

# 第3章 中小企業金融における政府系金融機関の役割

植 杉 威一郎

## 1. はじめに

日本の中小企業は、経済全体の企業数の99%、雇用の7割、付加価値の5割を占める重要な存在である。加えて、これらの中小企業は、株式市場や社債市場での調達ができないために、銀行や信金・信組などの金融機関から資金調達することが多く、中小企業向けの貸出残高は250兆円超に上る。

日本の中小企業に対しては、民間金融機関と政府系金融機関がそれぞれ貸出を行っている。中小企業向け貸出残高で政府系金融機関の占める割合は1割にも満たないが、両者の貸出先は重なることも多く、お互いの関係のあり方が問題になることが多い。特に政府系金融機関の役割に対する民間金融機関側の評価は、景気変動に応じて上下するのが常である。景気後退や経済危機が発生した際には、政府系金融機関による民間金融機関の貸出の代替は、経済の効率性を高めるものとして前向きな評価を受けることが多い。こうした状況下では、民間金融機関の貸出余力が低下し、政府系金融機関による代替的な資金の供給には大きなメリットがあるためである。他方で、民間金融機関に貸出余力がある好況時には、政府系金融機関による貸出は、民間金融機関の貸出機会を奪う民業圧迫であるとして、しばしば批判される。

景気循環に応じて政府系金融機関に対する評価が変遷し、その都度、政府系金融機関に対する政策が変化するのは、必ずしも健全な姿とは言えない。中長期的な観点から、日本における中小企業向け政府系金融機関が果たすべき役割を考える必要がある。そのために必要なのは、政府系金融機関による貸出が資金配分の効率性を改善するのに役立っているのか、民間金融機関に比して政府系金融機関の行う貸出にはどのような特徴があるのか、といった点に関する知見である。

そこで本稿は、中小企業金融における政府系金融機関の役割について、これまでに行われてきた実証研究を概観する。これらの内容を紹介する前に、まずは中小企業金融における政府系金融機関の機能について整理する。理論的には、政府系金融機関の機能を肯定的に捉える見方と、否定的に捉える見方の両方がある。

肯定的な見方の第一は、政府系金融機関は民間金融機関よりも積極的に企業の信用リスクを引き受けるというものである。民間金融機関は様々な局面で、企業に対する資金供給を躊躇する。創業間もない企業、金融機関との取引関係がこれまで少なかった企業、監査を受けておらず財務諸表の真正性を確認することができない企業を考えてみる。これらの企業と金融機関と

の間には情報の非対称性が存在しており、金融機関は企業の信用リスクを正確に把握できない。そのため、企業が価値のある実行すべきプロジェクトを有していたとしても、金融機関は貸出を拒絶したり十分な量の貸出を行わなかったりする。いわゆる「貸し渋り」という現象が生じる。貸し渋りは、景気が後退していて民間金融機関に貸出余力がない場合、貸出市場の集中度が高く民間金融機関による十分な資金供給が行われない場合には、特に深刻な問題となる。

政府系金融機関によるリスクテイク機能が評価されるのは、このような貸し渋りが生じる状況においてである。政府系金融機関は、創業間もない企業や銀行との関係が薄く資金繰りに苦勞している企業に対して、幅広く資金供給を行い企業による価値あるプロジェクトの実行を支援する。価値あるプロジェクトへの資金供給という正の効果が、質が低く存続すべきではない企業への資金供給という負の効果を上回っている限りにおいて、政府系金融機関による資金供給は、経済全体の効率性を高める役割を果たしている。

肯定的な見方の第二は、政府系金融機関は、民間金融機関にはない審査機能を提供するというものである。日向野(1986)は、政府系金融機関の1つである日本開発銀行(現 日本政策投資銀行)による貸出に民間金融機関が追随する現象に注目した。民間金融機関は日本開発銀行の審査結果をそのまま利用していると解釈し、日向野はこれをカウベル効果と名付けた。もし、中小企業向け政府系金融機関と民間金融機関との関係においてもカウベル効果が存在するのであれば、政府系金融機関は民間金融機関が提供できない審査機能を提供していると言える。

一方で、政府系金融機関は民間金融機関よりも非効率な資金配分しかできないとする否定的な見方も存在する。こうした負の側面を強調する第一の見方は、政府の組織内におけるエージェンシー問題に注目する。たとえ政府全体の目的が社会全体の厚生最大化であっても、実際の貸出を行う融資担当者が自らの利益を最大化するという異なる目的を持ち、政府とその融資担当者との間に情報の非対称性が存在する場合には、政府系金融機関が行う貸出は不必要な手続きが求められるなど非効率なものとなる(Banerjee, 1997)。

政府系金融機関による貸出の負の面に注目する第二の見方は、政府系金融機関が政治的なつながりに基づいて貸出を行うことに伴う非効率性に注目する。政府機関が資金供給を行う際には、政治的な目的、すなわち、雇用の最大化や縁故のある企業に便益を提供するという目的が重視され、経済的な効率性が損なわれる(Shleifer and Vishny, 1994; Shleifer, 1998)。

こうした整理を行うと、理論だけでは、政府系金融機関の役割を肯定・否定する見方の両方があり、中小企業向け政府系金融機関の役割を拡大すべきか縮小すべきかという議論に、決着をつけられないことが分かる。政府系金融機関の貸出がもたらす正負両方の効果の可能性を踏まえた上で、本稿は、特に日本の中小企業向け政府系金融機関貸出についての実証分析を紹介する。政府系金融機関による貸出がどのような中小企業に提供されているのか、貸出は効

