

信用保証制度における金融機関の モラルハザード抑制策¹²

～本来の制度のあるべき姿～

日本大学 鶴田大輔研究会 企業金融分科会

立石力也³ 山下恭平⁴ 今井捷⁵

花井愛美⁶ 山本耕平⁷

2014 年 11 月

¹ 本稿は、2014 年 12 月 13 日、14 日に開催される、ISFJ 日本政策学生会議「政策フォーラム 2014」のために執筆したものである。当然ながら本稿にあり得る誤り、主張の責任はすべて筆者たち個人に帰す。

² 本稿の執筆にあたり、津田栄氏（日本危機管理学総研理事）、鶴田大輔氏（日本大学准教授）をはじめとして多くの方々から大変有益な御意見を賜った。特に鶴田大輔准教授には実証分析の具体的手法、文章校正など多岐にわたって惜しまぬ御協力を頂戴し、本稿は完成に至った。御協力いただいたすべての方に深い感謝の意を申し上げ、ここに記す。

³ 日本大学経済学部経済学科 3 年

⁴ 同上

⁵ 日本大学経済学部金融公共経済学科 3 年

⁶ 同上

⁷ 同上

要約

本稿は、中小企業の資金調達を円滑化するため制定されている信用保証制度についての研究論文である。経済学的な理論によると、中小企業に対する融資は情報の非対称性などの問題により、過小になる。この問題を解消するために、中小企業に対する金融の円滑化を目的とした制度が信用保証制度である。しかし、信用保証制度は、金融機関のモラルハザードの問題や、信用保証協会の金融機関に対するモニタリングのインセンティブが欠如するという問題により、金融機関の利益向上のために利用されている可能性が高い。

信用保証制度の目的にあるように、この制度は、中小企業金融の円滑化を図るための制度であり、金融機関が利益を得るために制定された制度ではない。本稿の実証分析のパートでは以下の仮説を検証した。

- ① 金融機関は信用保証制度を利用することで、中小企業向け貸出におけるモラルハザードを引き起こしているのではないか。
- ② 保証付き融資の増加は中小企業全体の貸出増加に繋がらないのではないか。
- ③ 保証付き融資の金利水準が適切な値より高くなっているのではないか。
- ④ 保証付き融資が多い金融機関ほどデフォルト率（代位弁済率）が高いのではないか。

これらの内容を踏まえ、金融機関のパネルデータを用いて分析を行った。分析の結果は以下の①～④の通りである。

- ① 信用保証制度を利用した金融機関の企業価値は上がっている。
- ② 保証付き融資の増加による中小企業向け貸出促進効果は表れていない。
- ③ 保証付き融資をより多く行っている金融機関ほど金利水準が高い。
- ④ 保証付き融資が多い金融機関ほどデフォルト率（代位弁済率）が高い。

これらの結果は金融機関が自らの利益のために信用保証制度を利用していることを示しており、制度本来の目的を最大限発揮しているとは言い難い。そこで我々は現行の信用保証制度に変更を加えた新たな信用保証制度について提言を行った。

具体的には以下の内容である。

1. 責任共有制度における金融機関の負担割合を 20%から 30%へ引上げ
2. 100%保証における金融機関の負担割合を 0%から 10%へ引上げ
3. 金融機関の保証付き融資の金利設定を
(金融機関の内部格付より算出されたリスクプレミアム×金融機関の負担割合)+プライムレート
と定め、金融機関と信用保証協会の契約に明示
4. 無担保保証の上限額を 8000 万円から 5000 万円へ引下げ
5. 包括保険契約の廃止
6. 保険割合を 70～80%から 60～70%へ引下げ
7. 日本公庫と信用保証協会の合併

以上 7 つの提言から信用保証制度の改善を図ることで、我が国の中小企業金融の円滑化を果たし、日本経済の更なる発展を期待する。

目次

はじめに

第1章 信用保証制度の現状と問題点

- 第1節 信用保証制度の概要
 - 第1項 信用保証制度の目的
 - 第2項 信用保証制度の仕組み
 - 第3項 信用保証実績の推移
 - 第4項 信用保証制度の利用状況
- 第2節 信用保証制度の問題点
 - 第1項 日本公庫の問題点
 - 第2項 金融機関のモラルハザード
 - 第3項 債権回収率の低さ
- 第3節 信用保証制度のデフォルト率と収支状況
 - 第1項 代位弁済率の推移
 - 第2項 保険収支の状況
 - 第3項 国際的に高い保証債務残高

第2章 問題意識

第3章 先行研究及び本稿位置づけ

- 第1節 信用保証制度の信用金庫へ与える影響
- 第2節 特別信用保証制度の効果
- 第3節 本稿の位置づけ

第4章 実証分析

- 第1節 信用保証は金融機関の企業価値を高めるか？
 - 第1項 仮説
 - 第2項 イベントスタディによる分析
 - 第3項 Tobin's Q を用いたパネルデータ分析
- 第2節 信用保証制度は中小企業向け貸出を促進しているか？
 - 第1項 仮説
 - 第2項 Sme Loan を用いたパネルデータ分析
- 第3節 信用保証により金利水準は低下しているか？
 - 第1項 仮説
 - 第2項 Interest Rate を用いたパネルデータ分析
- 第4節 金融機関はリスクの高い中小企業を保証付きで融資していないか。
 - 第1項 仮説
 - 第2項 Default を用いたパネルデータ分析

第5章 政策提言

第1節 政策提言の概要

第2節 政策提言

第1項 金融機関のモラルハザードを抑制

第2項 金融機関の金利設定を制限

第3項 債権回収率の改善

第4項 信用保証協会のモラルハザードを抑制

第5項 日本公庫と信用保証協会間のエージェンシーコスト削減

第3節 政策提言と本稿のまとめ

先行論文・参考文献・データ出典

はじめに

本稿では、信用保証協会が行う信用保証制度の問題点を実証的に分析し、信用保証制度が本来の目的である金融円滑化に資する適正な制度となるような政策を提言する。信用保証制度は、金融機関の融資先である中小企業がデフォルトし、債務不履行に陥った時に、信用保証協会が中小企業の債務を肩代わり（代位弁済）するものである。また、日本政策金融公庫（以下、日本公庫）は信用保証協会と保険契約を結んでおり、中小企業がデフォルトした際に信用保証協会が負担した代位弁済の額の 70～80%を保険金支払いにより負担しなければならない。この保険契約により毎年 2000 億円から 5000 億円程度の赤字が生じており、この赤字は国民の税金によって成り立っている。

