

金融システムと中小企業金融（Ⅰ）

村 本 孜

<目 次>

0. はじめに
1. bank-based system vs market-based system
 - [1. 1] bank-based system vs market-based system の議論の整理
 - [1. 2] 世界銀行の研究
 - [1. 3] 金融システムと law origin
 - [1. 4] 日本の金融システムとの関連
2. 中小企業金融の理論的基礎
 - [2. 1] 中小企業金融の特質
 - [2. 2] relationship lending のサーベイ
3. 日本の中小企業の財務状況
 - [3. 1] 財務力
 - [3. 2] 中小企業の欠損率
 - [3. 3] 有利子負債依存度等
 - [3. 4] ファイナンス・ヒエラルキーの検討 (以上本号)
4. 中小企業金融
 - [4. 1] 民間金融機関の貸出行動の変化
 - [4. 2] 信用保証協会の利用
 - [4. 3] 中小企業向け貸出金利
5. 中小企業金融の新たな展開
 - [5. 1] 中小企業基本法改正と新興市場
 - [5. 2] 証券化（資産流動化）：CLO（ローン担保証券）
 - [5. 3] クレジット・スコアリング
 - [5. 4] 政策金融の役割
6. むすびにかえて

0. はじめに

金融システムは、金融部門の特性（直接金融・間接金融，金融機関・市場の機能），資金フローの形態（資金調達・運用行動），コーポレート・ガバナンス構造，企業文化（取引関係，雇用関係，企業戦略など）といったサブ・システムから構成される。企業金融もそのサブシステムを構成し，金融システムを規定する上で重要な要因である。

金融システムの相対的効率性（比較金融システム分析）の議論は，経済システムの比較制度分析（comparative institutional analysis）の影響を受けて緒についたところである（*Journal of Money, Credit and Banking* の1998年 Aug. の特集号，*Journal of Financial Intermediation* の1999年の特集号，および Allen and Gale [2000] など）。その際，単に金融システムの構造を経済的視点から捉えるのではなく，コーポレート・ガバナンスに代表されるような法的（商法・経済法・民法など）構造の側面からも分析が行なわれているのが特色でもある（La Porta et al. [1998], Levine [1988] など）。金融機能・金融システムの分析として，従来から資金決済，資金仲介，リスク管理，情報生産が議論されているが，これにコーポレート・ガバナンス機能を付け加えているのが，Merton [1995] などの主張であり，金融システムの国際比較の視点においても重要になっている。

この点に関連し，世界銀行は経済発展と金融システムの関係について精力的に研究を行っており，分析の視点として bank-based system と market-based system に着目し，統一的な金融指標を使用することで世界約150カ国のデータを整備して（Beck et al. [1999]），分析を行なっている（Demirguc-Kunt and Levine [1999], Beck et al. [2000], Demirguc-Kunt and Huizinga [2000] など）。

金融システムの比較制度分析において重要なキーワードは，「銀行型システム（モデル） bank-based system (model), bank-oriented model, credit-

based system 対市場型システム market-based system (model), market-oriented model」である。

bank-based system というのは、資金仲介およびコーポレート・ガバナンスにおいて銀行の役割が重要なシステム（いわゆる間接金融中心）であり、market-based system というのは資本市場が資金供給で重要な役割を果たし、コーポレート・ガバナンスにおいて所有と経営の分離が明確で企業に対する株主の統治が支配的なシステム（いわゆる直接金融中心）を意味する(OECD [1995] pp. 68~70)。

本稿は、このような金融システムの国際比較分析を念頭に置き、中小企業金融の特質を踏まえて、1990年代の日本の中小企業金融に生じた問題を整理し、その上で今後の課題を検討するもので、金融システムの国際比較分析に視角を与える可能性を示したものである。日本の金融システムにおける中小企業金融の比重の高さ（中小企業の資金調達行動における金融仲介機関の優位性）が、日本の金融システムを必然的に bank-based system にしていることの一要因となっている可能性があるからである。

1. bank-based system vs market-based system

[1. 1] bank-based system vs market-based system の議論の整理

金融システムの国際比較研究では、market-based system が優位性をもつだけでなく、bank-based system にも優位性があることが明らかになっている。以下では、Allen and Gale [2000] に依拠しつつ、bank-based system vs market-based system の議論を整理してみよう。

market-based system (model) と bank-based system (model) の相違は、OECD の定義にもあるように、資金仲介あるいはリスク・シェアリングの側面と、コーポレート・ガバナンス（外部からの監視か、金融機関との関係での内部監視か）の側面で顕著に相違が現われる。

market-based system (model) は、効率性に重点を置くシステムで、以下

のような特色をもつ。

- ① 資金仲介ないしリスク・シェアリングについては、基本的には資本市場を通じて資金供給が行なわれ、取引費用の引下げに優位性をもつが、家計部門が直接資本市場に資金を供給する場合には家計がリスクを直接負担することになる（家計が市場における価格変動リスクに直接に晒される）。さらに、金融機関が家計部門から吸収した資金を資本市場に供給する場合には、金融機関と市場との間で横断的なリスク・シェアリング (cross-sectional risk-sharing) が行なわれる。
- ② コーポレート・ガバナンスは、資本市場の監視と敵対的な TOB により企業の非効率性を制限するという形で発揮される。すなわち、市場を通じた経営に対する規律付け・監視が行なわれる。
- ③ マイナス面としては、情報のフリーライディングが生ずることが挙げられる。資金供給に関わる情報が市場で開示されていると、誰もその情報を収集するインセンティブを持たなくなるので市場での情報に関しては過小投資になる可能性が高い。投資家は自らの努力で情報を収集しようとするインセンティブを失いやすいのである。

一方、bank-based system (model) は、安定性に重点を置くシステムで、以下のような特色を持つ。

- ① 資金仲介は、銀行を中心とする金融仲介機関によって行なわれ、その情報生産機能が重要である。その際、金融仲介機関が通時的にリスクを平順化する (intertemporal smoothing) ことでリスクを削減し、結局はリスクを負担する (risk bearing) 機能を発揮して、リスクを内生化する。
- ② 市場の不完備性が存在する場合には、金融仲介機関の機能がより明確になることがある。すなわち、情報の非対称性が存在しなくても、異時点間に非効率性が発生する場合には、intertemporal な（通時的な）リスク配分の必要性が生じる。市場の不完備性のゆえ、金融仲介機

関による *intertemporal risk-sharing* が必要となる (*reserve* の蓄積)。リスクを減らすために、種々の *accumulation* が必要となり、それにより非分散リスクが減少する効果を持つ。

- ③ コーポレート・ガバナンス的には、ドイツにおける *hausbank* や日本のメインバンク制では、銀行のモニタリングが情報収集コストを削減し、敵対的な *TOB* に代替する効果を持っている (外部監視効果)。この効果は、コーポレート・ガバナンスに伴う固定費用を内生化するもので、とくに、標準化された情報の収集・処理について金融仲介機関には優位性が存在する。すなわち、金融仲介機関はモニタリングによる私的情報の生産を通してレントを生み出すことができるため、自ら情報を収集しようとするインセンティブが働く。
- ④ 金融取引が市場化する状況では、金融仲介機関の新たな機能として *participation cost* (具体的には、金融イノベーションを理解し、金融取引の意思決定にかかる時間的コストである。複雑なリスクを理解し、取引し、管理するには高度な専門性、洗練度が求められる) の節約が挙げられる。デリバティブに代表される市場化した金融取引については、高度な情報収集・処理能力・ノウハウ・人的資源が要求されるが、金融機関はこの情報生産コストを節約することができる。すなわち、高い情報収集コストを負担させることなしに、企業・個人に市場の便益を利用可能にするのであり、市場と企業・個人間のインターフェイスになる (Allen and Santomero [1999])。

