

博士学位請求論文審査報告書

申請者：本田朋史

論文題目：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

1. 論文の主題と構成

本田氏の博士論文を構成する四つの研究は、企業に対する資金供給における銀行融資枠、とりわけコミットメントラインに注目し、その機能と役割について考察している。

コミットメントラインは、金融機関が企業に対して行う貸出の一形態である。コミットメントライン契約が締結されると、貸し手である金融機関は手数料を徴求して、借り手である企業のために一定の期間、一定の融資極度額を設定し、その範囲内であれば企業が借入を行う権利を取得し、金融機関は貸出を行う義務を負う。資金需要が生じる度に金融機関が審査を行うスポットローンに比して、コミットメントラインには企業の流動性需要に迅速・確実に対応できる利点がある。経済や金融システムに危機が生じて企業の資金繰りがひっ迫する際、例えば、Covid-19 感染拡大に伴い企業に大量の流動性需要が生じるような場合には、その役割は特に重要となる。

コミットメントラインは米国を中心に広く用いられ、日本でも上場企業を中心に利用が増加しており、近年の契約額は 30 兆円を超える。経済学の分野でもその利用の決定要因や役割に関する研究が、Acharya et al. (2013, 2014)、Sufi (2009)、Campello et al. (2011)など、理論面、実証面両方で進んでいる。

本田氏は、日本の上場企業向けコミットメントラインに焦点を当て、日本で初めてとなる、大規模な企業レベルのコミットメントラインに関するデータベースを自ら構築した。このデータベースを用い、先行研究や日本における企業金融の実態を踏まえた上で、その利用の決定要因、現金保有や設備投資との関係、危機時における利用状況に関する実証分析を行っている。

本論文は、以下の 4 章より構成されている。

第 1 章 銀行融資枠と先行研究の概観

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-

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

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

2. 各章の内容

第 1 章は、博士論文の主題であるコミットメントラインを含む銀行融資枠について、法制度を含む仕組み、現在の利用状況、歴史的な変遷を紹介するとともに、関連する内外の先行

研究を紹介している。銀行融資枠は、コミットメントラインとそれに類似した仕組みである当座貸越からなる。そのうち当座貸越は、以前から日本企業の資金調達に利用されてきたが、コミットメントラインの利用が盛んになったのは、2000年代に入ってからである。また、コミットメントラインを多く利用しているのは上場企業であり、中小企業では、法律上の制約のためにその利用が進んでいない。こうした日本の状況と比較する形で、日本でのコミットメントラインに相当する米国のクレジットラインの利用状況についても説明されている。

銀行業務の実務家にとっては自明なことであっても、研究者や一般向けに日本の銀行融資枠の概略を記述した論考は非常に少ない。このため、関連する知見の整理・考察は、コミットメントラインと、関連した貸出形態である当座貸越に係る背景を理解する上で本章は有用である。また、次章以降で、コミットメントラインと当座貸越が企業の資金調達に果たす役割を分析するための土台を提供している。

第2章は、日本の上場企業を対象としたコミットメントライン契約と当座貸越契約の決定要因に関する実証分析である。海外企業を対象とした先行研究は、1990年代後半以降いくつも存在しているが、これらに相当する分析が日本では行われてこなかった。また、コミットメントラインと当座貸越という異なる2種類の銀行融資枠が利用されているのが日本の特徴であるが、その異同を明確に考慮した分析も存在していなかった。そこでこの章では、2000年代以降の日本の上場企業を対象とし、コミットメントライン契約、当座貸越契約の有無の決定要因に関する推計を、企業・銀行の属性、銀行企業間関係の性質を説明変数として行っている。

先行研究と同様に、コミットメントライン契約の決定要因としてキャッシュフローや設備投資が正の係数を得たことに加えて、銀行企業間関係が密接な企業ほどコミットメントライン契約を結ぶ傾向にあることを明らかにしている。一方、当座貸越についての結果は、コミットメントラインで得られたものと企業規模の効果などいくつかの点で違っており、同じ銀行融資枠であっても異なる性質を持つことを示唆している。ただし、企業固定効果の有無によって異なる推計結果の解釈、説明変数の内生性への対処がされていないため因果推論が困難である、などの難点はある。しかしながら全体としては、日本における銀行融資枠の決定要因に関する新たな知見を提供する点で、意味のある貢献をしていると評価できる。

第3章は、現金保有や設備投資に焦点を当て、コミットメントラインがこれらの企業行動に及ぼす影響を実証的に明らかにすることを試みている。企業は、コミットメントライン契約を結ぶことにより、需要が生じた時に契約で定められた額までを迅速に調達できる。このように企業の資金制約が緩和されるために、平時から現金を保有しておく必要がない、十分な投資を行うことができるなどの効果が期待される。

本章で得られた結果はこうした予想にほぼ従うものである。具体的には、コミットメント

ラインを契約していない企業と比較して、契約している企業の現金保有は少なく、設備投資支出は大きい。コミットメントラインが現金保有に及ぼす影響は、資金制約に直面する企業において、より大きくなる。また、ラインの契約額の多寡は、現金保有には影響するが設備投資には有意な影響をもたらさないとの結果も得ている。