このように、毎年多額の赤字が生じているということは、信用保証制度の本来の目的である「中小企業金融の円滑化」ではなく、金融機関のリスクヘッジや利益向上のために信用保証制度が利用されている可能性を示唆する。この信用保証制度が金融機関・中小企業にどのような影響を与えているのか、そして本制度を改革するとともに、日本公庫の在り方について検討するために、先行研究を参照したうえで、以下の問題を分析する。

第一に、金融機関はリスクの高い中小企業を保証付きで融資することにより、モラルハザードの問題を発生させていないかを分析する。金融機関が信用保証制度を利用しリスクの高い融資を行っていけば、将来のデフォルトによる損失が信用保証協会の代位弁済により補てんされるため、金融機関の期待キャッシュフローが増加する。つまり、金融機関の信用保証制度利用の大きさは、将来の期待キャッシュフローの割引現在価値である企業価値に対して、プラスの影響を与えると考えられる。また、リスクの高い中小企業に対して保証を行っていけば、保証を多く利用している金融機関の融資先ほど、デフォルト率（代位弁済率）が高くなると考えられる。

第二に、信用保証制度を利用した金融機関がどのような金利水準で保証付き融資を行っているかを分析する。金融機関は保証利用により、デフォルトリスクを信用保証協会に負担させているため、保証先企業に対する金利設定は低く設定すべきである。しかし、実際に金融機関は金利設定を適切に行っていない可能性がある。そのため金融機関が信用保証制度を利用することで金利水準にどのような影響があるのかを検証する。

第三に、金融機関が保証付き融資を行うことにより、中小企業向け貸出がどの程度促進されているか、中小企業に対する金融円滑化を実際に達成しているかを分析する。前述した通り、本来の信用保証制度の目的は「中小企業金融の円滑化」であり、貸出を促進することにある。しかし、金融機関が保証なし融資から保証付き融資に切り替えた場合、信用保証制度による中小企業向け貸出は促進されず、制度の目的が達成されない。この問題は旧債振替と呼ばれ、金融機関と信用保証協会の間の約定書により制限されているものの、実際にどの程度深刻なのかわかっていない。

金融機関のパネルデータを用いた実証分析を通じて以下の結果が導出された。

第一に、金融機関が信用保証制度を利用した際、中小企業のデフォルトリスクを信用保証協会に負担させることで、金融機関の企業価値は上昇している。また、保証付き融資をより多く行っている金融機関ほど代位弁済率が高いため、保証をより多く利用している金融機関はリスクの高い中小企業を保証付きで融資している。これらの結果は金融機関がリスクの高い融資を保証付きで行っているという、モラルハザードを支持している。

第二に、保証付き融資をより多く行っている金融機関ほど、金利水準が高くなる。

第三に、金融機関が保証付き融資を行うことにより、全体の中小企業向け貸出を促進しているものの、統計的に有意な結果は得られなかった。この結果は本来の目的である、中小企業金融の円滑化のために制度が利用されていない可能性を示唆する。

以上の分析結果により我々は7つの政策提言を行う。

1. 責任共有制度における金融機関の負担割合を20%から30%へ引上げる。
2. 緊急時の100%保証における金融機関の負担割合を0%から10%へ引上げる。
3. 金融機関の保証付き融資は原則自由、から金利設定を
(金融機関の内部格付より算出されたリスクプレミアム×金融機関の負担割合) + プライムレート
と定め、金融機関と信用保証協会の契約に明示する。
4. 無担保保証の上限額を8000万円から5000万円へ引下げる。
5. 日本公庫と信用保証協会の間の包括保険契約を廃止する。
6. 保険割合を70~80%から60~70%へ引下げる。
7. 日本公庫と信用保証協会を合併する。

第1章 信用保証制度の現状と問題点

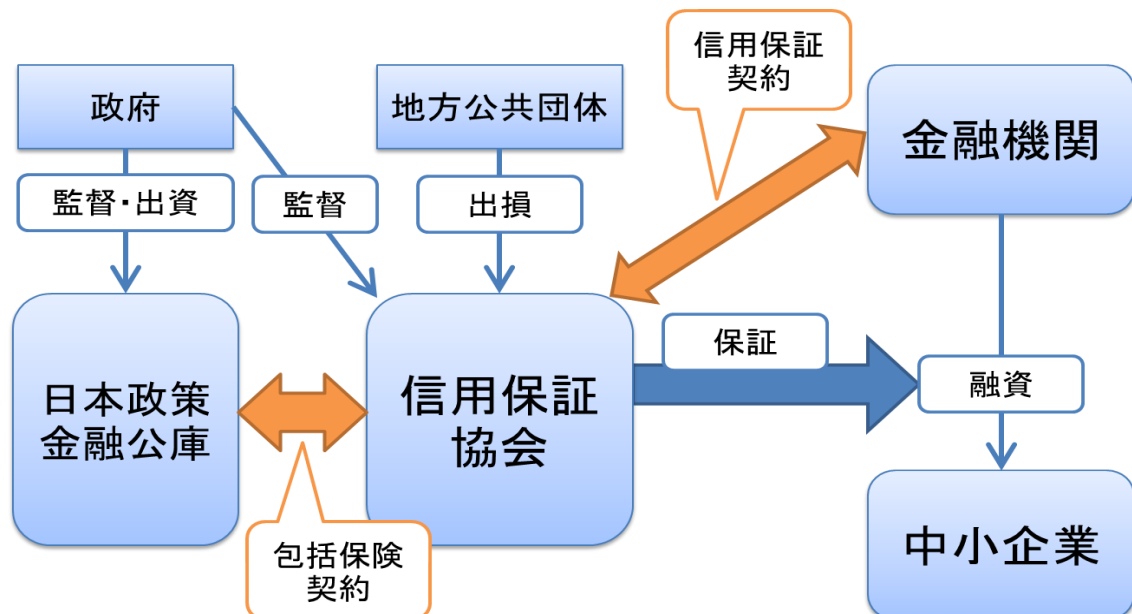
第1節 信用保証制度の概要

第1項 信用保証制度の目的

信用保証制度の目的は、信用保証協会法第1条によると、「中小企業者等に対する金融の円滑化を図ること」と定められている。具体的には、中小企業と小規模事業者が金融機関から融資を受ける際、金融機関の中小企業への融資を信用保証協会が保証し、倒産などにより中小企業が債務の返済ができなくなった場合、その債務などを信用保証協会が肩代わり（代位弁済）することで資金供給を円滑化することである。

