

研 究

銀行借入が企業財務にどのような影響を与えたのか

1990 年代末期における日本企業の財務構造と銀行借入に関する分析

飛 田 努

目 次

1. 本稿の目的
2. メインバンクの機能に関する先行研究
3. 1990 年代末における日本企業の財務構造と借入金との関係
4. 経営不振企業の再建に向けて ~今後の研究課題とともに~

1. 本稿の目的

これまで、メインバンクの機能に関する多くの実証分析が行われてきた。そのアプローチは多様であるが、その多くはメインバンクの行動が企業経営にどのような影響を与えてきたのかという点に焦点が当てられた。例えば、コーポレート・ガバナンスに関する議論の高まりから、主にメインバンクによる監視が企業経営にどのような影響を与えたのかという点と、経営不振状態にある企業に対してメインバンクがどのような役割を果たしているのかという点に関する実証分析が行われてきた。過去の先行研究ではその有効性を認めるものがあったが、近年ではメインバンクが中心となった経営不振企業に対する支援は経営改善にはつながらなかったとの指摘から、そうした支援を行うことに対する疑問も見られ始めている。

ただ、飛田 [2003] によると、1990 年代以降、日本企業の財務構造は短期間のうちに変化し、特に 1990 年代末期においては、経営状態が良好な企業の財務構造と経営不振に陥っている企業のそれとでは、大きな差異があることが示されている。具体的には、経営状態が良好な企業は厚い内部留保を持ち、負債の返済を進めてきた一方で、経営不振企業は内部留保が薄く、銀行からの借入金による資金調達を増加させ、資金繰りを安定させたことが示唆されている。すなわち、このことから、1990 年代末期の銀行融資には、銀行による経営不振企業への支援の一環である資金繰りを支えるような融資として、何らかの意義があるのだと考えられる。そこで、本稿の第 1 の目的は、1990 年代末期に見られた大企業、とりわけ経営不振企業に対して行われた銀行融資がその財務構造にどのような影響を与えたのかを考察することである。特に、1990 年代末期の銀行による融資が企業への規律付けを行うのに有効であったのか、また経営不振企業への融資が資金繰りを安定させるようなものであったのかという 2 点を検討することに

ある。これによって、銀行融資が経営不振企業の再建にどのような影響を与え、どのような意義があったのかを明らかにできるように思われる。

第2に、経営不振企業の再建に必要とされるであろう要素は何かを試論的に検討することである。近年、銀行からの融資を受けたが、最終的には企業再建を果たすことができず、何らかの形で整理せざるを得ない状況に陥った事例が散見される。これをもって、先行研究の中には経営不振に陥っている企業への融資が「追い貸し」であるとの見解や、従来メインバンクが果たしてきたとされる経営不振企業への支援機能の低下が起きているのだという指摘をするものが見られる。

とは言え、そもそも銀行から融資を受けることが、即、経営不振企業の再建につながるのだろうか。企業が自らの力で長期的な存続可能性を担保する収益力の回復プロセスを構築できなかったことで、再建への道筋をつけることができなかつたことも挙げられるのではなかろうか。本稿ではこうした疑問を明らかにするために、企業再建に関する先行研究をもとに、企業を再建するに当たり、資金繰りを支えるような銀行融資はどのような位置付けを持つのか、短期的な資金繰りを維持することの意義は何かを検討することにする。そして、これによって経営不振企業に向けて行われた1990年代末期の銀行融資の意義が明らかになると共に、現在変わりつつある企業再建の枠組みを有効に機能させていくための要件がわずかでも明らかになるように思われる。

本稿の構成は以下の通りである。次節においては、メインバンクの機能に関する先行研究の整理を行う。第3節では、本稿の第1の目的である1990年末期における銀行融資が企業の財務構造にどのような影響を与えたのかを明らかにする。第4節では、そこから得られた結果と現実の事象を踏まえた上で、企業再建を図る上での銀行融資の意義と企業再建に至るまでのプロセスを検討することを通じて、今後の研究課題を明らかにすることにする。

2. メインバンクの機能に関する先行研究

企業行動やその財務構造に影響を与える銀行、とりわけメインバンクがどのような機能を持ちうるのかを実証分析によって明らかにしようとする先行研究には、大きく分けて2つのアプローチがある。1つは、エージェンシー理論に基づいたメインバンク機能の実証研究を行い、銀行・メインバンクによる融資が企業行動をどのように規律付け、企業の経営効率性を高めることに銀行が重要な役割を果たすか否かを明らかにしようとするものである。もう1つは、財務危機時における銀行、とりわけメインバンクを中心とした経営支援が行われていたか否かを明らかにしようとするものである。

まず、それぞれの先行研究を概観していくことで、銀行融資にどのような意義付けなされているのかを見ていくことにしよう。

2.1. 負債による企業経営の規律付けに関する先行研究

企業経営の規律付けに負債が有効であるとの考え方は、代表的なものとして、エージェンシー理論を基礎とした Grossman and Hart [1982] や Hart [1995], Jensen [1986][1989] などによって示されている¹⁾。すなわち、企業が負債を持つと、約束された利払いをする必要があり、それができない場合には債務不履行となる。しかも、状況によっては当該企業が倒産に追い込まれ、経営者は社会的地位や金銭的な損失を被ることになりかねない。そこで経営者は、債務不履行を避けるためにできるだけ約束した利払いをするインセンティブが生まれることになる。これによって、フリー・キャッシュフローが削減され、経営者は無駄な投資をすることなく、経営者のインセンティブを適切な方向に導く役割があるのだと考えられているものである。

