

Bank-Dependence and Financial Constraints on Investment: Evidence from the Corporate Bond Market Paralysis in Japan

一橋大学大学院 内野 泰助

本稿は、日本の上場企業の資金調達に関して、Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1990)によって指摘されてきた、銀行離れ（社債依存度の上昇）が銀行・企業間の非対称性情報問題を悪化させる、という仮説を2008年に生じた社債・CP市場の機能不全を自然実験として利用し検証を行う。2008年に大量に社債の償還を迎えた企業は、新規社債発行による借り換えが難しくなり、銀行借入に対する需要が高まったと考えられる。更に、日本においては他の先進諸国と異なり、同時期に銀行部門が健全性を維持していたため、銀行が銀行依存度の低い企業の貸出需要に対してどのように対応するのかについて、銀行の健全性問題と切り離して検証することができる。銀行離れをすることで非対称情報の問題が悪化するのであれば、社債満期を迎える企業は十分な借入を行うことができず、資金制約に陥ることとなる。

本稿の実証分析は、Lechner (2002)による多項マッチング推定の手法を用いることで、社債の大量満期を迎える企業の設備投資行動と銀行借入条件（銀行借入金利、銀行借入残高）の変化を、事前の経済属性（投資機会、キャッシュフロー、規模、産業等）が客観的に同一な銀行依存度が高い企業のものと比較し、前者が資金制約に陥ったかどうかを検証する。

本稿の分析により、(1)前者は後者と比べて設備投資支出を削減していないこと、(2)前者において高い銀行借入の伸びが確認されたこと、(3)前者のうちメインバンクが大株主である企業については、金利の上昇を伴わずにより高い銀行借入の伸びが確認されるものの、設備投資支出については有意な差が検出されないこと、が明らかになった。

これらの実証結果は、(1)日本の上場企業に関しては、銀行離れに伴う非対称性情報の悪化の程度は設備投資支出に影響をもたらすほど、深刻ではないこと、(2)2008年の社債市場の機能不全のショックは、銀行部門によって実物経済への波及が阻止されたことを示唆している。