

## 金融システム研究フォーラム 概要

第 39 回 2011.2.18 (金)

-----

今回は、日本大学経済学部の鶴田大輔氏から“How Do Small Businesses Finance their Growth Opportunities? : The Case of the Recovery from the Lost Decade in Japan”と題する報告を受けて討議した。

企業の資金調達といえば自己資本か銀行融資であり、とりわけ資本市場の活用機会に乏しい中小企業にとっては銀行を代表とする金融機関からの融資が決定的に重要だとして対銀行関係に注目するのが日本における典型的な見方であった。銀行の不良債権処理や(対中小企業向け)貸し渋りに重大な関心が継続して集中するのもこのためである。

しかし、企業の調達先に占める銀行の比重は通常考えられているほど高くはない。その他の多様な資金調達ルートの利用比率が高い現実に注目し、社債や CP にとどまらず、「企業間信用」(trade credit)の機能・役割や「企業間信用」と銀行借入の関係などに対する関心が世界中で高まっている。「企業間信用」は、金融資本市場の発達とともに消滅する時代遅れの資金調達手段であり、先進国ではよほど特殊な事情のある企業しか利用しない「日陰の存在」とする認識が広く受け入れられてきた。このため、研究者や政策担当者の関心も低く、統計を含めた関連情報の利用可能性もはなはだ低い状態にある。

鶴田氏は、CRD (Credit Risk Database) 協会のデータベースを武器に、企業間信用と銀行借入の選択に焦点を合わせて、日本の中小企業の資金調達行動について実証的に検討し、興味深い結論を導いた。

「失われた 10 年」からの回復期の中小企業に焦点を合わせ、成長機会の活用に必要な資金の獲得手段として、「企業間信用」と銀行借入のどちらにより多くを依存したかという点について検討し、次の 2 つの結論を導いた。(1)より大きな資金需要を有したこの時期の中小企業はより大きな部分を企業間信用によって調達した。(2)担保等に提供可能な資産の保有状況に照らして、企業間信用を選択した主な理由は銀行借入が利用できないことによるのではない。

日本の金融資本市場における銀行の重要な地位と役割を強調する「通念」の支配的地位は微動すらしめない。日本におけるこの結論に対する反応も興味深い。鶴田氏の研究は、日本のみならず多くの国々の研究者・実務家・政策担当者の大きな関心を呼ぶだろう。新しい試み・挑戦である。重大な関心とともに、問題設定、分析手法、用いたデータの質と制約、得られた結果の解釈などの点で、議論は沸騰した。今後も、各方面で議論的になるだろう。

私（三輪）からも2点だけ指摘しておこう。中小企業に関するマイクロデータの入手可能性がはなはだ低いという世界共通の状況下で、膨大な数の企業の情報を集めたCRDのデータを活用できる点は世界中の研究者の羨望の的だろう。しかし、第1に、このデータセットはrandom samplingによって収集されたものではない。結果として潜在するサンプル・バイアスに周到的な注意を払う必要がある。残念ながら、この点に関する情報は得られない。第2は、中小企業といってもあまりに多様であって、その多様性に対応する工夫が必要ではないかという点である。従業者数、資本金規模の中央値(median)はそれぞれ7名と1,000万円だという。たとえば、資本金規模1,000万円以上と1,000万円以下の2グループに分けて検討した結果の方が、研究者・実務家の双方にとってより興味深いのではないか。たとえば、資本金規模1,000万円以下の規模の個別企業の財務データに、より大きな規模の企業と同程度の信頼性を置くことに疑問を抱く者も少なくないだろう。

興味深い研究結果を提示し、実務家・研究者両サイドの口うるさいフォーラム・メンバーを相手に我慢強く実り多い議論を展開された鶴田さんに深謝します。