

# BBLセミナー プレゼンテーション資料

2015年6月25日

『失われた20年』後における  
中小企業の資金調達環境

植杉威一郎

# 『失われた20年』後における 中小企業の資金調達環境

2015年6月25日

一橋大学経済研究所, RIETI

植杉威一郎

# はじめに

- 「中小企業は、日本経済を支える重要な存在である一方で、情報の非対称性などから資金調達に困難をきたすことが多い」という認識
- 1990年代以降、2度にわたる深刻な景気後退に対応した、様々な中小企業向け支援策を実施
- 特に、大規模な資金繰り支援策を導入
- 支援策に効果はあったのか？
  - 2015年OECD対日審査報告
- 『失われた20年』を経て、中小企業の資金調達環境はどのように変化したのか？
- RIETI企業金融・企業行動ダイナミクス研究会(2004年度~)における研究成果などをもとに概観
  - 企業レベル・貸出契約レベルのデータを用いた実証分析

# 本日の内容

- 集計統計でみた中小企業金融
- 中小企業の資金繰り支援策の効果に関する検証
- 『失われた20年』を経た現在における中小企業の資金調達環境
- 政策的な含意

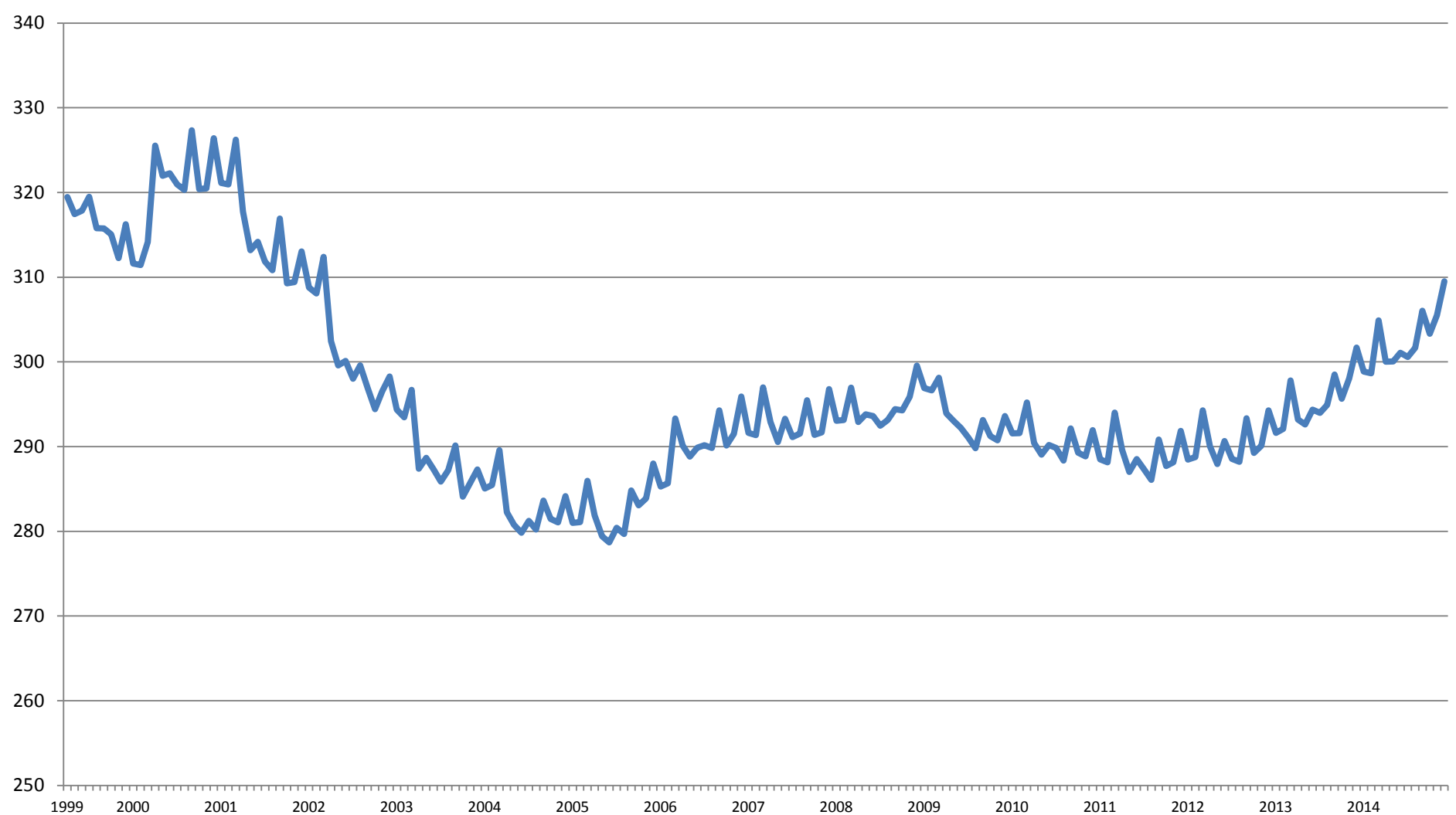
# Preview of results

- 中小企業に対する金融支援策は、主に危機時に提供され、資金繰りを改善する効果があった。
- 問題は、支援策で提供されている借入の期間が非常に長い点、危機後も手厚い支援策が提供されている点。
- 借入を行っている企業への支援策が継続される中で、
  - 1980年代以降、中小企業における資金再配分の程度が低下を続けており、大企業のそれを下回るに至っている。
  - 一方で、資金需要が存在しないために銀行からの借入ゼロという企業の比率が、増加を続けている。

