D. Kawaguchi, and K. Ueda (2023) Zombies, again? The COVID-19 business

- support programs in Japan, *Journal of Banking and Finance* 147.
14. Hoshi, T, S. Koibuchi, and U. Schaefer (2018) The decline in bank-led corporate restructuring in Japan: 1981-2010, *Journal of the Japanese and International Economies* 47, 81-90.
  15. Hoshi, T, A. Kashyap, and D. Scharfstein (1990) The roles of banks in reducing the costs of financial distress in Japan, *Journal of Financial Economics*, 27, 67-88.
  16. Kang, J-K, and A Shivdasani (1995) "Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan, *Journal of Financial Economics*, 38, 29-58.
  17. Kaplan, S N., and B. A. Minton (1994) Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers, *Journal of Financial Economics*, 36, 225-258.
  18. Morikawa, M (2021) Productivity of firms using relief policies during the COVID-19 crisis. *Economics Letters*, 203, 109869.