



RIETI Discussion Paper Series 07-J-016

日本企業の金融意識・行動の決定要因 —関西企業アンケートに基づく分析—

家森 信善
名古屋大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

日本企業の金融意識・行動の決定要因 —関西企業アンケートに基づく分析—

名古屋大学大学院経済学研究科教授 家森信善

<要約>

2005 年 6 月に、日本の第二の経済圏である関西地域（大阪府、京都府、兵庫県）の企業 9000 社に対するアンケート調査を実施し 2041 社から回答を得た。本研究では、日本企業の配当政策、コーポレートガバナンス上の意識、資金調達に関する行動、銀行選択行動などが、上場の有無を含めた企業のどのような属性によって影響を受けているのかを分析した。本研究の特徴は、これまでの企業金融に関する先行研究とは異なり、非上場企業についての多くの情報（バランスシートデータだけでなく、企業系列や主観的な判断などの非バランスシート情報）を含んでいる点である。その結果、連結子会社であることや系列企業グループの一員であることが金融面の行動に大きな影響を与えていることが明らかになった。中小企業の金融行動を分析する場合、企業系列等を考慮する必要があるといえる。また、自己資本比率や企業の規模も重要な企業の金融行動を性格付ける要因であることも明らかになった。

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、(独) 経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

1. はじめに

日本における企業財務の研究において、多くの研究(Hoshi and Kashyap 2001, Kang and Stultz 1996)が上場企業を対象にしており、非上場企業については、データの入手がむづかしいことからほとんど研究が行われていない。しかし、2001年の総務省の調査では日本には470万社の企業（個人事業所を含む）が存在しているが、中小企業が469万社を占め、大企業は1.3万社しかない¹。従業者数で見ても、2996万人（全従業員数4266万人の70.2%）が中小企業で働いている。つまり、日本企業のほとんどを占める中小企業の分析を行わなければ、日本企業や日本経済の特徴を知ることはできない。そこで、われわれは、中小企業を対象に含めた広範なサーベイ調査を行った²。具体的には、関西地域（大阪府、京都府、兵庫県）に本社を有する企業9000社に対して「関西地域の企業金融に関する企業意識調査」を実施することにした³。

関西3府県の県内総生産（2001年度）は合計67.2兆円で、日本全体の13.4%を占め、東京について日本で2番目に大きな経済圏である。また、中小企業が多いことでも知られている。しかし、1995年の木津信用組合や兵庫銀行の破綻以来、関西圏では多くの中小金融機関が破綻し、大阪に本店を持っていた都市銀行の住友銀行（現 三井住友銀行）と三和銀行（現 三菱東京UFJ銀行）は再編により本店を東京に移してしまい、同じく都市銀行の一面であった大和銀行（現 りそな銀行）は2003年に実質国有化されている。このように関西地域は、金融システムの変化の影響が全国で最も強く出ていると予想される地域でもある。

¹ 中小企業は、常用雇用者300人以下（卸売業、サービス業では100人以下、小売業、飲食店では50人以下）、または資本金3億円以下（卸売業は1億円以下、小売業、飲食店、サービス業では5000万円以下）の企業と定義される。

² Yamori and Baba(2001)では、日本の上場企業を対象にして海外上場戦略に関するアンケート調査を実施し、その結果を分析している。

³ このアンケート調査は、独立行政法人・経済産業研究所から支援を受けて、地域金融研究会（主査；筒井義郎・大阪大学教授）として実施したものである。アンケートの全文及びその回答結果は、家森（2006a）を参照して欲しい。また、そのアンケート結果に基づいて、本論文以外に、家森（2006b、c、2007）および、Uchida, Udell, and Yamori (2006a,b)を執筆している。

本稿の構成は次の通りである。まず、第2節で、アンケート調査の概要を説明する。第3節では、企業の金融上の意志決定に関する質問項目を選び、それらの回答がどのような企業の属性によって影響を受けているかを分析する。第4節は結びである。

2. 関西地域の企業金融に関する企業意識調査の概要

(1) 調査対象先の選定

東京商工リサーチ社のデータベースで管理されている企業を母集団とし、公益事業など一部の業種を除いた上で、従業員規模によって企業を4グループ（1～20人、21人～50人、51人～100人、101人以上）に分けた。次に、各グループから2250社を無作為に抽出して、調査票発送先企業9000社を決定した。そして、2005年6月に調査票を9000社に送付し、7月1日までに回収できた2041社を分析対象にした。回収率は22.68%であった。ただし、実際の数値の計算などにおいては、当該質問に対する無回答企業を除いているので、それぞれの分析ごとに分析対象企業数は異なる。

(2) 調査票の概要

質問は大きく8つのパートに分かれている。第Ⅰ部が、アンケート回答者の属性である。第Ⅱ部が回答企業の属性である。第Ⅲ部は、回答企業の経営全般に関する質問である。第Ⅳ部では、財務の一般的な方針を尋ねている。第Ⅴ部では、メインバンクとの関係について尋ねている。第Ⅵ部は、銀行取引一般に関する質問である。第Ⅶ部は、金融機関による中小企業審査のあり方に関する質問である。第Ⅷ部は、信用保証制度に関する質問である。このうち、本稿では、主としてⅣ部の結果を使って議論する。

(3) アンケート回答企業の状況

(i) 企業規模と属性

表1は、従業員規模別に回答企業数を示したものである。われわれのアンケート調査票対象の選定ルールから、4つの従業員規模の区分ごとに2250ずつ発送している。したがって、表の回答数の大小は、そのまま回収率の高低を意味する。予想通り、従業員規模が小さな1～20人の区分の回答数が少なめであった。しかし、この層でも372社の回答を得られていることから、相当幅広い企業層から意見が寄せられていると期待できる。回答

企業（2020社）の内、最大従業員数は22724人、最低は1人であり、平均従業員数は147.9人であった。

上場の有無について尋ねた質問への有効回答数は1969であった。このうち、「上場・公開済み」は74社（3.8%）であった。したがって、残りの約1900社が非上場企業である。なお、そのうち、40社が「公開の具体的な予定がある」と回答し、具体的な予定はないものの公開を目指している企業が160社あった。

最後に、親会社の有無を尋ねた、回答のあった1993社の内、独立系会社が72.5%であった（表2参照）。一般に中小企業政策を議論する場合、独立した企業を思い浮かべるが、実際にアンケートの回答を見ると、それ以外の企業からの回答がかなり上っていることが伺える。もちろん、親会社の有無や系列への所属が企業の金融決定に大きな影響を与えないなら問題はないが、影響を与えるなら、この点を考慮に入れた分析が必要となる。

表 1

従業員規模別の回答企業の分布

1～20人	21～50	51～100	101～	不明
372	554	574	520	21
18.2%	27.1%	28.1%	25.5%	1.0%

（注）上段は実数。下段は比率。

表 2

親会社の有無

回答件数 計	親会社の連結子会社である	連結子会社ではないが、系列企業である	独立系企業である	その他
1993	323	178	1444	48
100%	16.2	8.9	72.5	2.4