# 集計統計でみた中小企業金融

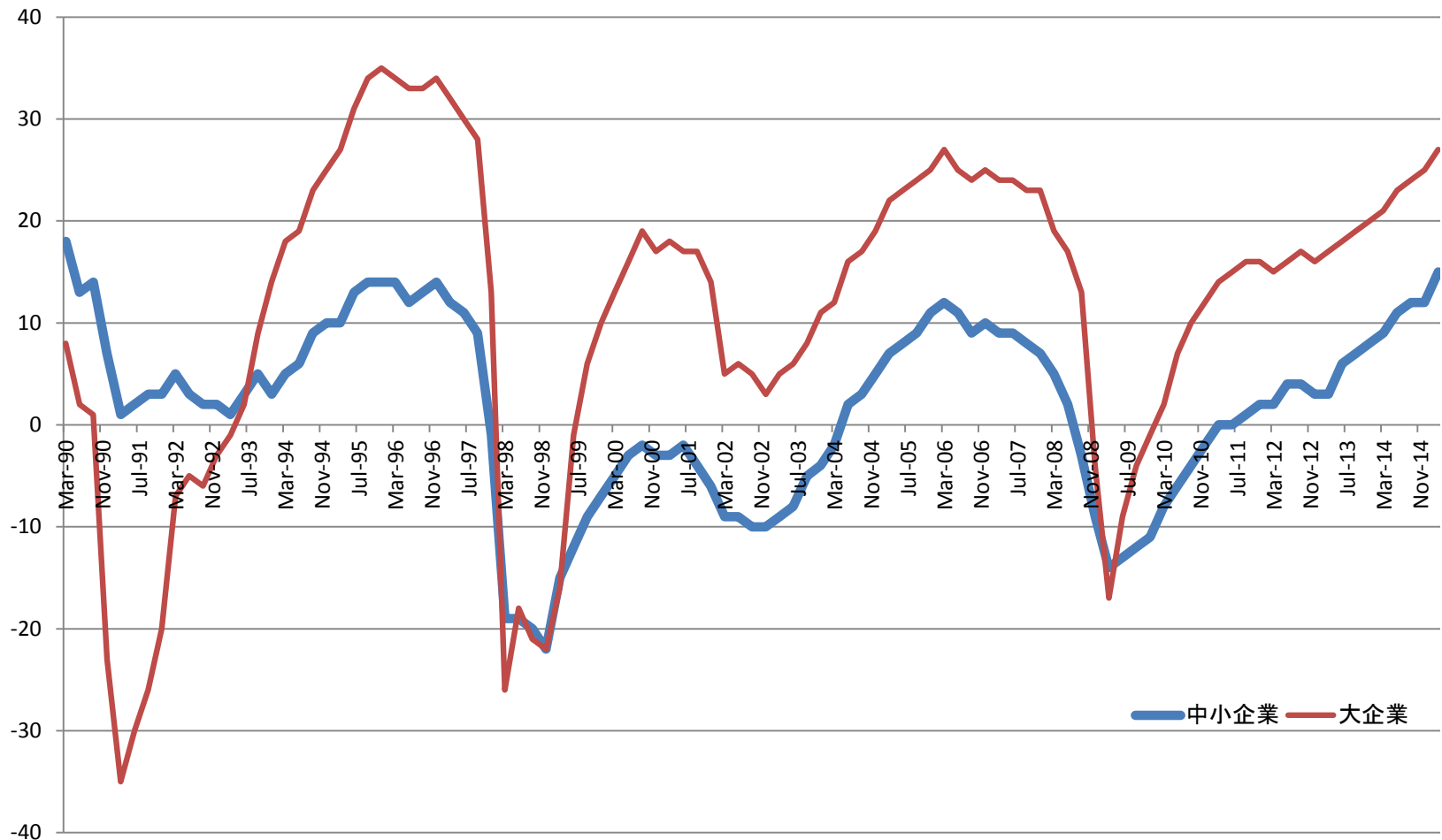
# 中小企業向け国内銀行貸出残高の推移

(単位:兆円)