こうした考え方に基づいて、渡邊・山本 [1992] は、高度経済成長期には、企業が設備投資を行う際に銀行からの安定的な資金供給が得られるが、それに伴う金利負担によって企業経営に対する規律付けが行われてきたのだと述べている。さらに広田 [1996] は、負債の規律付け、またはメインバンクによる経営の規律付け、すなわち企業経営の効率性が高まるのか否かを明らかにしようとした。その分析結果によると、「日本においても、企業の金融・財務面は経営の効率性に影響を与えている。そして、それはとくに低成長企業においてみられる。ただそのメカニズムは、欧米企業におけるものとは多少異なり、負債の規律のみが有効に働き、株主のプレッシャーによる経営の効率化は認められない。また、よくいわれるメイン・バンクの経営の規律づけ機能も、少なくともわれわれの分析からは支持されなかった」²⁾と述べている。すなわち、メインバンクによる企業経営の規律付け機能については実証分析によっては得られなかったものの、負債の規律付け機能は認められたとしている。

しかしながら、近年の実証分析ではメインバンクが企業経営の効率性を高めたとする見解に対して否定的なものが見られる。例えば、堀内・花崎 [2000] は、「全要素生産性 (TFP) の上昇率で企業経営の効率性を定義する限り、製造業の経営効率向上にメインバンク関係が明確に貢献したという証拠を得ることはできなかった」³⁾と述べている。また、経営危機に瀕した企業とそうでない企業とを分類して TFP 変化率や付加価値変化率などで分析した結果、「メインバンク関係は経営危機に瀕した企業の経営に対して、有意な影響力を行使してきたとする通

1) Jensen [1986][1989] は、LBO (leveraged buyout) などに見られるように、負債による調達することは金利支払などによって、フリー・キャッシュフロー (FCF) の削減を図ることができ、これによって経営者の裁量によって FCF を使うことを防ぐことができるとしている。その意味において、負債による調達が有効であると述べているのであり、必ずしも負債によって規律付けが生まれるということ論じているわけではない。

2) 広田 [1996] 248 頁

3) 堀内・花崎 [2000] 50 頁

説に対して、否定的な結果が導き出された」⁴⁾と述べている。すなわち、メインバンクによる経営不振企業に対する経営支援には意味が無く、非効率的であると指摘している。

2.2. 財務危機時における銀行・メインバンクが果たす役割に関する実証研究

次に、財務危機時における銀行・メインバンクが果たす役割に関する先行研究を見ていくことにしよう⁵⁾。

代表的な定性的分析としては Sheard [1994] によるものが挙げられる。Sheard [1994] は、企業と銀行との間にある様々な取引関係があるが故に経営不振企業を支援するのだと述べている。すなわち、企業が経営困難に陥った場合にメインバンクの特殊性に基づく様々な責任を負うことから、余分な費用とリスクに見合うだけの保証が無ければならない。そして、銀行がこの負担を引き受ける主な理由は、企業が正常な営業活動、あるいは成長過程にある時には他の銀行には望めないような特別な便益を享受できるという点から、メインバンクが経営不振企業を支援するのだと言う。

また、定量的な実証分析を行ったものとして代表的なものは Hoshi, Kashyap and Scharfstein [1990] によるものと、Kim and Limpaphayom [1998] によるものが挙げられる。Hoshi, Kashyap and Scharfstein [1990] は、財務危機に陥った企業のうち、メインバンクとの関係を強めている企業はメインバンクが危機対策に積極的に協力する結果、設備投資や売上高の落ち込みを最小限に食い止めることができるという結果を得ている。また、Kim and Limpaphayom [1998] は、企業集団に属している企業に対して、通常の業績を上げている段階においては経営に介入することは無いが、財務危機に陥った場合には経営をコントロールして負債比率を引き下げようにするという分析を行った。こうした先行研究に従えば、メインバンクは経営不振企業を倒産させるのではなく、それ以前に支援をすることで再建を図ろうとしてきたと言うことになる⁶⁾。

4) 堀内・花崎 [2000] 50 頁

5) 経営不振に陥った企業に対するメインバンクのガバナンスを実証した代表的な先行研究として Kaplan and Minton [1994] や Kang and Stulz [1997], Morck and Nakamura [1999] などが挙げられる。例えば、Kaplan and Minton [1994] は 1980 年から 1988 年における 119 社をサンプルとして抽出し、株価で測定したパフォーマンスが低下した企業の経営者の交代にメインバンクからの役員派遣がどのような影響を及ぼすのかを分析した。これによると、メインバンク関係が強い企業ほど、当該企業の株価のパフォーマンスが悪い時に経営者の交代が生じやすいとの結果を得ている。このように、先行研究においては経営者の交代に焦点を当てたものも多数見られる。本稿においては、銀行・メインバンクの経営不振企業に対する支援を主として資金供給に限定して論じることとする。