率的に行われているのか、政府系金融機関と民間金融機関では貸出手法に異同はあるのか、民間にはない政府系金融機関による独自の取り組みにはどのような効果があるのか、といった点がこれまでの実証分析で取り上げられている論点である。

本稿の構成は以下の通りである。第Ⅱ節では、中小企業向け政府系金融機関による貸出先の決定要因や貸出の効果について調べた、これまでの研究の概要を紹介する。第Ⅲ節では、政府系金融機関と民間金融機関がそれぞれ行う貸出の内容やこれら貸出の代替・補完程度について調べた研究の概要を説明する。その上で、政府系金融機関による新たな貸出手法の導入が民間金融機関貸出との差別化につながることを示す、植杉・内田・岩木(2018)の内容を紹介する。第Ⅳ節では、結論を述べる。

## Ⅱ. 中小企業向け政府系金融機関による貸出とその効果

従来、日本の政府系金融機関の役割に係る研究は、日本開発銀行(現 日本政策投資銀行)を対象とするものに集中していた。Horiuchi and Sui (1993)、堀内・随(1994)、福田・照山・神谷・計(1995)、花崎・蜂須賀(1997)、Lin, Srinivasan, and Yamada (2017)は、上場企業を中心としたデータセットを用いて、企業の設備投資行動や民間金融機関の貸出行動が、日本開発銀行による貸出でどのような影響を受けるかという点についての分析を行ってきた。

一方で、中小企業向け政府系金融機関が果たす役割についての実証研究は、その重要性や貸出規模の大きさにもかかわらず、主にデータの入手可能性が限られているために数が少なかった。しかしながら、近年では企業レベルや貸出レベルデータを用いたものも含めて、いくつかの研究が行われている。これらが分析対象としているのは、政府系金融機関の貸出先の決定要因や、政府系金融機関による貸出を受けた企業や企業の所在地域におけるパフォーマンスである。特に、2012年度に日本政策金融公庫中小企業事業本部(以下、公庫中小事業と呼ぶ。2008年以前は中小企業金融公庫)に政策金融の有効性に関する研究会(座長：根本忠宣中央大学教授)が設置され、研究者が公庫中小事業から匿名化された貸出レベルのデータを得て分析を行うようになってから、より詳しく政府系金融機関の行う貸出の効果を検証することができるようになった<sup>1</sup>。

### 1. 政府系金融機関による貸出の決定要因

本小節では、中小企業向け政府系金融機関がどのような企業にどの程度貸出をしているのか、という点に注目した研究を紹介する。

中田・安達(2006)は、2000年代前半の都道府県別のパネルデータを用い、国民生活金融

<sup>1</sup> 本稿は、植杉・内田・岩木(2018)、植杉・内田・水杉(2016)、家森(2016)、家森他(2014)、Ogura(2018)、Uchida(2016)を、この研究会で出された研究成果の一部として紹介している。

公庫、中小企業金融公庫という中小企業向け政府系金融機関による貸出がどのような要素によって決定されるかという点を検証している。ここではまず、各都道府県に所在する銀行がつける金利の全国平均からの乖離を算出して、この乖離を、貸し手の独占的行動、貸し手の費用非効率性、エージェンシーコスト、借手の信用力によるものに分解する。その上で、これらの要素を、中小企業向け政府系金融機関貸出シェアを被説明変数とする推計で説明変数として用いている。推計結果は、これらの説明変数がいずれも正の係数を得るというものである。貸出市場における集中度が高い、銀行の固定費が高い、借手の信用力が高い県ほど金利が高くなる傾向にあるが、これら地域では政府系金融機関が民間金融機関に比して多くの貸出を行っている。集中度が高い都道府県では金利が高く、市場での貸出量が完全競争の場合に比して小さくなっている可能性がある。政府系金融機関はこうした地域に貸出を行うことによって、希少な原資を「借りにくい地域」へと適切に配分している。

Ogura (2018)は、2007年から2011年という世界的な金融危機後の景気後退期を含む時期において、政府系金融機関である公庫中小事業の貸出行動がどのような目的に従っていたかを貸出レベルや企業レベルデータを用いて検証している。まず理論モデルで、政府系金融機関の目的関数を、貸し手全体の利潤最大化を目指す場合と自らの利潤最大化を目指す場合の2通り設定している。もしその目的関数が貸し手全体の利潤最大化を目指すものであれば、需要ショックが生じると、政府系金融機関は民間金融機関とのリレーションシップが薄い企業に、より多く貸し出すはずであると予想する。

こうした理論予測を立てた上で、政府系金融機関である公庫中小事業が、世界金融危機時に、メインバンクとのリレーションシップが薄い企業に行った貸出について分析している。具体的には、企業-銀行ごとの貸出変化幅/総資産を被説明変数に、危機時ダミー、危機後ダミー、メインバンクの貸出シェア、メインバンクとの関係などを説明変数にした推計を行う。なお、1企業が複数の金融機関からの借入残高を有しているというデータセットの特性を生かして、企業-年固定効果をコントロールしている。

結果は、メインバンクが大銀行である、メインバンクのシェアが小さい、メインバンク変更が行われた、もしくは取引銀行数が多い、といういずれかに当てはまる企業において、金融危機後に政府系金融機関からの借入が増加したというものである。これは、企業が流動性への需要を高めた際に、公庫中小事業が民間銀行とのリレーションシップの薄い企業への貸出を増やしたことを示している。これは、政府系金融機関の目的が、自らではなく貸し手全体の利潤最大化にあるというモデルの前提と整合的である。