出所: 日本銀行

# 金融機関貸出態度判断DIの推移

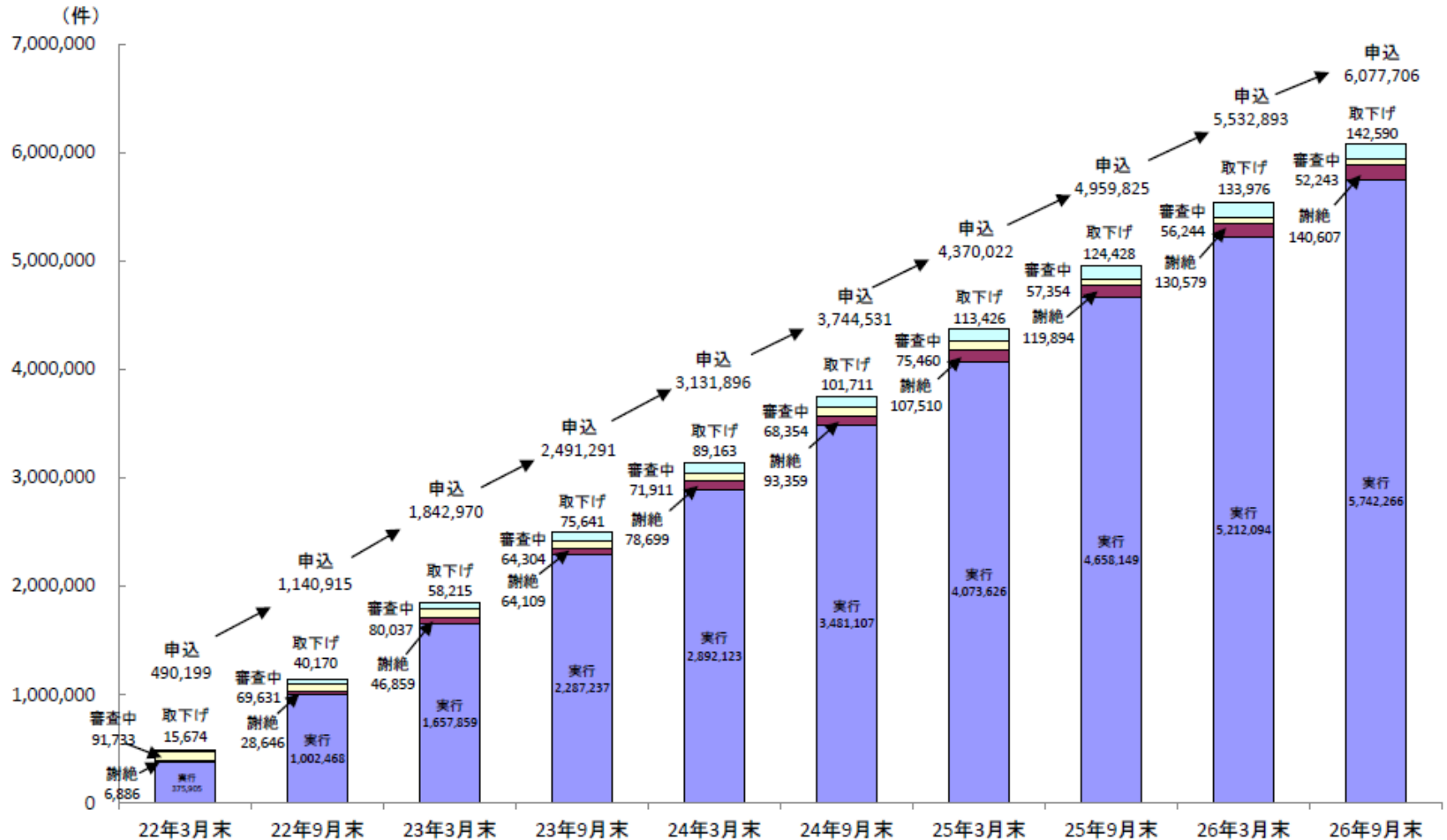


出所: 日本銀行短観



# 貸付条件変更件数の推移 (金融円滑化法期限後の時期を含む)

○ 各期末までの申込件数(累計)及びその処理の状況



出所:金融庁

# 中小企業の資金繰り支援策の 効果に関する検証

# 中小企業の資金繰り支援策

- 信用保証
  - － 金融機関の中小企業向け貸出を政府のバックアップを受けた信用保証協会が保証し、中小企業が金融機関からの借入を得やすくする制度
  - － 危機時における対応
    - 特別保証(1998年10月~2001年3月)
    - 緊急保証(2008年10月~2011年3月)
- 中小企業向け政府系金融機関による貸出
  - － 日本政策金融公庫(旧中小企業金融公庫、旧国民生活金融公庫など)や商工中金による、中小企業向けの貸出
  - － 危機時における対応
    - セーフティーネット貸付
  - － 無担保貸出(2008年8月~)など他であまり行われていない貸出手法の導入
- 中小企業金融円滑化法(2009年12月~2013年3月)
  - － 金融機関は、中小企業からの条件変更申込みに対しては、できる限り応じるよう努めることを定めたもの
  - － 企業と金融機関との間で自主的に交渉されるべき契約条件の変更を、政府が促す異例の措置

# 信用保証の効果

- 企業レベルデータを用い、信用保証制度の利用の有無情報に基づき、利用企業と非利用企業(で利用企業に属性が似ているもの)を選定。
- これら2つのグループの間で、企業の資金調達環境や事後パフォーマンスに違いがあるかどうかを検証。
- Uesugi, Sakai, and Yamashiro (2010)は特別保証、Ono, Uesugi, and Yasuda (2013)は緊急保証の効果を検証。
- いずれの信用保証制度を利用した企業でも、資金調達環境が改善している。パフォーマンスについては結果は一定せず、良くならない場合も多い。

# 特別保証と緊急保証

## 特別保証

### ➤期間:

1998年10月–2001年3月

### ➤保証総額:

30兆円(予定), 28.9兆円(実行)

### ➤保証付き貸出最長期間:

5年もしくは7年(1年間は元本支払猶予)

### ➤主なネガティブリスト要件(これらを満たしていない限りにおいて特別保証を提供):

(1) 大幅な債務超過状態, (2) 租税の未払い, (3) 破綻, (4) 粉飾決算

### ➤代位弁済額:

2.7兆円

## 緊急保証

### ➤期間:

2008年10月–2011年3月

### ➤保証総額:

36兆円(予定), 27.1兆円(実行)

### ➤保証付き貸出最長期間:

10年

### ➤代位弁済額

1.28兆円(2013年12月まで)

# 特別保証の効果

		Treatment	Control	Diff. in Diff.			Treatment	Control	Diff. in Diff.
<i>LOANRATIO</i>	<i>t-1</i>	0.499	0.498		<i>ROA</i>	<i>t-1</i>	0.015	0.013	
	<i>t</i>	0.515	0.496	0.018 ***		<i>t</i>	0.014	0.016	-0.004 ***
	<i>t+1</i>	0.509	0.490	0.019 ***					
	<i>t+2</i>	0.502	0.479	0.020 ***					
	<i>t+3</i>	0.504	0.472	0.028 ***					
	<i>t+4</i>	0.494	0.463	0.029 ***					
<i>LONGRATIO</i>	<i>t-1</i>	0.317	0.318		<i>RATE</i>	<i>t-1</i>	0.030	0.030	
	<i>t</i>	0.342	0.323	0.019 ***		<i>t</i>	0.029	0.028	0.001 **
	<i>t+1</i>	0.336	0.318	0.018 ***		<i>t+1</i>	0.028	0.027	0.002 ***
	<i>t+2</i>	0.325	0.308	0.016 ***		<i>t+2</i>	0.028	0.026	0.002 ***
	<i>t+3</i>	0.326	0.309	0.014 ***		<i>t+3</i>	0.027	0.025	0.003 ***
	<i>t+4</i>	0.320	0.303	0.013 ***		<i>t+4</i>	0.027	0.025	0.003 ***
<i>FCAP</i>	<i>t-1</i>	0.298	0.302		<i>FCAP</i>	<i>t-1</i>	0.298	0.302	
	<i>t</i>	0.300	0.300	0.004 ***		<i>t</i>	0.300	0.300	0.000
	<i>t+1</i>	0.302	0.301	0.005 **		<i>t+1</i>	0.302	0.301	0.001
	<i>t+2</i>	0.304	0.305	0.002		<i>t+2</i>	0.304	0.305	0.001
	<i>t+3</i>	0.314	0.313	0.001		<i>t+3</i>	0.314	0.313	0.001
	<i>t+4</i>	0.311	0.316	-0.002		<i>t+4</i>	0.311	0.316	-0.002

