

## 審査の結果の要旨

論文提出者： 鶴田 大輔

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)

### 審査論文の主題と位置づけ

中小企業金融に関しては、従前よりその資金供給が過小になる可能性が理論的に指摘されてきた。代表的な理由は、貸し手と借り手との間に存在する情報の非対称性であるが、この問題を緩和する手段として、中小企業と金融機関との間における長期的な取引関係（以下、リレーションシップレンディング）がある。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ことから、中小企業の資金制約が緩和されるということである。このリレーションシップレンディングに関しては、利点（ベネフィット）を指摘する実証分析は多いが、経済的なコストを定量的に評価した研究は乏しい。

リレーションシップレンディングに伴う経済的なコストには、少なくとも以下の二点がある。第一は、ロックインに関わる点である。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で、中小企業の融資先は取引先金融機関に限られてしまう可能性がある。なぜならば、取引関係を持たない他の金融機関は中小企業に関する十分な信用情報を有していないことから、資金供給を躊躇うからである。この場合、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ことから、取引先金融機関は当該中小企業との関係において独占的な地位を行使する可能性が理論的に指摘できる。第二に、取引関係を通じた外部効果である。この外部効果にはミクロとマクロの2つの効果が考えられる。前者としては、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という点である。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してしまうというものである。後者のマクロ効果としては、中小企業が金融機関借入に大きく依存している場合には、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してしまうという点である。

こうしたリレーションシップレンディングに伴う経済的なコストに関しては、中小企業の企業レベルのデータを利用した研究は少なく、本審査論文は、中小企業の企業レベルのデータを用いた実証的分析として学術的貢献が認められる。なお、本論文は以下の9章から構成されている。

- 第1章 Overview
- 第2章 No Lending Relationships and Liquidity Management of Small Businesses During a Financial Shock
- 第3章 Natural or Unnatural Selection? The End of Lending Relationships for Small Businesses
- 第4章 Changing Banking Relationships and Client-Firm Performance: Evidence from Japan for the 1990s

第5章	Do Financial Shocks Have Negative Effects on Small Business? New Evidence from Japan for the Late 1990s
第6章	Bank Loan Availability and Trade Credit for Small Businesses during the Financial Crisis
第7章	Leverage and Firm Performance of Small Businesses: Evidence from Japan
第8章	Variance of Firm Performance and Leverage of Small Businesses
第9章	Concluding Remarks and Future Work

以下では、第1章から第8章各章の内容を概観すると共に、主要な貢献と残された課題などについて述べることにする。

## 各章の概要と評価

本審査論文は、概ね3つの部（パート）に分けられる。第一部は、金融機関と中小企業との取引関係が終了することに焦点を当てた定量分析であり、第2章から第4章に相当する。第二部は、金融危機時に焦点を当てた分析であり、第5章と第6章に相当する。最後に第三部は、第7章と第8章であり、負債比率の高い中小企業に注目をした分析である（第7章と第8章）。

**第一部** 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は有益であり、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一方で、どの金融機関とも融資関係を持たない中小企業が近年4割ほどと増えてきている。本章の分析結果によると、低成長企業や短期資金需要が小さい企業において、金融機関との融資関係を持たない傾向があることが分った。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。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では、融資関係の有無により負の影響の差は見られなかった。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特段大きくないことを示唆している。

第3章では、金融機関と長期間（5～10年の期間）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しているのかを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が、定量的な裏付けは必ずしも無かった。本章の分析に依れば、金融機関との取引終了に至る要因は、高い負債比率、少ない（担保設定可能な）有形固定資産、低い流動性などが有意に観測され、金融機関にとって高リスクの中小企業が取引終了に至っていることが明らかになった。この点は、2008年の金融危機時でも同様であり、中小企業と金融機関との取引は経済合理的に行われていることが明らかにされた。

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どのような影響を与えるかを分析している。先行研究によると、金融機関はメインバンク

関係を通じて借り手企業の情報を入手していることから、メインバンクは他の金融機関と比較して情報の上で優位性があるとされる。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が先行研究により示されている。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。本章で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が明らかにされ、既存文献で言われるほどには中小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が明らかにされた。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ている。

**第二部** 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（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ている。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、その一部は破綻した。そのためか、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が起きると、企業活動が大きく制限されるというのである。しかし、多くの既存研究は s 集計データに依存しており、その分析精度に問題があった。本章は企業レベルのデータを用いて、クレジットクライシ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。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による悪影響も観察されなかった。

第 6 章では、金融危機時における金融機関の借入と企業間信用との関係について明らかにしている。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きた。つまり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された。しかし企業間信用と金融機関借入の関係には同時性の問題があり、計量経済学的な処理が求められる。本論文は、緊急保証制度という外生的な制度変化を利用して、同時性の問題に対応した。その結果、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された。

**第三部** 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なった。

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いる。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。本章から、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分った。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も明らかになった。

### 残された課題と審査の結論

上述のような内容と意義を持つ本審査論文であるが、いくつかの改良の余地がないわけではない。審査においては、以下のような指摘がなされた。まず金融機関との取引関係の有無を以てリレーションシップレンディングの有無を定義しているが、リレーションシップレンディングが情報の非対称性を緩和するものであるならば、情報の観点から定義がなされるべきとの指摘があった。とりわけ外形的に借入関係が終了していても、情報蓄積は続く可能性がある点があり得る。また用いた企業データに関して、ベンチャーキャピタルや親会社からの資金供給といったリレーションシップレンディングをそもそも必要としていない企業がデータに含まれている可能性についても留意すべきである。企業間信用と銀行融資との関係が補完的であるという点については、そもそもどのような資金需要に対応しているのかが十分説明されていないことから、含意が分りにくいという点も指摘された。また企業間信用においては、取引先企業との関係のみに注視をしているが、取引先企業のネットワークの影響も勘案すべきと言う指摘もあった。最後に、金融機関との取引関係の変化について、その変化が中小企業側によるものか、金融機関側によるものかが十分識別できておらず、また公的な信用保証制度の役割も十分に検討の俎上に載せるべきとの指摘があった。

以上述べたように本審査論文はそれぞれ将来的な分析課題を残してはいるものの、その学術的な貢献は十分に高いものと評価される。実際に、第2章から第8章までの7本の論文は、全て海外査読誌に公刊されたものである。本論文は全体として学位請求論文としての要件を十分に満たしており、審査委員会は鶴田大輔氏が博士（経済学）の学位を取得するにふさわしい水準にあるとの結論に達した。

審査委員： 市村英彦  
(主査) 大橋 弘  
福田慎一  
柳川範之  
渡辺 努