以上のような整理を通じて、Allen and Gale [1997, 2000] は、「資本市場あり・仲介機関なし」の金融システムよりも「資本市場なし・仲介機関あり」の金融システムの方が経済的厚生を高める可能性が強いことを論じている。

しかし、市場型システムないし直接金融中心のアメリカの金融システムは、1990年代以降のアメリカ経済の持続的な拡大をリードし支えたシステ

ムとして、あたかもグローバル・スタンダードという評価を得ているかの如くである。とはいえ、馬場・久田 [2001] が指摘するように、「情報の非対称性、取引コストの存在、不完備契約、モラル・ハザードの問題などから生じる市場の不完全性を考慮すると、市場機能に全てを委ねる金融システムが常に望ましいと結論付けるのは危険であろう。また、システム間の制度的補完性 (institutional complementarity) の議論を踏まえると、金融システムのあり方は金融システム単体の問題として捉えるのではなく、コーポレート・ガバナンス構造や労働システムをも含む経済システム全体の枠組みの中で考える必要がある。」(p. 4) という点は首肯される。

[1. 2] 世界銀行の研究

世界銀行の調査グループが、経済発展と金融システムの関連を精力的に研究しているのは、1国経済が発展する上で、bank-based system が有利なのか、それとも market-based system が有利なのかを明らかにしようという問題意識に基づくものである。いずれの金融システムが有効なのか否かは、金融規制にも関わっており、とくに bank-based system 型システムに対する規制が金融機関にある種のレントを与えることになり、そのレントでリスクを吸収するので金融規制のあるシステムが経済発展に寄与したとの議論があり (financial restraint), その実証を世銀が試みているともいえよう。

Beck et al. [1999] は、各国の金融構造について体系的整理を新たなデータベースによって構築すべく、約150カ国について、データの整合性を維持しつつ bank-based system と market-based system の整理を行なっている。この新たなデータベースを活用して、Demirguc-Kunt and Levine [1999], Beck et al. [2000], Demirguc-Kunt and Huizinga [2000], Demirguc-Kunt and Marksimovic [2000], Beck et al. [2001] は、経済発展と金融システムの選択 (bank-based system vs market-based system) の関連を分

析している。

Demircug-Kunt and Levine [1999] は、共通のデータが得られる主要国について経済発展度 (developed vs underdeveloped) と bank-based vs market-based の視点から分類を行なった。金融システムを特徴付ける具体的な指標は、size, activity, efficiency とそれらを統合した conglomerate index である。これらの指標から、

- ・ 経済発展と銀行・ノンバンク・資本市場の関係
- ・ 経済発展と bank-based vs market-based systems の関係
- ・ 金融構造の法・規制・税・マクロ経済要因

という問題を検証している。

Demircug-Kunt and Levine [1999] の金融的発展度と金融システムの選択の整理は、表 1 に集約されている (各国の金融構造指数 conglomerate index は、[資本市場化率-平均値] と [市場化率-平均値] と [市場効率性-平均値] の合計値を 3 で除したものとして算出される (資本市場化率=資本市場規模対国内預金銀行資産、市場化率=国内取引所でのエクイティ取引額対銀行の貸出額、市場効率性=国内取引所でのエクイティ取引額対 (GDP×オーバーヘッド・コスト))。分類の仕方は、調査対象の 58 国の conglomerate index に注目し、その平均よりも大きい国を market-based system に、小さい国を bank-based system に分類する。金融的発展度は、民間部門の銀行預金対 GDP 比の平均および市場取引対 GDP 比の平均で算出し、平均以上であれば発展度が高位であるとする)。これによると、日本は金融的発展度が高いカテゴリーに属し、bank-based system に属している。また、アメリカは market-based system の典型であり、ユーロ圏諸国に注目すると、オランダ、デンマーク、スウェーデン、イギリスの 4 カ国が market-based system ということになる。

Demircug-Kunt and Levine による検証結果は以下の通りである。

- 1) 1 国の経済が豊かになると banks, nonbanks, stock markets がよりアクティブかつ効率的になり、金融システムの発展度が高くなる。

金融システムと中小企業金融 (I)

(表1) 金融的發展度と bank-based system vs market-based system

(Demirguc-Kunt and Levine [1999] Table 12)

(1) 金融的發展度低位国	(2) 金融的發展度高位国
<p>① bank-based</p> <p>バングラディシュ -0.90</p> <p>ネパール -0.87</p> <p>エジプト -0.82</p> <p>コスタリカ -0.79</p> <p>バルバドス -0.78</p> <p>ホンジュラス -0.75</p> <p>トリダードトバコ -0.74</p> <p>モーリシャス -0.70</p> <p>ケニア -0.69</p> <p>エクアドル -0.56</p> <p>スリランカ -0.54</p> <p>インドネシア -0.50</p> <p>コロンビア -0.47</p> <p>パキスタン -0.38</p> <p>ジンバブエ -0.34</p> <p>ギリシア -0.34</p> <p>アルゼンチン -0.25</p> <p>ヴェネズエラ -0.15</p> <p>インド -0.14</p> <p>アイルランド -0.06</p> <p>平均 -0.54</p>	<p>① bank-based</p> <p>パナマ -0.92</p> <p>チュニジア -0.88</p> <p>キプロス -0.77</p> <p>ポルトガル -0.75</p> <p>オーストリア -0.73</p> <p>ベルギー -0.66</p> <p>イタリア -0.57</p> <p>フィンランド -0.53</p> <p>ノルウェー -0.33</p> <p>ニュージーランド -0.29</p> <p>日本 -0.19</p> <p>フランス -0.17</p> <p>ヨルダン -0.14</p> <p>ドイツ -0.10</p> <p>イスラエル -0.06</p> <p>スペイン 0.02</p> <p>平均 -0.44</p>
<p>② market-based</p> <p>デンマーク 0.15</p> <p>チリ 0.25</p> <p>ジャマイカ 0.28</p> <p>ブラジル 0.65</p> <p>メキシコ 0.68</p> <p>フィリピン 0.71</p> <p>トルコ 1.23</p> <p>平均 0.52</p>	<p>② market-based</p> <p>オランダ 0.11</p> <p>タイ 0.39</p> <p>カナダ 0.41</p> <p>オーストラリア 0.50</p> <p>南アフリカ 0.83</p> <p>韓国 0.89</p> <p>スウェーデン 0.91</p> <p>イギリス 0.92</p> <p>シンガポール 1.18</p> <p>アメリカ 1.96</p> <p>スイス 2.03</p> <p>香港 2.10</p> <p>マレーシア 2.93</p> <p>平均 1.17</p>
<p>低位国平均 -0.24</p>	<p>高位国平均 0.28</p>
<p>総平均 0.03</p>	

数値は金融構造指数。調査対象57カ国の平均(0.03)よりも大きい国を market-based system, 小さい国を bank-based system と分類。

(表2) 金融構造の構成要因 (相関係数: Demirguc-Kunt and Levine [1999] Table 14)