特別保証利用企業では、非利用企業に比して、借入比率 (LOANRATIO)、長期借入比率 (LONGRATIO) で1~3%ポイント程度上昇幅が大きい。

しかしながら、金利 (RATE) の上昇幅も0.1~0.3%ポイント大きい。

有形固定資産 (FCAP) の増加幅は、特別保証利用直後に0.4~0.5%ポイント大きい。

# 緊急保証の効果

Variables	B_MAIN=1			B_MAIN=0		
	Treated	Controls	Difference	Treated	Controls	Difference
ECG_LOAN_RATIO	0.107	0.000	0.107 ***	0.072	0.000	0.072 ***
dB_LOAN_RATIO	0.049	-0.002	0.050 ***	0.057	0.004	0.053 ***
dB_TLOAN_RATIO	0.044	0.003	0.041 ***	0.023	0.009	0.014
dLOAN_RATIO	0.024	-0.010	0.034 ***	0.034	0.001	0.033 *
dSHORT_RATIO	-0.015	-0.014	-0.001	-0.001	-0.018	0.017
dLONG_RATIO	0.039	0.005	0.034 ***	0.035	0.019	0.016
dRATE	-0.002	-0.001	-0.001	-0.011	0.000	-0.011
dCASHRATIO	0.015	0.003	0.011 *	0.007	0.007	0.000
dTANGIBLERATIO	-0.004	-0.002	-0.002	-0.021	-0.002	-0.019 **
dROA						
dSALESRATIO						
dCOSTRATIO						
dSCORE						
dlnEMP						

メインバンク経由で緊急保証を利用した場合、総資産の11%を保証付き借入で調達するが、代替が起きるため、メインバンクからの借入増加は5%分にとどまる。金利は有意に変化しない。

非メインバンク経由の場合、総資産の7%を保証付き借入で調達するが、代替の程度が小さいため、当該非メインバンクからの借入増加は5%分である。

# 政府系金融機関による貸出の効果

- 日本政策金融公庫中小企業事業本部(旧中小企業金融公庫)から匿名化された企業レベルデータ、契約レベルデータの提供を受け、危機時における公庫借入の役割を検証。
- 90年代後半における金融危機後の民間銀行による貸し渋りを公庫がどの程度代替したか(Sekino and Watanabe (2014))、2008年秋のリーマンショック後における公庫との取引関係は企業の資金調達にどのような影響をもたらしたか(植杉、内田、水杉(2014))を、それぞれ検証。
- それぞれ、公庫は民間金融機関による貸し渋り効果を代替する貸出行動をとる、公庫との取引関係により企業の資金調達環境は改善する、との結果が得られている。



# 政府系金融機関による貸出の効果 (日本政策金融公庫中小企業事業本部分)

2008年を起点とする推計

データセット①内部格付使用

	Treatment	Control	Difference
$\Delta(t+0)$ BORROWING/TOTAL_ASSET	0.177	0.008	0.169***
$\Delta(t+1)$ BORROWING/TOTAL_ASSET	0.223	0.004	0.219***
$\Delta(t+2)$ BORROWING/TOTAL_ASSET	0.241	-0.032	0.273***
$\Delta(t+3)$ BORROWING/TOTAL_ASSET	0.251	-0.023	0.274***
$\Delta(t+0)$ BORROWING_JFC/TOTAL_ASSET	0.172	0.000	0.172***
$\Delta(t+1)$ BORROWING_JFC/TOTAL_ASSET	0.185	0.000	0.185***
$\Delta(t+2)$ BORROWING_JFC/TOTAL_ASSET	0.193	0.000	0.193***
$\Delta(t+3)$ BORROWING_JFC/TOTAL_ASSET	0.199	0.000	0.199***
$\Delta(t+0)$ BORROWING_NONJFC/TOTAL_ASSET	0.005	0.008	-0.003
$\Delta(t+1)$ BORROWING_NONJFC/TOTAL_ASSET	0.039	0.004	0.035**
$\Delta(t+2)$ BORROWING_NONJFC/TOTAL_ASSET	0.048	-0.032	0.080***
$\Delta(t+3)$ BORROWING_NONJFC/TOTAL_ASSET	0.052	-0.023	0.075**
(t+0)INVESTMENT/TOTAL_ASSET	0.177	0.026	0.151***
(t+1)INVESTMENT/TOTAL_ASSET	0.256	0.031	0.224***
(t+2)INVESTMENT/TOTAL_ASSET	0.311	0.053	0.258***
(t+3)INVESTMENT/TOTAL_ASSET	0.376	0.073	0.303***
$\Delta(t+0)$ lnEMPLOYMENT	0.038	-0.018	0.056
$\Delta(t+1)$ lnEMPLOYMENT	0.025	-0.027	0.052
$\Delta(t+2)$ lnEMPLOYMENT	0.020	-0.004	0.024*
$\Delta(t+3)$ lnEMPLOYMENT	0.011	-0.046	0.057*

JFC利用企業では、非利用企業に比して、総資産比で17~27%分借入増加程度が大きい。大部分がJFCからの借入だが、時間を経るにつれてJFC以外からの借入も増加する。

JFC利用企業の設備投資は、総資産比で15~30%分大きい(設備投資目的の借入が多いため)。雇用の増加幅は、JFC利用企業の方がやや大きい。

# 金融円滑化法やそれに基づく 条件変更の効果

- 金融機関借入の条件変更を受けた可能性の高い企業を中心に、2万社に対してRIETIがアンケート調査票を送付、約6千社から回答を得た。
- 条件変更の有無・内容、経営改善計画、複数回の条件変更の有無、条件変更後の状況について質問。
- 円滑化法がどのような効果を有していたのか、条件変更を受けた企業はどのような属性を有していたのか、事後パフォーマンスはどうだったのかを知ることができる。
- 条件変更を受けたと回答した企業は、約1600社。

# 金融円滑化法の効果

- 法施行に伴う周知効果により、条件変更の申請・受理件数が増加した可能性。
- 金融機関に資金繰りの相談をすることへの抵抗感は、円滑化法施行(2009年12月)後に弱まり、終了(2013年3月末)後に強まった。

## 金融円滑化法施行や同法終了に伴う、金融機関に資金繰りの相談をすることへの抵抗感の変化

①円滑化法施行により抵抗感は

強まった	やや強まった	変わらない	やや弱まった	弱まった	回答件数 計
109	165	4,860	454	213	5,801
1.9	2.8	83.8	7.8	3.7	100.0

②円滑化法施行終了により抵抗感は

強まった	やや強まった	変わらない	やや弱まった	弱まった	回答件数 計
214	405	5,031	89	51	5,790
3.7	7.0	86.9	1.5	0.9	100.0

注) 上段: 件数、下段: 構成比(%)。

出所: 植杉、深沼他(2015)(以下同じ)