ここで信用保証協会について説明する。信用保証協会の起源となる社団法人東京信用保証協会は1937年8月31日に設立された。設立に伴う業務開始は同年9月2日である。1953年に、信用保証協会法に基づいて、内閣総理大臣と経済産業大臣の設立認可を受けた法人が公的機関として信用保証協会として設立された。現在、各都道府県と横浜市、川崎市、名古屋市、岐阜市の4市に設立され51法人が信用保証業務を行っている。

図 1-1 信用保証制度の仕組み



第2項 信用保証制度の仕組み

図 1-1 で信用保証制度の仕組みを図示した。一般的に、信用保証協会・金融機関・中小企業間での保証の仕組みを信用保証制度という。また、信用保証協会・日本公庫間の契約を信用保険制度という。これを総括して信用補完制度というが、本稿では簡素化するためにこれらを総称して信用保証制度とする。

まず、金融機関が中小企業に融資を行う際、金融機関と信用保証協会が信用保証契約を結び、信用保証協会が中小企業に対する融資を保証する。この保証に対して日本公庫は、信用保証協会と保険契約を締結する。信用保証協会の経営は基本的に地方自治体と金融機関の出損により設立され、政府（経済産業省及び金融庁）が監督を行っている。また、日本公庫は政府の出資により設立され、財務省および経済産業省の監督により業務を行っている。前述した通り、中小企業が債務不履行に陥った際、信用保証協会は金融機関に対して代位弁済を行い、代位弁済により生じた信用保証協会の損失の 7 割から 8 割が信用保険により補てんされる。

以下、信用保証制度と信用保険制度についての詳細について述べる。

1. 信用保証制度の流れ

信用保証制度を利用するための方法と基準の仕組みは以下の通りである。なお、以下の説明は全国信用保証協会連合会 H P (<http://www.zenshinhoren.or.jp/>) による説明を参照した。

① 保証の申し込み

信用保証制度の代表的な申し込み窓口は、金融機関と信用保証協会によって行われる。その他では、地方自治体や商工団体（商工会議所や商工会、中央会等）でも受付を行っている場合もあるが、ここでは金融機関と信用保証協会経由で申し込みを行う場合について説明する。

まず、金融機関の窓口で融資を申し込む場合、金融機関が信用保証制度の申し込み手続を行う。金融機関が融資を適当と判断した場合、必要書類を金融機関経由で信用保証協会に提出する。次に信用保証協会に申し込む場合、各地域にある信用保証協会、中小企業と信用保証協会が融資に関する相談をした後、信用保証協会が中小企業に申込書を配布する。中小企業が記入した申込書に必要書類を添付の上、信用保証協会に提出し、保証の可否を決定する。そののちに金融機関に対する融資を申し込む。一般的に金融機関経由で保証を申し込むケースの方が多く、金融機関がどのような中小企業に対して保証付きで融資を行うのか、選択できる場合が多い。

② 保証審査

申し込みが受け付けられると、信用保証協会が保証審査を行う。主に財務諸表などの定量情報に基づいて、保証を受ける中小企業の審査が行われる。審査過程において、信用保証協会が融資申し込みを行った中小企業への訪問や経営者等に対する面談を行う場合もある。

③ 保証承諾

審査の結果、保証を適当と認めたときは、金融機関に対して信用保証書を発行する。

④ 融資実行

信用保証書に記載された条件に沿って、金融機関から中小企業に融資が実行される。融資実行時に、中小企業が所定の信用保証料を金融機関経由で信用保証協会に支払う。信用保証料は一般社団法人 C R D 協会のスコアリングモデルにより決定され、のちに説明する責任共有制度の対象となる有担保保証の場合、0.35%～1.80%である。

⑤ 返済

返済条件に基づき、中小企業が金融機関に借入金を返済する。

⑥ 中小企業が返済をできなくなった場合

中小企業が債務不履行に陥った場合、金融機関に対して信用保証協会による代位弁済が行われる。求償権は信用保証協会に移転されるため、信用保証協会が中小企業に対する回収を行う。

2. 信用保証制度のメリット

信用保証協会が行う信用保証制度によって、どのようなメリットがあるかを挙げたうえで、経済学的な意義を述べる。中小企業の信用保証制度のメリットとしては、以下の4点が挙げられる。

第一に、信用保証制度により金融機関の融資枠の拡大が期待できる、という点である。金融機関は中小企業に対する融資が債務不履行になった場合、信用保証協会による代位弁済により損失が大幅に軽減されるので、リスクが大きい中小企業に対して融資が可能となる。第二に、柔軟に長期の借入にも対応できるという点が挙げられる。中小企業の事業状況が不安定であるため、金融機関は設備投資を目的とした長期の融資に対応しづらい。信用保証協会が金融機関のリスクを負担することで、長期の融資が可能となる。第三に、原則、法人代表者以外の連帯保証人は必要ない、という点が挙げられる。特に、個人事業者の場合、保証人は原則不要となる。近年、保証人を引き受けることによる過度な負担が問題視されており、信用保証制度を利用するとこのような問題が回避される。第四に、無担保でも保証を受けることが可能である点が挙げられる。中小企業は担保となる土地や建物を保有していないケースが多く、担保資産を保有していないと金融機関から融資を受けることはできない。保証付きで融資を行うことにより、このような問題を回避できる。