6) 日本における先駆的な研究として広田 [1989] が挙げられる。広田 [1989] は、こうした機能の有効性を認めると共に、特に「保険提供機能」と呼んだ。その他の先行研究では、メインバンクが銀行としての名声を維持するために支援を行ったという見解も見られる。詳しくは鹿野 [1994] 99 - 104 頁を参照の(次頁に続く)

しかしながら、近年の先行研究では、こうした財務危機時における銀行が果たした機能に対しても否定的な見解が見られるようになってきている。堀内・花崎 [2000] は「最近の企業破綻の事例は、メインバンクが金融危機に陥った企業を救済し、その結果として企業経営の効率性を回復するという仮説がしばしば成り立たないことを示唆しているようにも見える」⁷⁾と述べている。すなわち、メインバンクが支援した企業に対して、支援を行う際にはメインバンクが中心的な役割を担い、一時的に危機を回避することはできたが、その後のパフォーマンスが芳しくなかったことを挙げている。

広田・宮島 [2001] は電機・化学・建設の3部門の上場企業をサンプルとして、1990年代と1974年から1982年の石油ショックの期間におけるメインバンク介入型ガバナンスとを比較して分析を行った。それによると、企業が財務危機に陥った際にメインバンクが経営に介入する確率は1990年代の方が低く、介入したとしてもその効果が薄れていると述べている⁸⁾。

堀内 [2002] は「メインバンクが企業の経営危機に効率的に対応できるのは、当該企業の経営ガバナンスに問題があり、そのガバナンスの「ゆがみ」を銀行の経営介入によって是正できる場合である。企業の経営危機が経営ガバナンスに原因するのではなく、その企業が属する産業全体の問題、あるいはマクロ経済全体の不況に原因する場合には、メインバンク関係は限られた対応能力しか持たないであろう」⁹⁾と述べている。ここでは、メインバンクが経営介入によって経営不振企業への対応が可能となるのは当該企業のガバナンスの「ゆがみ」を解消できるような場合であり、かつバブル経済崩壊後の経済低迷下においては、その能力にも限界があるのだと示唆している。

銀行の融資について焦点を当てた分析でも、1980年代以降、銀行が行った融資は経営再建の見込みが乏しい貸出という意味で「追い貸し」であった可能性が高く、バブル経済期に過剰投資を行った建設業や不動産業などの非製造業部門の効率性を引き下げたとの結果がある¹⁰⁾。このように、近年においては経営不振企業に対する支援に関する銀行・メインバンクの機能低下が起きている、またはそうした融資がいわゆる「追い貸し」であったと指摘するものが見られるようになってきている。

そして、小田切 [2003] も近年の先行研究をサーベイした上で、「日本の企業統治の特徴とされるメインバンクや企業集団が企業成果、特に利益率に与える効果については確認されてお

こと。

7) 堀内・花崎 [2000] 9頁

8) ここで言う「メインバンク介入型ガバナンス」とは、「財務危機企業へのメインバンクの介入を通じた経営効率化の仕組み」(広田・宮島 [2001] 1頁)であるとしている。

9) 堀内 [2002] 130頁

10) 詳細については、小林・才田・関根 [2002] を参照のこと。

らず、むしろマイナス効果さえ発見されている」¹¹⁾と述べている。

3. 1990年代末における日本企業の財務構造と借入金の関係 ~実証分析~

これまで見てきたように、近年の実証分析によると、メインバンクが従来果たしてきたと考えられてきた機能に対して否定的な見解が多く見られる。例えば、「日本経済の長期低迷の一因が経営効率の悪化に求められるとする見方は、すでに一般的なものとなっている。さらに、こうした経営効率悪化の背後には、企業経営に対する規律の欠如、すなわち、コーポレート・ガバナンスの問題が潜む」¹²⁾との見解がそうである。企業経営の非効率化の原因をコーポレート・ガバナンスの機能不全に求め、新たなガバナンスシステムへの移行の必要性を論じている。つまり、これに従えば、1990年代の銀行融資は企業経営に効率性をもたらすことは無く、メインバンクを中心とした銀行による保険提供機能の機能低下が起きているということになる。

表1 経営好調企業と不調企業の各指標の比較(平均値)

項目	ROA		借入金依存度		流動比率(倍)	
	経営不振	経営好調	経営不振	経営好調	経営不振	経営好調
1995年3月期	-0.41%	6.79%	15.00%	3.13%	1.352	2.208
1996年3月期	-0.12%	6.94%	15.05%	2.87%	1.314	2.108
1997年3月期	0.38%	7.76%	14.98%	2.46%	1.274	1.978
1998年3月期	0.08%	7.15%	15.22%	2.41%	1.216	2.147
1999年3月期	-1.16%	6.37%	17.33%	2.42%	1.212	2.337

注)借入金依存度=借入金合計/資産合計。サンプルは東京証券取引所第1部に1990年以前から上場している製造業583社。それ5年間(1994~1999年)の総資産営業利益率の平均で四分位し、第1四分位を経営好調企業、第4四分位を経営不振企業とした。

(出所)飛田[2003]121頁より抜粋

しかしながら、表1に見るように、金融危機が発生した1997年以降、経営不振企業は銀行からの借入金への依存度を高めている。これをどのように考えるべきであろうか。企業の規律付けや企業経営の効率性を求めるような融資なのであろうか。それとも、いわゆる「追い貸し」なのであろうか。このような借入金の増加をどのように考えるべきかを改めて検討する必要があるように思われる。そこで、これ以降は実証分析を行い、1990年代末の日本企業の財務構造において借入金を持つ意味合いを検討することとしたい。