# 条件変更の状況

- 条件変更申請企業に占める拒絶率は非常に低い一方で、信用リスクが高いと拒絶率はやや高まる。金融機関は、リスクを勘案して条件変更に係る判断を行っていると言える。

## 条件変更の申請と承認の状況

(a)変更を認められた経験あり	1,561	27.8
(b)申し出たが1回も認められなかった	65	1.2
(c)申し出たかったが認められないと考えて申請しなかった	121	2.2
(d)申し出たかったが悪影響を考えて申請しなかった	159	2.8
(e)必要を感じなかったので申請しなかった	3,717	66.1
回答件数 計	5,623	100.0
申請率((a+b)/合計)	28.92%	
拒絶率(b/(a+b))	4.00%	

注) 上段:件数、下段:構成比(%)。

# 条件変更の内容

- 返済期間の繰延が全体の半数以上を占めており、金利減免や元本債務減額といった踏み込んだ措置は比較的少ない。

## 初めて認められた条件変更の内容(複数回答)

1年以内の返済期間繰延	365	24.9
1年超の返済期間繰延	437	29.8
元本支払い猶予	557	37.9
金利減免	240	16.3
元本債務減額	115	7.8
デット・エクイティ・スワップ	2	0.1
デット・デット・スワップ	13	0.9
その他	123	8.4
回答件数 計	1,468	100.0

注) 上段:件数、下段:構成比(%)。

# 2回以上の条件変更(再リスケ)

- 条件変更を受けた企業の約半数が、複数回の条件変更を受けた経験。
- 6割弱が「当初から返済条件の再度変更を見込んでいた」と回答。再リスケは、想定外の問題への対応を先送りした結果として否定的に捉えられる場合が多いが、当初から想定された再リスケを受けている企業も多い。

## 同一金融機関から複数回の条件変更を受けた経験

あり	750	50.4
なし	737	49.6
回答件数 計	1,487	100.0

注) 上段:件数、下段:構成比(%)

## 2回以上の条件変更(再リスケ)に至った理由(複数回答)

当初の計画に無理があった	129	17.5
当初から返済条件の再度変更を見込んでいた	430	58.3
予想以上に外部環境が悪化した	330	44.7
金融機関から期待していた支援が得られなかった	32	4.3
経営努力が不十分であった	114	15.4
回答件数 計	738	100.0

注) 上段:件数、下段:構成比(%)。

# 経営改善計画に対する認識

- 条件変更を受ける上で作成が必要な経営改善計画について、前向きにとらえている企業が多い一方で、「返済条件の変更を認めてもらうためのものであり自社の事情を十分に反映していない」として前向きに評価しない企業が、相当程度存在する。

最初の条件変更金融機関に提出した経営改善計画の評価(複数回答)

会社の明確な将来像を示したもの	492 43.3
会社の弱点克服への具体的な道筋を示したもの	629 55.4
返済条件の変更を認めてもらうために必要なもの	687 60.5
自社の事情を十分に反映していないもの	44 3.9
全ての借入金融機関が認めているもの	153 13.5
回答件数 計	1,135 100.0

注) 上段:件数、下段:構成比(%)。

# 条件変更の効果

- 条件変更を受けた企業に、「仮に認められなかったらどうなっていたか」を尋ねたところ、「資金繰りに窮して倒産、廃業していた」との回答が半数超。条件変更が、企業の存続確率を高める上で大きな役割を果たしたと認識されている。

## 条件変更が認められなかった場合に想定された状況

資金繰りに窮して倒産、廃業していた	772	52.8
大幅なリストラや資産の売却を余儀なくされた	278	19.0
信用保証制度や政府系金融機関を活用した	97	6.6
余裕はなくなったが、大きな支障は起こらなかった	195	13.3
ほとんど支障は生じなかった	119	8.1
回答件数 計	1,461	100.0

注) 上段:件数、下段:構成比(%)。



# 条件変更の効果

- 事後的な業況感の変化を尋ねたところ、条件変更企業における改善程度は、条件変更の必要を感じなかった企業のそれと遜色ない。

## 最初の条件変更後から現在までの業況感の変化

	改善	やや改善	変わらず	やや悪化	悪化	DI	回答件数計
条件変更企業	256 17.1	627 42.0	352 23.6	167 11.2	91 6.1	26	1,493 100.0

注1) 上段: 件数、下段: 構成比(%)。

注2) DIは「改善」=1、「やや改善」=0.5、「やや悪い」=-0.5、「悪い」=-1として計算した。

## 金融円滑化法施行時点(2009年12月)から現在までの業況感の変化

	改善	やや改善	変わらず	やや悪化	悪化	DI	回答件数計
条件変更企業	141 9.5	424 28.6	542 36.5	225 15.2	152 10.2	6	1,484 100.0
条件変更の必要を感じなかった企業	216 6.1	642 18.2	2,058 58.2	430 12.2	188 5.3	4	3,534 100.0
申し出たが1回も認められなかった	4 6.5	12 19.4	22 35.5	12 19.4	12 19.4	-13	62 100.0
認められないと考えて申請しなかった	9 7.9	21 18.4	48 42.1	19 16.7	17 14.9	-6	114 100.0
悪影響を考えて申請しなかった	18 12.0	30 20.0	53 35.3	29 19.3	20 13.3	-1	150 100.0

注1) 上段: 件数、下段: 構成比(%)。

注2) DIは「改善」=1、「やや改善」=0.5、「やや悪い」=-0.5、「悪い」=-1として計算した。

# 条件変更の効果

- 経営改善計画を前向きに捉えている企業と後ろ向きに捉えている企業とでは、業況感の改善幅に大きな差がある。

## 最初の条件変更後から現在までの業況感の変化

計画の受け止め方と事後パフォーマンス(複数回答)

	改善	やや改善	普通	やや悪い	悪い	DI	回答件数計
会社の明確な将来像を示した もの	136 27.8	225 46.0	62 12.7	42 8.6	24 4.9	42	489 100.0
会社の弱点克服への具体的な 道筋を示したもの	132 21.2	298 47.8	85 13.6	70 11.2	38 6.1	33	623 100.0
返済条件の変更を認めてもらう ために必要なもの	112 16.6	326 48.4	113 16.8	73 10.8	50 7.4	28	674 100.0
自社の事情を十分に反映して いないもの	6 14.0	9 20.9	12 27.9	6 14.0	10 23.3	-6	43 100.0
全ての借入金融機関が認めて いるもの	39 25.7	74 48.7	20 13.2	10 6.6	9 5.9	41	152 100.0