	英米法	フランス法	株主保護	債権者保護	執行度	会計制度	預金保険	政府の腐敗
bank-based	-0.250	0.065	-0.215	-0.096	0.429	0.115	0.208	0.115
market-based	0.308	-0.377	0.323	0.108	0.388	0.564	-0.120	0.460
金融構造指数	0.184	-0.260	0.310	-0.004	0.182	0.460	-0.054	0.375

2) 高所得国で, stock market が銀行に比してよりアクティブかつ効率的になる。

3) Common Law tradition では market-based になる傾向がある (株主権の保護が強く, 優れた会計基準が整備され, 明示的な預金保険が存在しない)。これに対し, French Civil Law tradition では underdeveloped になりがちである (株主権・債権者保護が弱く, 契約の執行度が弱く, 政府の腐敗 (政府高官による賄賂の要求) が多く, 会計基準が脆弱で, 銀行規制は制限的である (表2)。

法制度の関連では, La Porta et al. [1998] が指摘するように, English Common Law tradition の国々では, 一般的に株主権が強く, 債権者保護も強いとされ (ただし, アメリカは債権者保護が弱い), French Civil Law tradition では株主権が弱く, 債権者保護も弱い傾向がある。また, 法の執行度はスカンディナヴィア法で強力で, ドイツ法が次ぐといわれる (表3)。

現状では, 世界銀行の調査グループの研究も含め, 経済発展に bank-based system と market-based system のいずれかが有効に機能するのは一義的に決定されない, というのが当面の結論であるといえよう。

[1. 3] 金融システムと law origin

Beck, Demirguc-Kunt and Levine [2001] は, Demirguc-Kunt and Levine [1999] の分析を発展させ, law origin だけでなく, 政治的構造, 文化的構

造(宗教的伝統, 移民の影響など)を考慮し, いかなる要因が金融システムの生成に有意かを検討した。その結果, 金融システムないし金融機関の発展と law origin の関係が他の要因よりも有意であることを実証した。その上で,

- 1) ドイツ法 origin のシステムでは, 金融仲介機関の発展が見られ, かつ強い法執行度も見られ, 私有財産権が強いこと,
- 2) イギリス法 origin の国では, 株主保護・債権者保護といった outsider rights の保護度が強いこと, 会計制度が優れていること, 資本市場の役割が大きいこと,
- 3) フランス法 origin の国では, 金融機関の強度を示す指標が低く, 金融機関の役割は低いこと, 私有財産権が弱いこと, ディスクロージャーの透明度が低いこと, 株主・債権者の保護が弱いこと, 資本市場の役割が低いこと,

といった点を明らかにしている。このようなことから, ドイツ法 origin と, common law origin で金融制度が強固であることを論じている。

[1. 4] 日本の金融システムとの関連

金融システムの国際比較分析のコンテキストで, 日本の金融システムを考えると, 表1にあるように Demircug-Kunt and Levine [1999] は, 日本の金融システムを金融発展度高位国・bank-based system と整理した。また, 表3にあるように日本はドイツ法 origin で, 金融仲介機関の発展が見られる国として整理される。このような日本の金融システムは, 間接金融の優位性という特色を示すものであり, 以前の護送船団方式による金融規制の有効性が評価されてもいるのかもしれない。

日本の金融システムが bank-based system であるのは, 馬場・久田 [2001] が「各国の金融システムが, それぞれの国の歴史的な経緯を反映しているというシステムの経路依存性 (path dependence) を考慮する」必要

金融システムと中小企業金融 (I)

(表3) 金融構造と法制度 (Levine [1998] Table 2, La Porta et al. [1998])

	Creditor	Enforce	Bank	Share	会計基準
オーストラリア	-1(1)	9.36(10.0)	0.77	4	75
カナダ	-1(1)	9.48(10.0)	0.83	5	74
香港	1(4)	8.52(8.22)	1.19	5	69
インド	1(4)	5.14(4.17)	0.46	5	57
イスラエル	1(4)	6.18(4.82)	0.96	3	64
マレーシア	1(4)	7.11(6.78)	1.00	4	76
ニュージーランド	0(3)	9.65(10.0)	0.58	4	70
ナイジェリア	1(4)	3.55(2.73)	0.23	3	59
パキスタン	1(4)	3.95(3.03)	0.45	5	n. a.
シンガポール	1(4)	8.72(8.57)	1.50	4	78
南アフリカ	0(3)	5.85(4.42)	0.62	5	70
タイ	1(3)	6.91(6.25)	0.75	2	64
イギリス	1(4)	9.10(8.57)	1.22	5	78
アメリカ	-1(1)	9.50(10.0)	0.77	5	71
ジンバブエ	1(4)	4.36(3.68)	0.14	3	n. a.
アイルランド	(1)	(7.80)		4	n. a.
英米法平均	0.47(3.11)	7.16(6.46)	0.77	4.00	69.62
アルゼンチン	-1(1)	5.13(5.35)	0.29	4	45
ベルギー	0(2)	9.74(10.0)	0.53	0	61
ブラジル	-2(1)	6.31(6.32)	0.23	3	54
チリ	-1(2)	6.91(7.02)	0.75	5	52
コロンビア	-2(0)	4.55(2.08)	0.25	3	50
エジプト	1(4)	5.11(4.17)	0.44	2	24
フランス	-2(0)	9.09(8.98)	1.51	3	69
ギリシア	-1(1)	6.40(6.18)	0.50	2	55
インドネシア	1(4)	5.04(3.98)	0.48	2	n. a.
イタリア	-1(2)	8.75(8.33)	0.69	1	62
メキシコ	-2(0)	5.95(5.35)	0.24	1	60
オランダ	-1(2)	9.68(10.0)	1.31	2	64
ペルー	-2(0)	3.59(2.50)	0.12	3	38
フィリピン	-2(0)	3.77(2.73)	0.45	3	65
ポルトガル	-1(1)	8.63(8.68)	0.96	3	36
スペイン	0(2)	8.10(7.80)	1.31	4	64
トルコ	-1(2)	5.57(5.18)	0.35	2	51
フランス法平均	-1.0(1.58)	6.61(6.05)	0.61	2.33	51.17
オーストリア	0(1)	9.80(10.0)	1.36	4	75
ドイツ	0(3)	9.50(9.23)	1.64	1	62
日本	0(2)	9.34(8.98)	1.96	4	65
韓国	1(3)	6.97(5.35)	0.82	2	62
スイス	-1(3)	9.99(10.0)	2.68	2	68
台湾	0(2)	8.84(8.52)	1.38	3	65
ドイツ法平均	0.00(2.33)	9.07(8.68)	1.64	2.33	62.67
デンマーク	0(3)	9.66(10.0)	0.69	2	62
フィンランド	-1(1)	9.58(10.0)	1.22	3	83
ノルウェー	-1(2)	9.86(10.0)	0.93	4	74
スウェーデン	-1(2)	9.79(10.0)	0.87	3	77
スカンジナビア法平均	-0.75(2.0)	9.72(10.0)	0.93	3.00	60.93

Creditor: 債権者の法的権利保護の指数 (-2 ~ 1: 数値が大きいほど債権者の権利保護が強い; 括弧は Laporta et al. [1998])

Enforce: 契約執行の法制度の効率性の指数 (0 ~ 10: 数値が大きいほど契約執行度がより効率的; 括弧は Laporta et al. [1998])