以下の分析では、1990年以前から東京証券取引所第1部に上場しており、1998年から1999

11) 小田切[2003]478頁

12) 宮島・新田・斎藤・尾身[2004]55頁

年にかけて借入金を増加，ないしは減少させている製造業の 511 社をサンプルとしている¹³⁾。ここで 1998 年から 1999 年にかけて借入金を増減させている企業をサンプルとしたのは，1997 年秋に発生した金融危機を契機として，1998 年 3 月と 1999 年 3 月に大手銀行へ公的資金が注入され，銀行の経営状態が最も悪化していた時期であると考えられ，そのような状況であるにも関わらず銀行が企業に対して資金供給を行うにはどのような意味があるのかを考察するためでもある。

3.1. 借入金の増加によって収益率が上がったのか

先に見たようないわゆる「負債の規律」論に従えば，総資産利益率と借入金は正の関係を示すことが想定される。すなわち，企業が銀行からの借入金を増加させることによって収益率が向上するという関係が生まれると考えられる。そこで，まず借入金の増減（＝当期の借入金 - 前期の借入金）と総資産営業利益率（ROA）（＝営業利益 / 総資産）の相関関係を調べることにする。つまり，借入金を増加させることが収益率の向上とつながるのが明らかになるであろう。なお，各変数は，企業規模を考慮するために当年度の総資産でデフレートしている。なお，サンプルの基本統計量は表 2 の通りである。

表 2 基本統計量

	データ数	平均	最小値	最大値	標準偏差
借入金増減	511	0.0076	-0.32366	0.26985	0.05059
総資産営業利益率	511	0.02121	-0.20823	0.19761	0.04044

表 3 相関分析の結果

	借入金増減	
総資産営業利益率	-0.0628	p=.156

表 3 で示した結果からわかるように，相関係数は負であったが，有意な相関は得られなかった。すなわち，1990 年代末においては，負債の規律論が想定しているような状況の中で企業の経営が行われていたとは必ずしも言えないと考えられる¹⁴⁾。このことから，いわゆる「負債

13) 本稿で用いるサンプルでは，その後法的整理に至った企業，無借金企業や借入金があっても増減させなかった企業を外している。なぜなら，実証研究の主題が借入金の増減と収益性，手元流動性の増減にどのような関係が見られるのかを明らかにすることであり，とりわけ経営不振企業にとっての借入金増減がどのような意味を持つのかを明らかにするためだからである。

14) 松村[2001b]は，先に見た広田[1996]による分析に対して疑問を投げかけている。例えば，広田[1996]では，負債依存度が高ければ高いほど収益性が高くなるとの想定がなされているが，これに対して松村（次頁に続く）

の規律」論が想定しているような借入金の増加 収益率の向上という因果関係が、必ずしも見られるとは限らないということが明らかであろう。

3.2. 借入金の増加によって手元流動性が高まったのか

では、1990年末期における銀行融資は企業の財務構造にどのような影響を与えたと考えられるのであろうか。

Ramseyer [1994]によれば、企業が財務的な危機に陥る時は決済資金、すなわち短期的な資金繰りに窮したときであるとされる¹⁵⁾。つまり、企業にとって銀行による支援を望むほどの経営危機とは、売上や利益率の低下よりも資金繰りに窮したときであると考えられる。2000年に発表されたアンケート結果によれば、「不測の資金需要への対応」は企業がメインバンクや取引銀行に最も望む機能でもあるとされている¹⁶⁾ことから考えても、企業の要請に応じて銀行が融資をした可能性も考えられる。また、表1で示したように、1990年代末期における日本の大企業の場合、経営不振な状態にある企業ほど借入金への依存度が高くなるという事実関係から考えると、経営不振企業であれば不足しがちとなる短期的な資金と借入金の増減との間に何かしらの相関関係が見られる可能性が考えられる。つまり、経営不振企業は、長期的な成長を望み、高度経済成長期の日本企業の多く見られたようにレバレッジ効果を求めて借入金を増やしたのではなく、資金繰りを安定化させるために借入を行い、その結果借入金が増加したと考えることができるのではないだろうか。

このような関係が成り立つとすれば、経営不振企業であれば借入金増減と手元流動性¹⁷⁾の増減に正の相関が見られるのではないだろうか。また、好調企業であれば借入金増減と手元流動性の増減には負の相関、または無相関である可能性があるだろう。そこで、この仮説を検証する上で、借入金全体の増減と手元流動性の増減の相関関係と、メインバンクからの借入金の増減と手元流動性の増減の相関関係を分析することとし、特に借入金が経営不振企業の資金繰りを向上させるように機能していたのかを検討することにする。

用いるデータは、前節で用いたサンプル511社(メインバンクのみでは400社)を1997年から1999年の3年間の総資産営業利益率(ROA)の平均値で4つのグループに分類し、平均値が高

[2001b]は成長途上にある企業であれば、成長至上主義から借入金を動員するが利益量はともかく利益率にはつながらず、むしろ収益率は低下し、借入金依存度が高い低収益企業は金利負担を減らそうという直截的動機によって行動しているだけで、これが利益(効率)につながる保証は無いと指摘している。詳細は松村[2001b]を参照のこと。