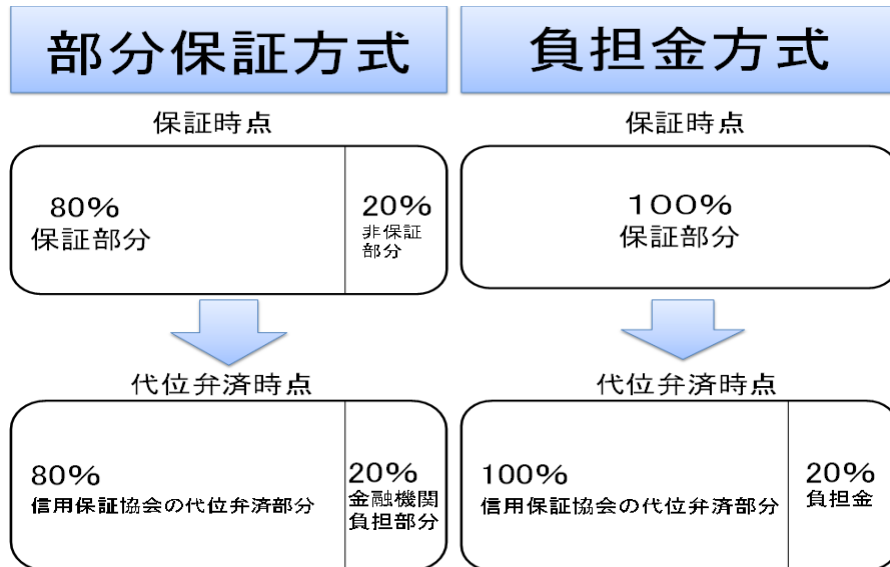
経済学的には、信用保証制度の意義は情報の非対称性の問題と審査コストの存在により説明できる。一般的に中小企業は大企業に比べると情報の非対称性が大きい。つまり、金融機関は中小企業の信用情報をあまり保有していないため、借り手の事前のリスクや事後の行動について観察できない。情報の非対称性が存在する場合、逆選択やモラルハザードの問題が発生し、社会的な水準よりも中小企業への融資が過小になるという信用割り当ての問題も発生する。信用保証制度により金融機関融資を促進することで、信用割り当ての問題を回避することができる。次に、中小企業向け融資の場合、借入金額が少ない一方、審査コストが割高になる、という点が挙げられる。借入金額の大小に関わらず、一定の金額が審査コストとしてかかるため、借入金額が大きい大企業向け融資の方が金融機関にとって効率的な融資となる。逆に審査コストの存在により中小企業向け融資の採算性があまり良くないため、金融機関は積極的に中小企業に融資を実行しようとしにくい。

これらの特性は、中小企業の資金調達を困難にさせる要因である。そこで信用保証協会のサポートによって金融機関側のリスクを取り除くことが可能であり、金融機関の資金供給を促進させるという意味で、正常に機能すれば経済学的に価値のある制度になりうる。

3. 責任共有制度

上記の枠組みの中で、2007年10月1日に責任共有制度が導入された。全国信用保証協会連合会HPによると、本制度は、信用保証協会と金融機関が適切な責任共有を図ることにより、両者が連携して、中小企業の事業意欲等を継続的に把握し、融資実行およびその後における経営支援や、再生支援といった中小企業に対する適切な支援を行うことを目的としている。本制度には「部分保証方式」と「負担金方式」の2つの方式がある。

図 1-2 責任共有制度の仕組み(方式)



出典：全国信用保証協会連合会 HP

全国信用保証協会連合会HPを参考に、上記の図 1-2 では本制度の2方式による流れを図で示している。

●部分保証方式とは、個別貸付金の80%を信用保証協会が保証する。残りの20%については、非保証となるので、貸出先企業が返済不能になった場合は金融機関が負担するというものである。

●負担金方式とは、保証時点では100%保証だが、代位弁済状況等に応じて、金融機関は事後的に信用保証協会に対し20%の負担金を支払うことにより、部分保証と同等の負担をするというものである。

部分保証方式・負担金方式ともに、金融機関が代位弁済額の20%を負担するという点においては変わらない。この制度の下では今までまったく金融機関が中小企業のリスクを負担していなかった状況から、20%分だけ金融機関がリスクを負担するようになる。この選択は融資利用者が選択するものではなく、金融機関が選択するものである。

一般的に信用保証制度を利用する場合、原則的に全ての保証付き融資に責任共有制度が適用される。責任共有制度の目的としては、金融機関に融資に対する負担をさせ、貸出先企業へのモニタリングや審査を厳しくさせることである。

しかし、場合によっては金融機関がリスク負担を避けるため、責任共有制度の下では保証付きの融資であっても実行しない可能性がある。このような状況では、信用保証協会の役割である中小企業への金融円滑化の障害になってしまうことも考えられる。そこで信用保証協会は政策的に責任共有制度になじまないと考えられる状況において、責任共有制度の対象外となる保証方法を定めた。それが以下11点である。

1. 経営安定関連保証（セーフティネット保証）1号～6号
2. 災害関係保証
3. 創業関連保証（支援創業関連保証及び再挑戦支援保証を含む）、創業等関連保証
4. 特別小口保険に係る保証
5. 事業再生保証
6. 小口零細企業保証
7. 求償権消滅保証
8. 中堅企業特別保証
9. 東日本大震災復興緊急保証

10. 経営力強化保証制度

11. 事業再生計画実施関連保証制度

この一部例外の制度を利用する場合は、責任共有制度の 80%保証ではなく、従来の 100%保証を適用することが可能になる。

4. 信用保険制度

続いて信用保険制度について記述する。信用保険制度とは、1950 年 12 月 14 日に制定された、法律第 264 号に定められた中小企業信用保険法に基づき実施する制度である。信用保証協会が中小企業の債務保証人となることによるリスクを、日本公庫が保険によってカバーし軽減させ、信用保証制度を強力にバックアップしている。具体的には、信用保証協会の代位弁済額の 70%から 80%を信用保険制度により日本公庫から信用保証協会に支払い、信用保証協会が中小企業から回収した場合、保険により支払いを行った 70%から 80%を日本公庫に返済する。また、日本公庫はすべての信用保険制度を引き受けることが、包括保険契約により約束して締結されている。

信用保険制度を担う機関は当該制度が発足した当時は、政府が運営する政府関係機関である中小企業信用保険公庫であった。その後、中小企業信用保険公庫が中小企業事業団に統合され、その後、事業団の保険部門のみが中小企業金融公庫に統合された。中小企業金融公庫が国民生活金融公庫等の政府系金融機関と整理統合され、現在、株式会社日本政策金融公庫が信用保険を行っている。