(ii)自己資本比率

回答企業（1811社）のうち、債務超過であると答えた企業は78社（4.3%）であった。債務超過でない企業に関して、回答のあった自己資本比率の平均値は33.2%で、その分布は表3のようになっており、20%未満が最も多かった。

表 3

自己資本比率

回答件数 計	20%未満	20%以上～40%未満	40%以上～60%未満	60%以上～80%未満	80%以上
1715	675	444	321	178	97
100%	39.4	25.9	18.7	10.4	5.7

(iii)最近の業績の状況

業績を代表する指標として、税引き前利益の状況を尋ねたところ、回答企業の74.2%が2期連続黒字であると回答しており、黒字に転換した企業も併せて、直近期（2005年6月に調査を行ったので2005年3月期が多い）の黒字率は84.3%となる。関西地域経済の低迷を考えるとやや意外な感じがするが、こうしたアンケートに回答する企業は比較的経営力のある企業だと考えられること、もともと発送先のデータベースにはすべての企業がカバーされているわけではなく、経営力の乏しい企業ほど漏れている可能性が高いこと、200社程度の本問への無回答企業が存在すること、景気が回復基調にあることなどが理由として考えられる。

表 4

税引き前利益の状況

回答件数 計	2期連続黒字	赤字から黒字に転換	黒字から赤字に転落	2期連続赤字
1987	1474	201	170	142
100%	74.2	10.1	8.6	7.1

3. アンケート結果の分析

本稿ではアンケート項目のうち、日本企業の金融決定に関連する項目を取り上げて分析することにした。ただし、下記の質問番号は、もともとの調査票のままにしている。

(1) 配当支払いの決定要因

アンケートの結果によると、有配企業が839社（42.7%）で、無配が1125社（57.3%）

であった。企業の配当政策については多くの研究がある⁴。日本企業を対象にした研究でも、たとえば、Gul(1999)、Hayashi and Jagannathan(1990)や Kato and Loewenstein(1995)などがある。ただし、これらの研究は上場企業のみを対象にしている。

もちろん、完全な資本市場では配当政策は企業価値に影響しないことはよく知られている。しかし、上場企業においても、配当政策は重要な企業の意志決定の問題であると多くの企業経営者に考えられている。非上場企業に関しては完全な資本市場の条件が上場企業の場合よりも当てはまりにくいと考えられるが、非上場企業を対象にした研究はほとんどない。

そこで、非上場企業を多く含む今回のアンケート回答企業について、どのような要因が配当支払いの有無を決めているかを調べてみることにした。

ここでは、無配と回答した企業に1、有配と回答した企業にゼロを与える無配ダミー(NODIV)を被説明変数として、上場の有無に加えて、アンケートで尋ねた様々な企業の財務・経営状況を説明変数として回帰を行ってみることにした。

説明変数として利用したものは次の通りである。まず、税引き前の利益の最近2期間の状況(アンケートでは問8)である。Q08A2は赤字から黒字に転換した企業である場合に1、それ以外にゼロをとるダミー変数である。(つまり、Q8に関して、Answerとして2を選んだか否かを示す)。同様に、Q08A3は黒字から赤字に転換した企業である場合に1、Q08A4は2期連続赤字である企業に1をとるダミー変数である。2期連続黒字企業をベースにしており、それとの差異がこれらのダミー変数の係数に現れる。赤字企業の方が無配の可能性が高いので、これらのダミー係数はプラスが予想される。経営状態の深刻度からすると、Q08A4の係数が最も大きく、Q08A3、Q08A2の順となることが予想される。

逆の可能性もありうる。赤字企業は株主から預かった資本を有効に利用する機会を持っていないことを意味する。したがって、赤字企業は手元の資金を株主に返すべきだと考えることもできる。そうすると、(ファイナンス理論的な立場からは)赤字企業ほど配当するという考えられる。

第2に、直近の資金繰りについて尋ねた質問(問10)に対して、「厳しい」と回答した企業に1、それ以外の企業にゼロを与えるダミー変数(Q10AA1)を含めた。資金繰りが厳しい企業ほど流動性の流出を意味する配当を避けるはずなので、この変数の係数はプラ

⁴ Lease, et. al.(2000)がこれまでの研究を広範にサーベイしている。

スが予想される。

第3に、直近の売上高の伸び率(SGRW)も業績を図る一つの尺度として採用してみた。SGRWが1よりも大きい場合、直近期の売上高がその1期前の売上高よりも大きいことを意味する。ただし、売上高が成長している企業では、魅力的な投資機会が多く配当を行わない可能性がある一方、業績が好調で配当余力が拡大している可能性もあり、この係数の符号は事前には確定できない。

第4に、企業の自己資本比率(CAP)を採用した⁵。過小資本の企業では内部蓄積が優先されるはずなので、CAPの係数はマイナスが予想される。

第5に、企業の規模も説明変数に加えることとした。一般に企業規模が大きいほど、経営者と株主が分離する。しかし、このことが配当を増やすか減らすかは必ずしも明確ではない。ここでは、総資産の自然対数値(ASSET)を規模変数とした。

第6に、当該企業の企業グループへの所属状態も配当政策に影響があるかもしれない。本アンケートでは、企業に対して、親会社を持つ連結子会社、連結子会社ではないが親会社を持つ会社(系列会社と呼ぶ)、独立系会社、のいずれであるかを尋ねている。そこで、Q04A1は、親会社を持つ連結子会社の場合に1、それ以外にゼロ、Q04A2は系列会社である場合に1、それ以外にゼロをとるダミー変数である。つまり、独立系会社をベースとしていることになる。もし親会社の子会社からの資金吸収を目指しているなら、連結子会社は配当を行う可能性が高くなり、Q04A1の係数はプラスとなろう。一方、親会社の子会社の蓄積を優先する場合には、むしろ配当をおさえる可能性もある。したがって、Q04A1の符号は不確定である。また、系列の有無が配当政策にどのような影響を与えるかもこれまでほとんど議論されていない。たとえば、系列が保険的な機能を持っているとすれば、内部留保を積み増す必要性が小さいので、配当を多くする可能性もある。しかし、他方で、たとえば部品を仕入れる系列企業が財務的に脆弱であると安定した部品の調達に支障が出る恐れがあるので、系列内の取引企業から安定的な財務を求める可能性もある。この場合、系列にとどまるために、配当を控えて社内留保に努めるかもしれない。

最後に、上場ダミーである。上場と非上場ではキャピタルゲインの実現方法に差異があ

⁵ 自己資本比率の回答数値が100を超えるものについては、記載ミスの疑いが強いのでサンプルから除いた。たとえば、表4の分析では、この条件によって12社をサンプルから除いたことになる。

る一方、非上場企業では経営者が大株主である事例も多く、上場企業とは別のコーポレートガバナンスが働いているかもしれない。そこで、上場している場合に1、それ以外にゼロとなる上場ダミー（LISTED）を採用した。

