

# 日本企業を対象としたコミットメントラインに関する実証分析 (要旨)

一橋大学大学院経済学研究科

本田朋史

## 1. はじめに

本論文の目的は、日本の上場企業のパネルデータを用いて、コミットメントラインが企業活動に及ぼす影響を明らかにすることである。

コミットメントラインとは、銀行企業間で結ばれる銀行融資の1つであり、1999年3月、「特定融資枠契約に関する法律」の施行以降、日本の上場企業を中心に利用されるようになってきている。このコミットメントラインは、日本で一般的な銀行融資である手形、証書貸付とは次の2点で異なる制度を有する。第1に、コミットメントラインは企業に対して、一定額の銀行融資を保証する。第2に、企業は、銀行融資の保証の対価として、銀行へ手数料を支払う。特に、第1の点が重要であり、実務、学術研究の両者においても、コミットメントラインは現金と並び、企業が将来的に使用できる手元流動性として認知されている。その一方で、コミットメントラインは銀行融資であることから、現金とは異なり、全ての企業が無条件で使用できるものではないと認識されている。

先行研究は、コミットメントラインに関して大きく2つの観点から分析しているものが多い。1つは、先に指摘したように、企業によるコミットメントラインと現金の選択に関する研究である。(Sufi 2009; Acharya et al. 2013, 2014) これらは、キャッシュフローや資金調達リスク等の企業特有の要因や経済全体のリスクがその選択に影響を及ぼすこと明らかにしている。もう1つは、コミットメントラインと設備投資に関する研究である。(Bolton et al. 2010; Guney et al. 2017) このテーマに関する研究は、企業がコミットメントラインを導入すること自体、またはコミットメントラインから融資を受けることにより、設備投資の拡張に繋がることを明らかにしている。

このように現在、海外の企業を対象としたコミットメントラインの研究は多く実施されているが、日本企業を対象としたコミットメントラインの研究は、筆者が知る限り、僅か4つしか実施されていない。金子、渡邊(2004)、富田、池田(2014)は、コミットメントラインの資本市場へのシグナリング効果について分析しており、コミットメントラインの保有動

機については佐々木他(2016)がアンケートから調査している。また、胥、劉(2013)は、銀行の要求払い預金と融資枠の供与について分析をおこなっている。そのため、海外の企業を対象とした研究のように、コミットメントラインが企業の実態活動に及ぼす影響については、日本企業を対象とした場合には明らかにされていない。更に、これらの研究では、クロスセクションや少数のアンケート回答企業というようにサンプルが限定されている問題点がある。これは、日本のコミットメントラインのデータへのアクセスに多大なコストを費やすからである。日本のコミットメントラインの情報は、主に有価証券報告書の注記事項に開示されるが、実証分析が可能なデータベースは、現在では一部の期間を除いて、存在しない。そのため、コミットメントラインのデータベースを作成するには、各企業の提出する有価証券報告書の情報を、分析者は直接確認しなければならない。

この問題意識の下で、本論文は 2004 年～2017 年のコミットメントラインのデータを有価証券報告書の情報を基に作成し、日本の上場企業を対象として、コミットメントラインが企業活動に及ぼす影響について実証分析をおこなっている。第 1 章では、コミットメントラインの制度や導入の背景、利用実態について述べ、またコミットメントラインに関連する先行研究のサーベイをおこなっている。第 2 章では、コミットメントライン契約の決定要因について分析する。第 3 章では、コミットメントラインが、現金保有、設備投資に及ぼす影響を検証する。第 4 章では、2008 年のリーマンショックに注目し、コミットメントラインの流動性供給に関して実証分析をおこなう。

## 2. 各章の概要

### 第 1 章 銀行融資枠と先行研究の概観

本章は、コミットメントライン、当座貸越、2つの銀行融資枠の制度、導入の背景について説明すると共に、コミットメントラインを中心とした先行研究をレビューしたものである。

コミットメントラインとは、一定の極度額まで企業に銀行融資を保証する契約であり、日本では法律上の問題があったため、1999 年 3 月に「特定融資枠契約に関する法律」の施行以降、大企業を中心に利用されるようになってきている。一方、当座貸越はコミットメントラインと同様に、一定の極度額を設定するものであるが、必ずしも企業に対して銀行融資を保証しない。

本章では、これらの 2 つの銀行融資枠について、日本での導入の背景やアメリカでのコミットメントラインの利用実態に言及し、更に、銀行融資枠契約で設定される、借入金利、手数料、コベナンツ等の仕組みについて説明している。また、2000 年代以降に実施された、コミットメントラインに関する研究を中心にサーベイしている。

