

2018年6月14日 全6頁

中小企業の借入利率の低下ペースが緩やかなのはなぜか

地域金融機関の持続可能なビジネスモデルに関する一考察

金融調査部
主任研究員 鈴木文彦

[要約]

- 中小企業の借入利率は、投下資本事業利益率と市場金利（10年国債利回り）の範囲で変動し、1990年代の急低下が落ち着いた後、2000年代は横ばいで推移していた。2012年以降、金融緩和策や収益力の回復を背景に再び低下している。これまでの動きをみると、市場金利の低下が中小企業の借入利率に波及するのは大企業に比べ遅く、2000年代で顕著だが下方硬直的でもある。理由として、中小企業の場合、格付の要素となる信用力指標の改善ペースが大企業に比べ緩やかで、水準も低いことが考えられる。適用利率の見直しの機会が少ない影響もあるだろう。
- 翻って、中小企業の借入金利の下方硬直性は、中小企業を主力取引先とする地域金融機関にとって重要な収益機会でもありと再認識させられる。マイナス金利の長期化、人口減少等による貸出残高の先細りが懸念される中、金利競争による貸出拡大の代わりに求められるビジネスモデルは、コミュニケーション密度を生かした積極的なリスクコントロールを旨とする貸出手法だ。たとえば実態把握の精度を高め、表面上の決算データから得られるよりも高い信用力を発見することで貸出先の間口を広げる。足下の信用力がそれほど高くない先に貸出のうえ、経営アドバイスや経営人材の紹介等を通じ積極的にリスクを低減することも収益拡大の機会になりえる。

大企業に比べ緩やかな中小企業の借入利率の低下ペース

借入利率は投下資本事業利益率を上限、市場金利を下限とする範囲で変動し、長期的にみれば低下傾向を辿っていることがうかがえる。まず、資金繰りのため一過的に必要な資金は別として、企業の借入利率が投下資本事業利益率を超えることはない。事業利益を超える支払利息を支払わなければならないとすると、当の企業の存続が危うくなるからである。ここで投下資本とは長短の借入金、社債および純資産を合わせたものをいう。投下資本事業利益率とは、投下資本に対する利払い前の経常利益（事業利益）の比率である。投下資本の一部の提供者である金融機関は、企業が獲得した事業利益から利息を得る。

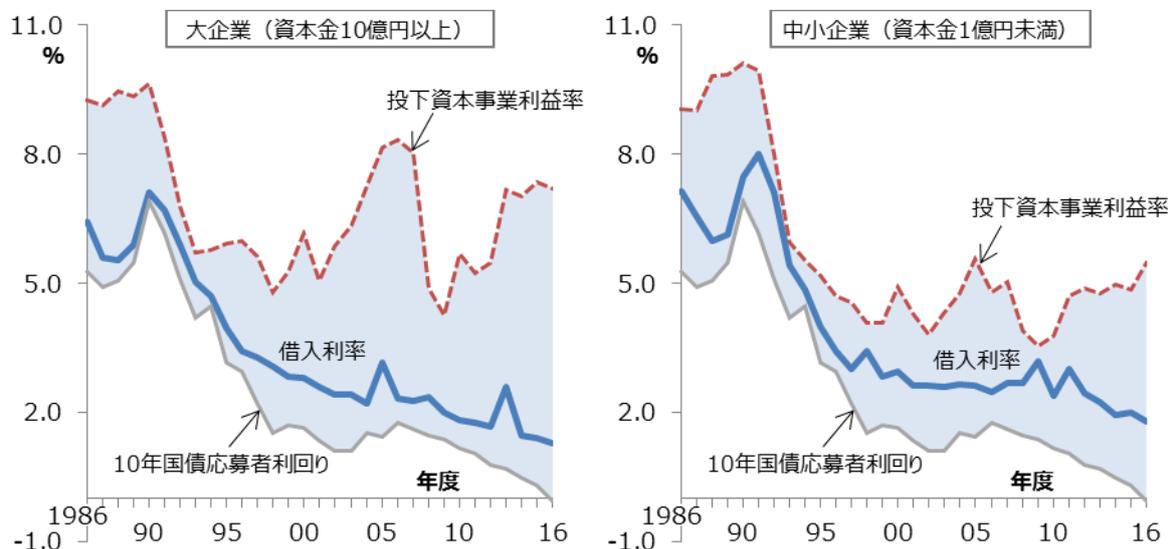
一方、企業の借入利率の下限、言い換えればリスクフリーレート（無リスク先の利率）は市