Bank: 銀行貸出対 GDP 比率。

Share は株主権利、会計基準はその格付け (Laporta et al. [1998] による)。

を論じたように、法制度や歴史・文化的な背景いわゆる経路依存性 *path dependency* に制約される部分が大きいと考えられるが、中小企業金融の比重が金融仲介機関の融資の中で約70%と大きいことも1つの理由であるかもしれない。中小企業は、一般に情報面で不透明性を内包し、その資金調達行動において情報の非対称性が大きいので、金融仲介機関の情報生産機能が発揮されなければ、円滑な資金調達行動を保証されない。したがって、中小企業金融が高い比重を占める国は *bank-based system* になる可能性が高く、少なくとも、個人金融を入れたりテール金融の比重が高い国の金融システムは、*bank-based* になる傾向が高いといえよう。

したがって、日本の金融システムの今後の変化、すなわち *market-based system* に移行するか否かを考える上でも、中小企業金融の動向をフォローすることは重要な視点となる。少なくとも、わが国の間接金融中心の金融システムが直接金融中心のシステムに直ちに収斂していかないことも十分予想されるという主張(馬場・久田 [2001])は説得的である(これに対し、Hoshi and Kashyap [1999] は、わが国大企業の資金調達が直接金融へのシフトするスピードが大ききから判断すると、わが国金融システムはアメリカ型システムに急速に収斂するとの見解を示しているが、中小企業金融の比重を考慮すると説得的ではない)。

2. 中小企業金融の理論的基礎

[2. 1] 中小企業金融の特質

[情報の不透明性の存在：*relationship* の意味]

企業金融において、大企業は資本市場からの資金調達手段を活用できるのに対し、中小企業は金融仲介機関に依存する比重の高いことが認識されている。これを情報の非対称性の問題として捉えると、大企業に比して中小企業金融の方が情報の非対称性の度合いの強い分野 (*information opaque*) であり、金融仲介機関による情報生産機能が重要となる分野なのである。

金融仲介機関とくに銀行の融資は、relationship（長期的継続関係ないし借手との密接な関係）を重要視していることに特色があるが、この点は資本市場での資金調達では重要視されない。金融仲介機関は、情報生産、情報分析、金利・担保など融資条件の設定などによって、中小企業金融における情報問題を解決できるのであるが、その際中小企業との relationship を通じて蓄積された情報を活用することが重要な意味を持つのである (Berger and Udell [1995] p. 351~2)。

Berger and Udell [1998] は、中小企業金融の情報問題について、

① 中小企業が情報の不透明性を克服するのに必要な質の高い評価を得にくいこと、

とくに、

② 中小企業がハイリスク事業へ移行することにあたっての困難性の存在、

③ 新規事業開始にあたっての困難性の存在、

④ 経営努力の欠如といったモラルハザードの存在、

から市場で高い評価を得にくいという課題があるため、公開市場での資金調達に馴染まず、非公開市場・負債市場が重要になると指摘している (Berger and Udell [1998])。また、Berger and Udell [1998] は、アメリカでも中小企業は外部負債に依存する比重が高いことも示している (表4)。

[中小企業金融の方向]

中小企業は、どんなに情報開示に努めても大企業に比べて情報の不完全性が大きく、情報問題はその点で深刻なのである。大企業が資本市場を有効に活用できるのは、格付け機関の格付けがあるからであるし、また投資家向けのアナリストが存在して、独自の角度から投資情報を提供していることが大企業の情報生産に寄与しているのである。このような格付けやアナリストの分析は、中小企業には存在しないし、あるとしてもごく一部に留る。

金融システムと中小企業金融 (I)

(表4) 企業属性と金融 (Berger and Udell [1998] p. 620)

	equity	内 owner	debt	内 銀行	FiCo	owner	その他
Infant (0-2yrs)	47.9	19.6	52.1	15.7	8.3	6.0	22.1
Adolescent (3-4)	39.4	17.4	60.6	30.8	2.5	6.2	21.1
Middle-Aged (5-24)	48.0	31.9	52.0	17.9	5.9	3.9	24.3
Old (25-)	56.5	35.4	43.5	17.3	3.3	3.7	19.2
小 規 模	56.0%	44.5	44.0	14.9	3.1	5.6	12.4
大 規 模	47.7	27.2	52.3	19.9	5.5	3.6	23.3
全 体	49.6	31.3	50.4	18.8	4.9	4.1	26.6

(注) 小規模は従業員20人未満・売上100万ドル未満、大規模はそれ以上。
FiCo = finance company

さらに、中小企業は大都市部だけではなく、地域的には多様に存在している。すなわち、中小企業の情報というのは、地域情報でもある。地域情報の特性として、地域にアクセスしないと入手が困難であり、かつその情報が虚偽であるという場合の対応が困難で、その真偽はその地域に出向いて調査をしてはじめて確かめられるという性質がある。中小企業の情報問題は、市場で対応できないばかりか、金融仲介機関であっても、簡単に解決可能ではなく、地域情報は地域金融機関にしか解決できないこともありうるのである。

金融システムが市場型になればなるほど、間接金融分野では民間金融機関の融資が主体になる。公的補完のうち、直接融資の守備範囲は政策目的に適合する分野、市場では対応できない分野などに限定されよう。公的補完の主たる手段としては、民間ローンの保証の比重が高まるであろう。金融システムの健全化が進めば、間接金融分野の主たる対象は中小企業金融、リテール金融になることは、情報の非対称性の問題から明らかであろう。

したがって、中小企業金融分野での政策的対応がいかなる制度設計になるかは、大きな課題である。たとえば、アメリカでは SBA の直接融資は極めて限定的であり、SBA ローンといっても、それは保証スキームになっており、そのスキームの枠内で証券化も行なわれていることは、日本にとって今後の参考になる。

[2. 2] relationship lending のサーベイ

[relationship lending の議論]

中小企業金融は、relationship lending (長期的継続関係に基づく貸出ないし借手との密接な関係に基づく貸出) の典型であるが、この分野については情報理論に依拠した研究の系譜がある。情報の経済学を金融仲介理論の適用し、その有効性を示したのは、Leland and Pyle [1977], Diamond [1984, 1991], Ramakrishnan and Thakor [1984], Boyd and Prescott [1986] などの一連の研究であることはよく知られている。これらの研究で、金融仲介機関の存在が借手の情報生産において規模の経済性や比較優位性を有することを示し、借手情報の非対称性が大きいほど銀行の専門性が見られる。その専門性の故に、銀行貸出市場の契約は、他の負債市場の契約と本質的に異なっており、その典型が relationship lending なのである。銀行は借手の行動を継続的にモニタリングするという relationship の構築や預金口座の動きを把握することによって、借手の情報を獲得する (Allen et al. [1991])。

1980年代後半以降、銀行と借手の relationship の長さや貸出の価格 (金利、担保など) の関係が議論されるようになり、企業規模に関わりなく relationship の問題が議論されている。

Petersen and Rajan [1993] は、逆選択やモラル・ハザードを手がかりに、借手のことが分らない段階では貸出金利の設定は高いが、借手情報が蓄積された段階には貸出金利は低下することを示した。Boot and Thakor

[1994] は銀行と借手の relationship のデュレーションが貸出価格の決定において重要であること、担保徴求が relationship の長さに依拠すること、すなわち借手は relationship の初期には高い金利支払と担保徴求を迫られるが、relationship の確立後は金利が低下し担保が徴求されないことを示した。ただし、Petersen and Rajan [1995] は、銀行と借手の relationship が相互の利益のための私的情報を作り出すプロセスで、貸手の情報独占を通じてレントを発生させるが、資本市場からの競争圧力の高まりが、レントの減少を通じて、銀行が貸出を行なうインセンティブを低下させ、企業の資金調達行動が借入から資本市場へシフトさせることを示している。

