

[書評]

植杉威一郎 著

『中小企業金融の経済学
——金融機関の役割 政府の役割』

(日本経済新聞出版 2022年6月刊)



飯島寛之 (立教大学経済学部准教授)

はじめに

コロナ禍下において改めてその意義が示されたように、中小企業にとって金融はその存続を左右する重要な要素である。ところが、中小企業を分析した論文・書籍は枚挙に暇がないのに対し、こと中小企業金融についていえば、それを包括的に分析した書は決して多くはない。いくつも考えられる理由のうち主要なもののひとつは、仕事内容から規模まで多様な側面をもつ企業群である中小企業の金融取引の実態を明らかにするための信頼できるデータが乏しいという点である。こうした課題に対し本書は、政府統計、民間信用調査データベース、行政データや企業向けアンケートなど現在利用できる最大限の情報源を利用して、様々な角度から“中小企業金融が果たすべき役割を果たしているか”を検証した重厚な実証分析の書である。

1. 本書の課題と構成、概要

中小企業金融の役割とは何か——筆者によればその役割は2つある。ひとつは、例えば新型コロナウイルス感染症拡大や金融危機などによる経済的ショックが生じた際、金融機関と政府による流動性供給が行われることによって、既存企業の存続可能性を最大化することである。

しかしそればかりであれば、いわゆるゾンビ

企業が生み出される可能性があるだけでなく、これから参入しようとする企業に十分な資金を提供できず企業部門の成長を促すことができない。それゆえ、中小企業金融のいまひとつの重要な役割は、「審査やモニタリングを通じて借り手と貸し手との間の非対称情報に起因する資金制約を緩和し、資金供給に伴うリスクも踏まえたうえで経済全体の成長に寄与する効率的な資金配分を行うことである。経済成長に貢献する効率的な資金配分とは、高生産性企業に対して低生産性企業よりも多くの資金を供給する、将来高い付加価値を生み出すことが見込まれる企業に資金を供給するというもの」(2ページ)である。

かくして「中小企業金融が果たすべき役割を果たしているか」を問う本書が明らかにする課題は、学術上においても、実務上においても存在する未解明の課題に取り組みながら「中小企業金融が、必要な流動性を供給し効率的な資金配分を行っているかを、実証的に検証すること」(同)にある。その手順と構成は次のとおりである。

序章 中小企業金融に期待されるもの——危機時の流動性供給と効率的な資金配分

第1部 中小企業への資金配分とその効率性

第1章 中小企業の資金調達構造とその変化

第2章 企業間における資金再配分の規模と効率性

- 第3章 地域間における金融機関の資金配分と効率性
- 第2部 政府の役割
 - 第4章 中小企業金融への政府による関与：現状と理論的な背景
 - 第5章 信用保証が中小企業金融に及ぼす影響
 - 第6章 政府系金融機関による直接貸出が中小企業金融に及ぼす影響
 - 第7章 政府系金融機関は民業を圧迫しているのか
 - 第8章 個人保証や担保に過度に依存しない中小企業金融は可能か
- 第3部 貸出市場における金融機関の行動
 - 第9章 貸出市場の集中度と企業の資金調達
 - 第10章 金融機関の合併と企業の資金調達
- 終章 中小企業金融の将来

第1部を貫く課題は、中小企業への資金配分は十分であったのか、企業間・地域間における資金配分は効率的であったかを検証することにある。ここでは、金融機関などの支援がなければ事業存続が難しい中小企業（いわゆるゾンビ企業）は一定割合存在しており、コロナ禍を経てその比率は上昇に転じたこと、またそうした企業ほど政府の資金繰り支援措置を利用する傾向にあることが明らかにされる〔第1章〕。また、企業間の資金再配分の動向をみれば、生産性の低い企業から高い企業に資金が流れるという明確な傾向はみられず〔第2章〕、地域間の資金配分についても、生産性が上昇している地方の預金が生産性の低下している地方に貸出として提供される傾向もあることが示される〔第3章〕。このため、資金の再配分を通じた中小企業部門の生産性向上は起きていないとしている。