場金利であり、具体的には10年国債利回りが目安とされる。金融機関は家計等から広く預金を集め、企業等に貸出をする。これは、預金を集めて市場で運用するビジネス、「調達モデル」と、市場から調達し企業等に貸出または投資するビジネス、「運用モデル」に分解して考えることができる。市場金利は、調達モデルの側からみた運用金利、運用モデルの側でみた調達金利でもある。言い換えれば運用と調達が出会う場所、預金金利と貸出金利の中間地点のことだ。

図表1は、10年国債応募者利回り、大企業と中小企業それぞれの投下資本事業利益率、借入利率を時系列で示したグラフである。統計の都合上、資本金10億円以上のものを大企業、同じく1億円未満の企業を本稿でいう中小企業とした。借入利率は、法人企業統計の当期の支払利息等を、金融機関借入金の前期末と当期末の平均を除いて求めた。金融機関借入金には受取手形割引残高と社債を含めている¹。

10年国債利回りは2000年代前半の金融緩和政策で底をつけた後、2013年以降の「異次元緩和」の影響もあって再び低下、2016年度にはゼロ水準を割り込んだ。借入利率をみると、大企業、中小企業ともおおむね低下傾向を辿っていること、10年国債利回りより高く、投下資本事業利益率より低い点は共通している。大企業の借入利率の推移をみると、1990年度をピークに急落し、1990年代半ばにペースを落としながらも10年国債利回りと同様一貫して低下傾向を辿っている。

図表1 借入利率の推移



(出所) 財務省の国債金利情報、財務省「法人企業統計」から大和総研作成

中小企業の借入利率の推移をみると、10年国債利回りに1年遅れ1991年度をピークに急落。1990年代後半から3%弱の水準を維持していたが、近年再び低下局面に入り直近の2016年度は

¹ 金融機関以外の借入金（法人企業統計の「その他の借入金」）は計算から除いた。中小企業の場合、借入金の約10分の1あるが、かなりの部分が役員借入金で、支払利息と対応しないと考えられるからである。

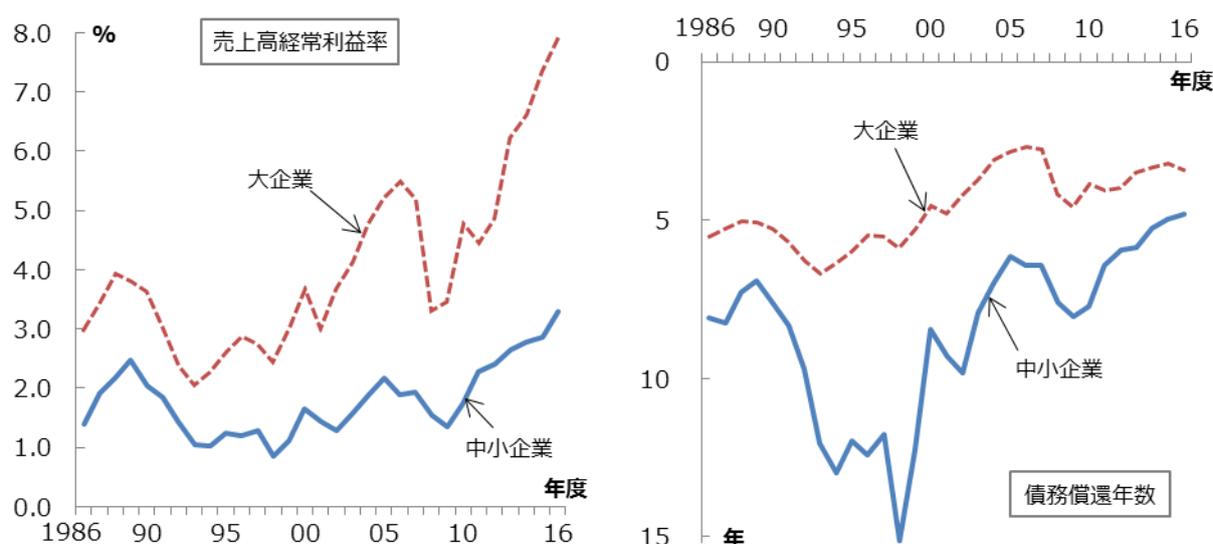
1.8%である。中小企業の借入利率は投下資本事業利益率と10年国債利回りのおおむね中間を辿っている。ただ、中小企業の借入利率のピークは、10年国債利回りのピークに1年遅れ、その後の低下のペースも同様に市場金利の低下ペースに比べ若干遅れているように見える。また、借入利率が投下資本事業利益率と10年国債応募者利回りの間を辿っている点は大企業と同じだが、大企業が10年国債利回りの側に寄っているのに対し、中小企業は両者のおおむね中間を辿っている。