植杉・内田・水杉 (2016) は、1998年から2012年にかけての、公庫中小事業から借り入れている企業とそれ以外の企業のデータを用いて、公庫中小事業による貸出の決定要因とその時間を通じた変化を観察している。この研究の特徴は、公庫中小事業と取引関係のある企業だけではなく、取引関係のない企業に関する情報も用いて、公庫中小事業から借り入れる

企業属性の特徴を明らかにする点、期間中毎年のクロスセクション推計を行い公庫中小事業の利用企業の特徴がどう変化するかを示す点にある。

推計結果をみると、分析期間を通じて、利益率や売上高成長率が高い、公庫中小事業による内部格付が良い企業ほど、公庫中小事業からの貸出を得る確率が高まるという傾向がある。公庫中小事業は、外部からも観察可能な財務指標のみならず独自に生産した情報を加えて内部格付を算出した上で、それを貸出判断に活用していることが分かる。

一方で、企業の収益力や内部格付と貸出との関係は、時間とともに変化している。例えば、1990年代末や2008年といった日本経済が金融危機や深刻な景気後退に直面していた時期になると、利益率や売上高成長率の高い企業が貸出を得る傾向が弱まっている。これは、経済全体が下降局面にある時期には、厳しい経営環境に直面する企業でも公庫中小事業からの貸出を得やすいこと、政府系金融機関の企業に対する貸出態度が景気循環とは逆相関であることを意味している。

これまで紹介してきた政府系金融機関貸出の経済的な決定要因に注目した研究とは異なり、Imai (2009)は政治的な要因に注目する。この研究は、中小企業向けを含む政府系金融機関全体による1975年から1992年までの貸出が、国政レベルの選挙結果を反映していることを示した<sup>2</sup>。与党である自民党の得票率、当選議員の在職年数、当選議員と次点者との差を都道府県レベルで集計した数値を、中選挙区制時代の総選挙ごとに算出した上で、これら当選議員の在職年数が長いほど、また、議員が僅差で当選しているほど、当該都道府県における1人当たりの政府系金融機関貸出金額が大きくなることを見出している。

以上の結果をまとめると、中小企業向け政府系金融機関の貸出は、貸出市場における集中が進み貸出量が過小となりがちな地域で多い、景気後退や経済危機が生じている局面で多いという傾向がある。これは、民間金融機関が貸し出しにくい地域や時期に、政府系金融機関が積極的にリスクをとって貸出を提供しているためと解釈することができる。一方で、国政における与党議員の選挙結果と政府系金融機関による貸出との間に正の相関があるなど、地域の政治的な傾向も政府系金融機関の資金供給に影響している可能性がある。

## 2. 政府系金融機関の貸出が企業や地域に及ぼす効果

本小節では、中小企業向け政府系金融機関による貸出が、企業や企業の所在する地域にどのような影響をもたらすかという点を調べた研究を紹介する。

安田(2004)は、1989年から2002年までに創業した企業に対するアンケート調査データを用いて、政府系金融機関による貸出が企業の創業時の資金規模に及ぼす影響を調べた。分析

<sup>2</sup> 分析対象としている政府系金融機関は、中小企業向け(国民金融公庫、中小企業金融公庫)、大企業向け(日本開発銀行、日本輸出入銀行)、住宅ローン向け(住宅金融公庫)、特定地域向け(北海道東北開発公庫、沖縄振興開発金融公庫)、公営企業向け(公営企業金融公庫)、農林水産業向け(農林漁業金融公庫)、環境衛生関係企業向け(環境衛生金融公庫)である。

の結果、政府系金融機関による貸出は、金融機関から借り入れていない場合に比して創業時の資金規模を大きくすることが分かった。もっとも、創業時の資金規模は、政府系よりも民間金融機関からの貸出を得た場合の方が大きい。また、どの金融機関からの貸出かを問わず、創業時の資金規模が大きいほど、従業員数で測ったその後の企業成長を促すことも分かった。

Fukanuma, Nemoto, and Watanabe (2006)は、1980年代以降に創業した企業に対する2003年時点でのアンケート調査データに基づき、政府系金融機関による貸出が、従業員数で測った企業成長を促進するかどうかを検証した。結果は、創業当初においては政府系金融機関からの貸出を得ていた企業における成長率はそれ以外の企業に比して低かったが、年数を経るにつれてその効果は弱くなり、創業後8年目以降は政府系金融機関からの貸出は、企業成長をより高める効果があるというものである。政府系金融機関による資金供給には、創業企業の中長期的な成長を促す効果があると推測することができる。

Imai (2018)は、1975年から2000年にかけての都道府県別クロスセクションデータを用いて、政府系金融機関の存在が投資の効率性にどのように影響しているかを検証する。分析では最初に、各都道府県の資本配分の効率性指標を計算する。内閣府が公表する県民経済計算を用いて、 $\ln(\text{投資}_{it}/\text{投資}_{it-1})$ を被説明変数、 $\ln(\text{付加価値}_{it}/\text{付加価値}_{it-1})$ を説明変数とする推計を都道府県ごとに行い、投資の付加価値に対する弾力性を求める。ここでの*i*は産業、*t*は年を表す。この弾力性は、同じ都道府県内で付加価値が減少する産業から増加する産業に資本が移動する程度を計測している。数字が大きい都道府県ほど、資本配分が効率的であると考えられる。次に、その上で、この弾力性指標、TFP伸び率、投資/産出比率をそれぞれ被説明変数に、同時期の政府系金融機関の貸出シェアを説明変数にした推計を行う。