第2部では、中小企業金融への政府による関与、なかでも信用保証や政府系金融機関貸出の効果に焦点を当て、政府の関与と社会的厚生との関係が検討される。第4章において中小企業金融に政府が関与する必要性に関して理論的な背

景を整理されたのち、第5章では、過去の危機時に提供された信用保証プログラム（特別信用保証制度、緊急信用保証制度）の効果が検証されている。検証の結果は、いずれのプログラムも借入企業の資金調達環境を改善させはしたものの、信用保証による貸出分がプロパー貸出の減少分で代替されたこと、また借入企業の事後のパフォーマンスは改善しなかったというものである。では、信用保証同様、民間金融機関が引き受けることのできない企業の信用リスクを負担する役割が期待される政府系金融機関（旧中小企業金融公庫）による直接貸出が中小企業金融に及ぼす影響はいかなるものか。これを検討した第6章でも、政府系金融機関による直接貸出は、借入企業の資金調達環境を改善し、積極的な設備投資を引き出したが、それが事後のパフォーマンスの改善には結びついていないことが明らかにされている。

ところで、政府系金融機関が直接貸出を行うことに際しては、民業圧迫に関する議論がついて回ることが多い。これに関して、低金利を通じた政府系による民間金融機関貸出の代替の有無を検証した第7章では、旧公庫の金利体系が低下しても、高格付け先は民間借入から公庫借入にシフトしたという明確な事実は確認できないとされる。ただし、このことをもって「民業圧迫が生じていない」とは言い切れないこと、その議論をするには民間と政府系の役割分担の再定義を踏まえたうえで、さらに別の視点からの検討が重ねられる必要があることを強調されている。

また、「担保や個人保証に過度に依存しない貸出の促進」についても、個人保証に期待されていた経営者への規律付けという機能は、コベナンツ（貸出契約に含まれる財務制限条項）によって代替できる可能性があることが示されている〔第8章〕。

第3部を通じて明らかにされるのは、貸出市場における金融機関行動が中小企業の資金調達の可能性にもたらしうる影響についてである。

知られるように近年、各地で金融機関の合併、支店の統廃合等が進められているが、地域ごとに貸出市場の集中度を計測すると、日本全体としては集中度が高まる一方、大都市圏に限れば集中度が低下する二極化が進んでいること、そして集中度が高まると企業の借入金利は小幅かつ徐々に上昇することを明らかにされている〔第9章〕。また、近年の金融機関合併が企業の資金調達に及ぼした影響を検証すると、合併行と取引していた企業の資金調達環境は平均的に改善していることから、合併によって金融機関が交渉力を高め、もって金利を引き上げるといった行動をとっていない（一部メガバンクを除く）こと、また借入金比率も低下しない傾向にあることが示されている〔第10章〕。

2. 本書の意義・政策的含意とコメント

これまで中小企業金融の実相を明らかにしようとする力行は、懸命な経営努力を行っている中小企業や熱意ある金融機関（担当者）の実例を紹介すること、あるいはマクロデータやアンケート調査をもとに近似的に中小企業金融の姿を推し量ろうとするものであった。こうした研究動向にあって本書は、現在入手しうる限りのデータを用いた計量的な手法に基づいて課題に対するエビデンスを提供しているという点でこれまでの多くの研究とは一線を画すものといえよう。しかも、法人企業統計の個票データなどを用いた資金再配分指標の作成、金融庁の保有する金融機関店舗レベルの貸出・預金残高情報などを用いた地域間の資金循環指標の作成、さらに都道府県や都市雇用圏ごとの貸出市場の集中度の算出など、個々のデータを通常公表されている集計量とは異なる形で再構成して示されており、政策の根拠として使える質の高いエビデンスを提供されている。それゆえ本書で示される政策的含意は、ポストコロナの中小企業金融において大きな影響を与えるものになるに違いない。

本書の課題およびポストコロナの中小企業金融に対する著者の結論は、「中小企業が活動するに際しての資金制約の問題は相対的に小さい一方で、貸出市場における様々な局面で、資金配分の効率性には改善の余地がある」（373ページ）という一言に端的に表れているが、ここでいう「資金配分の効率性の改善」として含意されるものとはいかなるものだろう。字数の制約上、生産性の低い企業に対する資金配分の非効率性をどうするか、という点についてのみ言及しておこう。