注1) 上段: 件数、下段: 構成比(%)。

注2) DIは「改善」=1、「やや改善」=0.5、「やや悪い」=-0.5、「悪い」=-1として計算した。

# 「失われた20年」後における 中小企業の資金調達環境

# 支援を受けていない企業も含めた 全体の資金配分状況

- 個別に制度を改善する余地はあるものの、危機時に対応して講じられてきた資金繰り支援策は、概ね、中小企業の資金繰りを改善する効果を有していた。
- 果たして、支援を受けない企業も含めた全体における資金配分はどうなっているのか。
- この点を、日本企業の資金再配分を調べた植杉、坂井(2015)と、金融機関から借入をしない企業に注目したTsuruta (2015)を紹介しつつ議論する。

# 資金再配分の重要性

- 企業間でどの程度資金の再配分が起きているかを知ることは、経済主体間で資源がどの程度活発に移動しているかを知る上で重要。
  - ネットでは借入金に変化がなくとも、100億円新たに借りた企業と100億円返済した企業というケースと、1億円新たに借りた企業と1億円返済した企業というケースを比較する。資金再配分の程度は、前者 > 後者。
- 借入金を増やす企業が多数存在する一方で、借入金を減らす企業も同時に多数存在。
- それぞれを合計することで、日本企業における資金再配分の程度を観察。

# 資金再配分の指標

- Davis and Haltiwanger (1992)の雇用再配分の手法を貸出市場に応用し、以下の資金再配分指標を算出。大企業と中小企業で比較。法人企業統計季報の個票を利用。

- Credit creation

$$POS_{st} = \sum_{\substack{f \in s_t \\ g_{ft} > 0}} g_{ft} \left( \frac{c_{ft}}{C_{st}} \right)$$

$c_{ft}$  : 企業 $f$ の $t-1$ 期と $t$ 期の借入金の平均

$C_{st}$  : 集合 $s$ に属する企業全体の $t-1$ 期と $t$ 期の借入金の平均

$g_{ft}$  : 企業 $f$ の $t-1$ 期から $t$ 期の借入金変化を $c_{ft}$ で除したもの

- Credit destruction

$$NEG_{st} = \sum_{\substack{f \in s_t \\ g_{ft} < 0}} \left| g_{ft} \right| \left( \frac{c_{ft}}{C_{st}} \right)$$

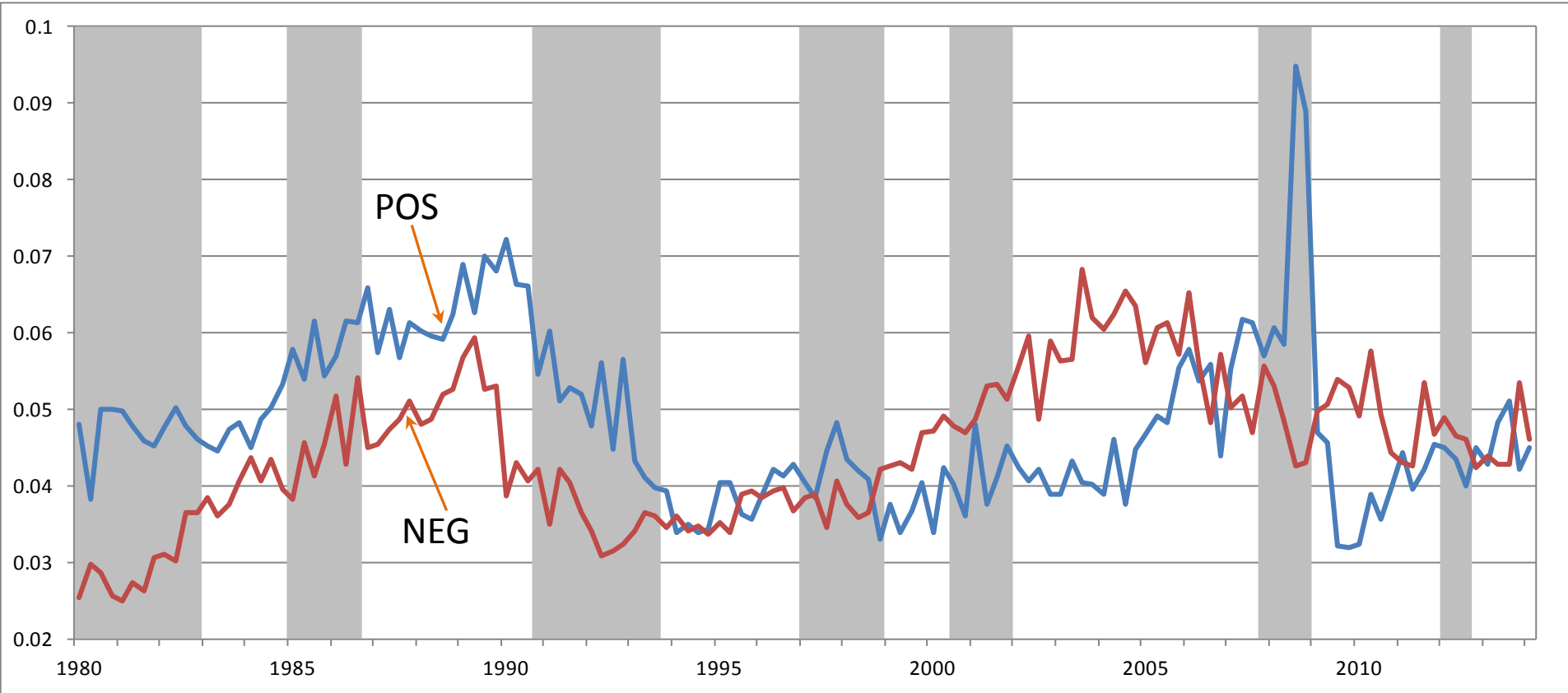
- Credit reallocation

$$SUM_{st} = POS_{st} + NEG_{st}$$

# 資金再配分指標の時系列推移

credit creation (POS), credit destruction (NEG)