なお、被説明変数の性質からプロビットモデル（Probit model）による推定を行った。一部の変数への回答がないために、総サンプル数は1517であった。

その推計結果が、表5にまとめてある。SGRW、A04A1、LISTEDを除いて統計的に有意な係数が得られた。つまり、税引き前利益が赤字の企業では無配の可能性が高くなり、資金繰りが厳しいと感じている企業や自己資本比率が低い企業で無配の可能性が高い。さらに、規模の小さい企業の方が無配の可能性が高い。また、連結子会社と独立会社との間では配当政策に相違はないが、系列会社の場合には独立会社に比べて無配の可能性が小さかった。

LISTEDの係数は10%水準でも有意ではなく、上場と非上場企業の間での差異は見いだせなかった。念のために、LISTEDを除くすべての説明変数とLISTEDとの交差項を作って、それを含めて無配関数を推定し直してみた。つまり、各説明変数の係数の大きさが上場企業と非上場企業で異なるかを調べてみたのである。しかし、追加した交差項は一つも有意とはならなかった。したがって、配当の有無に関しては、上場の有無は大きな要素ではないと考えられる。

表 5

無配当関数の推計結果

Variable	説明変数の内容		符号条件	係数	z統計値
C	定数項			4.312	11.213
Q08A2	税引き前の利	赤字から黒字	+	0.43	3.192
Q08A3	益の最近2期	黒字から赤字	++	1.028	6.354
Q08A4	間の状況	2期連続赤字	+++	1.045	4.564
Q10AA1	直近の資金繰り=厳しい		+	0.649	5.809
SGRW	直近の売上高の伸び率		?	0.036	0.235
CAP	自己資本比率		-	-0.013	-8.451
ASSET	企業の資産規模(自然対数値)		?	-0.34	-12.125
Q04A1	企業グループへ	連結子会社	?	-0.091	-0.965
Q04A2	の所属状況	系列会社	?	-0.312	-2.409
LISTED	上場ダミー		?	-0.42	-1.515

Log likelihood=-797.732

McFadden R-squared=0.234

Total observations=1505.

(2) 重要な利害関係者の決定要因

アンケートでは、コーポレートガバナンスの基本的な姿勢を知るために、現在及び将来の重視する利害関係者について尋ねている(問15)⁶。その回答は、表6の通りであった。現在、将来とも重要な利害関係者として、取引先企業が最も多く、従業員、一般顧客の順となっている。

⁶ 具体的には、「貴社は、現在、重要な利害関係者として下記のどの主体を考えていますか。また、今後、どの利害関係者の利益を重視していく姿勢を強めますか。現在と将来について、それぞれ該当する番号に2つまで○を付けて下さい。」という質問を行い、選択肢として、表6に示した11の主体(その他を含む)を提示した。

こうした重視する主体の相違が企業の財務状況とどのような関連があるのかも興味深い。そこで、先に無配当関数を推定する際に使用した説明変数を利用して分析を行ってみることにした。ただし、規模に関しては効果が反転する可能性も否定できないので、規模は対数をとった値とその2乗を説明変数として採用した。

ここでの一つ目の推計式での被説明変数は、現在重視する主体として一般顧客を選んだ企業に1、一般顧客を選ばなかった企業にゼロを与えるダミー変数(Q15A1)とした。同様に、従業員を選んだ企業に1を与えるダミー変数(Q15A2)など、全部で11の被説明変数を作成し、それぞれプロビットモデルによって推計した。

その推計結果が表7にまとめてある。なお、一部の選択肢を選択した企業数が少ないために、特定の説明変数を含むと推計できない場合があった。その場合には、当該説明変数を除いて推定した。

重視する利害関係者の選択に影響する変数がいくつか見つかった。最近の資金繰りが厳しいと感じている企業(Q10AA1)では、取引先金融機関や系列企業集団を重視する可能性が高く、逆に従業員を重視する可能性が低い。資金繰りが厳しい企業では金融機関や系列企業の支援が必要となっている一方、従業員の解雇などが行われていて、現実に重視できないためであろう。

自己資本比率(CAP)が高いほど、一般顧客を重視する確率が高く、取引先銀行を重視する確率は低くなる。後者に関しては、自己資本比率が高い企業が金融機関に依存する必要が低いからであろう。

規模(ASSET)およびその2乗が有意な説明力を持ったのは、一般顧客、従業員、それに取引銀行に関してであった。従業員と取引銀行については、一次項の係数が正で、2乗項の係数が負であった。これは、一定規模までは規模とともに重視割合が増えるが、それを超えると規模が大きいほど重視割合が下がっていくことを意味する⁷。おそらく、非常に規模が小さな企業では、外部資金に頼るとしても、公的金融機関や制度融資、公的信用保証制度などを利用しているので、銀行の意味がそれほど大きくないのかもしれない。しかし、一定以上の規模に達すると、市場からの資金調達が可能になり、取引先銀行を重視する必要性が低下するのである。

⁷ ただし、現実のASSETの数値の分布は9.18から18.52であったので、2乗項の効果が支配的になる状況は起こらない。

連結子会社であるか（Q04A1）や系列会社であるか（Q04A2）は、重視する主体を決定する際に非常に大きな影響を持っている。連結子会社の場合、系列企業集団を重視する一方、従業員、取引先銀行、取引先企業を重視していない。系列企業集団を重視するのは自然であろうし、労務、金融、営業の重要な意志決定が連結子会社ではなく、親会社で行われていることを示唆している。系列会社である場合もほぼ同様に、違いは経営陣を重視するという回答が多い点である。オーナーに関しても10%基準で見れば有意である。

最後に、上場の有無も重視する主体を決定する際に非常に大きな影響を持っている。上場企業ほど、個人投資家や機関投資家を重視し、従業員や取引先企業を重視していない。

表 6

重視する主体

	現在		将来	
	回答数	比率	回答数	比率
一般顧客	863	46.2	882	47.6
従業員	908	48.6	942	50.8
個人投資家	20	1.1	51	2.8
国内機関投資家	22	1.2	24	1.3
海外機関投資家	5	0.3	4	0.2
取引先銀行	239	12.8	208	11.2
取引先企業	999	53.5	961	51.9
系列企業集団	123	6.6	129	7
オーナー	118	6.3	89	4.8
経営陣	79	4.2	83	4.5
その他	35	1.9	34	1.8

表 7

重視する主体の決定関数

< 末尾に添付 >

(3) 今後重視していく外部資金の調達方法

問16では、今後重視していく外部資金の調達方法を尋ねている(表8)⁸。最も重視する項目での選択率を見ると、メインバンクからの調達が最も多く、3社に2社が選択している。次に、公的機関からの資金調達が続いている。