15) 詳しくは、Ramseyer [1994] 訳書: 295頁を参照のこと。

16) 詳しくは、大蔵省財務総合研究所[2000]を参照のこと。

17) 手元流動性は、現金預金と有価証券の和であり、企業がいざという時に即座にいくら支払うことが可能であるかを示す短期的な支払能力を表す。

い企業から低い企業へ順番に第1四分位から第4四分位とした。ここでは、第1四分位が好調企業、第4四分位が経営不振企業とする。そして、1999年3月期における手元流動性の増減と借入金増減について相関関係を調べることにする。

3.2.1. 借入金全体の増減と手元流動性の増減との相関関係

まず、借入金全体の増減と手元流動性の増減との相関関係を見ていくことにしよう。サンプル511社と四分位したそれぞれのサンプルの基本統計量は表4の通りである。

表4 基本統計量

サンプル全体	ケース数	平均	中央値	標準偏差	最大値	最小値
借入金増減	511	0.0076	-0.0001	0.0506	0.2699	-0.3237
手元流動性	511	-0.0042	-0.0025	0.0493	0.2426	-0.2473
第1四分位	ケース数	平均	中央値	標準偏差	最大値	最小値
借入金増減	128	0.0084	-0.0002	0.0551	0.2699	-0.2651
手元流動性	128	-0.0084	-0.0058	0.0478	0.2426	-0.1488
第2四分位	ケース数	平均	中央値	標準偏差	最大値	最小値
借入金増減	128	0.0043	-0.0002	0.0481	0.1521	-0.3237
手元流動性	128	-0.0039	-0.0020	0.0464	0.1680	-0.1248
第3四分位	ケース数	平均	中央値	標準偏差	最大値	最小値
借入金増減	127	0.0064	-0.0002	0.0474	0.1444	-0.2051
手元流動性	127	-0.0013	-0.0012	0.0518	0.1634	-0.2473
第4四分位	ケース数	平均	中央値	標準偏差	最大値	最小値
借入金増減	128	0.0114	0.0004	0.0517	0.2490	-0.1156
手元流動性	128	-0.0029	0.0010	0.0513	0.1719	-0.1614

分析結果（表5：次頁参照）は1997年から1999年の総資産営業利益率（ROA）平均が最も低いグループ（第4四分位）、すなわち経営不振企業では相関係数は低いものの、手元流動性の増減と借入金との関係に正の相関（0.2312）が見られた。

また、最も高いグループ（第1四分位）では負の相関（-0.2131）であった。このことから考えると、1999年3月期における経営不振企業の手元流動性が銀行からの借入によって増加したのだと考えられる。また、収益力を見た場合、経営状態が良好にあった企業では負の相関が見られたが、これは借入金を減少させながらも手元流動性が高まったことでこのような結果が導かれたのだと考えられよう。

表 5 相関分析の結果

		借入金増減	
手元流動性	全体	0.0046	p=.917
	第 1 四分位	-0.2131*	p=.016
	第 2 四分位	-0.0661	p=.458
	第 3 四分位	0.0596	p=.506
	第 4 四分位	0.2312*	p=.009

注) *は 5%有意水準を満たす

3. 2. 2. メインバンクからの借入金増減と手元流動性の増減との相関関係

次に、メインバンクからの借入金増減と手元流動性の増減との相関関係を見ていくことにする。ここでは、これまでのサンプルの中からメインバンクからの融資の増減が無かったもの（つまり、増減が 0 であったもの）を除くサンプルの 400 社と ROA で 4 つのグループに分類し、分析を行った。サンプルの基本統計量は表 6 の通りである。

表 6 基本統計量

サンプル全体	ケース数	平均	中央値	標準偏差	最大値	最小値
MB 増減	400	0.0035	0.0005	0.0200	0.0936	-0.1390
手元流動性	400	-0.0051	-0.0027	0.0504	0.2426	-0.2473
第 1 四分位	ケース数	平均	中央値	標準偏差	最大値	最小値
MB 増減	100	0.0044	0.0012	0.0194	0.0936	-0.0513
手元流動性	100	-0.0095	-0.0029	0.0488	0.2426	-0.1488
第 2 四分位	ケース数	平均	中央値	標準偏差	最大値	最小値
MB 増減	100	0.0024	-0.0001	0.0164	0.0598	-0.0635
手元流動性	100	-0.0070	-0.0046	0.0505	0.1680	-0.1248
第 3 四分位	ケース数	平均	中央値	標準偏差	最大値	最小値
MB 増減	100	0.0041	0.0005	0.0173	0.0667	-0.0649
手元流動性	100	-0.0029	-0.0029	0.0512	0.1634	-0.2473
第 4 四分位	ケース数	平均	中央値	標準偏差	最大値	最小値
MB 増減	100	0.0032	0.0021	0.0259	0.0884	-0.1390
手元流動性	100	-0.0011	0.0010	0.0513	0.1719	-0.1219

注) MB はメインバンクからの借入金の略

分析結果は、表 7（次頁参照）の通りである。相関係数だけ見ると第 2 四分位が負の相関である以外、すべて正の相関が見られる。しかし、全体、グループに分けたものいずれにおいても有意な相関を示すものはなく、メインバンクからの借入金企業が企業の手元流動性を高めたか否かは、この分析を通じては明らかではない。