世上、非効率な企業が存続することに対する資金配分のゆがみに対しては、「早急な市場からの退出」を促す見解が散見され、「中小企業数は半分でよい」との意見は賛否を呼んだ。しかし、事業の存続は効率性で判断できる単純な話でもない。大企業の業績改善が中小企業の犠牲のもとに成立している側面があることも忘れてはならないし、非効率企業の権化とされる「ゾンビ」状態から脱却・再生する中小企業もつねに存在しているのであって、非効率性を理由に一概に切り捨てることはできない。対して本書の提起は「経営の良くない企業が早期に事業再生に踏み切り、自らの存続・退出を選択するとともに再生の手法を検討する」（375ページ）というものであり、その限りにおいて同意しうる見解である。とはいえ問題は、中小企業の特性を踏まえつつ、生産性の低い企業を切り捨てることなく事業再生や転換支援するのは誰か、そしてそれができるのかという点である。

本書で述べられているように、その役割を担うべきはまず金融機関であろう。その必要性はこれまでも十二分に強調されてきた。しかし、2000年代以降の地域金融行政下で取り組まれてきた金融機関の役割強化は期待されたように進んでいるとはいいがたい。中小企業との間でリレーションシップを築いている金融機関は的確な助言ができるであろうことは想像に難くないが、日本の平均的な地域金融機関においては、それを行うだけの経営資源の余裕がないことも

事実である。本書では、金融機関が金利や手数料が取りにくくなっている状況下にあってもそれを払いうる企業に注力することで、独自のサービスをそれら企業に提供できる可能性にも言及されるが、果たしてそれに応えるサービスを提供できる金融機関がどれほどあるか、その検証は行われていないし、そうした金融機関になるには乗り越えるべき課題がまだ多い。併せて、取り残される数多くの中小企業の事業転換を誰が支援するのかといった課題にも取り組む必要が出てこよう。担保や個人補償に関する検討は行われているものの、どうすれば金融機関がその任を担えるようになるのか、ないものねだりであることは承知しつつ、その検討はまだ残されているように思われる。

他方、政府の役割に対する本書の期待も大きい。しかし、政府が定期的に金融機関に資金繰り支援の徹底を要請することによって、経営努力がなくても資金繰り支援が続くとメッセージを企業に与えている可能性があること、また政府による中小企業金融への積極的な関与が、民間金融機関や企業の先進的な取り組みを阻害する可能性についても本書では言及されている。総じてみれば、政府はインセンティブを通じた効率的な支援へシフトし、貸出後における企業の経営改善を重視すべきというのが本書のメッセージであるように思われる。その意味するところを政府支援に過度に依存・期待し、変化に対応しようとしないうる中小企業経営者が一定程度存在し続けており、そうした企業を市場から退出させようとしていると理解してよいのであれば、すでに一部採用されているこうした施策は健全なものである。しかし、いうまでもなく問題ある企業の市場からの撤退による資金そのものが行く先の企業の生産性を高めたり、技術革新をおこしたりするわけではない（もとより革新的な意欲をもつ企業への資金がその実現を促進することはあろうが）。筆者のいう「金融には経済における資金配分を変える力がある」ことに異論はないが、適切な資金配分を引き起こ

す起点・主役は、考え、行動する中小企業経営者であり、カネが革新を引き起こすわけではない。本書は、ポスト中小企業金融を視野に、市場メカニズムを通じて金融機関や政府が中小企業の事業再生、転換を図るための豊富なデータを提供し、その政策的含意を示しているが、他方では中小企業家の意識改革が問われている、ということの浮き彫りにしているのではなかろうか。

結びに代えて

本書は400ページを超える著作であり、計量的な知識とともに、通常のデータを再構成する手法によって独創的なものであるがゆえに読み通すには骨が折れる。とはいえ、各章に設けられた「概要」「得られた結果の概要」の部分、さらに序章と終章も併せて読めば、実証分析で得られた結果の政策的含意について大枠を掴めるように工夫されている。10数年ぶりに「金利のある世界」が到来し、大きな転換点を迎えている中小企業金融の展望を考える上で、本書は必読の書である。