第3項 信用保証実績の推移

信用保証制度による融資は 1937 年に東京信用保証協会が設立されてから、徐々に規模を増大していった。最近の信用保証実績の推移を見ると、1989 年には約 15 兆 6011 億円だった保証債務残高が、2013 年には約二倍の 29 兆 7785 億円にまで増えている。ピークは特別保証制度が開始された翌年である、1999 年の 43 兆 191 億円である。

次に代位弁済の件数と金額を見ると、1989 年には件数が 2 万 1324 件、金額は 1071 億円であるのに対し、2013 年にはそれぞれ 6 万 522 件と 6509 億円となり、代位弁済の件数と金額も大幅に増加傾向にある。一方、保証承諾件数及び金額を見ると、こちらは減少傾向にある。1989 年は保証承諾件数が 106 万件、金額は 10 兆 2082 億円であるのに対し、1998 年に件数 223 万件、金額 28 兆 9665 億円のピークを迎えて以降、徐々に減少していき、2013 年にはそれぞれ 73 万件と 9 兆 3068 億円となり 1989 年の数値を下回っている。

第4項 信用保証制度の利用状況

図 1-3 中小企業の保証利用企業者数

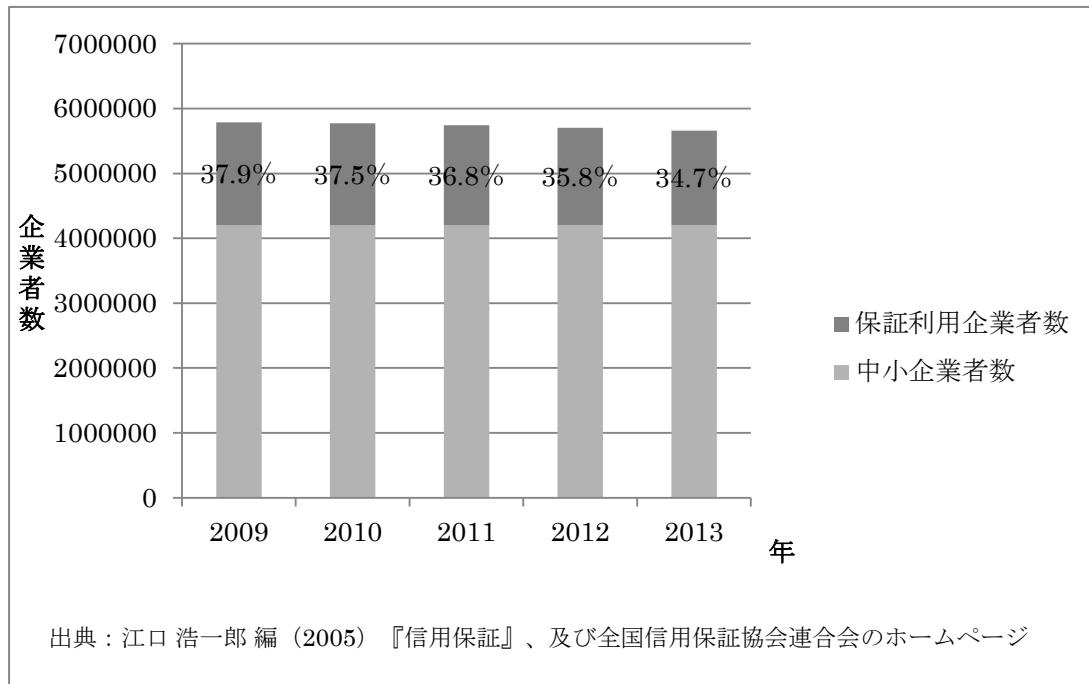


図 1-3 は中小企業数に対する保証利用企業者数の割合を示したものである。2013 年度においては中小企業者数全体のうち、37.9%の企業が信用保証制度を利用している。このことから、多くの中小企業が利用しているといえる。また金額ベースでの利用率に着目すると、中小企業向け貸出金額に対する保証債務残高の割合は 13.1% (2013 年度) である。無担保保証の場合、保証上限額が 8000 万円と定められており、規模の大きい中小企業はこの制度を多く利用できないことから、中小企業の中でも零細企業がこの制度を利用していることが推察される。このことにより、金額ベースによる利用率は企業者数ベースの利用率よりも低くなっていると考えられる。

第2節 信用保証制度の問題点

第1項 日本公庫の問題点

中小企業に対する金融機関の融資を保証している信用保証協会は、日本公庫の信用保険制度による信用保険により経営が支えられている。株式会社であるものの、国が株式の 100% を常時保有することが法律で定められている特別な株式会社である。つまり、日本公庫は、100% 政府出資の政策金融機関である。政府系機関である以上、運営費用には必ず税金が含まれていると言える。

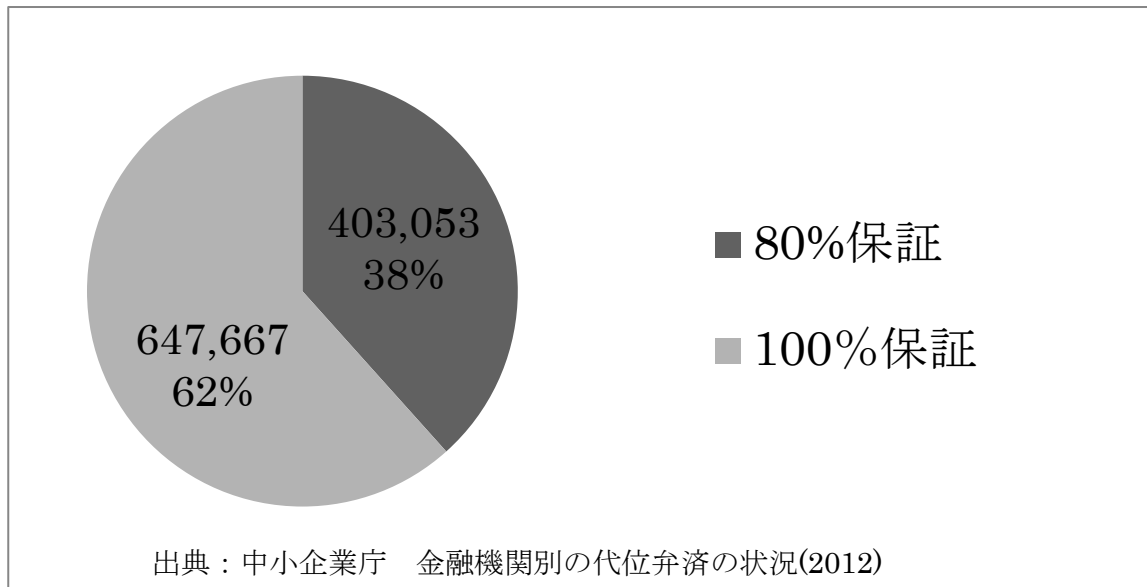
日本公庫は信用保証協会との間に信用保険契約を結んでおり、その制度により信用保証協会の損失を補てんしている。前述した通り、保険でカバーされる割合は 70~80% であるが、信用保証協会の代位弁済による損失は信用保険制度でカバーされるため、信用保証協会が中小企業や金融機関を適切に審査・モニタリングするインセンティブが信用保険制度