投下資本事業利益率の推移をみると、1990年度をピークに急落した時点までは大企業、中小企業ともにほぼ同じ軌跡を辿っていた。その後、大企業は1994年度には低下傾向に歯止めがかかったのに対し、中小企業は1990年代後半まで低下傾向が続いた。その後、大企業、中小企業ともに投下資本事業利益率の軌跡は相似形ではあるが、水準は一貫して中小企業のほうが低い。また、大企業、中小企業ともに2010年度頃までは10年国債利回りと変動方向がほぼ同じだったが、その後は逆の方向を向いている点も付言しておく。

借入利率の差の背後にある信用力

大企業の借入利率は市場金利の変動に敏感であり、それに比べれば中小企業は下方硬直的という印象を受ける。1995年度では中小企業の借入利率は大企業と同水準だったが、大企業がその後一貫して低下傾向を辿ったのに対し中小企業は横ばいで推移し、2000年度頃から両者に乖離が生じてきた。その後、2010年度前後から中小企業の借入利率も市場金利に連動して低下しはじめ、少しずつ大企業との差も縮まっている（図表1）。

図表2 信用力指標の推移



(出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

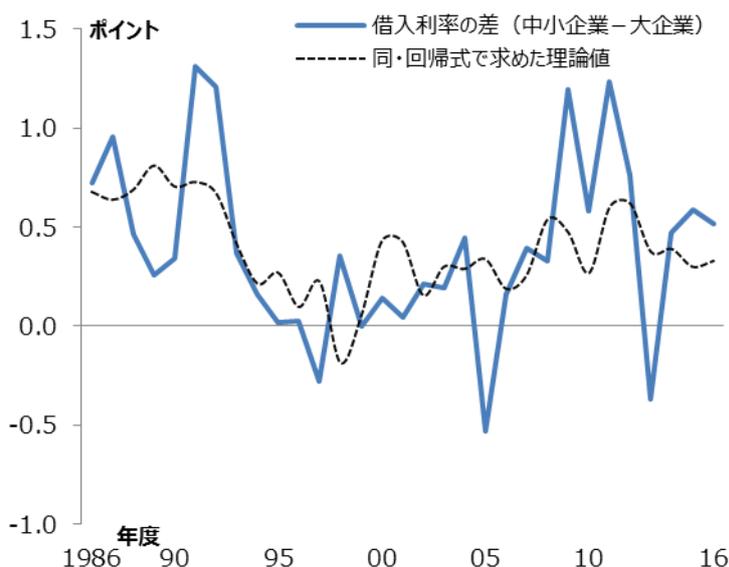
どうして中小企業の借入利率の水準が高く、市場金利の変動に対して下方硬直的なのか。ま

ずは大企業に比べ中小企業の信用リスクが高い点が考えられる。図表2は、金融機関が貸出先に付与する内部格付の主要要素となる売上高経常利益率（図表左）と債務償還年数（図表右）の推移をみたものである。売上高経常利益率は売上高に対する経常利益の比率で企業の収益性を反映する。債務償還年数は、直近年度の減価償却前経常利益すなわちキャッシュフローの水準で金融機関借入金を何年で完済可能かを意味する算式で返済能力を反映する指標である。短いほど返済能力があるといえる。

図表2を見ると、売上高経常利益率、債務償還年数ともに中小企業は大企業を下回っていることがわかる。売上高経常利益率は1990年代半ばから中小企業、大企業のいずれも上昇基調にあるが、大企業に勢いがある。債務償還年数をみると、大企業が1993年度を境に持ち直す一方で中小企業は悪化ペースが加速し1998年度には15年を超えるに至った。大企業に5年遅れて持ち直し局面に転じるが、債務償還年数の15年は返済能力の判定に必要な水準である。