これに対して、貸手は relationship の初期段階ではむしろ借手を支援する条件で融資し（ある種の補助金の提供）、後にこの支援分を回収するという行動をとるといった議論もある (Greenbaum et al. [1989], Sharpe [1990], Wilson [1993])。

[relationship lending の実証など]

このように銀行と借手の間の relationship について、理論的には対照的な議論が行なわれており、実証レベルでの検証が銀行の L / Cs (lines of credit) を手がかりに展開されている。銀行の L / Cs は、事前に決められた条件で運転資金を提供する先物契約と考えられ、relationship lending の重要な要素とされるからである。銀行の L / Cs が得られていると収益向上に繋がること、とくに銀行と借手の relationship が長ければ L / Cs の更新が行なわれて、その効果が大きいこと、反対に新規の L / Cs の設定でも効果は変わらないことなどが議論された。分析的には、銀行と借手の relationship のデュレーションを計測することで、L / Cs が更新か、新規かとの問題を回避することなどが行なわれた。

Berger and Udell [1995] では、中小企業につき、NSSBF National Survey of Small Business Finances をデータとし、銀行と借手の relationship のデュレーションを用いて、実証を行なった結果、銀行と長期の relation-

ship を構築している場合に、低い金利が適用され、他の中小企業に比べて担保徴求も少ないことが示されている。

日本でも、中小企業金融において relationship lending の重要性は広く知られているが、Berger and Udell [1995] 流の研究の蓄積はない。

以上では、relationship を重視する分析についてサーベイしたが、中小企業金融においてはとりわけ relationship が重要であると思われるからである。しかし、最近の間接金融の有効性をめぐる議論では、情報非対称性の度合いが強く、市場性が低いとされる relationship に代わって、arm's length lending ないし transaction lending という一定の距離を置いた市場性の高い貸出（取引貸出）も存在し（具体的には、モーゲージ貸出。担保さえ徴求できれば、特別なモニタリングを行なわないで実行する貸出）、取引貸出では銀行と借手の間で情報の共有が行なわれず、資本市場での資金調達と競合関係が存在するというものである（Boot and Thakor [2000], 馬場・久田 [2001]）。今後、中小企業金融で証券化あるいはクレジット・スコアリングなどが進めば、このような取引貸出も考慮していくことが必要であろう。

3. 日本の中小企業の財務状況

[3. 1] 財務力

日本の中小企業金融の状況を整理する手がかりとして、中小企業の経営状況を財務力から検討してみよう。「中小企業の財務力」を、

中小企業の財務力 = (収益力 + 支払能力 + 活力 + 持久力 + 成長力) / 5 × 100
として定義する。ここで、

収益力 = 売上高 / (営業費用 + 支払利息)

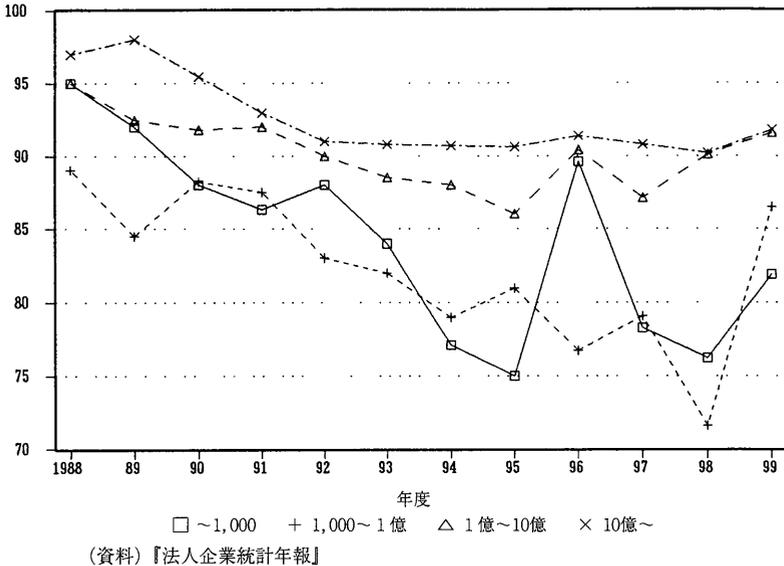
支払能力 = 流動資産 / 負債 (資本金 1 億円以上は流動負債)

活力 = 売上高 / 総資本

持久力 = 自己資本 / 負債

成長力 = 当期自己資本 / 前期自己資本

(図1) 中小企業の財務力



とする。データは、『法人企業統計年報』を用い、1988~99年について、資本金別に1,000万円未満、1,000万円~1億円、1~10億円、10億円以上の4つのカテゴリーに分けて、「中小企業の財務力」を算出する(図1)。

これによると、資本金1,000万円未満・1,000万円~1億円の中小企業の財務力は、資本金1~10億円・10億円以上の企業に比べて、明らかに弱いが分る。資本金1,000億円未満の中小企業は、96・99年度を除くと、ほぼ一貫して低下傾向にあり、財務力が脆弱になっていることが窺われる。同様な傾向は、資本金1,000万円~1億円の中小企業でも99年度以外はほぼ一貫して低下傾向であり、中小企業全体でも、その財務力は中堅・大企業に比べて脆弱であることが分る。

[3. 2] 中小企業の欠損率

中小企業の欠損率を、国税庁『税務統計から見た法人企業の実態』によ

金融システムと中小企業金融 (I)

(表5) 中小企業の欠損率 (欠損法人数/法人数: %)

資本金	90	92	94	95	96	97	98	99	法人数 (99)
100万未満	63.1	66.9	74.5	75.5	79.5	75.2	78.5	77.8	1,019,435
200万未満	57.5	61.8	73.0	74.8	79.2	77.2	76.5	79.3	
500万未満	50.1	57.8	69.4	72.1	72.2	72.7	74.7	77.9	
1000万未満	46.6	52.4	64.5	67.1	70.4	68.4	70.3	74.0	302,708
2000万未満	38.1	41.4	51.7	56.5	60.3	62.3	64.7	66.9	909,450
5000万未満	32.0	36.6	43.9	46.6	43.8	41.5	46.6	46.8	210,159
1億未満	32.3	37.3	42.4	41.8	44.2	40.1	42.5	48.5	48,890

(資料) 国税庁『税務統計から見た法人企業の実態』。欠損=所得金額が負または0および繰越欠損金を控除した結果、所得金額が0となったこと。

って見たものが表5である。ここで欠損率は、欠損法人数業/全法人数、である。欠損とは、所得金額が負またはゼロ、および繰越欠損金を控除した結果所得額がゼロになったこと、である。

表5は資本金別に中小企業の欠損率を見ているが、これによると、

- ① 欠損率は、90年代を通じて、いずれの資本金階層でも、上昇傾向にあること、
- ② どの年度においても、資本金が小さい中小企業ほど欠損率が高いこと、

が指摘できる。

中小企業の欠損率が高いことは、表5が税務統計であることから、節税対策の結果である可能性もあり、直ちに収益力が低下傾向ないし脆弱であることの証左とはいえないかもしれない。しかし、欠損率は基本的には収益力の代理変数であると考えられ、中小企業の収益力は脆弱であるといつてよいであろう。

