

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 5 月 16 日現在

機関番号：32665

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2009～2011

課題番号：21730248

研究課題名（和文） 業績回復企業の金融行動に関する実証研究

研究課題名（英文） Empirical studies on finance in small businesses recovering from the recession.

研究代表者

鶴田 大輔（TSURUTA, Daisuke）

日本大学・経済学部・准教授

研究者番号：40422589

研究成果の概要（和文）：

本研究では 90 年代後半の不況期から 00 年代前半の景気回復期に焦点を当て、中小企業がどのような資金調達行動を行っているのかを、主に企業の財務データを使いながら分析を行った。分析の結果、以下の点が明らかになった。1) 90 年代後半に貸し渋りと整合的なデータは観察されない。2) 景気回復期において、短期の資金需要が旺盛な企業は買入債務を増加させる傾向にある。3) 企業は短期の資金が必要となった場合、売掛債権を減少させる傾向にあり、財務状態が悪い企業はノンバンクを利用する傾向にある。4) 債務超過企業が有益な投資機会に直面した場合、銀行融資や企業間信用を利用せず、手形割引やファクタリングといった補完的な手段を利用する傾向がある。

研究成果の概要（英文）：

In this study, we investigate how small businesses in Japan finance their growth or investment opportunities during the recession period in the late 90 's and the recovery period in the early 00' s. We show the following results; 1) small businesses do not face the serious problem of credit squeeze the financial crises during the late 90' s, 2) In the recovery period, small business increase trade payables to finance their inventory investment, 3) small businesses cut back on their trade receivables when they face financial tightening. Also, financially distressed firms are more likely to use high interest nonbank loans, 4) financially distressed firms with profitable investment opportunities use less bank loans and trade payables. Instead, they convert notes receivables to cash and use factoring to finance their financial demand.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009 年度	900,000	270,000	1,170,000
2010 年度	900,000	270,000	1,170,000
2011 年度	900,000	270,000	1,170,000
年度			
年度			
総計	2,700,000	810,000	3,510,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学・財政学・金融論

キーワード：金融論

1. 研究開始当初の背景

中小企業の金融取引の問題点として、情報の非対称性の問題が挙げられる。借り手である中小企業の信用情報を貸し手である金融機関などは保有していないため、中小企業は十分な資金供給を受けられないことが指摘されてきた。特に、一時的に債務超過など財務状況が悪化した企業は、たとえ技術力などがあり成長する可能性が高くても、貸し手である金融機関から資金を調達できない。このような状況では、企業の資金繰りの問題がさらに深刻になるといわれている。

90年代に入ってから、情報の非対称性の問題が現実の取引においてどの程度、重要かを検証するために、アメリカでは中小企業庁（SBA）やアメリカ連邦準備委員会（FRB）が実施した中小企業向けのアンケート調査を用いて、銀行と中小企業の長期取引関係と情報の非対称性の問題との関係や、企業間信用の役割など、さまざまな問題が実証的に分析されている。一方、日本では借り手である中小企業に関する個票データは十分に整備されていなかったものの、Tsuruta（2008）などに代表されるように、個票データを用いた研究成果が発表され始めている。ただし、債務超過企業や業績回復企業の資金調達行動については、サンプル数の確保という問題もあり、あまり十分に研究されていない。特に、1990年代の不況期に多くの企業が債務超過に陥り、それらの企業の資金調達に対して政策的に支援されてきたことから、債務超過企業の資金調達行動を分析することは政策的にも重要である。

中小企業は社債市場などの直接金融を利用することができず、金融機関融資に大きく依存せざるをえないと言われている。そのため、金融機関の行動は中小企業の経営状況に大きな影響を与えやすく、金融システムの安定化や公的金融支援の重要性が多くの論文で論じられている。しかし、多くの中小企業の債権者は金融機関のみならず、取引先企業やノンバンクなども含まれ、それらの資金調達手段に関する分析は相対的に少ない。

2. 研究の目的

本研究では、中小企業の個票データを用いて、どのような主体がどのような手段で、上記の情報の非対称性の問題を緩和しているのかを明らかにしながら、業績回復企業の資金調達行動について実証的に明らかにすることを目的としている。特に、本研究で1990年代終わりから2000年代初頭の中小企業の資金調達行動に焦点を当て、分析を行なった。1997年終わりから大手金融機関の破たんが相次ぎ、戦後稀にみる大不況に見舞われた。その際、多くの企業が債務超過に陥り、財務