得られた推計結果は、政府系金融機関の貸出シェアが高い都道府県ほど、弾力性指標やTFP伸び率は低い、投資/産出比率は高いというものである。これは、政府系金融機関の存在が大きいほど、産業間の非効率な資本配分や生産性の低い伸びがもたらされていることを示唆している。推計に際しては、政府系金融機関の貸出シェアに対して自民党の得票率で測られる都道府県の政治的な傾向を操作変数に用いた結果も示している<sup>3</sup>。

Sekino and Watanabe (2016)は、1990年代後半から2000年代にかけての日本の金融危機時において、政府系金融機関が行った貸出の効果を分析している。中小企業金融公庫(以下、中小公庫と呼ぶ。)の貸出レベルデータを用い、中小公庫が1997年12月から1999年3月までに行った貸出の効果を2003年度まで追跡している。中小公庫による貸出の操作変数として、企業が取引している銀行の超過自己資本に起因する貸出の変化率を用いた上で、中小

<sup>3</sup> 地域における政治的傾向が経済活動の影響を受けておらず、政治的傾向が政府系金融機関の貸出シェアを通じてのみ、経済活動の効率性に影響するという仮定が満たされている場合に、この操作変数を用いた推計は妥当である。

公庫の貸出額が企業のROAやEBITDAに及ぼす影響を調べた。

すると、中小公庫の貸出額は、2年後もしくは3年後まではROAやEBITDAで測った企業パフォーマンスに負の影響を及ぼし、その後は有意ではなくなるとの結果であった。日本の金融危機時には、自己資本比率の低下に伴う民間金融機関の貸出減少を代替するように中小公庫の貸出が行われたが、これによる企業の利益率への効果は、正ではなくむしろ負であったということである。このような事後的なパフォーマンスの悪化傾向を、著者たちは、中小公庫が事前のパフォーマンスが低く貸し渋りの影響が深刻だった企業にあえて貸出を行ったため、と解釈している。

植杉・内田・水杉(2016)は、前小節で説明した貸出の決定要因に係る分析のみならず、政府系金融機関による貸出が企業の事後パフォーマンスに及ぼす影響や、民間金融機関貸出を誘発する効果についても検証している。中小公庫もしくはその後身の公庫中小事業を分析対象とする点ではSekino and Watanabe(2016)と同じであるが、分析期間は、彼らのものよりも後の2003年から2010年にかけてである。公庫中小事業からの借入金のみならず、それ以外からの借入金、借入金全体、設備投資、従業員数、利益率、財務危機に陥るか否かといったパフォーマンスを示す変数を用いて、ある年に新規に公庫中小事業から貸出を得た企業(公庫利用企業)と貸出を得なかった企業(公庫非利用企業)をそれぞれ追跡し、その変化を比較したところ、傾向として3点を指摘している。

第1に、公庫利用企業では借入金比率の増加幅が非利用企業よりも大きく、資金アベイラビリティが改善している。公庫中小事業から得た借入金が、全体の借入残高の増加にほぼ寄与しており、公庫以外からの借入金の増加は観察されることが少ない。公庫中小事業が貸出をしても他の金融機関が追随することが少ないという点では、政府系金融機関によるカウベル効果はあまり見られない。もっとも、2006年から2008年にかけて公庫中小事業から貸出を得た企業では、1年後から3年後にかけて他の金融機関からの借入額が増加しており、この期間に限ればカウベル効果が観察されている。リーマンショックに端を発する世界的な金融危機に伴う景気後退の中で、公庫中小事業による貸出を得ているという情報が民間金融機関にとっても企業の健全性を示す何らかのシグナルになり、この企業が他の金融機関からも貸出を得られたと解釈することができる。

第2に、公庫利用企業では、有形固定資産の増加幅が大きくなり、活発な設備投資が行われている。一方で、従業員数の増加幅は常に公庫利用企業で非利用企業を上回っているというわけではない。公庫中小事業の貸出には設備投資目的のものが多く、この結果に影響していると考えられる。

第3に、利益率などのパフォーマンス指標を見る限りにおいては、公庫利用企業におけるパフォーマンス改善幅は非利用企業のそれを必ずしも上回っているわけではなく、公庫貸出によるパフォーマンス改善効果は正であるとは言えない。特に、公庫利用企業における利益

率の増加幅は非利用企業を下回っている。また、比較対象となる非利用企業の選定の仕方によって、赤字や債務超過に陥る確率が、公庫利用企業において非利用企業を上回る場合がある。

以上の結果をまとめると、政府系金融機関による貸出は、企業の資金制約を緩和して、設備投資や雇用、企業成長を促す効果を有している。また、時期によっては民間金融機関などによる貸出を誘発する場合もある。一方で、利益率や生産性の伸び率などのパフォーマンス指標については、改善が見られないことが多い。

### Ⅲ．政府系金融機関と民間金融機関との関係

前節では、中小企業向け政府系金融機関による貸出の決定要因と、貸出が企業行動やパフォーマンスに及ぼす影響について、これまで行われてきた研究の内容を紹介した。次に議論になるのは、政府系金融機関と民間金融機関がそれぞれ行う貸出がどのような関係にあるかという点である。