表 7 相関分析の結果

		MB 借入金増減	
手元流動性	全体	0.0305	p=.543
	第 1 四分位	0.0895	p=.376
	第 2 四分位	-0.1189	p=.239
	第 3 四分位	0.1079	p=.285
	第 4 四分位	0.0331	p=.744

注) MB はメインバンクからの借入金の略

3. 2. 3. 分析結果のまとめ

本稿においては、1990年代末期における銀行融資が経営不振企業の短期的な流動性を高めるために効果的であったか否かを検証した。

すなわち、借入金全体でみた場合、経営不振企業においては借入金と手元流動性に正の相関関係が見られた。ここに属する企業の多くはこの期に借入金を増加させており、このことから考えると借入金の増加が手元流動性の向上につながったと考えることができると思われる。

次に、メインバンクからの借入金だけを取り上げて、その増減と手元流動性の相関関係を調べたが、いずれも有意な結果を得ることはできなかった。つまり、ここではメインバンクからの融資が経営不振企業の財務構造にどのような影響を与えているのかを明らかにするには至らなかった。

4. 経営不振企業の再建へ向けて ~今後の研究課題とともに~

以上のように、本稿における分析では、1990年代末期に行われた銀行融資によって企業経営の効率性が高まるとの結果は得られなかったが、銀行融資が経営不振企業の資金繰りを改善させるような効果を見出すことはできた。

しかしながら、1990年代末期に見られた銀行による経営不振企業への融資が「銀行はこれまで、債務超過企業が破綻して損失が表面化するのを恐れて「追い貸し」を続けてきた」¹⁸⁾との指摘に見られるように、いわゆる「追い貸し」であるとの見解が見られる。それは銀行融資をしたとしても企業の効率性を高めることに寄与せず、中には経営支援の一環として資金供給を行ったとしても、最終的には経営破綻に至る企業が見られたことから、このような指摘がされたのだと考えられる。では、経営不振から脱するために必要な要素とは何であろうか。従来メインバンクが中心となって果たしてきたとされる資金供給に見られるような、経営不振企業の資金繰りをつけることだけで十分なのであろうか。最後にこれを試論的に検討すると共に、今

18) 大村・増子 [2003] 28 頁

後の研究課題を明らかにすることとしたい。

Wruck [1990]によると、経営不振による財務危機は、経営者に対して自らが約束することが困難である(将来の)企業価値を高めるような組織の変化をもたらすことを強いるのだと述べている¹⁹⁾。ここで言う組織の変化とは、単に組織デザインを組み替えると言う意味ではなく、企業内部のマネジメントやガバナンス構造の変化をも含めている。そして、企業戦略の再評価や日常的な営業活動の再構築といった回復プロセスを通じて、企業価値の向上をもたらすのだとの指摘をしている²⁰⁾。

その回復プロセスを軌道に乗せるためには、まず「短期的に何らかの措置を取らない限り近い将来破綻することが明らかな危機的状況」²¹⁾を回避しなければならない。そのため、「通常の事業では、キャッシュは当たり前のもので扱われるが、いったん危機が訪れると、キャッシュが決定的に重要」²²⁾であることは言うまでも無い。よって、企業再建を図る上で、第一義的には運転資金をつける必要がある。この点において、1990年代末期に見られたような銀行から融資を受けることは経営不振企業にとって合理的な判断であったと言えるのかもしれない。しかしながら、経営支援を受けながらも経営破綻に至った企業がいくつか見られたことから明らかなように、単に資金を供給して資金繰りをつけただけでは経営不振を脱したとは言えないのである。

経営不振企業は企業価値の源泉である収益力が低下しており、資源転換プロセス²³⁾が崩壊している。したがって、経営不振企業が失われた企業価値を回復するためには、通常の企業経営において求められる「利用可能な資源で可能な最良の利回りを生み出す」²⁴⁾プロセスを再構築する必要がある。そして、企業としての「自社の目的達成を最適化するような方法で、資源転換プロセスを構築・発揮する」²⁵⁾ために何らかの課題をクリアすることが求められる。この資源転換プロセスを自律的に維持することができるようになることを企業再建とするならば、経営不振企業が適切な資源転換プロセスを回復させること無しでは企業としての存続可能性は保

19) Wruck [1990] pp.434 を参照のこと。

20) Wruck [1990] pp.435 を参照のこと。

21) Slatter and Lovett [1999] 訳書：2頁。彼らはこうした状況のことを「ターンアラウンド状況」と説明しており、運転資金不足だけでなく非効率な経営が行われている企業が置かれている状況全てをこのような言葉で表そうとしている。