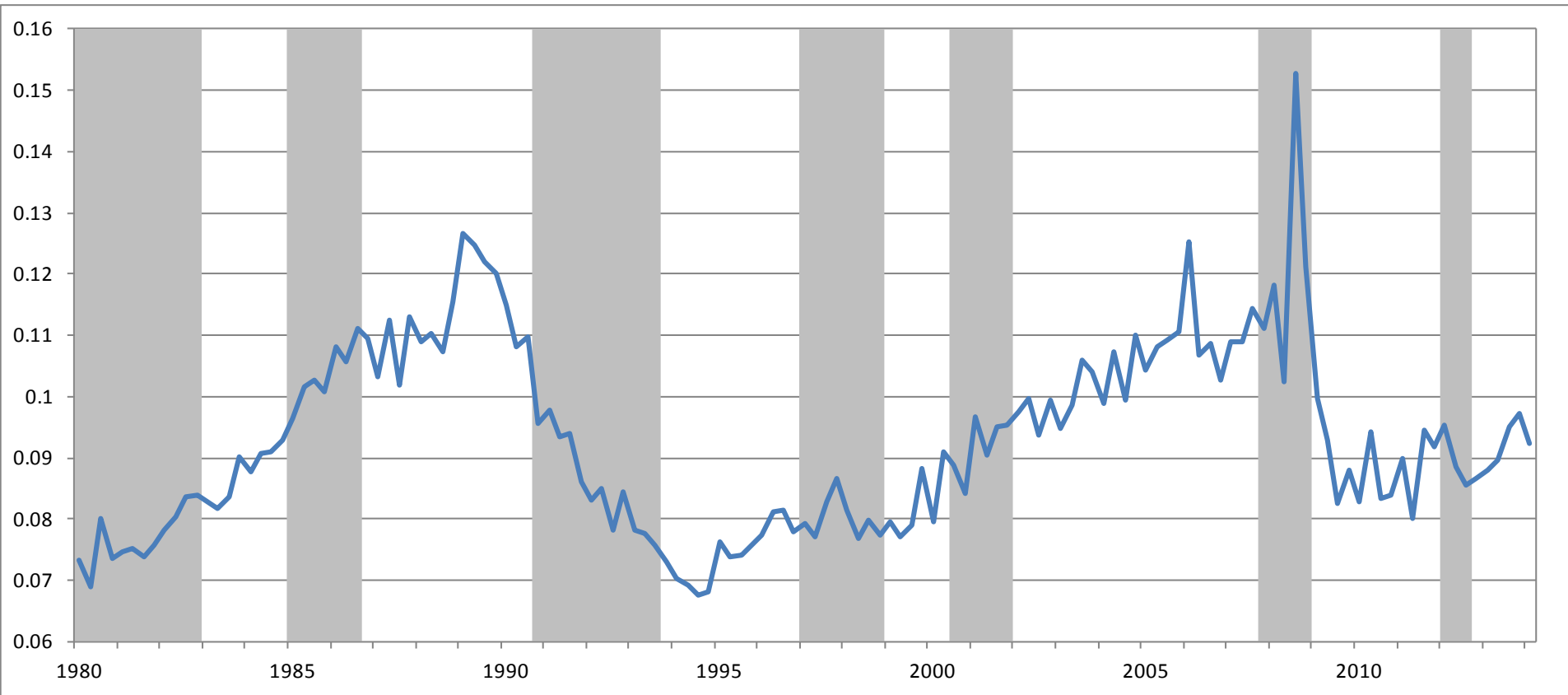
金融機関借入金、全サンプル



# 資金再配分指標の時系列推移

credit reallocation (SUM)

金融機関借入金、全サンプル





# 中小企業における資金再配分の程度

- 1980年代は中小企業>大企業だったが、徐々に差が縮まり、2000年代に入ると両者は逆転。

大企業

	1980-1990					1991-2000					2001-2014				
	POS	NEG	NET	SUM	EXC	POS	NEG	NET	SUM	EXC	POS	NEG	NET	SUM	EXC
平均値															
金融機関借入金	0.053	0.039	0.014	0.092	0.073	0.041	0.038	0.003	0.079	0.064	0.046	0.050	-0.004	0.096	0.077
短期金融機関借入金	0.082	0.067	0.015	0.149	0.131	0.086	0.085	0.001	0.171	0.135	0.090	0.098	-0.008	0.188	0.163
長期金融機関借入金	0.064	0.049	0.015	0.113	0.077	0.064	0.061	0.003	0.126	0.070	0.055	0.056	-0.001	0.112	0.085
社債	0.071	0.038	0.033	0.108	0.073	0.041	0.041	0.000	0.082	0.048	0.035	0.043	-0.008	0.079	0.059
有利子負債計	0.054	0.035	0.019	0.089	0.068	0.037	0.035	0.002	0.072	0.054	0.041	0.043	-0.003	0.084	0.068

中小企業

	1980-1990					1991-2000					2001-2014				
	POS	NEG	NET	SUM	EXC	POS	NEG	NET	SUM	EXC	POS	NEG	NET	SUM	EXC
平均値															
金融機関借入金	0.070	0.048	0.022	0.118	0.093	0.042	0.041	0.002	0.083	0.068	0.043	0.048	-0.006	0.091	0.078
短期金融機関借入金	0.101	0.081	0.020	0.182	0.150	0.078	0.075	0.003	0.153	0.125	0.080	0.095	-0.015	0.175	0.146
長期金融機関借入金	0.064	0.042	0.022	0.106	0.084	0.038	0.037	0.001	0.075	0.066	0.039	0.043	-0.004	0.082	0.076
有利子負債計	0.066	0.044	0.022	0.111	0.087	0.041	0.038	0.004	0.079	0.066	0.040	0.045	-0.005	0.085	0.072

出所: 植杉、坂井 (2015)

- 近年の中小企業では、大企業に比して資金再配分の程度が弱くなっている。同じ企業が継続して借り続ける状況を反映している可能性。

# 金融機関からの借入ゼロ企業

- 法人企業統計をみると、金融機関からの借入残高がゼロという企業が多く存在し、しかもその比率は増加している。
- 前期における残高有無が翌期にも強く影響。
- 期初に借りていて期末に借入残高ゼロ企業の属性をみると、現預金を保有しており、成長率や必要運転資本、有形固定資産が低い傾向。
- 金融機関からの借入ゼロは、資金供給側の貸し渋りよりも、資金需要の少なさが原因である可能性が強い。