一般的な認識は、中小企業向け政府系金融機関は民間金融機関との間で、貸出先企業を獲得するべく激しい競争を行っているというものである。全国地方銀行協会(2017)によると、政府系金融機関が民間金融機関の貸出機会を奪うという事例がいくつも存在する。しかしながら、中小企業向け政府系金融機関の取引先の一定部分は、新規開業したばかりの小規模企業など、多くの民間金融機関が貸出対象としない企業である。また、公庫中小事業によれば、民間金融機関がすでに貸し出している企業への貸出に際しては、公庫中小事業による貸出が民間のメインバンクによるものを上回ることはないように努めており、その方針を貸出先の企業にも伝えているとのことである。更に最近では、政府系金融機関は民間金融機関との協調・連携を積極的に行っていることを強調している。例えば、田中(2018)は、日本政策金融公庫(以下、公庫と呼ぶ)と民間金融機関との連携の実績を具体例で説明し、2016年度における両者の協調融資が、19,671件、7,322億円に上っていることを示している<sup>4</sup>。

政府系金融機関と民間金融機関との関係は、全国地方銀行協会の主張するように競合するという面が強いのか、それとも、政府系金融機関が述べるように協調・連携という言葉が実態をより正しく反映しているのかという点は明らかではない。前節で紹介した植杉・内田・水杉(2016)は、政府系金融機関が民間金融機関による貸出を促すカウベル効果を一部の時期で見出しているが、政府系金融機関の利用に係る外生的なショックを特定しているわけではないので、厳密な因果関係を示しているとは言い難い。また、政府系金融機関と民間金融機関がそれぞれどのような点を重視して貸し出しているのか、重視する点に差異はあるのかという、両者

<sup>4</sup> ここでの協調融資は、複数の金融機関が参加して1つの契約の下に企業への貸出を行うシンジケートローンとは異なり、公庫と民間金融機関が企業と個別に貸出契約を結ぶものである。



による貸出の代替・補完関係を考える上での前提となる情報も明らかではない。更に、借手である中小企業が政府系と民間金融機関をどのように比較しているか、それぞれのどのような貸出行動を評価しているかという点も分からない。

そこで本節では、企業向けアンケートに基づき、政府系金融機関と民間金融機関の中小企業向け貸出手法の異同を示したUchida (2016)、両者の代替・補完関係に係る企業側の見方を整理した家森 (2016)の内容を紹介する<sup>5</sup>。最後に、植杉・内田・岩木 (2018)に基づいて、政府系金融機関が独自の貸出プログラムを提供して民間金融機関による貸出との差別化を図った例を紹介し、その意義を述べる。

### 1. 政府系金融機関と民間金融機関の貸出手法の違い

ここで紹介するのは、政府系金融機関と民間金融機関の貸出手法を比較することを試みたUchida (2016)の内容である。この研究では、2013年2月から3月にかけて公庫中小事業を利用している企業と利用していない企業7,500社ずつのうちから、それぞれ2,289社、2,346社から回答を得たアンケート調査を用いている<sup>6</sup>。この調査では、企業に対して、公庫中小事業と民間金融機関がそれぞれ融資を行う際に重視する程度を、項目別に1(全く重視していない)から5(非常に重視している)までの5段階で尋ねている。

両方と取引のある企業に限り、項目ごとにそれぞれの重視程度を比較することで、次の3点が特徴として分かる。第1に、民間金融機関の方が全般的に多くの項目を、公庫中小事業に比して重視している。第2に、「収益性(売上高経常利益率等)」、「安全性(自己資本比率等)」といった財務諸表上の健全性だけでなく、「代表者の資質」、「融資担当者との信頼関係」、「取引年数」などについて、民間金融機関が公庫中小事業よりも重視している。「民間金融機関は、資質や信頼関係など、取引年数や取引の密接さを通じて培われる企業とのリレーションシップをより重視している」と企業側が考えていることが分かる。第3に、「事業計画」、「工場・店舗等の現場視察」の2点では、公庫中小事業がより重視している。「政府系金融機関は、貸出先の企業や経営者との関係よりも、貸出対象となる事業計画や内容に関心を持っている」と企業側が考えていることが分かる。実際、公庫中小事業は設備投資向けの貸出を多く行っており、民間金融機関に比して、設備投資の結果やそこで行われている企業活動により関心があると考えられる。

ここで示された結果だけでは、公庫中小事業と民間金融機関貸出との間の代替の程度を知ることができない。しかしながら、民間金融機関貸出と公庫中小事業が提供する貸出との間には、貸手側が重視する項目において一定程度の内容の違いがあり、金利の違いだけで借手

<sup>5</sup> この企業向けアンケートの概要については、家森他(2014)を参照のこと。

<sup>6</sup> ここでは、日本政策金融公庫中小企業事業本部と同国民生活事業本部が行っている貸出の両方を対象としている。

企業が民間金融機関から公庫中小事業にすべてを借り換えることはなさそうだと推測される。

## 2. 企業からみた政府系金融機関貸出と民間金融機関貸出との代替関係

次に紹介するのは、Uchida(2016)と同じ企業アンケート調査に基づき、公庫中小事業から借り入れた経験のある企業において、その借入が民間金融機関との関係に及ぼす影響を調べた家森(2016)である。

企業が公庫中小事業から借り入れることに伴い、取引している民間金融機関の中でも最も重要なメインバンクからの借入がどのように変化したかをみると、全体では、メインバンクからの借入が減ったと回答する企業数が、増えたと回答する企業数を上回っている。公庫中小事業による貸出を得た企業では民間金融機関への貸出需要が減少しているために、こうした現象が生じると解釈できる。メインバンクからの借入金利についても、低下したと答える企業数が上昇したとする企業数を上回っており、民間金融機関への貸出需要が公庫貸出によって代替されて減少したという見方と整合的である。回答企業全体では、政府系金融機関貸出と民間金融機関貸出は代替関係にあると考えているようである。