## 第 2 章 コミットメントライン契約の決定要因—日本の上場企業のデータを用いた実証分析—

本章は、2004 年～2017 年の日本の上場企業のパネルデータを用いて、コミットメントライン契約の決定要因を実証分析により明らかにしている。

企業がコミットメントラインを契約する上で、最も重視される要因としてキャッシュフローが挙げられる。(Sufi 2009) この他にも、規模や投資機会の大きい企業ほど、コミットメントラインを契約することが明らかとなっている。(Morgan 1990; Martin and Santomero 1997) こうした企業の要因がコミットメントラインの契約に影響を及ぼす一方で、Kashyap et al. (2002), Acharya et al. (2013)は、銀行の受入れ預金や自己資本比率がその契約に影響を及ぼすことを指摘している。

本章も、日本企業を対象とし、企業や銀行の要因からコミットメントライン契約の決定要因を明らかにしている。一方、本章の研究の特徴として、銀行企業間関係がその契約に及ぼす影響を検証していることである。Cagle(1956), 杳見(1968)によると、コミットメントラインは、企業が銀行融資を確保したいという動機に基づき契約される側面もあるが、その一方で、銀行が良好な取引関係を持つ企業や取引関係のない企業に対して、融資を保証することで他行との取引の機会を希薄化させ、継続的な取引関係を築くことを目的として契約される場合もあることが指摘されている。確かに、リレーションシップ関係が銀行融資契約に及ぼす影響を分析した Berger and Udell(1995)でも、コミットメントラインはその銀行企業間関係が良好であるシグナルであると言及されている。また、広田(2009)でも、企業と銀行の担当者へのインタビューから、日本企業は、コミットメントラインをメインバンクと契約することが明らかとなっている。これらの指摘に対し、佐々木他(2016)は、日本ではメインバンクシステムのような暗黙的な契約が存在し、最終的にはメインバンクから銀行融資を受けることができるため、コミットメントラインを契約しないと回答している企業の存在を明らかにしている。

更に、本章は、日本の上場企業でも契約されている当座貸越を考慮して、分析をおこなっ

ている。当座貸越は、コミットメントラインと同様に一定の極度額を設定する契約であるが、銀行融資を必ずしも保証しない点でコミットメントラインとは異なる。

本章は、先行研究が検証できていない、銀行企業間関係や当座貸越を考慮し、日本企業を対象に、プロビットモデル、多項プロビットモデルを用いて分析をおこなっている。分析の結果、高いキャッシュフローの水準を有する企業ほど、コミットメントラインや当座貸越を契約していること、また、銀行企業間の結びつきが良好な企業ほど、当座貸越ではなくコミットメントラインを契約していることが明らかとなっている。

### 第3章 コミットメントラインと現金保有、設備投資の関係

本章では、2006年～2017年の日本の上場企業を対象に、コミットメントラインが現金保有、設備投資に及ぼす影響を実証分析により明らかにしている。

まず、コミットメントラインと現金保有の関係については、両者は代替的な流動性であることが指摘されている。(Sufi 2009; Campello et al. 2011a, b) また、Bolton et al. (2010)の理論分析は、コミットメントラインを契約することで、企業の現金保有が減少することを明らかにしている。一方、コミットメントラインと設備投資の関係については、Boot et al.(1987), Bolton et al.(2010)によると、コミットメントラインにより企業の設備投資は拡張することが示唆されている。理論分析である Boot et al.(1987), Bolton et al.(2010)は、*extensive margin* の観点から指摘している一方で、実証分析の Berrospide and Meisenzahl(2015), Guney et al.(2017)は、*intensive margin* の観点からコミットメントライン借入と設備投資にはプラスの相関があることを明らかにしている。また、コミットメントラインが現金保有、設備投資に及ぼす影響は、その企業が直面する資金制約の程度に依存することも確認されている。

本章は、アメリカほど日本では、コミットメントラインが普及していない点に着目し、Boot et al.(1987), Bolton et al.(2010)が議論しているように、*extensive margin* の観点から、コミットメントラインが現金保有、設備投資に及ぼす影響について分析している。また、先行研究と同様に、*intensive margin* の観点からもコミットメントライン、現金保有、設備投資の関係について検証しており、分析結果から次のことが明らかとなっている。第1に、コミットメントラインは企業の現金保有を圧縮し、設備投資支出を促進する。第2に、コミットメントラインが現金保有に及ぼす影響は、資金制約に直面している企業で大きい。第3に、現金保有と設備投資にはプラスの相関が観察された一方で、コミットメントライン借入

と設備投資には相関が確認されなかった。本章の結果から、コミットメントラインは、企業の資金制約を緩和することが明らかとなっている。ただし、海外の企業とは異なり、日本企業は、予備的動機に基づく流動性をコミットメントラインで確保し、同目的で保有している現金を設備投資に運用していることが示唆される。