により阻害される。さらに、日本公庫は信用保証協会と包括的保険契約を結んでいるため、原則としてすべての信用保証制度に対して保険を付与することとなっている。つまりリスクが高くても、すべての保証に対し保険を引き受けなければならない。このことは、信用保証協会が金融機関のモラルハザードを防ぐインセンティブを弱くするため、金融機関のモラルハザードを一層悪化させると言えよう。リスクが高い保証に対する信用保険はデフォルトするリスクが高く、政策コストが非常に高いと考えられる。このコストによる損失も日本公庫の資金、つまり税金が使われているということである。このように税金が特に審査なしに保険に使われているということは、大きな問題であると考えられる。

第2項 金融機関のモラルハザード

責任共有制度導入以前において、信用保証協会は金融機関の保証付き融資を 100%保証していたため、金融機関は保証付き融資が債務不履行に陥っても損失を全く被らなかった。⁸このため、リスクの高い中小企業に対して保証するインセンティブが生じ、モラルハザードの問題が深刻であると言われていた。この問題に対応するために、2007 年に信用保証協会は責任共有制度を導入した。責任共有制度導入の目的は、信用保証協会と金融機関が連携して、中小企業の事業意欲等を継続的に把握し、適切な経営支援や再生支援を行うことである。保証割合は 80%に引き下げられ、責任共有制度により金融機関のモラルハザードの問題を軽減し、モニタリングを行うことが期待された。しかし、経済状況が悪化し、中小企業の資金繰りが悪化した緊急時は 100%保証が利用できる。以下の図 1-4 は、2012 年度の地方銀行における信用保証制度のうち、80%保証と 100%保証の利用割合を示したものである。利用割合とは、保証債務残高件数のうちの 80%保証と 100%保証の割合のことである。

図 1-4 2012 年度 地方銀行の信用保証制度利用割合（件数）



⁸ 植杉(2006)による

図 1-4 によると、2012 年度において地方銀行は 62%が 100%保証を利用している。このことから、責任共有制度開始後も 100%保証が多く利用されていることが確認できる。

金融機関は 80%保証ではなく、100%保証を利用することにより、保証先の中小企業がデフォルトした場合の負担をゼロにすることができる。金融機関はリスクフリーで貸出を行うことができるため、責任共有制度が開始後も 100%保証を利用できれば、中小企業に対してモニタリングを行うインセンティブを失ってしまう。つまり、100%保証は金融機関のモラルハザードを誘発している。この結果、モニタリングされていない中小企業の経営規律が緩んでしまう。

金融機関のモラルハザードを抑制するため、金融機関の負担を肩代わりしている信用保証協会が、金融機関をモニタリングすればよいのではないかと、という考えもあるだろう。中小企業がデフォルトし債務不履行となった場合、信用保証協会がその債務を負担するため、モニタリングするインセンティブは十分あると考えられる。しかし、日本公庫の問題点で説明した通り、信用保証協会の損失は、日本公庫の信用保険制度により補てんされている。これは 100%保証が金融機関のモラルハザードを誘発した原因であることと同様、信用保証協会のモラルハザードを誘発している。信用保証協会は金融機関をモニタリングしないため、金融機関の経営規律は緩む。つまり信用保証協会の存在は、金融機関のモラルハザードを抑制することはできないと考えられる。

第3項 債権回収率の低さ

保証付き貸出には、有担保保証と無担保保証がある。無担保保証には上限額が設けられている。1988 年無担保保証の上限額は 1500 万円と定められた。しかし、無担保保証の上限額は、1993 年に 2000 万円、1989 年に 5000 万円、2000 年 12 月に現在の 8000 万円へ引き上げられた。無担保保証の上限額の引き上げにより、債権回収率は大幅に低下した。

保証付き融資をしているケースで、中小企業がデフォルトして債権の一部が回収されないということは、その不足分を信用保証協会が負担しなければならない。あるいは、責任共有制度を利用していた場合、金融機関が負担するという可能性もある。その赤字分を信用保証協会が負担するということは、日本公庫が保険を付与している以上、最終的には税金を納入している国民にまで影響を与えることとなる。

第3節 信用保証制度のデフォルト率と収支状況

第1項 代位弁済率の推移

信用保証付き融資を受けた中小企業がデフォルトした場合、金融機関に返済できなかった債務は信用保証協会が代位弁済するのは前の節で説明した通りだが、本節ではその代位弁済が過去にどれほど行われていたかを見ていく。