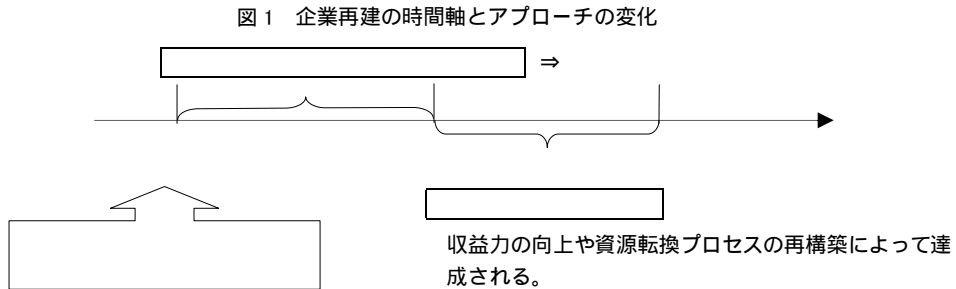
22) Slatter and Lovett [2003] 訳書：147頁

23) Ansoff [1988] 訳書：7頁。ここで言う資源配分プロセスとは、「企業は利益という媒介を通じて自社目的を追求するのであり、(中略)自社資源を商品/サービスに転換することを通じて、しかもその商品/サービスを顧客に販売し、その代価を得ることを通じて自社目的を達成する」ために、物的資源、金銭的資源、人的資源を配分するプロセスのことである。

24) Ansoff [1988] 訳書：63頁

25) Ansoff [1988] 訳書：7頁。

証されない。このことからわかるように、資源配分プロセスが何らかの原因で失われている企業にとって、再建に向けた一連の過程には長期間を必要とせざるを得ない。



ここまでの議論を図示すると、図1のようになるであろう。すなわち、企業価値の回復、とりわけ収益力の回復を望むことができるようになるには、当座の経営危機を回避する必要がある²⁶⁾。そして、融資を受けることによって資金繰りをつけるだけでなく、自らの収益力の回復を図ることが可能な資源転換プロセスの構築を図らねばならない。

Slatter and Lovett [1999] は、ターンアラウンド状況において、直面している危機を管理する、ステークホルダーとの関係を再構築する、事業を修復する、資金問題を解決するという4つの目標を達成する必要があるとしている²⁷⁾。すなわち、本稿で分析を行った1990年代末期に見られた経営不振企業に対する融資は、企業再建を果たす上で短期的な資金繰りをつけるためには有効であり、それは「直面している危機を管理」し、当座の「資金問題を解決すること」にはつながるものであったと考えられる。しかし、こうした融資が「事業を修復する」ために必要な企業内部に保持されている経営資源をどのように再配分していくのかという、ターンアラウンドの目標を達成することにつながっているとは言い切れない。

本稿で見てきたように、確かに1990年代末期に経営不振企業に向けて行われた銀行融資は企業の財務構造、とりわけ資金繰りを安定させることに寄与したようである。ただし、それは企業再建を図る上で短期的な問題を解決したにすぎなかった可能性がある。中には後に経営破綻したものも見られた。それは、本節で述べてきたような企業再建を果たすための資源転換プロセスの再構築を図ることができなかったという可能性が考えられる。

高度経済成長期のように、マクロ経済が順調な成長をしていれば、企業の経営状態が一時的

26) Slatter and Lovett [1999] は、「ターンアラウンド状況においては、まず安定性を確保することが中心で、(企業：筆者注) 価値の回復はその後である」と述べている。(訳書：360頁)

27) Slatter and Lovett [1999] 訳書：6-7頁

に悪化したとしても、資金繰りさえつけておけば、やがて収益力の回復を見込めたであろう。しかし、近年のような低成長期にそのような回復を望むことは困難になっている。銀行は不良債権問題などに代表されるように経営状態が悪化したため、従来のような支援を果たすことが困難になっている。そのため、2001年以降、銀行の不良債権問題と企業の過剰債務問題の一体的解決を図るとの政策的意図から、産業再生機構の設立、日本政策投資銀行を中心としたDIPファイナンスの制度化など、企業再建に関わるプレーヤーが多様化するようになってきている。また民事再生法の制定、会社更生法の改正など倒産法制の整備も進められてきた。こうした様々なプレーヤーの登場によって、メインバンクを中心とした従来の経営不振企業の再建システムからの変化が起きているように見える。そして、現在、多数の企業がこうしたプレーヤーの支援を受けて再建を図ろうとしている。ただし、こうした主体を通じた企業再建は端緒についたばかりであり、その帰結は未だ見えていない。

これまで筆者は、経営不振企業の資金繰りに注目し、それを安定させるための銀行融資の意義を分析することに焦点を当ててきた。しかし、これまで検討してきたように、企業再建を図るには資金繰りの安定化だけでは不十分であり、長期的な資源転換プロセスを構築していく必要があると考えられる。よって、今後検討すべき課題は以下のようなものがあるだろう。

まず、長期的な資源転換プロセスを構築するために、経営者が企業に内在する経営資源をどのように配分することで経営再建が可能となるのかを検討すべきであろう。また、経営不振企業を取り巻くステークホルダーが資金繰りをつけるだけでなく、こうしたプロセスを構築していく上でどのような役割を果たしうるのかを考察していく必要があると思われる。これを明らかにすることは、メインバンクを中心とした従来の企業再建システムが有効に機能しなくなったとされる要因を明らかにすることにつながると思われる。また、今変わりつつある日本における企業再建システムを有効に機能させていくための要件を明らかにすることにつながると思われる。