資金調達先の相違を企業の属性で回帰してみた。ここでは次のような変数を被説明変数とした。Q16AF1は、もっとも重視するものとして「①」の「メインバンク」を選んだ企業に1を、他の項目を選んだ企業にゼロを与えるダミー変数である。同様に、Q16AF2は、「②」の「メインバンク以外の金融機関からの調達」を選んだ企業に1、他の項目を選んだ企業にゼロを与えるダミー変数である。他の変数も同様に定義したが、選択肢の③と④を公的支援の利用ということで一つにまとめ(A16AF3_4)、選択肢の⑤から⑩を市場性の資金調達として一つ(A16AF6_10)にまとめ、さらに、⑪と⑫を証券化ということで一つ(Q16AF11_12)に整理している。つまり、これらは、該当する質問項目のいずれかで1を選んだ企業に1を与えるダミー変数である。説明変数はこれまでと同様であり、プロビットモデルによる推計を行った。

その結果は

表9にまとめている。2期連続赤字企業(Q08A4)が金融市場からの資金調達を重視しており、有意ではないものの、メインバンクを重視していないのはやや意外である。こうした企業では特に情報の非対称性が大きく、市場からの資金調達が不利で、メインバンクとのリレーションシップに依存すると考えられるからである。ただし、市場を重視すると回答した企業68社の内、2期連続赤字企業は7社のみである。

売上高成長率(SGRW)が高い企業では金融市場からの資金調達を重視する傾向があり、メインバンクからの調達を重視していない。自己資本比率(CAP)が高いほどメインバンクを資金調達先とする可能性が高く、自己資本比率が低いとメインバンク以外の金融機関や公的金融を重視するようになる。おそらく、自己資本比率が高い企業はメインからの借入だけで、資金ニーズを十分にまかなえるからであろう。

また、規模(ASSET)が大きいほどメインバンクとの関係を重視し、逆に規模が小さいほど公的金融を重視している。連結子会社の場合、メインバンクや公的金融を重視するこ

⁸ 実際には、「外部資金の調達方法として今後重視していく項目を以下の中から、重要だと思われる順に3つお選び下さい。」として、表8のような13の選択肢を提示している。

とは少なく、企業間信用や証券化を重視している。最後に、上場の有無で見ると、上場企業は当然ながら金融市場からの資金調達を重視し、メインバンクを重視する確率が低い。

表 8

重視する資金調達手段

	1位		2位		3位	
	件数	割合	件数	割合	件数	割合
合計	1785	100.0	1654	100.0	1444	100.0
①メインバンクからの調達	1167	65.4	278	16.8	138	9.6
②メインバンク以外の金融機関からの調達	130	7.3	669	40.4	298	20.6
③公的金融機関からの調達	266	14.9	433	26.2	414	28.7
④自治体等の制度融資	42	2.4	115	7.0	192	13.3
⑤取引先からの借入	20	1.1	9	0.5	21	1.5
⑥短期のCP	5	0.3	9	0.5	12	0.8
⑦長期の社債	26	1.5	51	3.1	132	9.1
⑧転換社債	3	0.2	16	1.0	17	1.2
⑨普通株式	31	1.7	23	1.4	40	2.8
⑩劣後債や優先株	4	0.2	3	0.2	6	0.4
⑪リース・クレジット・売掛金等の証券化	14	0.8	32	1.9	98	6.8
⑫在庫品の担保化	0	0.0	3	0.2	14	1.0
⑬その他	77	4.3	13	0.8	62	4.3

表 9

重視する資金調達手段の決定要因

<末尾に添付>

(4) 今後の金融機関借入の方針

金融機関からの借入を今度どうするかをきいたところ、1804社の有効回答のうち、1083社(60.0%)が「減らす」、598社が「横ばい」、123社が「増やす」と回答している。こうした借入の方針は企業のどのような属性と影響しているかを調べてみることにした。

被説明変数としては、「減らす」を選択した企業に1、それ以外にゼロを与えるダミー変数(Q17A1)を使った。説明変数は、先に無配関数を推計した際のものと同じである。

推計結果によると、10%で有意な係数は資金繰りが厳しいことを意味する Q10AA1 と系列会社であることを示す Q04A2 のみであった。つまり、資金繰りが厳しいという企業で借入を増やす方針の企業は少なかった。これ以上、借入を増やすことはできないということであろう。系列会社の場合は減らすという回答が少なかった。

一方、被説明変数として、「増やす」を選択した企業に1、それ以外にゼロを与えるダミー変数(Q17A3)を使った推計も行ってみた。その結果によると、10%水準で有意であったのは自己資本比率 (CAP) と Q04A2 のみであった。つまり、自己資本比率が高い企業ほど、「借入を増やす」を選択していない。自己資本が十分である企業では、外部資金に頼る必要がないということの意味するのであろう。

表 10

金融機関からの借入への方針の決定関数

Variable	減らす		増やす	
	Coefficient	z-Statistic	Coefficient	z-Statistic
C	-1.164	-1.021	0.738	0.509
Q08A2	-0.046	-0.378	0.003	0.014
Q08A3	-0.144	-1.072	0.065	0.332
Q08A4	-0.251	-1.429	0.245	1.043
Q10AA1	0.180	1.852	0.099	0.728
SGRW	0.040	0.281	0.170	0.906
CAP	-0.002	-1.029	-0.004	-1.497
ASSET	0.229	1.207	-0.407	-1.672
ASSET ²	-0.009	-1.113	0.018	1.693
Q04A1	-0.097	-0.972	-0.081	-0.510
Q04A2	-0.344	-2.829	0.303	1.860
LISTED	-0.099	-0.478	-0.596	-1.541
Log likelihood	-910.969		-350.095	
McFadden R-squared	0.010		0.020	

Observations=1361.

(5) 無借金経営指向について

理論的には、借入金利よりも高い収益率をもたらす投資機会がある限り、借入を行うことは望ましい。しかし、借入が増えると、企業は金利返済のために問題を抱える。終身雇用制の伝統のある日本では経営者は特に企業の破綻リスクを非常に嫌うはずである。

そこで、「無借金経営が理想だ」という文章にどの程度共感するかを尋ねた（問18）。回答企業 1878 社のうち、「強く共感」が 28.6%、「ある程度共感」が 60.1%、「ほとんど共感しない」が 9.9%、「全く共感しない」が 1.3%となっており、無借金を理想とする企業が多いことが分かる。

この「無借金経営が理想だ」という文章への共感度の4段階評価をそのまま被説明変数として、これまで使っている説明変数で最小自乗法によって回帰を行ってみた。その結果、有意な係数は、規模(ASSET)と自己資本比率(CAP)であった。規模の係数は有意にプラスとなり、規模の大きな会社ほど必ずしも無借金経営が理想だとは考えていないことがわかる⁹。大企業ほど金融の専門知識を持っていると考えれば、借入を完全に否定する不合理な文章への共感が乏しいのはうなずける。一方、自己資本比率の係数は有意にマイナスであった。つまり、自己資本比率が高い企業では無借金経営を強く支持している。こうした無借金指向が実際の行動として自己資本比率の高さに表れていると解釈することもできよう。

⁹ ただし、規模変数の2乗項をいれると、規模変数もその2乗項も有意ではなくなる。

表 1 1

無借金経営が理想であるという文章への共感度

(共感度：強く共感＝「1」～全く共感しない＝「4」)