リストラを迫られている。しかし、このような企業の中には、2000年代の景気回復局面において、成長し高収益を確保している企業は少なくない。Andre and Kaplan（1998）によると、債務超過などに代表される財務危機（financial distress）に陥った企業は、企業のパフォーマンスが良好であっても、金融機関などの貸し手は融資などを控える傾向にあることを、アメリカのデータを使って示している。これらの分析からの、90年代終わりの不況期に債務超過に陥った中小企業は、十分な資金調達を受けられなかったと考えられる。本研究では、日本の中小企業に焦点を当て、業績が悪化し、その後に回復した企業がどのような資金調達行動をしているのか、といった問題などについて明らかにする。

3. 研究の方法

以上のような問題意識に基づき、本研究では以下の三点を明らかにしながら分析を行った。第一に、債務超過から復帰した中小企業がどのような資金調達行動をとっているのかを分析した。企業が債務超過に陥ると、銀行や取引先企業からの融資や企業間信用を受けることが困難になり、企業の技術力が優れていても資金繰りが逼迫すると言われている。1990年代後半の不況により多くの中小企業が一時的に債務超過に陥ったが、その後、ある程度の中小企業が債務超過から復帰している。これらのサンプルを使って、債務超過から復帰する際に、中小企業が資金繰りの問題をどのように乗り越えているのかを明らかにした。

具体的には、銀行融資がどれくらい増加したのか、企業間信用がどれくらい増加したのかを示し、その決定要因を明らかにした上で、どのような企業に対して金融機関、取引先企業が信用を供与したのかを計量的に示した。また、金融機関や取引先企業から信用を受けられなかった場合、他の手段（現預金の取り崩しや手形割引、ファクタリング等）がどこまで機能するのか、企業の事後的なパフォーマンスにどのような影響を与えるのかを示した。

第二に2000年代の回復期において、資金需要のある中小企業はどのような資金調達行動を行っていたのかを明らかにしながら分析を行った。2000年代初頭は銀行の不良債権処理が活発化するなど、金融機関が抜本的な改革を求められた時期である。同時に、不況が長引き先行き不透明感が漂っていた時期でもある。このような時期において、たとえ資金需要が旺盛な企業であっても、その企業に対して資金を供給する主体は現れにくい。金融機関の融資行動は中小企業の経営状況に大きく影響すると言われている。金融機

関が不良債権処理を行う中で、資金需要が旺盛な中小企業がどのように資金調達を行い、その結果、企業のパフォーマンスがどのように向上したのかを示した。

第三に企業間の取引関係と企業間信用の関係について明らかにした。従来の研究(Wilner(2000)など)では企業間の取引関係が長いほど、企業間による信用供与が活発になることが示されている。一方、取引関係が長いと、取引先企業の経営状況が悪化しても簡単に取引関係を断つことができず、売掛債権などをすぐに引き上げることができない、という負の側面も論じられている。このような状況をあらかじめ各企業が想定していると、平常時でも企業は企業間信用をあまり供与しようとしにくい。前述の通り、1990年代後半からの不況でおおくの企業の経営状況が悪化した。特に企業間の取引関係が非常に親密になっている老舗企業において、経営悪化が顕著に観察される。これらの企業のデータを使って、本研究では取引関係の進歩が企業間信用の供与や中小企業の経営にどのような影響を与えるのか、具体的に明らかにした。

参考文献

- ・ Andrade, Gregor and Steven N. Kaplan (1998). "How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed," *Journal of Finance*, vol. 53(5), p. 1443-p. 1493, October.
- ・ Tsuruta, Daisuke (2008), "Bank Information Monopoly and Trade Credit: Do Only Banks Have Information of Small Businesses?" , *Applied Economics*, Vol 40(8), p. 981 - p. 996, April.
- ・ Wilner, Benjamin S. (2000) "The exploitation of relationships in financial distress: The case of trade credit." *Journal of Finance*, vol. 55(1), 153-178, February.

