

別紙 4

報告番号

※

第

号

主 論 文 の 要 旨

論文題目 Essays on Banking and New Business Bankruptcy
(金融機関との取引関係が新規開業企業の倒産に与える影響に関する研究)

氏 名 大鐘 雄太

論 文 内 容 の 要 旨

(1) 本論文の目的

本論文の目的は、従来の研究が解明できなかった「金融機関との取引関係が非上場の若い中小企業の倒産に与える影響」について実証的に分析し、当該企業の生存を支援するための金融戦略に関する含意を導出することである。一般に、企業の資金制約と外部資金の需要は、企業の規模と創業からの年数（企業年齢）に反比例する。したがって、若い中小企業、とりわけ直接金融による資金調達が困難な非上場の若い中小企業は、すべての企業のなかで最も外部資金へのニーズが大きい存在でありながら、最も資金制約が深刻な状況に直面している。このような「脆弱な」中小企業への金融の円滑化は、世界各国の経済政策における中心的な課題として、その解決が急がれている。

かてて加えて、わが国では起業活動が著しく低迷していることも解決すべき問題として挙げられる。これに関して、Global Entrepreneurship Monitor (GEM) 「Total early-stage entrepreneurial activity」は、日本における起業活動水準は OECD 諸国の中で最低であると報告している。しかし、これを日本経済の伸びしろと捉えれば、起業環境の整備は、日本の経済成長を促す起爆剤になりうると考えられる。従来の銀行論研究で得られた知見は、このような社会的要請に応えるための有用なツールになりうるが、理論を現実の政策に適用するには、その現実的妥当性について実証的に検討する必要がある。

そこで本論文では、日本において非上場の中小企業として設立された企業に関するマイクロデータを用いて実証分析を行う。このデータは主に、我々が入手しうる最初の企業情報である設立直後のデータ、すなわち最初の決算時のデータである。本論文で検討する仮説は、主に経営者の能力や企業の潜在的な技術力などの主観的な情報に基づいて行われるリレーションシップ貸出に関する研究結果に立脚している。リレーションシップ貸出に関する研究は、財務諸表に代表される客観的な情報をもとに行われるトランザクション貸出に関する研究に代わって、1990年代中葉以降の銀行論研究において主役となっている研究であり、Petersen and Rajan (Journal of Finance 49, 1994)をもってその嚆矢とする。

Petersen and Rajan (Journal of Finance 49, 1994)以降の銀行論研究では、金融仲介が中小企業に与える影響のうち、貸出条件が主な分析対象となってきた。しかし、経営が不安定な若年中小企業にとっての最大の関心事は、いかにして創業期の倒産を回避するかである。実際、『2006年版中小企業白書』は、日本における開業5年後と開業10年後の企業生存率が、それぞれ42%と26%であったと報告しており、若い企業の生存を支援するための学術的アプローチの必要性が高まっていることがみてとれる。

金融仲介が企業倒産に与える影響に関する研究は、金融論研究における重要なテーマの一つとして、Altman (Journal of Finance 23, 1968)を皮切りに現在に至るまで膨大な成果が挙げられている。それにもかかわらず、金融機関との取引関係が若い中小企業の倒産に与える影響に関する研究では、まだ十分な成果が得られていない。とりわけ実証研究は、緒に就いたばかりであり、その成果は皆無に等しいのが現状である。

以上のような問題意識のもと、本論文では、「金融機関との取引関係が新規開業企業の倒産に与える影響」について、従来の研究結果に基づいた理論仮説を実証的に検討していく。

(2) 本論文の構成と内容

本論文は、第1章から第6章によって構成されている。

第1章「Introduction」では、統計資料と先行研究をもとに、本研究の背景と目的について説明する。

第2章「Competition among Financial Institutions and Startup Company Exit」では、金融機関の競争が新規開業企業の廃業確率に与える影響について分析している。リレーションシップ貸出に関する一連の研究では、Petersen and Rajan (Quarterly Journal of Economics 110, 1995)が行った「金融機関の競争が中小企業への貸出に与える影響に関する実証分析」以降、金融機関の競争がリレーションシップ貸出に与える影響についての研究が、一つの流行となっている。このテーマが注目され続けている一因として、理論研究において数多くの対立する結果が報告されていること、および現在まで明確な結論が得られていないことが挙げられる。たとえば、Boot and Thakor (Journal of Finance 55, 2000)は、企業への投資量を一定とした場合、金融機関の競争はリレーションシップ貸出を増加させると報告している。一方、Hauswald and Marquez (Review of Financial Studies 19, 2006)は、競争はリレーションシップ貸出を減少させるという上記の研究とは逆の結果を示している。

本章の分析は、このような理論研究における対立的な結論のうち、どちらが実証的に支持されるかを検証することを目的としている。分析では、都道府県レベルのパネルデータを構築し、ロジスティック回帰モデルを用いて固定効果推定を行っている。その結果、金融機関の競争は新規開業企業の廃業確率を上昇させるという Ogura (Journal of Banking & Finance 36, 2012) が示唆する予想を支持する結果が得られた。