Variable	Coefficient	t-Statistic
C	1.578	9.861
Q08A2	0.097	1.597
Q08A3	0.021	0.320
Q08A4	0.022	0.271
Q10AA1	-0.069	-1.458
SGRW	0.072	1.067
CAP	-0.004	-5.230
ASSET	0.027	2.289
Q04A1	-0.047	-1.028
Q04A2	0.035	0.580
LISTED	0.074	0.811
Adjusted R-squared		0.023

Observations=1414

(6) 直接金融の活用方針

直接金融を「活用する考えがある」と回答したのは 254 社 (13.1%) であり、「活用する考えはない」が 1678 社(86.9%)であった (問 20)。

「活用する考えがない」企業に 1、「活用する考えがある」企業にゼロを与えるダミー変数 (Q20A1) を被説明変数として、これまで使ってきた企業の属性を示す説明変数で回帰してみた。推計結果は、表 1 2 の通りであった。

有意な変数は、自己資本比率 (CAP)、連結子会社ダミー (Q04A1)、および上場ダミー (LISTED) であった。自己資本比率については有意にプラスとなっており、Q 1 8 の問いと同様に、自己資本比率の高い企業は間接金融ばかりではなく、直接金融についても消極的であることがわかる。連結子会社ダミーも有意であり、連結子会社は自ら資金調達を行

わないからであろう。上場ダミーは有意にマイナスであり、直接金融を活用する考えの上場企業が多いことになる。

表 1 2

直接金融を活用しない企業の属性の分析

Variable	Coefficient	z-Statistic
C	0.962	2.389
Q08A2	-0.073	-0.494
Q08A3	0.000	-0.001
Q08A4	-0.002	-0.008
Q10AA1	-0.061	-0.531
SGRW	-0.300	-1.864
CAP	0.008	4.255
ASSET	0.014	0.481
Q04A1	0.918	5.301
Q04A2	0.255	1.572
LISTED	-0.678	-3.261
Log Likelihood		-527.023
McFadden		0.066
R-squared		

Observations=1462.

(7) 直接金融を活用しない理由

直接金融を利用する考えがないという 1678 社にその理由を尋ねた (問 20-1)。この問への回答があったのは 1616 社であった。「間接金融で資金需要が充足している」をあげる企業が 52.4%でもっとも多く、「自己資金が十分にある」が 23.3%、「直接金融にかかわる知識がない」が 12.3%、「小規模・短期の資金調達には不向き」が 6.6%、「その他」が 5.4%と続いている。

こうした選択の決定要因を分析するために、プロビットモデルによる回帰分析を行ってみた。被説明変数 Q20AB1 は、この問いに対して「1」の「自己資本が十分にある」を選択した企業に1，それ以外の選択肢を選んだ企業にゼロを与えるダミー変数である。同様に、最後の「その他」の選択肢を除いて、Q20AB2、Q20AB3、Q20AB4 を定義した。

表 1 3 に結果をまとめている。直近の資金繰りが厳しい (Q10AA1) 企業では、自己資本や間接金融で十分だというわけではなく、自社の規模や資金ニーズに合わないといった理由や、知識がないという答えが多い。自己資本比率が高い企業が「自己資本が十分にある」を選んでいるのは自然であろう。規模の大きな企業ほど、「間接金融で十分」という回答が多くなる。(ただし、ここでは直接金融を利用する考えがないという企業の中での分析であることに注意が必要である。) また、規模が大きいほど「知識がない」の選択率は下がっている (ただし、有意ではない)。Graham and Harvey(2001)は、アメリカ企業に対するアンケート調査で、企業規模と金融知識に相関関係があることを見だし、企業規模に関する anomaly の発生の要因の一つではないかと指摘している。日本でも同様の可能性が指摘できる。

最後に、上場している企業では「自己資本が十分ある」という答えが (有意ではないものの) 多いことが伺える。

表 1 3

直接金融を利用しない理由<後掲>

(8) 株式持ち合いの実施状況

日本の上場企業の間では株式の相互保有が広範に行われていることが知られており、株式の相互保有は企業系列の中核をなしている。上場企業レベルでの株式の相互保有や企業系列については、多くの研究もある。(e.g., Osano, 1996; Flash 1996)。ただし、非上場企業において、株式の相互持ち合いがどのように行われているかについては十分な研究は行われていない。

そこで、株式持ち合いの状況を尋ねてみた (Q 2 2)。その回答によると、事業会社との持ち合いがあると答えた企業は 1835 社中 258 社 (14.1%)、金融機関との持ち合いがあると答えた企業は 1815 社中 127 社 (7.0%) であった。事業会社との持ち合いの方が金融機関との持ち合いよりも多い。

事業会社との持ち合いがあると答えた企業に1、「いいえ」ないし「わからない」と答えた企業にゼロを与えるダミー（Q23AA）を被説明変数とし、企業の属性で説明を試みてみた。表 14 に示したように、2期連続赤字企業（Q08A4）では持ち合いが少ない。また、上場会社での持ち合いが多く、系列会社の持ち合いも多い。逆に、連結子会社の場合には持ち合いは少ない。

同様の分析を金融機関との持ち合いについても実施してみた。この場合も、上場会社で、金融機関との持ち合いが多いことが示されている。また、連結子会社の場合には有意に少ないが、系列会社については有意な係数が得られていない。また、上場会社の場合には多くなる。

規模に関しては、いずれの持ち合いも有意な係数が得られていない。しかし、表には掲げていないが、2乗項を落として推定すると、資産規模の係数は有意にプラスとなる。他の説明変数の質的な変化はない。

表 1 4

持ち合いの決定要因

Variable	事業会社との持ち合い		金融機関との持ち合い	
	Coefficient	z-Statistic	Coefficient	z-Statistic
C	-3.106	-1.839	-4.111	-1.434
Q08A2	0.005	0.028	-0.256	-0.894
Q08A3	-0.153	-0.846	-0.074	-0.283
Q08A4	-0.638	-2.111	0.141	0.475
Q10AA1	0.017	0.127	0.064	0.347
SGRW	-0.154	-0.749	-0.329	-0.996
CAP	0.002	1.263	0.001	0.273
ASSET	0.155	0.573	0.166	0.374
ASSET ²	0.001	0.130	0.005	0.304
Q04A1	-0.253	-2.043	-1.375	-3.909
Q04A2	0.491	3.514	-0.330	-1.251
LISTED	0.931	4.278	1.566	6.422
Log likelihood	-523.975		-239.551	
McFadden R-squared	0.134		0.369	

Observation=1406.

