

中小企業の財務戦略の転換と金融機関の事業性評価

藤 野 洋
(商工総合研究所)
(主任 研究員)

従来「日本の金融システムは間接金融が主体であり、中小企業の主な資金調達手段は金融機関からの借入である」と認識されてきた。しかし、1990年代末期の金融危機が一段落した2000年代初頭以降、中小企業の財務戦略は大きく転換した。以下では、中小企業の財務戦略の転換とその功罪について述べた後、金融機関による中小企業の事業性評価の必要性などに言及する。

財務省の「法人企業統計年報」を基に、中小企業（資本金1億円未満の企業）の資金調達構造をみると、1980年代から90年代までは財務の安全性の指標である自己資本比率（＝自己資本÷総資産）は概ね13%程度で推移した。一方、同時期に金融機関借入金・社債の総資産に対する比率（金融機関借入比率¹）は1980年度（32.6%）から金融危機が表面化した1997年度（45.0%）にかけて急上昇した。金融機関借入比率は一貫して自己資本比率を上回っており、資金調達は間接金融中心であった。

しかし、2000年代に入るとこの状況は激変している。自己資本比率が急速に上昇する一方、金融機関借入比率が低下基調で推移した。この結果、2017年度には自己資本比率（37.5%）が金融機関借入比率（27.9%）を10ポイント近く上回るまでになっている。さらに、「金融機関以外からの借入金」に着目すると、この中には経営者や関係会社からの借入金が含まれており、返済の繰り延べが可能であるとみられるため、実質的には自己資本と性格が似通った「疑似エクイティ（*quasi equity*）」とみることにもできる。仮に、「金融機関以外からの借入金」の全てを疑似エクイティとみなした場合の自己資本比率は2017年度に47.3%であり、金融危機以前に比べて大幅に安全性が改善している。このように、中小企業の財務戦略は間接金融中心から大きく変化しているのである。

こうした戦略転換の原因は、1997年の大手金融機関の破綻を契機とする金融危機であろう。この時期の混乱について1999年版経済白書では「リスク秩序の崩壊」と表現され、不良債権の増嵩による自己資本比率の低下を恐れる金融機関が「貸し渋り」と呼ばれる貸出態度の厳格化を行った。これは、金融危機以前には恒常的にロールオーバーされ、中小企業が暗黙裡に疑似エクイティと認識していた経常的な短期運転資金借入の回収を通じて「資本金の回収にも近いようなインパクト」（経済白書）を中小企業に及ぼした。この経験により、中小企業は「いざという時に金融機関が助けてくれるとは限らない」と考え、対策として自己資本を増強して財務構造の安全性を高めて、金融機関借入への依存度を引き下げる財務戦略に転換したのである。

¹ 中小企業が発行する社債はその引受先は殆どが金融機関であるため、実質的には長期借入の変形である。以降では社債も金融機関借入金の一種とみて、総資産に対する比率を「金融機関借入比率」と言う。

また、この背景には、バブル崩壊後に期待成長率の下方屈折が生じ、金融危機を契機として、いわゆる「3つの過剰」（雇用・設備・債務の過剰）の整理を多くの企業が迫られたこともあるだろう。

2013年度以降、金融機関の中小企業向けの貸出の期末残高が増加しているにも拘らず、自己資本比率は上昇を続けている。これは、中小企業が内部留保を積み上げて、安全性重視の財務戦略を強化していることを意味している。この背景には、中小企業の経営者に金融危機時の金融機関の対応についての記憶が残っていることがあると考えられる。例えば、開業後約2年以内の企業を対象とする日本政策金融公庫の「新規開業実態調査」によると、2018年度調査の経営者の開業時の平均年齢は43.3歳である。つまり、1997年には平均で22.3歳であり、金融危機の経済・社会へのインパクトを十分に認識しているだろう（過去の「実態調査」でも、1998年度以降平均年齢は40歳超である）。このため、金融機関借入に依存するリスクを恐れる中小企業の経営者が少なくないと考えられる。また、2000年代に入っても、人口減少による地域経済の疲弊と少子・高齢化による後継者不足等を背景として、将来に不安を抱いている経営者も少なくないだろう。これらの要因のため、安全性を重視し設備投資をキャッシュフローの範囲内で実施して、自己資本比率を引き上げている中小企業が多くなっていると考えられる。

しかし、金融機関借入の抑制という安全性重視の財務戦略は、「負債のレバレッジ効果」の機能低下を通じてROE（＝経常利益÷自己資本）の引き上げを難しくする恐れがあることに留意が必要である²。ROEはROA（＝経常利益÷総資産）と財務レバレッジ（FL＝総資産÷自己資本：自己資本比率の逆数）の積であり、ROAが一定であればFLが上昇（＝自己資本比率が低下）すると、ROEは高まることになる。つまり、「負債のレバレッジ効果」とは、総資産中の負債の増加を通じてFLを高めることを梃子（レバレッジ）として、ROEを引き上げることである。したがって、現在の負債を抑制する財務戦略では梃子が効かず、ROEの引き上げが難しくなる³。

ROEは資本生産性（＝付加価値÷総資産）の代理変数⁴であるため、政府が目指す企業の生産性革命にとって過度に安全性を重視した財務戦略によるROEの伸び悩みは望ましくない。改善の方向としては、第一に、金融機関が事業性評価の能力を高めて経営に有益なメンタリングを行うことで、中小企業の財務戦略が過度に安全性を重視したものにならないように貢献することが望まれる。第二に、事業性評価に基づく与信審査で金融機関自身が資金をリスク中立的に供給して中小企業の信頼を回復することが必要であろう（AIによる与信審査の併用も課題である）。ただ、長期的な人口減少局面にあることに加えて事業承継に不安があるため、借入金の導入による新規投資に慎重になる企業も少なくない。企業の廃業による経営資源の減失を防ぐための政策対応も重要な課題である。例えば、親族外事業承継の支援は、中小企業の経営者の将来に対する不安を緩和することにも寄与し、生産性向上に資する事業活動・投資行動にも好影響を及ぼすことが期待される。

2 通常、ROE算出式の分子には当期利益を使用するが、ここでは議論の単純化のために、経常利益を使用している。

3 ただし、負債は債権者に対して期限に返済しなければならない。負債を導入して行う事業が予定した収益を必ず生み出すとは限らないため、FLの上昇（＝自己資本比率の低下）は潜在的な倒産リスクの上昇を意味する。ほとんどの中小企業にとって、回避すべき最大のリスクは倒産であると考えられるため、FLはリスク指向性の指標と考えることができる（FLが上昇（自己資本比率の低下）＝リスク愛好的、FLが一定＝リスク中立的、FLが低下（自己資本比率の上昇）＝リスク回避的）。つまり、日本の中小企業を全体としてみると、「リスク秩序の崩壊」以前はリスク中立的であったが、以後はリスク回避的に行動していると言える。この点について、日本だけでなく欧米を含めた、ROEとFLの推移を、拙稿「コーポレートガバナンスと中小企業—中小企業の生産性向上を促す『攻めのガバナンス』—」商工金融67巻12号23頁、43-52頁で論じている。なお、特に、米国で主流となっている「法と経済学」を分析ツールとするコーポレートガバナンス論によると、会社がリスク中立的に行動する時、企業価値の期待値が最大になる。この点からも、過度な安全性重視の財務戦略を改善し、中小企業がリスク中立性を回復することが望まれる。

4 ROEが資本生産性の代理変数であることの説明については、藤野・前掲注3、45頁注59参照。