[3. 3] 有利子負債依存度等

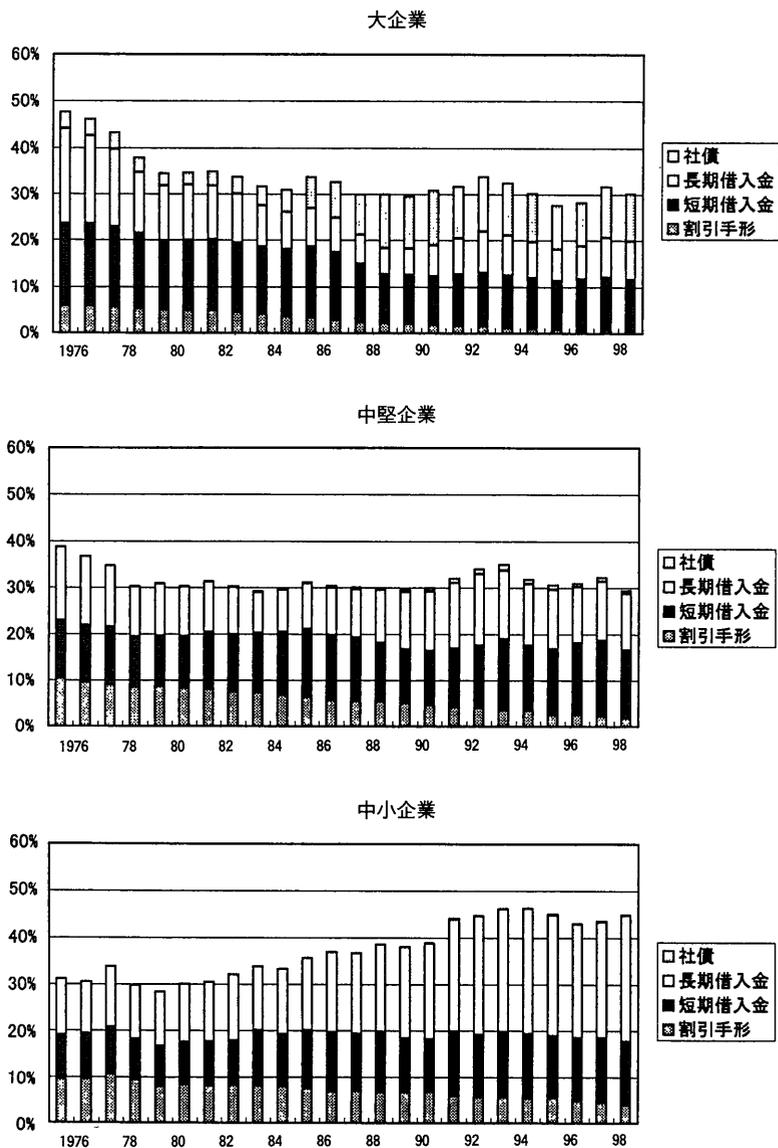
企業の資金調達手段による企業財務に占める影響（金融費用）を検出するために、『法人企業統計年報』から算出した有利子負債依存度を用いて検討してみよう。

有利子負債依存度は、有利子負債を売上高で除した値（有利子負債／売上高）として定義される。1976～99年度について、企業規模別に有利子負債依存度を計算したものが、図2である。これによれば、次ぎのような点が明らかである。

- ① 製造業では、大企業が80年代前半までは、中堅・中小企業よりも、有利子負債依存度が高い水準にあったが、その後逆転し、中小企業では84年以降一貫して大企業・中堅企業よりも高い水準になった。かつ中小企業について70年代からの時系列で見ると有利子負債依存度は上昇傾向にある。
- ② 非製造業では、大企業の有利子負債依存度が中堅・中小企業よりもほぼ高い水準にある。中小企業の有利子負債依存度は90年代後半を除き中堅企業よりも低い水準であったが、時系列で見ると上昇傾向にある。
- ③ 有利子負債の中身をみると、大企業は製造業・非製造業ともに金融機関借入れだけでなく、社債による調達が有利子負債の製造業で30%、非製造業で20%に及び、資本市場からの調達が進んでいる。
- ④ 同じく、中堅企業では、製造業・非製造業ともに大企業ほどではないが、社債による資金調達が進んでいる（製造業で3%程度）。
- ⑤ 同じく、中小企業の負債は金融機関借入れがほとんどで、社債の調達はほとんどゼロである（製造業・非製造業でそれぞれ最高0.6%・0.5%程度で）。製造業・非製造業ともに、負債構成が割引手形・短期借入金の比重が低下し、長期借入金の比重が増大している（製造業で80年には割引手形・短期借入金の比重が58.3%であったが、99年には39.6%まで

金融システムと中小企業金融 (I)

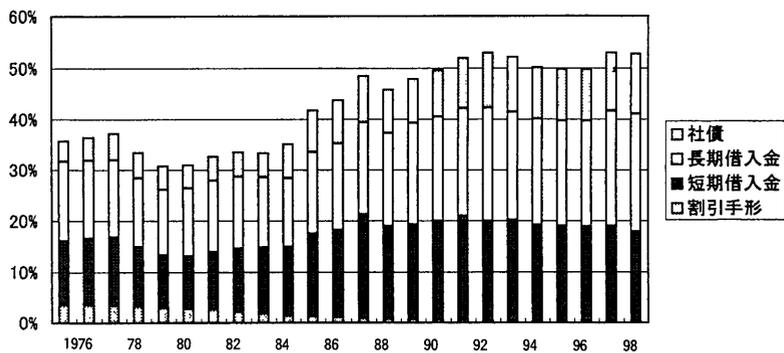
(図2) (1)有利子負債依存度とその内訳 (製造業)



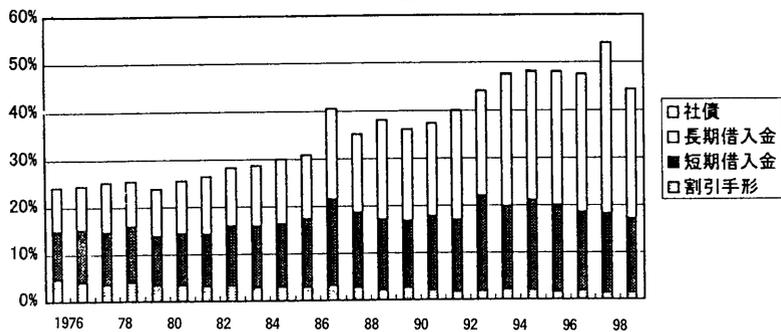
金融システムと中小企業金融 (I)

(2)有利子負債依存度とその内訳 (非製造業)