海外の先行研究と比較した本分析の特徴は、コミットメントラインの *intensive margin* だけではなく *extensive margin* に係る効果を議論している点である。米国をはじめとする他の先進国ではコミットメントラインによる資金調達がよく普通なので、その有無 (*extensive margin*) ではなく額 (*intensive margin*) の効果のみを分析対象とすることが多い。一方で日本企業を対象にした今回の分析では、貸出市場でコミットメントラインが近年になって普及してきたという状況を生かして、ラインの有無に係る効果と、限度額・実際の利用額の多寡に係る効果のそれぞれを検証し、*extensive margin* の効果がより明確に観察できることを見出した点がユニークであると言える。

ただし、この章における問題も、いくつか指摘することができる。第一に、資金制約を表す複数の指標間で結果が相異なっており解釈が難しい。この分析に限った問題ではないが、他国を対象にした分析で得られたパラメータを用いて日本企業の資金制約を測る指標を変数として用いる場合には、その有用性が疑問視されるのは仕方がない。第二に、コミットメントラインの利用は企業にとっての内生的な選択の結果であるにもかかわらず、それへの適切な対処が行われていない。

第4章は、コミットメントラインが危機時に果たす役割、すなわち、景気が大きく落ち込み企業の資金繰りがひっ迫する中で、コミットメントラインが流動性を企業の需要に応じて提供できているかどうかという点を、実証的に分析している。欧米企業を対象にした先行研究は、金融危機の時期に、コミットメントラインの利用は企業活動の縮小を防いだと評価している。一方、日本ではこの点に関する検証が全く行われていなかった。

本章の実証モデルでは、先行研究をなぞるだけではなく、日本の貸出市場の状態を踏まえた工夫を行っている。具体的には、コミットメントラインだけではなくスポットローン（その都度企業が銀行に借入を申込み、銀行が審査した後に行われる貸出）を同時に扱うとともに、銀行に依存する企業と社債市場で資金調達できる企業とを区別することで、どの種類の貸出がどのような企業の資金制約を緩和したのかという点を明らかにしている。

第一に得られた結果は、2008年及びリーマンショック直後の2009年でコミットメントライン借入の増加が観察される一方で、スポットローンに関してはリーマンショック以降に増加が観察されたわけではないというものである。コミットメントラインが危機時に実際に利用されて企業が流動性を得ていたこと、それに対して、スポットローンは必ずしも危機時に通常時よりも多く利用されていたわけではなかったこと、が分かる。

第二の結果は、銀行を主な資金調達先にしていた企業ではコミットラインからの借入が増加したが、社債発行経験のある企業では、コミットメントラインではなくスポットローン

が増加した、というものである。これらは、上場企業であっても社債発行の経験のある企業では、コミットライン契約を行っていないくとも資金調達をスポットローンで行うことができたことを示唆している。その一方で、社債市場での調達経験のない企業では、コミットメントラインが資金調達に役立ったことを示している。以上の結果は、危機時におけるコミットメントラインの効果は企業間で様ではないこと、特に、直接金融市場からの調達が困難な企業にとって流動性を確保する効果が大きいことを意味している。これは学術的にも実務的にも重要な知見であると言える。

3. 全体の評価

審査委員会は本田朋史氏に対して4月2日口述試験を行い、審査員が多くのコメント・質問を行った。表記の統一や表現内容の修正に加えて、各章の説明で記述した以外に指摘された大きな課題としては、第4章における分析枠組みについてのものがあつた。これは、金融危機が企業の資金調達に影響する経路を明確に考えた上で分析を行うべきであり、企業に一律にショックやコミットメントライン利用の効果が及ぶと考えるべきではないという指摘であつた。これを踏まえて本田氏は、影響を受ける企業の抽出方法を再考するとともに、予想される効果が明確であるコミットメントラインの利用に絞った上で再推計を行った。また、コミットメントラインが日本でなかなか利用されてこなかった理由は何か、銀行融資枠に係る上場企業による開示が任意であることを踏まえると、どの程度今回のデータセットが網羅的に日本のコミットメントラインの実態を捉えているのか、という質問も出た。本田氏は、これら質問への対応を、第2章における記述を追加することで行つた。

論文第2章から第4章を通じて引き続き残る問題は、コミットメントラインの決定要因とその効果に関する検証とともに、マッチング推定を行うことなどでセレクションの問題には対応しているものの、因果関係について確言できるまでの十分な推定上の対処を行うことができていない点である。しかしながらこの点は、本論文のみではなく先行研究も含めた問題でもあることから、本論文の価値を著しく減じているとは言えない。適切な操作変数を導入するなどの対応は、今後の本田氏にとっての課題としたい。

以上をまとめると、本博士学位請求論文は、これまで包括的な研究が存在しなかつた日本におけるコミットメントラインについて、日本の貸出市場の特徴を踏まえつつ説得的な分析結果を数多く示している点で、十分に高く評価できるものである。第2章は、日本金融学会の機関誌である『金融経済研究』に投稿され、査読の上受理されている。第3章、第4章についても、論文の独自性・新規性や、大幅な経済環境悪化の中で企業の流動性確保が喫緊の課題とされている現状を踏まえると、査読付き学術誌に掲載される可能性は非常に高いと判断される。

よって審査員一同は、所定の口述試験の結果と論文評価に基づき、本田朋史氏が一橋大学博士（経済学）の学位を授与されるべき十分な資格を有していると判断する。

令和2年7月 審査員一同

祝迫得夫

植杉威一郎（審査委員長）

小西大（経営管理研究科）

塩路悦朗

安田行宏（経営管理研究科）