

## 論文の内容の要旨

論文題目: Essays on Small Business Finance and Relationship Lending  
(中小企業金融とリレーションシップ貸出に関する研究)

氏名: 鶴田 大輔

貸し手と借り手の間の情報の非対称性の問題が深刻であるため、中小企業への資金供給が過小になることが理論的な研究により指摘されてきた。この問題を緩和する手段として、多くの研究が中小企業と金融機関のリレーションシップレンディングと呼ばれる長期取引関係に注目している。両者が長期的に取引を行うことにより、借り手である中小企業の情報が金融機関に移転するため、中小企業の資金制約が緩和されることが多くの実証分析により示されている。しかし、リレーションシップレンディングには上記のようなベネフィットのみならず、コストが存在する。

第一に、貸し手である金融機関と借り手である中小企業の取引関係が長期的になることにより、中小企業は取引先金融機関のみからしか融資を受けられない可能性がある。これは、取引関係を持たない他の金融機関が中小企業に関する十分な信用情報を有していないため、資金を供給できないためである。中小企業は情報を保有する取引金融機関との関係にロックインされるため、取引先金融機関は独占的な行動をとることができる。第二に、取引関係を有する金融機関の経営状態が悪化すると、借り手である企業のパフォーマンスが悪化する可能性がある。中小企業は取引先金融機関の経営が悪化し資金供給が減少しても、情報の非対称性の問題から非取引先金融機関から十分な融資を受けることができない。そのため、中小企業は正味現在価値が正であっても投資を実行できず、企業パフォーマンスが低下する。第三に、中小企業は金融機関借入に大きく依存しているため、大規模なマクロショックが発生し金融機関からの資金供給が減少すると、中小企業の企業パフォーマンスが大きく毀損する可能性がある。

上記のような問題が多くの研究により指摘されているものの、その多くは集計データや大企業の企業レベルのデータに依存した研究であり、中小企業の企業レベルのデータを利用した研究はあまり多くなかった。こうした研究の状況を踏まえ、本論文では主に中小企業の企業レベルのデータを用いて、リレーションシップレンディングのコストが企業にとってどれくらい深刻か、実証的に分析した。各章の概要は下記の通りである。

第2章から第4章では金融機関と中小企業の取引関係の終了に注目して分析を行った。第2章では2000年代の企業レベルのデータを用いて、なぜ中小企業が金融機関との融資関係を持たないのかを明らかにした。多くの先行研究によると、中小企業にとって金融機関と長期取引関係を持つことが非常に有益であり、その結果として取引先金融機関にロックインされることが主張されているが、近年、3割から4割の中小企業がどの金融機関とも融資関係を持たない。本論文の分析の結果、低成長企業、短期の資金需要が少ない企業が金融機関との融資関係を持たない傾向があった。また、2008年のリーマンショックの時期に運転資金需要が生じた場合、融資関係を続けている企業は金融機関借入をより多く利用するのに対し、融資関係がない企業は現預金を取り崩して対応していた。加えて、2008年のリーマンショックの企業パフォーマンスへの影響を分析した結果、融資関係の有無により負の影響の差はみられなかった。以上の分析結果は、中小企業にとって融資関係を持たないことによるコストはあまり重要ではないことを示唆している。

第3章は5年もしくは10年以上、金融機関と長期間にわたって融資取引を続けた中小企業に注目し、両者の融資関係がどのような要因で終了するのかを中小企業の企業レベルのデータを使って分析した。先行研究において、中小企業と金融機関の融資関係が密接になると、業績が悪化した企業などに対しても融資を継続するといった、非効率的な取引の継続の可能性が指摘されている。本章の分析の結果、レバレッジ（負債比率）が高い、担保とる有形固定資産が少ない、流動性が低い、利益率の分散が高い企業において、より頻繁に金融機関との取引終了が起こることが明らかになった。

これらの企業は金融機関にとってリスクの高い企業であり、取引の終了は合理的に起こっていると解釈できる。以上の要因は2008年の金融危機時でも同様であった。

第4章は1990年代の企業レベルのデータを用いて、メインバンクの経営状況の悪化が上場企業のメインバンク変更に影響を与えることを明らかにした。先行研究によると、金融機関は借り手企業の情報をメインバンク関係を通じて入手しており、メインバンクは他の金融機関と比較すると情報優位にある。しかし、メインバンクの経営状況が悪化し資金供給が減少すると、メインバンク以外の金融機関から十分な資金供給を受けられず、企業の投資やパフォーマンスが悪化することを先行研究は示している。しかし、先行研究では企業がメインバンク関係にロックインしていることを前提としており、内生的に企業がメインバンクを選択することを想定していない。本章はメインバンクの業績が悪化すると、借り手企業はメインバンクを変更することを示した。これは企業が特定のメインバンクにロックインされていないことを示している。また、メインバンクの変更が企業価値を有意に低下させる効果は観察されず、むしろ1990年代後半の金融危機直前には、メインバンクの変更が企業価値を有意に上昇させることを示した。