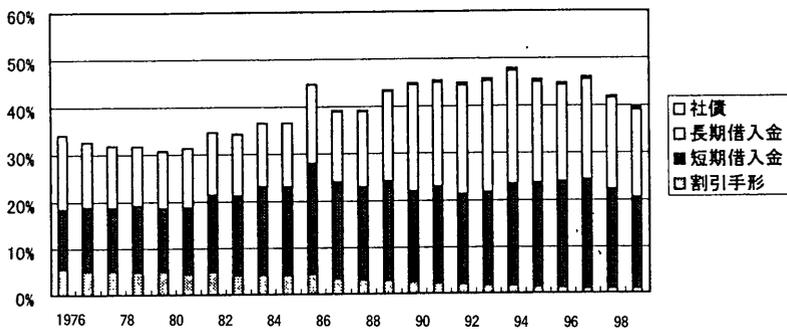
大企業



中堅企業



中小企業

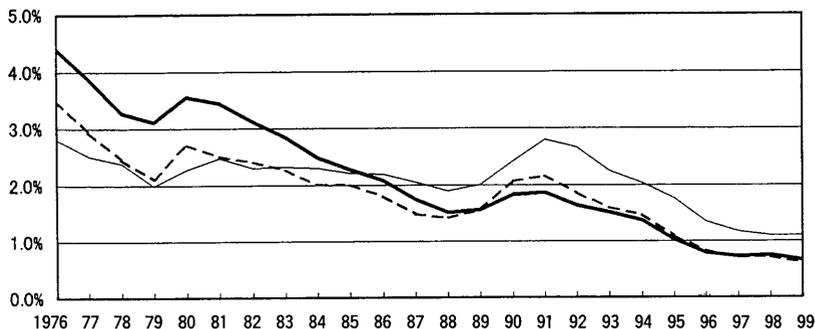


(資料)『法人企業統計年報』

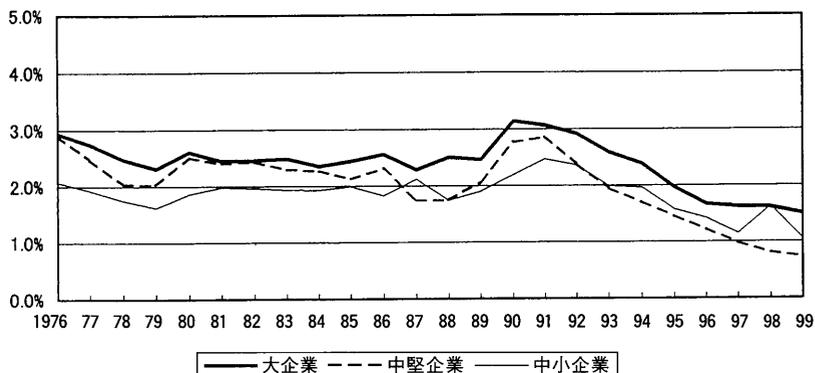
金融システムと中小企業金融 (I)

(図3) 売上高支払利息率の推移

(製造業)



(非製造業)



(資料)『法人企業統計年報』

低下した)。

次に、売上高に占める有利子負債コストの負担率を示す売上高支払利息率を算出し、企業財務に占める有利子負債の影響度をチェックしてみよう(図3)。

- ① 製造業・非製造業ともに企業規模にかかわらず、売上高支払利息率は低下傾向にある。

② 製造業では中小企業、非製造業では大企業の売上高支払利息率の水準が高い。ただし、中小企業については製造業・非製造業ともに近年は売上高支払利息率の水準はほぼ同じである。

③ 中小企業の有利子負債依存度が高水準にあるのにもかかわらず、売上高支払利息率が低下しているのは、有利子負債利率(=支払利息・割引料)/有利子負債)が低下しているからである。すなわち、

$$\text{売上高支払利息率} = (\text{支払利息} \cdot \text{割引料} / \text{有利子負債}) \times (\text{有利子負債} / \text{売上高})$$

$$= \text{有利子負債利率} \times \text{有利子負債依存度}$$

となるからである。

最後に、企業規模別に、76～99年度の自己資本比率の推移を見ると(図4)、

① 製造業大企業の自己資本比率は一貫して上昇しており、40%を超える水準である一方、製造業中小企業のそれはほぼ20%水準で推移している、

② 非製造業では、大企業のそれは緩やかに上昇しているものの20%程度である一方、非製造業中小企業のそれは緩やかな低下傾向にあり、10%水準にまで低下している、

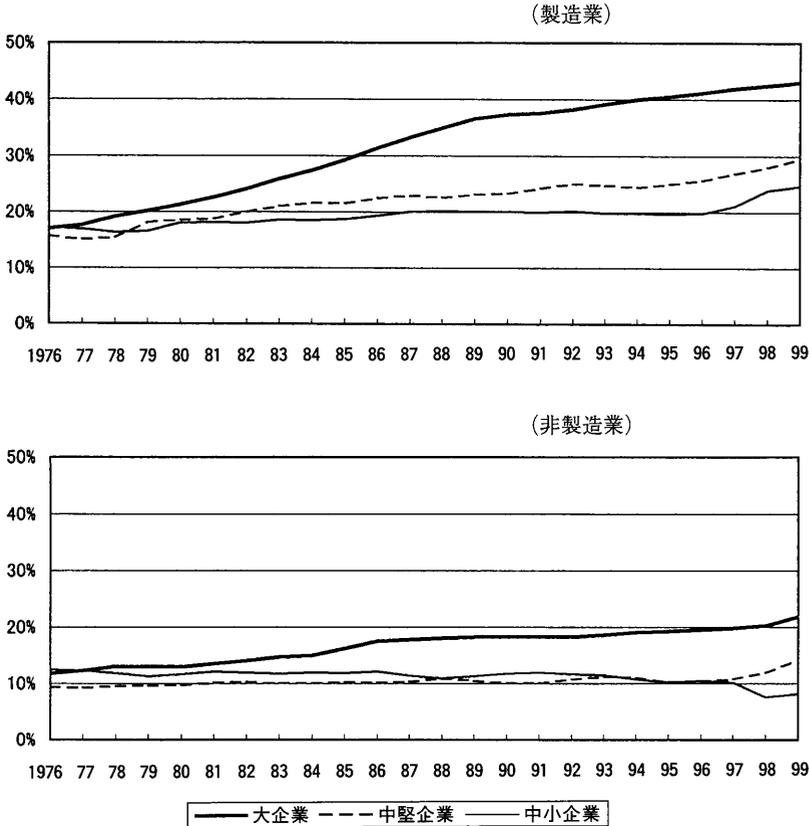
以上のデータから、企業規模別に見た資金調達多様化は大企業について見られるのみで、中小企業(そして中堅企業も)については多様化は進んでおらず、借入れ依存体質も改善しておらず、自己資本の充実も図られていない、と整理できよう。

[3. 4] ファイナンス・ヒエラルキーの検討

企業金融の問題を考えると、financing hierarchyが存在することが知られている。この点については村本[1994]で検討したことがあるが、その際行なったテストの再推計を行なったのが、表6である。具体的には、

金融システムと中小企業金融 (I)

(図4) 自己資本比率



(資料) 『法人企業統計年報』

製造業中小企業の設備投資の資金調達が、いかなる資金制約 financing constraints を受けるのかを検討したものである。投資関数として、

$$I_t / K_t = f(CF_t / K_t, BOR_t / K_t)$$

を考え、 I_t は設備投資、 K_t は有形固定資産期首・期末平均、 CF_t はキャッシュフロー（経常利益+減価償却）、 BOR_t は長期借入金とする。データは『法人企業統計年報』の製造業で、期間は、1975~88年度と90~99年度

金融システムと中小企業金融 (I)

(表6) 製造業中小企業の投資関数：financing constraints の存在

被説明変数 (I_t / K_t)		1975～88年度		
資本金規模	CF_t / K_t	BOR_t / K_t	const.	A-Rsq / DW
5,000万円未満	0.599 (2.576)	0.337 (2.932)	-0.001	0.463 2.497
5,000～1億円	0.528 (3.524)	0.752 (4.418)	0.002	0.608 3.183
1億円以上	0.436 (4.710)	0.429 (3.639)	0.048	0.619 1.494
1990～99年度				
	CF_t / K_t	BOR_t / K_t	const.	A-Rsq / DW
5,000万円未満	0.422 (1.728)	0.561 (5.077)	0.019	0.805 1.908
5,000～1億円	0.827 (1.743)	0.322 (1.178)	-0.059	0.302 1.460
1億円以上	0.739 (5.804)	1.081 (4.507)	-0.046	0.901 0.632