ただし、こうした政府系金融機関貸出と民間金融機関貸出との代替関係に関する認識は、回答企業の企業年齢によってその程度が異なる。1989年以前に創業して調査時点での社齢が24年以上という高齢の企業においては、メインバンクからの借入が減った企業数が増えた企業数を大幅に上回っており、代替関係が明確である。一方で、1990年以降に創業された若年の企業では両者が拮抗しており、代替関係が明瞭に現れているとは言えない。社齢が比較的小さい若年企業では、公庫中小事業からの借入によってメインバンクからの借入が増えることも多く、政府系金融機関による貸出が民間金融機関による貸出を誘発するという、カウベル効果が観察される場合も出てくる。

この分析には、企業が公庫借入を利用した理由を明示的に考慮していない、また公庫借入後におけるメインバンクからの借入額の変化がどのくらいの時間を経て現れているかが明らかではない、といった留意すべき点が存在する。しかしながら、社齢が高くすでに民間金融機関との関係が確立している企業においては政府系金融機関貸出と民間のメインバンク貸出との間に代替が生じやすい一方で、社齢が低い企業では両者の代替関係が生じにくい、ということは言えそうである。

## 3. 政府系金融機関による独自の貸出制度

これまでみてきたように、政府系金融機関と民間金融機関の貸出手法には、審査で重視する項目において差異が存在する。こうした差異は、政府系金融機関が、民間金融機関が何らかの理由で導入を躊躇してきた貸出手法を新たに採用することによって、生まれることがあ

る。本小節では、こうした政府系金融機関による独自の取り組み例である無保証人貸出制度に注目し、植杉・内田・岩木(2018)に基づき、その概要と効果を紹介するとともに、政府系金融機関貸出と民間金融機関貸出との関係に係る含意を述べる。

### (1) 公庫中小事業の無保証人貸出

公庫中小事業の貸出においては、伝統的に保証人付き融資が行われてきていた。しかし、バブル崩壊後の金融危機の時期において中小企業が資金調達に苦しんでいる状況や、企業の経営破綻時に保証人が再起不能なほどの負担を負っている状況に対し、金融庁は2003年3月に「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム—中小・地域金融機関の不良債権問題の解決に向けた中小企業金融の再生と持続可能性(サステナビリティ)の確保」を策定し、担保や保証人に過度に依存しない貸出を推進するよう金融機関に要請した。これをうけて、公庫中小事業において2004年度以降、無担保・無保証人貸出の導入が行われた。

公庫中小事業における保証人徴求の有無は、個々の貸出に対して共通の「特例」を適用するかどうかという形で決定される。具体的には、保証人免除特例と保証人猶予特例という2つの特例のいずれかが適用され、保証人が徴求されない貸出が行われる。免除特例と猶予特例のうちで実際に利用が多かったのは「保証人免除特例」である。これは、公庫の制度融資の1つである「新企業育成貸付」について、経営者が信頼でき、かつ公庫が適切と認める財務制限条項(コベナンツcovenants)を含む特約、例えば純資産額の維持、第三者への貸付・出資・保証の禁止などを契約条件として締結した場合に、金利を0.3%上乘せする代わりに経営責任者への保証人徴求を免除するものである。2005年度からはこの特例が拡大され、新企業育成貸付に限らず公庫の全ての直接貸付に拡大されることとなった。

保証人免除特例の条件は、経営者保証に関するガイドラインの適用が開始された2014年2月に大きく変更された。中でも特に重要な変更は、保証人徴求を免除する代わりに追加される金利である。この金利は、変更前は一律0.3%上乘せであったが、変更後は公庫内部の格付等に応じて変動させるようになっている。これは、特に優良な借手に対して保証人免除特例の商品性を向上させるものである。

### (2) 無保証人貸出の利用企業の属性とその事後パフォーマンスに及ぼす影響

こうした無保証人貸出の導入により、公庫中小事業による貸出を得られる企業では、(無保証人、金利上乘せ、コベナンツあり)か(有保証人、金利上乘せなし、コベナンツなし)という2つの貸出条件のいずれかを、自らの意思で選べることとなった。こうした選択肢を与えられた企業がいずれを選ぶかという点についての事前の予想は、Bester (1985)に基づき、自ら信用リスクが高いと分かっている質の低い企業は、企業が倒産して個人保証

が履行されるのを嫌って(無保証人、金利上乘せ、コベナンツあり)を選び、倒産する確率が低いと分かっている質の高い企業が(有保証人、金利上乘せなし、コベナンツなし)という契約を選ぶのではないかというものである。

しかしながら実際に起きたことは、事前の予想とは反対であった。すなわち、信用リスクが低く質の高い企業が無保証人契約を選び、相対的に信用リスクの高い企業が有保証人契約を選んだ。特に2014年2月以降の優良な借手企業では、無保証人による金利上乘せはなくなり、(無保証人、コベナンツあり)か(有保証人、コベナンツなし)という2つの貸出条件からの選択となっていたため、より信用リスクの低い企業の間で無保証人契約を選ぶ傾向が強まった。また、(無保証人、コベナンツあり)を選択した企業では、制度を選択した時点での質が高いのみならず、事後的なパフォーマンスの改善幅も大きかった。

### (3) 政府系金融機関貸出と民間金融機関貸出の関係に係る含意

この結果が示唆するのは、コベナンツを守ることができると確信できる質の高い企業が(無保証人、コベナンツあり)という契約を選び、コベナンツを守れないことによるペナルティを嫌う質の低い企業が(有保証人、コベナンツなし)という契約を結んでいる可能性である。これは、コベナンツを付けることにより、無個人保証貸出を選択する企業の質をコントロールできる、もしくは、借手のモラルハザードや逆選択を防ぎつつ、無個人保証貸出を広げることができる可能性も示している。こうした個人保証を代替する形でのコベナンツを利用することは、政府系金融機関ではなく民間金融機関にとっても十分可能であり、有用な知見であると言える。政府系金融機関が、リスクをとって実績の少ない領域に踏み出し、他の金融機関の参考にもなる貸出手法を提示したと考えることができる。