図 1-5 近年の代位弁済率の推移

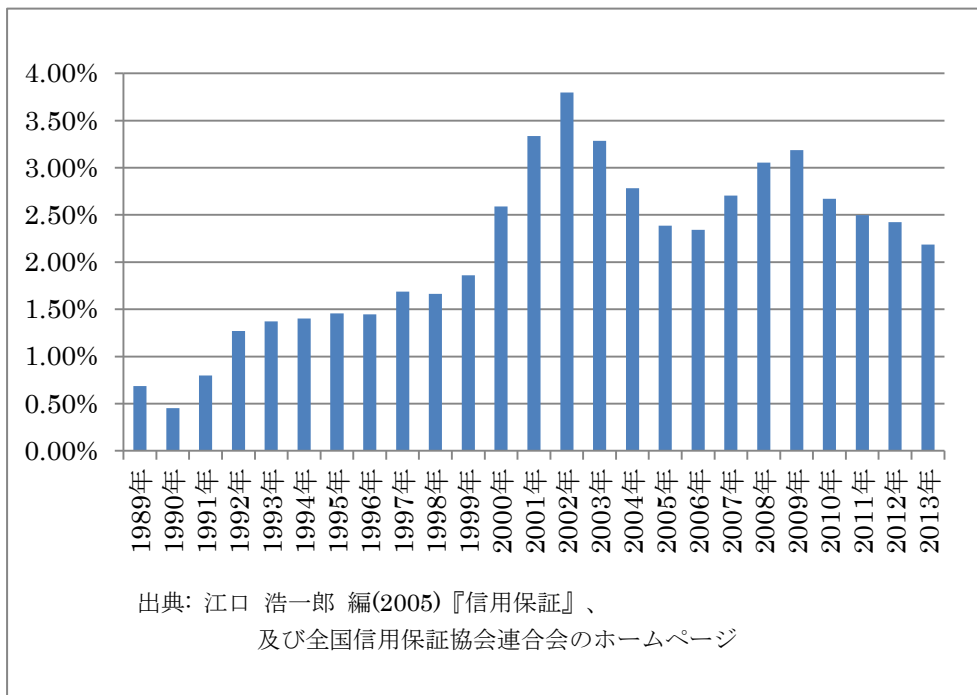


図 1-5 は信用保証債務残高に対し、代位弁済が行われた割合を示す代位弁済率を示した図である。代位弁済率が高いほど、金融機関はリスクの高い中小企業に対して保証付き融資を行っていたことを意味する。2009 年度から徐々に代位弁済率は下がっているものの、基本的には平成になってから代位弁済率は右肩上がりになっていることが見て取れる。代位弁済額が最も多かった 1999 年度では、1 兆 2603 億円の代位弁済が行われていた。

第2項 保険収支の状況

本節では、信用保険制度の収支に注目し、どれくらいの損失が政府により負担されているのかを概観する。言うまでもなく政府による損失の負担は国民の税金から支出されており、国全体としては税金による支出が少ない方が望ましい。

信用保険制度の収支を示すために、過去10年分と今年度の保険収支を図1-6に示した。保険収支とは、日本公庫の信用保険部門における保険収入と回収金から保険金支出を差し引いたものである。信用保証制度による損失は信用保険で補てんされるため、信用保証制度

全体の収支は信用保険制度の保険収支を見れば、把握することができる。つまり、保険収支は、日本公庫の資金の提供元である政府が、信用保証制度のためにどれだけの税金を使用しているかを表していると解釈できる。

図 1-6 保険収支額

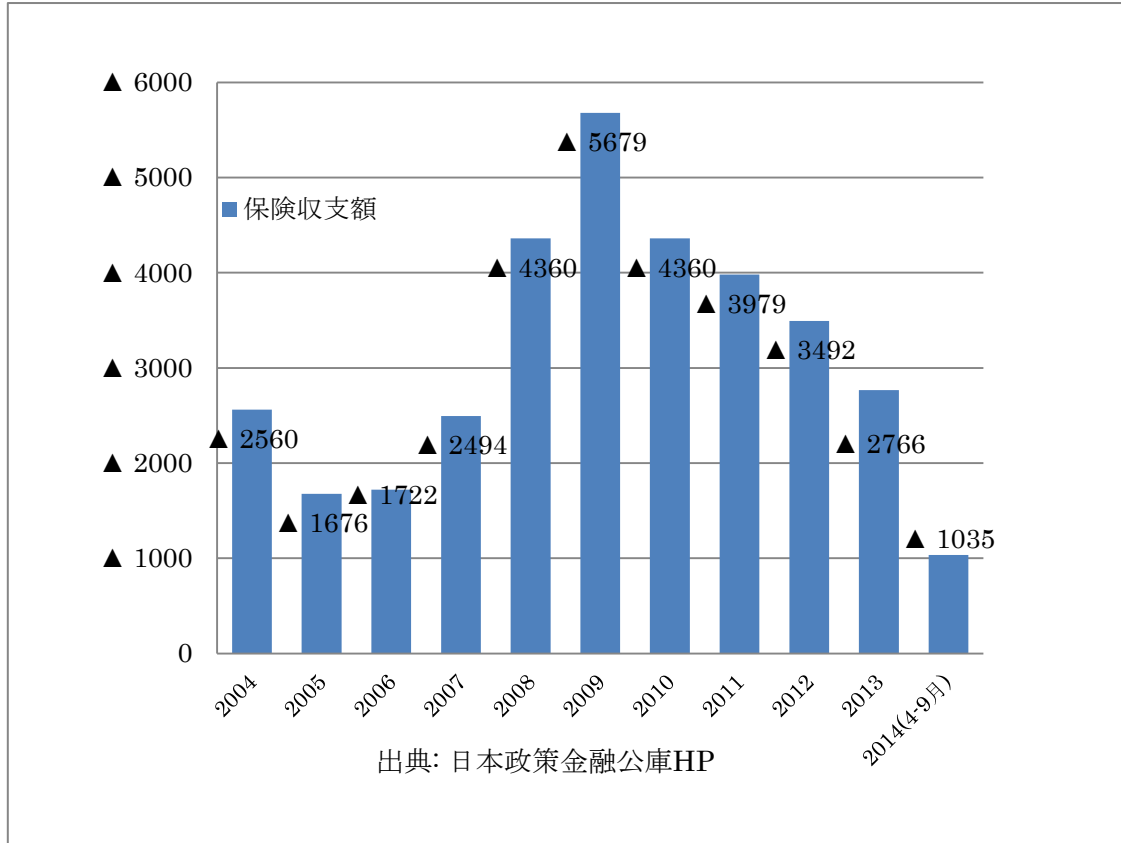


図 1-6によると、2009年度に5679億円の赤字を計上しており、非常に膨大な政府負担が生じている。その後、保険収支額は、次第に減少しているものの、2014年度上半期(4-9月)でさえ、1035億円の支出を計上している。このような数字から、多額の税金によって信用保証制度が成り立っているということがわかる。中小企業を存続させるためにもこれまでに莫大な額の税金が投入されていることから、本制度が社会全体にとっても、有益な制度でなければならない。