# 金融機関からの借入ゼロ企業

Table 4: Ratio of Number of Firms without Lending Relationships

Employees	-20	21-100	101-300	301-	Total
2001	34.3	23.8	23.3	22.7	27.2
2002	35.9	25.5	24.3	21.9	28.8
2003	38.2	27.2	28.5	28.8	31.6
2004	39.4	29.8	28.7	34.9	33.3
2005	40.2	31.0	32.1	34.6	34.8
2006	41.9	31.6	32.4	37.5	35.9
2007	41.9	31.7	34.2	38.0	36.3
2008	41.9	34.1	36.3	40.7	37.8
2009	43.1	32.6	35.6	40.8	37.7

従業員20人以下の小規模企業で、借入残高ゼロ企業の比率が高い。  
一方で、大企業では2000年代における借入残高ゼロ企業の増加幅が大きい。

出所：Tsuruta(2015)

# 金融機関からの借入ゼロ企業の増加

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Dependent Variable	End	End	End	End	End	End
Size	All	Small	Medium	All	Small	Medium
End	All	All	All	Lagged End=0	Lagged End=0	Lagged End=0
Lagged End	0.9313*** (0.002)	0.9321*** (0.003)	0.9291*** (0.002)			
Cash Holdings	0.0014*** (0.000)	0.2142*** (0.002)	0.0133 (0.027)	0.0107* (0.006)	0.0384*** (0.009)	-0.0093 (0.009)
Current Borrowing	0.4144*** (0.040)	0.1432 (0.072)	0.5383*** (0.047)	0.0985*** (0.011)	0.0197 (0.017)	0.1407*** (0.014)
Firm Size	-0.0080*** (0.002)	-0.0144*** (0.005)	-0.0039 (0.003)	-0.0015*** (0.001)	-0.0033*** (0.001)	-0.0014** (0.001)
Firm Growth	-0.2211*** (0.016)	-0.2226*** (0.025)	-0.2265*** (0.021)	-0.0440*** (0.005)	-0.0384*** (0.007)	-0.0471*** (0.006)
Nonbanking Relationships	-0.0634*** (0.007)	-0.0359*** (0.012)	-0.0756*** (0.008)	-0.0143*** (0.002)	-0.0058** (0.003)	-0.0192*** (0.002)
Tangible Fixed Assets	-0.1870*** (0.014)	-0.1474*** (0.024)	-0.2164*** (0.018)	-0.0461*** (0.004)	-0.0301*** (0.006)	-0.0557*** (0.005)
WCR	-0.1227*** (0.019)	-0.1543*** (0.035)	-0.1011*** (0.021)	-0.0262*** (0.004)	-0.0286*** (0.007)	-0.0243*** (0.005)
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	68,325	24,585	43,740	44,654	14,336	29,953

前期の借入状況は、今期も継続する傾向。

現預金比率やCFが高い企業ほど、借入ゼロになりやすい。  
成長率や有形固定資産比率、必要運転資金が低い企業ほど借入ゼロになりやすい。

出所: Tsuruta(2015)

# 政策的な含意

- これまでの緊急時における資金繰り支援措置は、資金繰りを円滑にする効果を有している。
- 円滑化法に伴う条件変更は、既に借入を行っている企業に対する支援措置として効果を発揮。
- 一方で、緊急措置の終了後もほぼ同等の措置を講じている。
  - 円滑化法終了後も貸付条件の変更等や円滑な資金供給に努めることを、金融庁検査・監督で徹底
- 緊急時における措置の期間が極めて長い。
  - 緊急保証における最長10年の保証期間
- これらの結果、中小企業における資金再配分程度が継続的に低下している可能性がある。
- 危機対応と平時の政策との峻別の重要性。

- 金融機関からの借入ゼロ企業が多い背景には、資金需要不足が考えられる。
- 海外市場開拓の余地が限られる中小企業にとって、資金需要を増やすための即効薬は存在しないのではないか。
- 企業の再生局面での資金需要(例:条件変更を受けたが前向きな改善計画を作成している企業への資金供給)は、開拓の余地が残された分野ではないか。
- 有形固定資産を持たない企業への無担保貸出にも可能性があるのではないか。しかしながら、逆選択を避けるような制度設計が必要。
  - JFCにおける取り組みの効果を調べた、植杉・内田・岩木(2015)を参照のこと。

# 本日紹介した文献

- ONO, Arito, Ichihiro UESUGI, and Yukihiro YASUDA, "Are Lending Relationships Beneficial or Harmful for Public Credit Guarantees? Evidence from Japan's Emergency Credit Guarantee Program," *Journal of Financial Stability*, Vol. 9 No. 2, June 2013, pp. 151-167.
- SEKINO, Masahiro and Wako WATANABE (2014) "Does the Policy Lending of the Government Financial Institution Substitute for the Private Lending during the Period of the Credit Crunch? Evidence from loan level data in Japan" RIETI DP Series 14-E-063.
- TSURUTA, Daisuke (2015) "No Lending Relationships and Liquidity Management of Small Businesses during a Financial Shock" RIETI DP Series 15-E-051.
- UESUGI, Ichihiro, Koji SAKAI, and Guy M. YAMASHIRO, (2010) "The Effectiveness of Public Credit Guarantees in the Japanese Loan Market," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 24, No. 4, pp. 457-480.
- 植杉威一郎、深沼光、小野有人、胥鵬、鶴田大輔、根本忠宣、宮川大介、安田行宏、家森信善、渡部和孝、岩木宏道 (2015) 「金融円滑化法終了後における金融実態調査結果の概要」 RIETI DP Series 15-J-028.
- 植杉威一郎、内田浩史、水杉裕太 (2014) 「日本政策金融公庫との取引関係が企業パフォーマンスに与える効果の検証」 RIETI DP Series 14-J-045.
- 植杉威一郎、坂井功治 (2015) 「日本企業の資金再配分」 RIETI DP Series, forthcoming.
- 植杉威一郎、内田浩史、岩木宏道 (2015) 「無担保貸出の導入が企業の資金調達とパフォーマンスに与える効果の検証」 HIT-REFINED WP Series No. 18.