## 第4章 2008年金融危機におけるコミットメントラインとスポットローンに関する実証分析

本章では、2008年の金融危機において、コミットメントラインは企業へ流動性を供給することが可能であったか実証分析をおこなっている。

金融市場を発端としたネガティブなショックに対して、企業が対応し得る有効な手段としてコミットメントラインの存在が挙げられる。(Holmström and Tirole 1998) 世界金融危機とコミットメントラインに関連した実証分析では、金融危機の時期にコミットメントラインからの借入の増加が観察されており、コミットメントラインは流動性供給を通じて、企業活動の縮小を抑制していたことが明らかとなっている。(Campello et al. 2011a,b; Berrospide and Meisenzahl 2015)

本章の実証分析は、企業個別の要因としては、内部資金である現金、キャッシュフローの少ない企業ほど、コミットメントライン借入の水準が高いこと、また、2008年のリーマンショック直後、コミットメントライン借入が増加していたことを明らかにしている。

しかしながら、本章における分析の特徴としては、コミットメントライン借入以外の銀行融資である、スポットローンに着目していることである。このスポットローンに着目する理由として、次の理由が挙げられる。海外のコミットメントラインに関する先行研究の主な分析対象地域であるアメリカでは、1997年から2017年の間、新規に組成された銀行融資総額全体に占めるコミットメントライン借入比率は最低でも約70%であることがFRBの公開情報により確認されている。一方、日本では、ストックベースではあるが、日本銀行によると、2008年の12月にコミットメントライン借入は最大規模の約6兆円であることが確認されているが、同時期における大企業向け銀行融資残は約110兆円であることも分かっている。すなわち、アメリカとは異なり、日本では銀行融資の大部分をコミットメントライン借入以外の銀行融資であるスポットローンが占めていることが確認できる。そのため、日本企業はスポットローンの受け取りの有無に応じて、コミットメントラインから借入を実行するかどうか判断している可能性が考えられる。

この問題意識に加え、本章は Uchino(2013), Iwaki(2019)に倣い、2008 年のリーマンショックのネガティブな影響は、主な資金調達先が銀行又は公募社債市場であるかに応じて異なることを考慮した追加の分析をおこなっている。その結果、銀行を主な資金調達先とする企業では、2008 年のリーマンショック直後、コミットメントライン借入の増加が観察されたが、スポットローンは増加していないことが確認された。一方、公募社債市場を主な資金調達先とする企業では、コミットメントライン借入の増加は観察されなかったが、スポットローンは増加していることが確認された。

本章の分析結果から、銀行融資の大部分をスポットローンが占める日本において、2008 年の金融危機以降、銀行を主な資金調達先としている企業は信用割当を受けた可能性が考えられる。しかしながら、実質的には、これらの企業はコミットメントラインを通してその信用割当を回避することができたことが示唆される。

本論文の貢献として次のことが挙げられる。第 1 の貢献は、日本企業を対象とし、コミットメントラインが企業活動に及ぼす影響を分析したことである。日本企業を対象とした先行研究は、コミットメントラインの資本市場へのシグナリング効果や保有動機について分析しており、筆者が知る限り、どの属性の企業がコミットメントラインを契約するのか、コミットメントラインが企業活動に及ぼす影響を検証できていない。本論文は、2000 年代のコミットメントラインのパネルデータを作成し、日本の先行研究が検証できていない上記のテーマを分析している。第 2 章では、コミットメントライン契約の決定要因として企業、銀行の属性により明らかにしているだけでなく、海外の先行研究も含めて検証できていない銀行企業間関係からも説明している。第 3 章では、コミットメントラインと現金保有、設備投資の関係について、日本ではコミットメントラインがアメリカほど普及していないことを考慮し、*extensive margin* の観点から分析をおこなっている。更に、*intensive margin* の観点から分析も実施し、日本企業と海外の企業における、設備投資に対する手元流動性の運用の違いについても明らかにしている。第 4 章では、2008 年の金融危機に着目し、コミットメントラインの流動性供給機能を検証している。資本市場を発信源とするネガティブなショックの影響下で、企業はコミットメントラインを契約することでそのショックの影響を緩和できることを明らかにしている。

このように、日本企業を対象としてコミットメントラインの企業活動に及ぼす影響を分析しただけでなく、加えて本論文の第 2 の貢献として、コミットメントラインと類似した融資枠である、当座貸越を考慮して分析したことが挙げられる。日本では、当座貸越は長ら

く利用されてきたことが確認されているが、筆者が知る限り、そのデータの制約もあることから、当座貸越に関する研究は実施されていない。本論文では、当座貸越のデータも取得することに成功しており、当座貸越に関する新たな知見をもたらしている。