(9) メインバンクの有無

日本の金融システムの特徴の一つとして銀行と企業の長期安定的な関係、いわゆるメインバンク関係の存在が指摘される (Hoshi and Kashyap 2001)。メインバンクとは、一般的に言えば、企業側から見て最大の借入先銀行であり、大株主である銀行である。メインバンクからの役員派遣が行われることもある。しかし、ここではこのような厳密なメインバンクの定義を前提に回答を求めることをせず、あえて何の限定も付けずに「メインバンク」を持つかを尋ねることにした。したがって、回答企業によってメインバンクのイメージは多少異なるかもしれないが、単なる数値基準ではなく、企業の認識を知るアンケート調査の特性を生かした設問を用意したのである。

その結果、有効回答数 2015 のうち、1799 社（89.3%）が「メインバンクを持っている」と回答し、216 社（10.7%）が持っていないと回答している。

どのような企業がメインバンクを持っているのかを回帰モデルによって検証してみた。メインバンクを持っている場合には 1，そうでない場合にはゼロをとるダミー変数（Q23A1）を被説明変数とした。

表 15 に示した推計結果によると、有意であったのは規模変数、連結子会社（Q04A1）、系列会社（Q04A2）の 3 つであった。規模変数については有意にプラスの係数を得ており、大規模企業ほどメインバンクを持っていることになる。他方、Q04A1 や Q04A2 の係数はマイナスであり、連結子会社や系列会社では親会社が金融機能を果たしていることを意味している。

表 15

メインバンクを持つ企業の属性

Variable	Coefficient	z-Statistic
C	-1.880	-1.545
Q08A2	0.187	1.074
Q08A3	-0.166	-1.017
Q08A4	-0.227	-1.115
Q10AA1	-0.011	-0.084
SGRW	-0.095	-0.585
CAP	-0.003	-1.494
ASSET	0.554	2.710
ASSET ²	-0.021	-2.412
Q04A1	-0.789	-7.537
Q04A2	-0.389	-2.596
LISTED	0.138	0.463
Log likelihood		-478.990
McFadden R-squared		0.069

Observations=1509.

(10) メインバンクの業種

メインバンクを持っている企業について、メインバンクが属する業態を尋ねた(問24)。その結果、都市銀行が1085社(61.6%)で最も多く、地方銀行が284社(16.1%)、信用金庫が259社(14.7%)、と続いている。他の選択肢を選んだ企業は少なく、政府系金融機関が58社(3.3%)、第二地方銀行が53社(3.0%)、信用組合7社(0.4%)、外資系銀行1社(0.1%)となっている。今回のアンケートの対象にした大阪府や兵庫県には、住友銀行、三和銀行、大和銀行、太陽神戸銀行といった都市銀行がかつて本店を構えていたことから、都市銀行のシェアが高いものと思われる。また、関西では第二地銀で多くの破綻があったために、第二地銀のシェアがやや低いものと思われる。

さて、メインバンクの業種をどのように選んでいるかを調べてみることにした。ここでは、選択肢を整理して、大手銀行(都市銀行、信託銀行、長期信用銀行)がメインバンクである企業(つまり、1か2を選択した企業)に1、それ以外の企業にゼロを与えるダミー変数(Q24A1_2)、地域銀行(地方銀行もしくは第2地方銀行)をメインバンクにしている場合に1、そうでない場合にゼロをとるダミー変数(Q24A3_4)、協同組織金融機関(信用金庫もしくは信用組合)をメインバンクにしている場合に1、そうでない場合にゼロをとるダミー変数(Q24A5_6)、という3つの被説明変数を回帰してみた。

表16に結果を示した。最近の利益の状況(Q08A2、Q08A3、Q08A4)は、メインバンクの業態決定に影響を与えていない。これはメインバンクが長期的な関係であることを意味しているのであろう。資金繰りが厳しい企業では大手銀行をメインバンクにしている企業が少なく、協同組織金融機関をメインバンクにしている企業が多い。これは因果性が逆で、大手銀行の資産査定が厳しいために、こうした先をメインバンクにしている企業で厳しいという意見が多いということであろう。実際、自己資本比率の高い企業ほど大手銀行をメインバンクとし、逆に、自己資本比率が低いほど協同組織金融機関をメインバンクとしている。売上高成長率が高い企業でメインバンクとして協同組織金融機関を選んでいる例が多いのは、成長の比較的初期の段階にある企業が多いからだと思われる。

大手銀行の場合、企業規模の2乗項が有意にプラスであり、大きな企業ほど大手銀行を選ぶというように解釈できる。他方、協同組織金融機関は、資産規模のみを説明変数に採用したモデルでは、有意に負の値が得られており、小さな企業ほど協同組織金融機関を選

択することになる¹⁰。最後に、連結子会社や系列会社では大手銀行をメインバンクにしている例が多い。これはおそらく、親会社と共通の銀行をメインバンクにしているためであると思われる。

表 1 6

どういった銀行をメインバンクに選ぶのか

Variable	大手銀行		地域銀行		協同組織金融機関	
	Coefficient	z-Statistic	Coefficient	z-Statistic	Coefficient	z-Statistic
C	0.627	0.424	-0.231	-0.160	1.680	3.713
Q08A2	0.091	0.685	0.004	0.026	-0.184	-1.124
Q08A3	-0.094	-0.646	0.071	0.457	-0.263	-1.332
Q08A4	-0.132	-0.696	0.244	1.265	-0.298	-1.331
Q10AA1	-0.336	-3.324	-0.060	-0.535	0.553	4.846
SGRW	-0.167	-0.953	-0.068	-0.350	0.435	2.144
CAP	0.007	4.102	-0.003	-1.921	-0.004	-2.391
ASSET	-0.314	-1.219	0.084	0.333	-0.274	-8.052
ASSET^2	0.024	2.135	-0.010	-0.907		
Q04A1	0.574	4.887	-0.398	-3.005	-0.589	-3.302
Q04A2	0.343	2.476	-0.106	-0.713	-0.423	-2.173
LISTED	0.272	0.847	-0.205	-0.639		
Log likelihood	-748.781		-608.576		-429.843	
McFadden R-squared	0.129		0.046		0.143	

Observations=1320. (ただし、「協同組織金融機関」は、LISTED を落とすことになったために、サンプル数は 1352 となっている)。

¹⁰ 資産規模の 2 乗項も含めて推定すると、資産規模は有意にプラス、その 2 乗項は有意にマイナスとなった。われわれのサンプルの範囲では、点推定値を使うと、規模が大きいほど協同組織金融機関を選ぶ結果となってしまう、制度的な実態と合わない。

4. むすび

本稿では、2005年6月に実施した関西企業9000社に対するアンケート結果に基づき、日本企業の財務戦略の決定要因について分析した。本アンケートは、中小企業や非上場企業を含む2041社から回答を得た大規模なものであり、財務諸表だけでは得られないような貴重な情報を含んだものである。そして、日本企業の配当政策、コーポレートガバナンス上の意識、資金調達に関する行動、銀行選択行動などが、上場の有無を含めた企業のどのような属性によって影響を受けているのかを分析した。

配当政策についてみると、採用した多くの変数が有意であった。具体的には、税引き前利益が赤字の企業では無配の可能性が高くなり、資金繰りが厳しいと感じている企業や自己資本比率が低い企業で無配の可能性が高い。また、規模の小さい企業の方が無配の可能性が高い。さらに、連結子会社と独立会社との間では配当政策に相違はないが、系列会社の場合には独立会社に比べて無配の可能性が小さかった。一方、上場会社か非上場会社かでは、配当政策には有意な差異が見いだせなかった。