次いで、売上高経常利益率、債務償還年数からみた信用力指標と、借入利率の関係を検証した。売上高経常利益率、債務償還年数におけるそれぞれ大企業と中小企業の差を説明変数、大企業と中小企業の借入利率の差を目的変数として、重回帰式を作成してみた。重決定係数 R^2 が0.256と緩やかな相関ではあるが、図表3で示すように借入利率の差と回帰式で求めた理論値を重ねてみると、似たような趨勢を辿っているように見受けられる。法人企業統計の計数のばらつき、その他にも大企業と中小企業の借入期間の差、業種構成のばらつきや金融機関の競争環境など様々な説明変数が考えられることを考えれば、大企業と中小企業の借入利率の差が信用力の差によって一定程度説明できるのではないかと考えられる。

図表3 借入利率の差と信用力指標の関係



(注) 回帰式は $-0.13 \times \text{債務償還年数} + 0.16 \times \text{売上高経常利益率} + 1.27$
 重相関係数 R 0.506 重決定係数 R^2 0.256
 (出所) 財務省「法人企業統計」から大和総研作成

売上高経常利益率、債務償還年数の推移に表れているが、90年代後半から少しずつでも回復

傾向にあった大企業の業績に対し、中小企業は2000年代前半まで業績が冴えなかった。その差が内部格付の差、すなわち信用リスクの差に反映したと思われる。

貸出利率は、市場金利に金融機関の貸出コストを勘案して決める基準金利（かつてのプライムレート）に、信用リスクを反映した信用スプレッド、期間が長くなるほど高くなる期間スプレッドを加算したものが「定価」といえる。企業毎に適用される利率は、「定価」を目安としつつ、取引内容や競合状況を勘案し、最終的には相対交渉で決まる。市場金利と信用力だけで決まるわけではないが、金利の決定要因の大きな部分を占めるには違いない。また、競合関係が高じて利率が下がったとしても、貸出コストを下回る、いわゆる原価割れの水準になることは考えにくいことも付言しておく。情報開示が必要なリスク管理債権のひとつ、貸出条件緩和債権の要件に抵触する可能性を拭えず、金融機関の側にこれをできるだけ回避したいという動機があると考えられるからだ。

中小企業の借入利率が市場金利を反映するのが若干遅れる背景には、適用金利見直しの頻度が大企業に比べて少ないこともあるだろう。借入利率は市場金利に信用力、取引内容その他の要素を勘案して企業毎に決められる。通常、新たな借入金を導入するタイミングで金利見直しとなる。自治体の中小企業向け制度融資などで固定金利が適用されるケースが多いが、こうした固定金利型の長期借入金のウェイトが高いと、市場金利の低下傾向が借入企業の借入利率に波及するのが遅くなる。

また、決算データが入手しづらく、信用力の実力を必ずしも正確に反映していない²中小企業は、大企業に比べれば競合金融機関の攻勢が激しくない。ライバル行、県外他行、ノンバンクなどの他業態がメイン行の適用金利よりも低い利率を適用した新商品をセールスすることが借入利率低下のきっかけとなることもある。提示された低金利に対抗してメイン行が適用金利の引き下げを応諾するといったケースだ。もっとも、市場金利に連動する低金利の戦略商品は金額単位が大きく、中小企業であっても比較的大規模で、高格付を維持する先にしか適用されない。小規模または業況芳しくない中小企業にとっては金利引き下げの機会になりにくい³。

結局、適用金利は相対で決まるものなので、貸し手と借り手の「力関係」が影響する可能性

² 大企業に比べれば決算データ自体の不確実性が否めない。決算データが示す企業業績が実態と異なるケースが少なからずある点に留意が必要だ。実務上、内部格付は、貸し手の金融機関が決算データを実態に合わせ修正した上で付与している。決算データで赤字計上、場合によっては債務超過であったとしても、それが即座に破綻懸念、業況不芳を意味しないことがあるからだ。中小企業の場合、代表者と企業が一体不可分のケースがある。自宅と工場、店舗が一体であるケースが多い。組織形態が株式会社だったとしても、利益を計上して株主に配当するよりは代表者の役員報酬を増やす傾向がある。節税を考えれば、家族従業員に給与を支払ったり、できるだけ会社の経費を増やしたりして利益を圧縮することも珍しくない。つまり損益計算書上の黒字を圧縮する動機がはたらく。節税対策の不動産経営はその最たる例だ。