第5章、第6章は金融危機時の中小企業金融に関する論文である。第5章では、1997年後半以降に日本で発生したと言われるクレジットクライシス（もしくは貸し渋り）が中小企業にどのような影響を与えたかを企業レベルのデータを利用して分析した。1997年後半以降、多くの金融機関がバブル崩壊後の不良債権問題により経営が悪化し、一部の金融機関が破綻した。そのため、多くの先行研究が、金融機関の資金供給が大幅に減少し、クレジットクライシスが発生したことを主張している。中小企業は金融機関融資に大きく依存しているため、クレジットクライシスが起きると、企業活動が大きく制限されると言われている。しかし、多くの研究は集計データに依存しており、企業レベルのデータを使った分析は少ない。本章は中小企業の企業レベルのデータを用いて、クレジットクライシスの影響を詳細に分析した。1998年以降の借入金変化率の中央値は一貫してゼロであり、一般的な中小企業は借入金を大きく減らしていないものの、金融機関借入に大きく依存している中小企業の借入金の減少が顕著に観察された。一方、借入金への依存度が高い企業と低い企業の差に注目し、利益率への影響を分析した結果、1998年以降において顕著な差が観察されないことが明らかになった。以上の分析から、1998年以降の借入金の減少により中小企業のパフォーマンスが大きく低下したことは支持されず、クレジットクライシスによる悪影響は観察されなかった。

第6章では、金融危機時の金融機関借入と企業間信用の関係について明らかにした。先行研究において、企業間信用の実質的な金利は金融機関借入よりも高く、金融ショック時や金融機関との長期的な取引関係を持たない企業など、金融機関から借り入れを十分にできない中小企業が企業間信用（買入債務）に依存することが主張されている。そのため、中小企業の企業間信用と金融機関借入は代替的であると言われている。しかし、実際に企業間信用の実質的な金利は高いという前提は常に成立しないため、企業間信用と金融機関借入の関係には同時性の問題が発生する。本章では、中小企業の財務データを用いて、企業間信用と金融機関借入金の関係について、緊急保証制度による金融機関借入の利用可能性の向上に注目して分析を行った。本論文は先行研究と異なり、緊急保証制度という外生的な制度変化を利用して同時性の問題を緩和している。分析の結果、先行研究で支持された負債側の買入債務と金融機関借入の間の代替的な関係は見られず、両者は補完的な関係であった。一方、資産側の売掛債権と金融機関借入の関係は、先行研究と同様にプラスの関係であり、金融機関借入の利用可能性は企業間信用の供与を高めることを示した。

第7章、第8章は負債比率が高い中小企業の資金調達や企業パフォーマンスについて分析したものである。中小企業は負債比率が高いと、新たな投資機会に直面しても新規に融資を受けられず、企業パフォーマンスが低下することが指摘されている。第7章では債務超過などに陥った負債比率（leverage）が高い中小企業に注目し、負債比率と利益率などで見た企業パフォーマンスの関係について実証的に分析した。分析の結果、負債比率が高い企業は、新規の投資機会が存在しても、金融機関借入や買入債務をあまり増やさない一方、手形割引といった代替的な手段で資金を調達していることがわかった。また、大企業のケースとは異なり、負債比率が高い企業のパフォーマンスは、

通常の中小企業と比べて低下していないことを明らかにした。

第8章では、中小企業の負債比率と企業パフォーマンスの関係について、企業のパフォーマンスの分散に注目して分析を行った。負債比率が高い企業は債務者が好まないハイリスクハイリターン投資を行うインセンティブを持つため、事後的な企業パフォーマンスの分布が大きくなると考えられる。本論文の分析の結果、負債比率が高いほど企業パフォーマンスの分散が大きく、デフォルトしやすいことが示された。一方、担保となる資産を多く保有している企業に限定すると、負債比率と企業パフォーマンスの分散の負の関係は弱まることが明らかになった。また、キャッシュフローがマイナスである企業はパフォーマンスの分散がより大きく、ハイリスクな投資をより多く行うことが明らかになった。