重要な利害関係者のとらえ方についての分析結果は次のようにまとめられる。最近の資金繰りが厳しいと感じている企業では、取引先金融機関や系列企業集団を重視する可能性が高く、逆に従業員を重視する可能性が低い。自己資本比率が高いほど、一般顧客を重視する確率が高く、取引先銀行を重視する確率は低くなる。従業員と取引銀行については、一定規模までは規模とともに重視割合が増えるが、それを超えると規模が大きいほど重視割合が下がっていく。

連結子会社や系列会社と独立会社との間には、重視する主体に非常に大きな差異がある。連結子会社の場合、系列企業集団を重視する一方、従業員、取引先銀行、取引先企業を重視していない。系列会社の場合、系列企業集団を重視する一方、取引先銀行を重視していない。また、上場の有無も重視する主体を決定する際に非常に大きな影響を持っている。すなわち、上場企業ほど、個人投資家や機関投資家を重視し、従業員や取引先企業を重視していない。

そのほか、本稿では、今後重視していく資金調達方法、直接金融に対する態度、メインバンク関係の有無などについても、要因分析を行った。その結果、連結子会社であることや系列企業グループの一員であることが金融面の行動に大きな影響を与えていること、自己資本比率や企業の規模も重要な要因であることなどが明らかになった。

こうした分析結果からはたとえば次のような政策的なインプリケーションが得られる。

金融システム危機の際に制定された金融機能早期健全化法に基づいて公的資金の資本注入を受けた金融機関は経営改善計画を作成し、それを達成することが求められ、その中の重要な要件が中小企業貸出計画の履行であった¹¹。当時、多くの金融機関は、大企業の子会社に対する貸出を伸ばすことで、この要件を満たそうとしたと言われている。しかし、前節の分析結果で示されたように、大企業の子会社は、もともと金融機関からの借入の必要性が乏しく、親会社において金融決定が行われている。つまり、経営健全化計画の中で中小企業貸付とされたものの少なくとも一部は、政府が期待した資金需要が満たされない中小企業への貸出ではなかったのである。

したがって、こうした中小企業向けの貸出を伸ばすことを政策的に義務づけることの適否は別に論じる必要があるが、少なくとも政策の立法意図と実際の金融機関の行動には乖離があったことは確かである。法律上の規模（資本金や従業員数）では中小企業に分類される企業であっても、企業自身の行動や意識には大きな違いがある。本稿の結果によると、同じ中小企業と分類されても、企業グループに所属する中小企業（連結子会社、系列会社）と独立系中小企業とでは金融ニーズが大きく異なっている。したがって、中小企業金融施策を立案する際に、企業規模以外の企業属性を十分に考慮しておかなければならないこととなる。

ただし、今回1回限りの調査では、各アンケート項目への回答の絶対的な水準の意味を十分に評価することができなかった。また、今回の結果が日本企業全般に当てはまるのか、関西地域のみ当てはまるのかは確定できない。今後、今回のようなアンケート調査を継続的に実施することで経済環境の変化の影響を調べる必要がある。また、国内外の様々な地域に関してもアンケート調査を実施することで、地域ごとの金融上の特性を明らかにすることも必要であろう。

さらに、Graham and Harvey (2001)が指摘していたように、こうしたアンケート調査は企業の意見を聞くことはできるが、意見と行動が一致している保証はない。われわれのアンケート調査では、意見と行動が一貫しているように判断できる回答も得られているが、今後、企業の実際の行動についての分析も必要である。

¹¹ たとえば、2002年10月に公表された「金融再生プログラム— 主要行の不良債権問題解決を通じた経済再生 —」では、「(2) 中小企業貸出に対する十分な配慮」という項目で、「(ウ) 中小企業貸出計画未達先に対する業務改善命令の発出：健全化計画における中小企業貸出計画に関する重度の未達先に対しては、原則として業務改善命令を発出し、軽度の未達先に対しては、即時に改善策の報告を徴求する。」と明記している。

<参考文献>

- 家森信善(2006a) 「企業が望む金融サービスと中小企業金融の課題—関西地域の企業金融に関する企業意識調査を中心に—」 RIETI Discussion Paper 06-J-003.
- 家森信善 (2006b) 「中小企業の信用保証制度への評価とメインバンクの役割—関西企業アンケートに基づく分析—」『信用保険月報』 4月号。
- 家森信善 (2006c) 「中小企業が望む金融サービスと信用組合の課題」 『信用組合』 8月号。
- 家森信善 (2007) 「リレーションシップバンキング機能は強化されたか?—関西地域企業アンケートに基づく分析—」 筒井義郎・植村修一編著『リレーションシップバンキングと地域金融』 日本経済新聞社 近刊。
- Flath, D. I. (1996) The Keiretsu Puzzle, *Journal of the Japanese and International Economies* 10(2): 101-21.
- Graham, J. R., and C.R. Harvey (2001) “The theory and practice of corporate finance: evidence from the filed,” *Journal of Financial Economics* 60, 187-243.
- Gul, F. A. (1999) Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policies in Japan, *Journal of Corporate Finance* 5(2): 141-68.
- Hayashi, F., and R. Jagannathan (1990) “Ex-Day Behavior of Japanese Stock Prices: New Insights from New Methodology,” *Journal of Japanese and International Economics* 4, 401-427.
- Hoshi, T. and A. K. Kashyap (2001) *Corporate financing and governance in Japan: The road to the future*, Cambridge and London: MIT Press.
- Kang, J. K. and R. M. Stulz (1996) How Different Is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Security Issues, *Review of Financial Studies* 9(1): 109-39.
- Kato, K., and U. Loewenstein (1995) “The Ex-Dividend-Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan,” *Review of Financial Studies* 8, 817-847.
- Lease, R. C., K. John, A. Kalay, U. Loewenstein, and O H. Sarig, (2000) Dividend

Policy, Harvard Business School Press, Boston.

Osano, H. (1996) "Intercorporate Shareholdings and Corporate Control in the Japanese Firm," *Journal of Banking and Finance*, Vol.20, pp.1047-1068.

Uchida, H., G. F. Udell, and N. Yamori, (2006a)"SME financing and the choice of lending technology," *RIETI Discussion Paper Series 06-E-025*.

Uchida, H., G. F. Udell, and N. Yamori, (2006b) "Loan Officers and Relationship Lending" *RIETI Discussion Paper Series 06-E-031*.

Yamori, N. and T. Baba (2001) Japanese Management Views on Overseas Exchange Listings: Survey Results, *Journal of International Financial Management and Accounting* 12-3 286-316.