4. 研究成果

本研究で得られた成果は以下のとおりである。

第一に、1997年以降の金融危機が中小企業の資金調達行動に与えた影響を分析し、海外の学術雑誌に発表した。従来の研究では、金融機関の貸し渋りが起こり、中小企業は資金調達に大きな制約を受けたことが言われているが、より詳細なデータを分析した結果はそのような事実は観察されないことが明らかになった。この結果をまとめた論文は海外学術雑誌 *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy* に掲載された。

第二に 2000年代の回復期において、資金需要があるにもかかわらず財務状況が良くない中小企業はノンバンクを利用していることが明らかになった。ただし、ノンバンクを利用した企業の利益率で測った performance はその後、悪化する可能性があり、借り手のモラルハザードが起きている可能性も論文で指摘した。これらの結果をまとめた論文は、海外学術雑誌 *Applied Financial Economics* に掲載された。

第三に、1990年代後半の不況期や2000年代の回復期において、資金需要のある中小企業はどのような資金調達行動を行っていたのかを明らかにした。分析の結果、在庫投資などを行っている企業は短期の資金需要を銀行融資ではなく企業間信用(買入債務)を通じて資金融通していることが明らかになった。この分析結果は "How Do Small Businesses Finance their Growth Opportunities?" と題する論文にまとめられ、海外学術雑誌 *Managerial and Decision Economics* に掲載された。

第四に債務超過から復帰した中小企業がどのような資金調達行動をとっているのかを実証的に分析した。分析の結果、債務超過企業は投資機会が存在する場合、銀行融資や企業間信用などの資金調達手段を積極的に利用しないこと、債務超過企業の事後的なパフォーマンスは相対的に悪化していないことが明らかになった。この結果は経済産業研究所等の研究会で報告され、2012年度に開催される日本経済学会春季大会で発表する予定である。

第五に不況期における企業間の取引関係と企業間信用の関係について分析を行った。分析の結果、交渉力が相対的に弱いと考えられる、特定の仕入れ先に売り上げを大きく依存した企業であっても、不況期に短期の資金が必要となった場合、売掛債権を減少させることが明らかになった。この分析結果は "Customer Relationships and the Provision of Trade Credit during a Recession" と題する論文にまとめられ、経済産業研究所の Discussion Paper として公開された。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計7件)

- ① Tsuruta, Daisuke (2012), "How Do Small Businesses Finance their Growth Opportunities? The Case of Recovery from the Lost Decade in Japan", *Managerial and Decision Economics*, Volume 33(3), April, p. 189 - p. 210 査読有。

② Tsuruta, Daisuke (2012) "Changing Banking Relationships and Client Firm Performance: Evidence for Japan from the 1990s", MPRA Paper 35895, p. 1-15 査読無.

③ 植杉威一郎、内田浩史、小野有人、小塚荘一郎、鶴田大輔、君和田貴也(2011)「貸金業法改正後における企業の資金調達実態調査の概要」" Working Paper Series 14, Center for Interfirm Network, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, p1-p44 査読無.

④ Tsuruta, Daisuke (2010), "Do Financial Shocks Have Negative Effects on Small Businesses? New Evidence from Japan for the Late 1990s," *The B. E. Journal of Economic Analysis & Policy*, Volume 10 : Iss. 1 (Topics), Article 87 p1-p46 査読有.

⑤ Tsuruta, Daisuke (2010), "Nonbank Financing and Performance of Informationally Opaque Businesses", *Applied Financial Economics*, Volume 20(18), September, p. 1401 - p. 1413 査読有

⑥ Tsuruta, Daisuke (2009) "Customer Relationships and the Provision of Trade Credit during a Recession", RIETI Discussion Paper Series, 09-E-043, p. 1-33, 査読無.

⑦ 植杉威一郎、内田浩史、小倉義明、小野有人、胥鵬、鶴田大輔、根本忠宣、平田英明、安田行宏、家森信善、渡部和孝、布袋正樹(2009)「金融危機下における中小企業金融の現状『企業・金融機関との取引実態調査(2008年2月実施)』、『金融危機下における企業・金融機関との取引実態調査(2009年2月実施)』の結果概要」RIETI Discussion Paper Series, 09-J-020, p. 1-96, 査読無.

[その他]

ホームページ等

<http://www.eco.nihon-u.ac.jp/~tsuruta/>

6. 研究組織

(1) 研究代表者

鶴田 大輔 (TSURUTA, Daisuke)

日本大学・経済学部・准教授

研究者番号：40422589