## IV. 今後の課題と結論

本稿では、中小企業向け貸出市場における政府系金融機関が果たす役割に焦点を当て、政府系金融機関による貸出先の決定要因、貸出が企業や地域に及ぼす効果、政府系金融機関と民間金融機関間の関係、といったテーマでこれまで行われてきた研究を紹介してきた。研究成果を踏まえると、政府系金融機関が果たすべき役割については、以下の点を指摘することができる。

第1は、政府系金融機関による資金配分の効率性に係る点である。政府系金融機関は、景気とは逆相関(counter-cyclical)な資金供給や、集中度が高く十分な貸出が行われない地域における資金供給を行うことで、企業の資金制約を緩和して設備投資や雇用を増やす役割を果たしている。同時に、政府系金融機関が多く貸出を行う地域における資本配分の効率性は低い、貸出を得た企業では、貸出を得なかった企業に比してパフォーマンスの改善幅が必ずしも大きい

わけではない、政府系金融機関から貸出を多く得た企業では少ししか得なかった企業に比して事後パフォーマンスは数年間にわたって悪い、といった傾向がある。これらの結果が、政府系金融機関自らがあえてパフォーマンスの悪い企業・地域への資金供給を積極的に行っているためか、政府系金融機関が非効率な貸出を行い企業のパフォーマンスを悪化させたためかは、現時点では分からない。こうした中で、政府系金融機関にとって必要なことは、counter-cyclicalな貸出や市場集中度の高い地域への貸出に際しても、自らの資金配分の効率性を高めるための努力を行うことだと思われる。

第2は、政府系金融機関と民間金融機関の代替・補完関係に係る点である。一般に、中小企業向け政府系金融機関と民間金融機関が行う貸出は、互いに競合しており代替的であると考えられており、借手企業からも両者は代替的なものとみなされている。更に、一部の中小企業向け政府系金融機関では、金利をリスクに見合ったものに設定する制度変更を行った<sup>7</sup>。倒産確率が低いと見込まれる企業に低い金利、高いと予想される企業に高金利を設定するという、従来から民間金融機関が行っているやり方を政府系金融機関も採用したということである。これにより、特に質の高い企業に対する民間と政府系との間での貸出競争が激しくなった可能性がある。

しかしながら、両者の貸出技術を詳しく見ると、民間金融機関が融資担当者との信頼関係や取引年数などを重視する一方で、政府系金融機関は事業計画や工場・店舗等の現場視察など貸出に直接関係する情報を重視するといった違いが存在している。また、Uchida (2016)によれば、民間金融機関全体での店舗数は政府系金融機関の店舗数をはるかに上回っており、民間金融機関と借手企業との物理的な平均距離は7kmと、政府系金融機関と借手企業との平均距離32kmよりも大幅に近い。金融機関と企業との接触回数も、民間金融機関において政府系金融機関の10倍に上る。充実した店舗網を活用して、近くに所在する顧客企業との間で密接なリレーションシップに基づいた貸出を行っていれば、民間金融機関による貸出は簡単には政府系金融機関によっては代替されないと思われる<sup>8</sup>。

民間金融機関に政府系金融機関には真似のできない貸出手法がある一方で、政府系金融機関も独自の貸出プログラムを企業に対して提供している。公庫中小事業が実施したコベナンツ付き無保証人貸出のように、政府系金融機関は、民間金融機関が躊躇して行わないような独自の貸出を提供している。他にも、政府系金融機関には、様々な種類の独自の貸出制度が存在する。公庫中小事業は、無保証人貸出以外にも、無担保貸出や資本性ローンなどのユニークな資金供給を行っているし、商工中金は業務改革に伴いミドルリスク向けの貸出を行う予定である。また、公庫国民生活事業は以前から創業資金貸出を実施している。

<sup>7</sup> 公庫中小事業では、2008年8月にこうした制度変更を行っている。

<sup>8</sup> もっとも、政府系金融機関は毎年度の予算で政府から補助金を受け取っており、民間金融機関とは競争条件が同じではない。両者の代替関係を議論する際には、この点についてのより詳しい吟味が必要である。

以上を踏まえると、政府系金融機関と民間金融機関がそれぞれに比較優位を持つ分野で企業に貸出を提供することが、借手企業が需要の種類に応じて必要な資金を調達するためにも、意義深いと思われる。その一方で、同じ企業に政府系金融機関と民間金融機関が類似した金融サービスを提供することは、それぞれの比較優位を活かしたものになっていない可能性がある。

第3は、政府部門による貸出市場への関与が多岐にわたる中で、政府系金融機関貸出をどのように位置づけるかという点である。日本では、政府部門による中小企業向け貸出市場への関与として、信用保証が政府系金融機関による貸出に比肩する規模で提供されている。家森他(2014)によると、公庫中小事業の取引先で信用保証付きの長期借入金を得ている企業の比率は、非取引先で信用保証付きの長期借入金を得ている企業の比率を上回っている。これは、政府系金融機関貸出と信用保証付き貸出が、異なる中小企業に提供されるよりも同じ中小企業に提供される傾向にあることを示している。制度の重複によるコストの増大を避けるためにも、これらの制度の両方を利用する企業、どちらか一方を利用する企業、いずれも利用しない企業の属性はそれぞれどのようなものか、いずれの制度が利用企業の資金繰りや事後パフォーマンスに大きな効果を持つかという点についての検証が必要である。