<参考文献一覧>

- Ansoff, H.I. [1988] "The New Corporate Strategy," (訳書：中村元一・黒田哲彦訳 [1990] 『最新・企業経営 - 戦略作成・実行の展開とプロセス』産能大学出版部)
- Aoki, M and H. Patrick [1994] *The Japanese Main Bank System - Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford Univ. Press (訳書：青木昌彦 / ヒュー・パトリック編 [1996] 『日本のメインバンクシステム』東洋経済新報社)
- Grossman, S. and Hart, O. D. [1982] "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives." In McCall(Ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*. University of Chicago Press.
- Hart, O. D. [1995] *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press
- 広田真一 [1989] 「日本におけるメイン・バンクの保険提供機能について」『経済学論叢』(同志社大学) 第41巻第3号, 155 - 178頁
- 広田真一 [1996] 「日本の金融・証券市場とコーポレート・ガバナンス」(橘木俊詔・筒井義郎編 『日本

- の資本市場』日本評論社)
- 広田真一・宮島英昭 [2001] 「メインバンク介入型ガバナンスは変化したか? - 1990年代と石油ショック後との比較 - 」早稲田大学ファイナンス研究所ワーキングペーパー01-004
- 堀内昭義 [2000] 「金融ビッグバン: その理念と現実」(訳書: 星岳雄/ヒュー・パトリック編 [2001] 『日本金融システムの危機と変貌』第9章日本経済新聞社)
- 堀内昭義・花崎正晴 [2000] 「メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか - 製造業に関する実証研究 - 」日本政策投資銀行設備投資研究所 『経済経営研究』Vol.21-1
- 堀内昭義 [2002] 「日本の金融システム - メインバンク機能の再考」(貝塚啓明・財務省財務総合政策研究所編 [2002] 『再訪 日本型経済システム』第3章)
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein [1990] "The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp.67-88
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein [1991] "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, 106, pp.33-60
- 一ノ宮士郎 [2004] 「企業の再生と挫折 - UALにおけるターンアラウンド戦略の評価 - 」日本政策投資銀行設備投資研究所 『経済経営研究』Vol.24-2
- Jensen, M.C. [1986] "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76, pp.323-329
- Jensen, M.C. [1989] "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, September-October, pp.61-74
- Kang, J. -K. and Stulz, R. [1997] "Corporate Restructuring during Performance Declines in Japan," *Journal of Financial Economics*, 46, pp.29-65
- Kaplan, S. N. and B. A. Minton [1994] "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, 36, pp.225-258
- Kim, K.A. and P. Limpaphayom [1998] "A Test of the Two-Tier Corporate Governance Structure: The Case of Japanese Keiretsu," *Journal of Financial Research*, 21(1), pp.37-51
- 小林慶一郎・才田友美・関根敏隆 [2002] 「いわゆる「追い貸し」について」日本銀行調査統計局ワーキングペーパーシリーズ02-2
- 松村勝弘 [2001a] 『日本の経営財務とコーポレート・ガバナンス(第2版)』中央経済社
- 松村勝弘 [2001b] 「負債は企業を規律付けるか、メインバンクはモニタリング機能を果たすか」立命館大学ファイナンス研究センター・リサーチペーパー, No.01-004
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介 [2004] 「企業統治と経営効率 - 企業統治の効果と経路、及び企業と特性の影響 - 」『ニッセイ基礎研究所所報』vol.33, 52頁 - 98頁
- Morck, R. and M. Nakamura [1999] "Banks and Corporate Control in Japan," *Journal of Finance*, 54(1), pp.319-339
- 小田切宏之 [2003] 「企業 - ガバナンス・行動・組織」(橘木俊詔編 『戦後日本経済を検証する』第6章, 東洋経済新報社)
- 大蔵省財務総合政策研究所 [2000] 『わが国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関わるアンケート調査中間報告書』
- 大村敬一・増子信 [2003] 『日本企業のガバナンス改革』日本経済新聞社
- 大柳康司 [2003] 「ターンアラウンド戦略の有効性」『年報経営分析研究』第19号, 71 - 78頁
- Ramsey, M. [1994] 「黙示的契約の明示的理由」(邦訳: 青木昌彦・ヒュー・パトリック編 [1996] 『日本のメインバンクシステム』第7章, 東洋経済新報社)
- Sheard, P. [1994] 「メインバンクと財務危機管理」(邦訳: 青木昌彦・ヒュー・パトリック編 [1996] 『日本のメインバンクシステム』第6章, 東洋経済新報社)
- 鹿野嘉昭 [1994] 『日本の銀行と金融組織』東洋経済新報社
- Slatter, S. and Rovett, D. [1999] *Corporate Turnaround ~Managing Companies In Distress~,*

- Penguin Books (ターンアラウンド・マネジメント・リミテッド訳 [2003]『ターンアラウンド・マネジメント ~企業再生の理論と実務~』ダイヤモンド社)
- 飛田 努 [2003]「メインバンクシステムを取り巻く環境の変化と経営不振企業への支援の実際 ~1990年代の銀行融資の実証分析を中心に~」『立命館経営学』第42巻第1号, 111頁 - 127頁
- 渡邊 茂・山本 功 [1992]「日本企業のコーポレート・ガバナンス -戦後最低のROEから-」野村総合研究所『財界観測』第57巻第2号, 2頁 - 25頁
- Wruck, K. H. [1990] "Financial distress, reorganization, and organizational efficiency," *Journal of Financial Economics*, 27, pp.419-444