第3章「Banking Relationship Numbers and New Business Bankruptcies」では、設立時の取引金融機関数が企業のその後の倒産リスクに与える影響について分析している。複数行取引（取引金融機関数の増加）の功罪に関する研究は、これまでも頻繁に行われており、これらは大別すると、「ホールドアップ問題に与える影響」、「企業の資金利用可能性に与える影響」、

「倒産リスクに与える影響（理論研究）」、および「企業業績や倒産リスクに与える影響（実証研究）」の4つに分けられる。このうち、本章の分析は「企業業績や倒産リスクに与える影響（実証研究）」に該当し、後述の第4章は「企業の資金利用可能性に与える影響」に該当する。本章の分析では、非上場の若い中小企業のマイクロデータを用いて、ベースライン推計として生存時間分析を、頑健性のチェックとして操作変数プロビット推定を行っている。

本章の分析の理論的背景となっているフリーライダー問題に関する理論では、「集団の規模が大きくなるほど、集団全体の活動水準が低下する」ことが示されている。本章の目的は、この理論が示唆する「取引金融機関数の増加は、当該金融機関による企業支援の水準を低下させ、ひいては企業の倒産確率を上昇させる」というメカニズムが、金融セクターにおいても働いているかどうかを検証することである。分析の結果、設立時における取引金融機関数が多い企業ほどその後の倒産リスクが上昇するという、上述のフリーライダー問題に関する理論の示唆と整合的な結果を得た。

第4章「*The Number of Bank Relationships and Bank Lending to New Firms: Evidence from Firm-level Data in Japan*」では、新規開業企業の取引金融機関数が当該企業への貸出に与える影響について分析している。既述のとおり、本章の分析は、取引金融機関数の増加が企業の資金利用可能性に与える影響に関する分析であり、既存研究との最大の違いは、企業の資金利用可能性を表す指標として実際の企業貸出を用いて分析している点である。企業への貸出は、「企業の借入需要要因」と「金融機関の貸出供給要因」とが同時決定された結果として行われるため、取引金融機関数が金融機関の貸出行動に与える影響について明らかにするには、貸出が企業側の要因（需要要因）に依存するのか、それとも金融機関側の要因（供給要因）に依存するのかという「識別問題」に対処する必要がある。取引金融機関数が企業の資金利用可能性に与える影響については、これまでに Petersen and Rajan (*Journal of Finance* 49, 1994)や Hernández-Cánovas and Martínez-Solano (*Small Business Economics* 28, 2007)などが分析している。しかし、前者の研究では「企業間信用の支払遅延率」および「企業間信用の早期支払割引率」を、後者の研究では「仕入れに対する買掛金の比率」および「総資産に対する銀行借入の比率」を、それぞれ資金利用可能性の代理変数として使用するにとどまっている。その結果、先行研究では、取引金融機関数が金融機関の貸出行動に与える影響を明らかにできていない。

翻って、本章の分析では、二段階最小二乗法により識別問題に対処することで、企業の資金利用可能性を表す指標として実際の貸出を用いることを可能にしている。その結果、既存研究が明らかにできなかった「取引金融機関数が企業貸出に与える影響」について、金融機関の貸出行動に着目した分析結果を導出している。本章の分析では、取引金融機関数の増加は短期貸出金を減少、長期貸出金を増加させるという結果を得ており、この結果は、取引金融機関数が企業の返済可能性を表すシグナルとして機能しうることを示唆している。

第5章「*Effects of Main Bank Switch on Small Business Bankruptcy*」では、メインバンクの変更が中小企業の倒産確率に与える影響について分析している。金融機関との取引関係の継続性に焦点を当て、当該関係の終了が顧客企業への貸出や企業業績に与える影響について分析した研究は、これまでもいくつか行われており、一定の成果が挙げられている。しかし、

倒産という若年企業にとって最重要ともいえるイベントに焦点を当て、メインバンクの変更が顧客企業の倒産確率に与える影響について分析した研究は、皆無に等しい。このような理由から、本章の分析では、企業—メインバンク関係が途切れた場合（メインバンクの変更が生じた場合）、企業の倒産確率が上昇するという理論的な予想について、実証的に検討することを目的としている。

本章の分析における特徴の一つとして、メインバンクの変更を、変更前から取引関係にある金融機関への変更と、そうでない場合とに分けて、そのそれぞれが顧客企業の倒産確率に与える影響について分析している点が挙げられる。分析の結果、メインバンクの変更のうち、既存の取引関係のない金融機関への変更のみが、倒産確率を上昇させることが判明した。さらに、本章の分析では、メインバンクの変更が顧客企業の成長に伴う資金制約の緩和を妨げる結果、倒産確率が上昇するという示唆が得られた。以上の結果は、伝統的なリレーションシップ貸出に関する研究の理論的予想と整合的である。

第6章「Conclusion」では、本論文の内容を包括するとともに、本研究の課題および発展性について言及する。