とし、バブルを挟む時期を区別して、その前後での比較を行なったものである。

表6の結果によれば、

- ① 75～88年度には、1億円以上の企業では、投資はまずキャッシュフローに制約され、次いで借入金に制約されるという financing con-

straints があることが明らかである。資本金5,000万円～1億円規模と資本金5,000万円未満規模の製造業中小企業では、キャッシュフローと借入金に制約されるという意味で **financing constraints** があるが、**financing hierarchy** とはいえない、

- ② 90～99年度では、資本金1億円以上の企業と資本金5,000万円～1億円の製造業中小企業で **financing constraints** があり、**financing hierarchy** の状況にあるといえる。これに対し、資本金5,000万円未満規模の中小企業で **financing constraints** があるものの、借入金の制約が大きくなっており、キャッシュフローの制約は弱くなっている、
が明らかである。

このことから、資本金5,000万円未満の製造業中小企業はバブル崩壊後に借入制約がより大きくなり、投資行動が金融機関借入に制約されていることを示している。大胆にいえば、規模の小さい中小企業は、収益性が低下し、自己資金で設備投資を行なうことが困難になり、借入によって投資を行なうことに追い込まれていることが予想されるのである。

〔参 考 文 献〕

- Allen, F. and Gale, D., "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing," *Journal of Political Economy*, Vol. 105 No. 3, June 1997, pp. 523-546.
- and ———, *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2000.
- and Santomero, A., "What Do Financial Intermediaries Do?", Wharton School, Financial Institution Center, University of Pennsylvania, Working Paper 99-30-B.
- Allen, L, Saunders, A. and Udell, G., "The Pricing of Retail Deposits: Concentration and Information," *Journal of Financial Intermediation*, 1, 1991, pp. 335-361.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Levine, R., "A New Database on Financial Development and Structure," Working Papers 2146, World Bank, July 2000.
- , ———, ——— and Marksimovic, V., "Financial Structure and Eco-

- conomic Development: Firm, Industry, and Country Evidence,” Working Papers 2423, World Bank, Aug. 2000.
- , ——— and ———, “Law, Politics, and Finance,” Working Papers 2585, World Bank, Feb. 2001.
- Berger, A. N. and Udell, G. F., “Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance,” *Journal of Business*, Vol. 68 No. 3, 1995.
- and ———, “The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22 Nos. 6-8, Aug. 1998.
- Berlin, M. and Mester, L., “On the profitability and cost of relationship lending,” *Journal of Banking and Finance*, 22 Nos. 6-8, Aug. 1998, pp. 837~897.
- and ———, “Deposits and Relationship Lending,” Wharton School Working Paper Series 99-3, Nov. 1998.
- Boot, A. and Thakor, A., “Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game,” *International Economic Review*, Vol. 35, Nov. 1994, pp. 899~920.
- and ———, “Can Relationship Banking Survive Competition?” *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 679~713.
- Boyd, J. and Prescott, E., “Financial Intermediary-Coalitions,” *Journal of Economic Theory*, Vol. 38, 1986, pp. 211~32.
- Demircuc-Kunt, A. and Levine, R., “Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-Country Comparisons,” Working Papers 2143, World Bank, July 1999.
- and Huizinga, H., “Financial Structure and Bank Profitability,” Working Papers 2430, World Bank, Aug. 2000.
- and Marksimovic, V., “Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data,” Working Papers 2432, World Bank, Aug. 2000.
- Diamond, D., “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *Review of Economic Studies*, Vol. 51 No. 3, June 1984.
- , “Reputation Acquisition in Debt Markets,” *Journal of Political Economy*, Vol. 97, 1989, pp. 828~861.
- , “Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt,” *Journal of Political Economy*, Vol. 99, 1991, pp. 688~721.

- Greenbaum, S., Kanatas, G. and Venezia, I., "Equilibrium Loan Pricing Under the Bank-Client Relationships and Terms of Loans," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 13, 1989, pp. 221~235.
- Hoshi, T. and Kashyap, A., "The Japanese Banking Crisis: Where Did it Come from and How will it End?," in Bernanke, B. and Rotemberg, J., *NBER Macroeconomics Annual* 14, Cambridge, 2000.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol. 106 No. 6, Dec. 1998, pp. 1113~1155.
- Leland, H. and Pyle, D., "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol. 32 No. 2, May 1977.
- Levine, R., "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth," *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 30 No. 3, Aug. 1998, pp. 596~620.
- Merton, R. C., "A Functional Perspective of Financial Intermediation," *Financial Management*, Vol. 24 No. 2, Sep. 1995, pp. 23~41.
- OECD, *Banks under Stress*, 1992.
- , *National Systems for Financial Innovation*, 1995.
- Petersen, M. and Rajan, R., "The Effects of Credit Market Competition on Firm-Creditor relationships," Working Papers, Univ. of Chicago, Feb. 1993.
- and ———, "The Benefits of Firm-Creditor Relationships: Evidence from Small Business Data," *Journal of Finance*, Vol. 49, Mar. 1994, pp. 3~37.
- and ———, "The Effects of Credit Market Competition on Lending Relationships," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, 1995, pp. 403~444.
- Ramakrishnan, S. and Thakor, A., "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation," *Review of Economic Studies*, Vol 51 No. 3, June 1984, pp. 415~432.
- Schmidt, R., Hackethal, A. and Tyrell, M., "Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, 1999. (Working Paper Series: Finance and Accounting No. 10, Johann Wolfgang Goethe-Universitat, Jan. 1998.)
- , "Differences between Financial Systems in European Countries: Consequences for EMU," Working Paper Series: Finance and Accounting No. 35, Johann Wolfgang Goethe-Universitat, Apr. 1999.
- Sharpe, S., "Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A

金融システムと中小企業金融 (I)

Stylized Model of Customer Relationships,” *Journal of Finance*, Vol. 45, Sep. 1990, pp. 1069~87.

Stiglitz, J., “The Contribution of Economics of Information to Twentieth Century Economics,” *Quarterly Journal of Economics*, 463, 2000, pp. 1441~1478.

Wilson, P., “The Pricing of Loans in a Bank-Borrower Relationship,” Working Paper, Indiana Univ., July 1993.

馬場直彦・久田高正「わが国金融システムの将来像—変革の圧力と金融当局の役割—」日本銀行金融研究所, Discussion Paper No. 2001-J-22, 2001年7月。

吉川卓也「財務データからみたわが国企業の資金調達の特徴および企業規模別借入金利の計測」『成城大学経済研究所年報』第11号, 1999年3月。

三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之〔編〕『会社法の経済学』東京大学出版会, 1998年11月。

村本 孜『制度改革とリテール金融』有斐閣, 1994年。

———「我が国の中小企業金融の現状と課題」『信用保証』No. 96, 1998年3月。

———「中小企業金融の現状と展望」『信用保険公庫月報』1999年7月。

内田真人・大谷聡・川本卓司「情報技術革新と銀行業」日本銀行金融研究所, Discussion Paper No. 2000-J-16, 2000年6月。