³ ただし、ここで県外他行の戦略商品を選択したとしても地元中小企業にとって県外他行はメイン行になりにくい。地域の決済ネットワークを持っていないからである。翻って考えるに、むやみな再編は控えるべきで、大きくない中小企業の経済圏でも複数の地域金融機関が存在したほうがよいのではないか。1、2位行が統合し経済圏内の過半シェアをゆうに超えるトップ行ができ地元の競合行がなくなったとする。仮にトップ行とトラブルになった場合、県外他行の融資を得たとしても、地元で営業を続ける限りはトップ行との決済取引を残さざるをえない。決済その他の情報を一方的に握られることになる。地域金融機関の再編の検討にあたっては、融資シェアではなく決済ネットワークの地元占有度で、また、（3大都市圏を除き）県境を跨いだ広域ではなく、県単位のさらに内側で複数に分かれる地域経済圏で評価するのが地域金融機関と地元中小企業の実情に合う。

も否定できない。具体的には借り手から適用金利見直しの依頼をしないと下がらないケースである。市場金利が下がったからといって自動的に下がるわけではない。そればかりか延滞すれば延滞元本には自動的に年14%の「借入利率」(銀行取引約定書で定める損害金)が適用される。

中小企業の特性からみた地域金融機関の持続可能なビジネスモデル

中小企業は大企業に比べると信用力の改善ペースが緩やかで改善幅も小さく、それが市場金利の低下に対する借入利率の反応の鈍さに現れたと考えられる。その他にも、細かくみれば中小企業の借入金利が下方硬直的である理由を複数挙げるができる。

中小企業を主力取引先とする地域金融機関からみれば、中小企業の借入利率の下方硬直性は、重要な収益機会である。マイナス金利の長期化、人口減少等による貸出残高の先細りが懸念される中、金利競争による貸出拡大に代わるビジネスモデルが求められている中、今後持続可能なビジネスモデルは、コミュニケーション密度を強みに積極的なリスクコントロールを旨とする貸出の拡大だろう。ひとつは実態把握の精度を高め、表面上の決算データから導かれる信用力よりも高い信用力を発見し、貸出先の間口を広げることだ。足下の信用力が厳しいとしても、代表者の家計収支と連結すれば黒字となる先、販売先や仕入先の支援関係が深い先などに対し、表面上の決算データに基づいた金利、言い換えれば実態ベースの信用力に比べれば若干高めの利率を適用して貸出する。表面上の決算データと実態の信用力に乖離がある先の発掘と拡大が融資推進にあたっての戦略目標となる。長く深いつきあいから得た独自情報がカギとなるので、表面上の業績しか知らない競合が容易には追いつくことができないというのも強みとなる。

もうひとつ、あえて低い格付の先に融資し、積極的な経営支援を施すことで倒産確率を下げるビジネスもあるだろう。生命保険でいえば予定死亡率を下回る水準に実際の死亡率を下げて「死差益」を増やす発想である。足下の信用力が高くない先に、経営アドバイスや経営人材の紹介等を通じたリスクコントロールと一体で取引を推進することは、地域金融機関の持続可能なビジネスモデルとして合理性があると思われる⁴。

以 上

⁴ 金融機関の経営の観点で2点追記する。まず、図表1から気づくのは、市場金利と借入利率の差は必ずしも縮まっていないことである。金融機関の経営の観点でいえば、市場金利を下回る水準で調達し市場金利で運用する「調達モデル」のほうに問題がある。10年国債利回りがゼロになった現在、それよりも低い金利で預金を集めることができない。収益を生めなくなった「調達モデル」にかかるコストを受益者である預金者に負担してもらう考え方もあるだろう。その点、口座維持手数料の新設は理に適っている。

次に、貸出ではなく投資に運用をシフトさせていくのも一考に値する。貸出利率は業績向上に伴って低下する。企業の資本蓄積が進み借入による資金調達の余地も構造的に小さくなってきている。ノンバンクと区別される銀行の本業は資金決済ネットワークの維持だ。銀行法でいう預金者等の保護、信用の維持であり、電気、電話、水道などのネットワーク関連インフラと同じく極めて高い公共性を帯びる。「金融の円滑」(銀行法第1条)も重要な銀行の本業だが、貸出だけが円滑の手段ではない。公共性が高い資金決済ネットワークを維持するために有利な運用を行うこと、具体的には有価証券運用も「余資運用」ではなく本業と位置づけたうえで体制充実が求められるのではないか。経営コンサルティング、人材紹介にとどまらず関連業務を積極的に展開してゆくことも必要だ。鉄道事業を例に出すまでもなく、伝統的な本業である公共ネットワークを維持するために、関連事業の黒字を充てるビジネスモデルは以前からある。