更に、信用保証に関連して、地方自治体に関わる重要な公的関与が別に存在する。地方自治体による制度融資と言われるものである。制度融資は、信用保証を利用して民間金融機関が中小企業向け貸出を行う際に、特定の目的に資するものに地方自治体が金利や保証料を補助するというものであり、一般の信用保証付き貸出と同様に、政府系金融機関による貸出との関係が問題になる。しかしながら、深澤(2007)が指摘するように、制度融資は地方自治体ごとに提供されているために、その利用企業の属性はもとより、日本全体での利用残高も正確に把握することができない。この点を改善し、政府系金融機関の貸出との関係を明らかにすることが求められている。

## 参考文献

- 植杉威一郎・内田浩史・岩木宏道(2018)「無保証人貸出の導入と企業の資金調達・パフォーマンス」金融経済研究, 40, 27-53.
- 植杉威一郎・内田浩史・水杉裕太(2016)「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」経済研究, 67(3), 238-260.
- 全国地方銀行協会(2017)「商工中金の在り方について」中小企業庁『商工中金の在り方検討会』第2回配布資料(2017年12月1日).
- 田中一穂(2018)「日本公庫が目指す地域金融機関との連携のカタチ」週刊金融財政事情 2018年4月30日・5月7日号, 34-38.

- 中田真佐男・安達茂弘 (2006)「政府系金融機関融資は「借りにくい地域」に適切に配分されているか？ 不完全競争に起因する「市場の失敗」の補完機能に関する実証分析」PRI Discussion Paper Series No.06A-27.
- 花崎正晴・蜂須賀一世(1997)「開銀融資と企業の設備投資」, 浅子和美・大瀧雅之編『現代マクロ経済動学』, 第11章, pp.377-413, 東京大学出版会.
- 日向野幹也 (1986)『金融機関の審査能力』, 東京大学出版会.
- 深澤映司 (2007)「地方自治体の中小企業向け制度融資が直面している課題」レファレンス2007年2月号, 77-95.
- 福田慎一・照山博司・神谷明弘・計聡 (1995)「製造業における政策金融の誘導効果」, 経済分析, Vol.140, pp.1-55, 経済企画庁経済研究所.
- 堀内昭義・随清遠 (1994)「情報生産者としての開発銀行：その機能と限界」, 貝塚啓明・植田和男編『変革期の金融システム』, pp.143-172, 東京大学出版会.
- 安田武彦 (2004)「創業時の流動性制約と創業動機、政策金融の効果」, RIETI Discussion Paper Series 04-J-032, 独立行政法人経済産業研究所.
- 家森信善 (2016)「民間金融機関および政府系金融機関の活動に対する中小企業の評価－企業年齢による差異はあるか？－」RIETIディスカッション・ペーパー 16-J-021 2016年3月.
- 家森信善・内田浩史・植杉威一郎・小倉義明・高久賢也・富村圭・根本忠宣・渡部和孝 (2014)「中小企業金融の環境変化のもとでの政策金融の役割と課題－「金融機関に対する中小企業の意識調査」の結果をもとに－」『調査と資料』119号, 1-95.
- Abhijit V. Banerjee (1997) “A Theory of Misgovernance,” *Quarterly Journal of Economics*, 112(4), pp. 1289-1332.
- Helmut Bester (1985) “Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information,” *American Economic Review*, 75, pp. 850-855.
- Hikaru Fukanuma, Tadanobu Nemoto, and Wako Watanabe (2006) “Do Governmental Financial Institutions Help Startups Grow? Evidence from Japan,” RIETI Discussion Paper Series.
- Akiyoshi Horiuchi and Quig-Yuan Sui (1993) “Influence of Japan Development Bank Loans on Corporate Investment Behavior,” *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 7, pp.441-465.
- Masami Imai (2009) “Political determinants of government loans in Japan,” *Journal of Law and Economics*, 52, pp. 41-70.
- Masami Imai (2018) “Government financial institutions and capital allocation efficiency in Japan,” Wesleyan Economic Working Papers No. 2018-002.
- Raphael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer (2002) “Government

- Ownership of Banks,” *Journal of Finance* Vol. 62 No. 1, pp.265-301.
- Yupeng Lin, Anand Srinivasan, and Takeshi Yamada (2017) “The Effect of Government Bank Lending: Evidence from the Financial Crisis in Japan,” Working Paper available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2544446>.
- Yoshiaki Ogura (2018) “The objective function of government-controlled banks in a financial crisis,” *Journal of Banking and Finance*, 89, pp. 78-93.
- Paola Sapienza, (2004) “The Effect of Government Ownership on Bank Lending,” *Journal of Financial Economics* Vol. 72, pp.357-384.
- Masahiro Sekino and Wako Watanabe (2016) “Does the Policy Lending of a Government Financial Institution to Mitigate the Credit Crunch Improve Firm Performance? Evidence from loan level data in Japan,” RIETI Discussion Paper Series 16-E-056.
- Andrei Shleifer and Robert W Vishny. (1994) “Politicians and Firms.” *Quarterly Journal of Economics* 109 (4), pp. 995-1025.
- Andrei Shleifer, (1998) “State versus Private Ownership.” *Journal of Economic Perspectives* 12 (4), pp. 133-150.
- Hirofumi Uchida (2016) “A Comparison of the Lending Technologies between Private and Public Banks,” RIETI Discussion Paper Series 16-E-023.