表 7

現在重視する主体の決定関数

Variable	一般顧客		従業員		個人投資家		国内機関投資家		海外機関投資家		取引先銀行		取引先企業		系列企業集団		オーナー		経営陣	
	Coefficient	z-Statistic																		
C	1.386	1.365	-2.940	-2.639	-3.869	-1.441	-0.543	-0.273	0.818	0.193	-5.271	-2.802	-0.664	-0.636	-5.723	-2.292	-1.816	-0.921	-1.520	-0.757
Q08A2 黒字転換	0.008	0.067	0.011	0.097	0.258	0.719	0.113	0.314			0.194	1.270	0.107	0.917	-0.432	-1.796	-0.403	-1.588	-0.308	-1.214
Q08A3 赤字転落	0.017	0.137	-0.006	-0.048	0.477	1.408	0.049	0.116			0.175	1.051	-0.067	-0.534	-0.149	-0.639	0.265	1.480	-0.441	-1.432
Q08A4 赤字継続	0.113	0.698	-0.078	-0.475			-0.044	-0.080			0.295	1.448	-0.003	-0.019	-0.030	-0.094	-0.170	-0.588	-0.289	-0.863
Q10AA1 資金繰り	-0.061	-0.662	-0.288	-3.105	-0.167	-0.424	-0.257	-0.619			0.557	5.092	0.046	0.503	0.392	2.377	0.010	0.064	0.013	0.075
SGRW 売上成長	0.199	1.522	0.078	0.591	0.283	0.896	0.049	0.126	-0.441	-0.300	-0.360	-1.594	-0.119	-0.863	0.088	0.489	-0.388	-1.309	-0.397	-1.138
CAP 自己資本比率	0.003	2.093	0.000	0.254	0.006	1.223	0.004	0.836	-0.008	-0.730	-0.013	-5.884	0.000	0.067	0.004	1.447	0.002	0.981	0.002	0.715
ASSET 資産規模	-0.330	-1.946	0.505	2.715	0.168	0.409	-0.290	-0.952	-0.674	-1.161	0.651	2.119	0.131	0.751	0.525	1.295	0.056	0.169	0.112	0.328
ASSET ² 資産規模の2乗	0.015	2.030	-0.022	-2.763	-0.009	-0.536	0.009	0.703	0.032	1.501	-0.021	-1.628	-0.005	-0.634	-0.021	-1.256	-0.001	-0.041	-0.009	-0.584
Q04A1 連結子会社	-0.123	-1.420	-0.250	-2.872	-0.503	-1.169	-0.135	-0.411			-0.977	-5.506	-0.203	-2.364	1.604	12.235	-0.097	-0.659	-0.168	-0.901
Q04A2 系列会社	-0.171	-1.452	-0.049	-0.426			0.008	0.022			-0.429	-2.288	-0.185	-1.592	0.965	5.358	0.280	1.675	0.400	2.280
LISTED 上場ダミー	-0.034	-0.168	-0.237	-1.156	1.806	5.033	1.982	5.519	0.687	0.914	-0.159	-0.541	-0.665	-3.184	0.404	1.225	-0.780	-1.728		
Log likelihood	-1029.611		-1033.590		-72.316		-78.349		-18.171		-478.501		-1040.665		-281.524		-324.470		-231.386	
McFadden R-squared	0.009		0.017		0.292		0.319		0.349		0.138		0.012		0.258		0.027		0.039	

Observations=1521

表 9

重視する資金調達手段の決定関数

Variable	メインバンク		メインバンク以外の金融機関		公的金融		企業間信用		金融市場		証券化	
	Coefficient	z-Statistic	Coefficient	z-Statistic	Coefficient	z-Statistic	Coefficient	z-Statistic	Coefficient	z-Statistic	Coefficient	z-Statistic
C	-2.531	-2.104	-3.884	-1.817	2.275	1.333	-5.032	-1.003	-3.672	-1.787	-5.007	-1.023
Q08A2	-0.055	-0.431	-0.361	-1.679	0.284	1.986	-0.026	-0.065	-0.444	-1.374	0.380	1.043
Q08A3	-0.059	-0.440	-0.280	-1.260	0.194	1.225	0.417	1.226	0.003	0.013	-0.010	-0.021
Q08A4	-0.207	-1.173	-0.400	-1.164	0.179	0.879	0.378	0.693	0.595	2.333		
Q10AA1	-0.102	-1.048	-0.086	-0.591	0.210	1.888	-0.109	-0.331	-0.092	-0.465	0.057	0.162
SGRW	-0.320	-2.093	0.205	1.148	-0.004	-0.020	0.419	1.799	0.390	2.127	-0.866	-1.251
CAP	0.002	1.412	-0.008	-3.151	-0.002	-1.243	0.000	-0.015	0.001	0.222	-0.002	-0.284
ASSET	0.474	2.365	0.345	0.995	-0.351	-1.165	0.340	0.410	0.194	0.603	0.337	0.469
ASSET ²	-0.016	-1.890	-0.011	-0.778	0.006	0.471	-0.017	-0.493	-0.006	-0.488	-0.007	-0.258
Q04A1	-0.528	-5.511	-0.010	-0.074	-0.692	-4.268	1.494	5.793	-0.271	-1.344	0.849	3.393
Q04A2	0.148	1.143	0.017	0.099	-0.263	-1.621			-0.079	-0.335		
LISTED	-0.734	-3.447	0.025	0.084	-0.500	-1.107			1.371	5.261	0.568	1.230
Log likelihood	-848.967		-365.145		-518.887		-71.608		-216.211		-56.562	
McFadden R-squared	0.041		0.034		0.106		0.287		0.154		0.178	

Observations=1372. (ただし、「企業間信用」のみ 1394)。

表 13

直接金融を利用しない理由

Variable	自己資本が十分ある		間接金融で十分		小規模・短期には不向き		知識がない	
	Coefficient	z-Statistic	Coefficient	z-Statistic	Coefficient	z-Statistic	Coefficient	z-Statistic
C	1.039	0.733	-2.796	-2.113	-5.405	-1.962	1.907	1.068
Q08A2	-0.020	-0.120	-0.285	-2.125	-0.001	-0.007	0.349	2.197
Q08A3	-0.388	-2.039	-0.006	-0.040	0.168	0.787	0.294	1.714
Q08A4	0.472	2.159	-0.480	-2.465	-0.613	-1.410	0.249	1.085
Q10AA1	-1.203	-5.925	-0.341	-3.175	0.671	4.457	0.672	5.537
SGRW	0.125	0.721	0.049	0.314	0.161	0.658	-0.518	-1.885
CAP	0.020	11.350	-0.010	-6.463	-0.005	-1.678	-0.010	-4.540
ASSET	-0.388	-1.662	0.486	2.220	0.569	1.248	-0.296	-0.972
ASSET^2	0.014	1.390	-0.016	-1.786	-0.022	-1.142	0.007	0.540
Q04A1	0.738	7.013	-0.723	-7.446	-0.230	-1.337	-0.426	-2.675
Q04A2	0.076	0.489	-0.055	-0.418	-0.082	-0.360	-0.097	-0.520
LISTED	0.427	1.707	-0.346	-1.456	0.293	0.768		
Log likelihood	-550.192		-777.686		-239.031		-364.708	
McFadden R-squared	0.265		0.083		0.070		0.159	

Observations=1228.(ただし、「知識がない」のみ 1244)