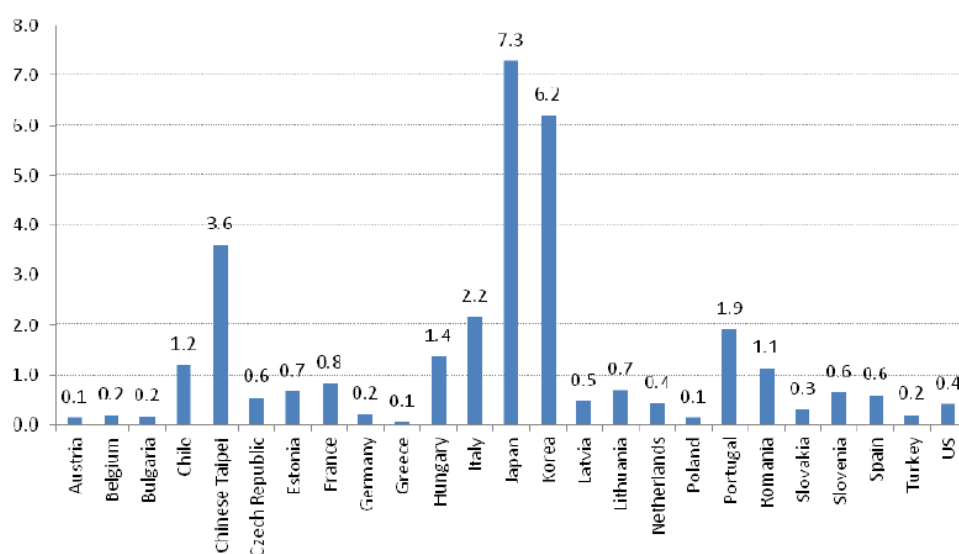
第3項 国際的に高い保証債務残高

次に日本の保証債務残高を他国と比較し、信用保証制度の規模の違いを見ていくこととする。図 1-7 は国ごとの GDP 比でみた保証債務残高を示した図である。一目見てわかるように、日本の保証債務残高額は他国と比べて突出して高いことが見て取れる。保証債務残高の規模が大きいが、日本の信用保証制度が過剰であることを必ずしも意味するわけではないが、他国と比べて非常に大きな額を低リスクで保証により融資しているということは、日本の信用保証制度には少なくとも金融機関にとって都合の良い融資条件となっていると言えるのではないだろうか。

図 1-7 国別保証債務残高(GDP 比)

Figure 1. Credit Guarantee Schemes worldwide: volume of outstanding guarantees in portfolio, 2011

As a percentage of GDP



Notes: 1. For European countries, members of the European Association of Mutual Guarantee Societies, including mutual, public and private-public schemes. 2. For Chile, Chinese Taipei, Japan and US the data refer to 2010.

引用: Centre for Entrepreneurship, SMEs and Local Development, 2012

第2章 問題意識

第1章で述べた通り、信用保証制度は中小企業に対する金融の円滑化を目的としている。この背景には、借り手と貸し手の間の情報の非対称性や審査コストの存在により、中小企業に対する融資が過少になる、という信用割当ての問題があり、この問題を緩和するためにも信用保証制度は経済学的にも意義がある制度であると言える。

しかし、実際の信用保証制度において、借り手が債務不履行に陥っても金融機関が損失を被らないため、金融機関はリスクの高い中小企業に対して保証付きで融資をするインセンティブが生じる。金融機関はリスクフリーもしくは低いリスクで貸出できるため、リスクを負わずリスクの高い中小企業に対して貸出を行うことで、金利収入により利益を得ることができるからである。もし、信用保証制度を利用することにより、融資のデフォルトリスクが低下もしくは金利が上昇し、金融機関が獲得する将来の期待キャッシュフローが増加しているのであれば、金融機関の企業価値が増加し、株主の利益が増加する。また、信用保証制度が企業価値を向上させているのであれば、信用保証制度は中小企業の金融円滑化という本来の目的ではなく、金融機関（または金融機関の株主）の利益のために機能していることになる。

金融機関によるモニタリングが信用保証制度により欠如することで、中小企業の経営規律が緩むといった問題が発生する。これにより、本来経営努力を行っていれば業績回復できた中小企業を、金融機関のモニタリングが欠如していることから、業績悪化や債務不履行に陥れる可能性がある。また、本来退出しなければならない中小企業への融資を続けるという結果を招き、延命措置となりうる。このことは、信用保証制度はむしろ中小企業の集積性や成長性といった観点からみた企業パフォーマンスを下げるように機能していることを意味し、中小企業にとって悪影響を及ぼす制度である可能性がある。以上のように、信用保証制度が本来の目的である中小企業の金融円滑化という目的を果たせていないとしたならば、大きな問題である。

信用保証制度を改善するということは、日本経済の更なる発展に繋がると大いに言えるだろう。その根拠には以下2点がある。

第一に、日本全体の企業に占める中小企業の割合は、99.7%であり、大部分を中小企業が占める。信用保証制度を金融機関の利益向上のために機能する制度ではなく、本来の目的である中小企業のために機能するように改善することにより、多くの企業が便益を受けると考えられる。第二に、中小企業の雇用者数が全体の雇用者数に占める割合は 69.4%であり、雇用者数に注目しても非常に中小企業の存在が大きい。このことから、中小企業が日本経済を活性化する上で大切な役割を果たしていることがわかる。そこで我々は、以下の実証分析を行う。

1. 金融機関が信用保証制度を利用したことにより、企業価値が上昇しているか、信用保証制度が金融機関のために機能していないか実証的に分析する。
2. 信用保証制度を利用した金融機関がどのような金利水準で保証付き融資を行っているか、金融機関がどれくらいの金利水準で保証付き融資を行っているかどうかを分析する。
3. 金融機関が保証付き融資を行うことにより、中小企業向け貸出をどれくらい促進しているか、中小企業に対する金融円滑化を本当に達成しているのかを分析する。

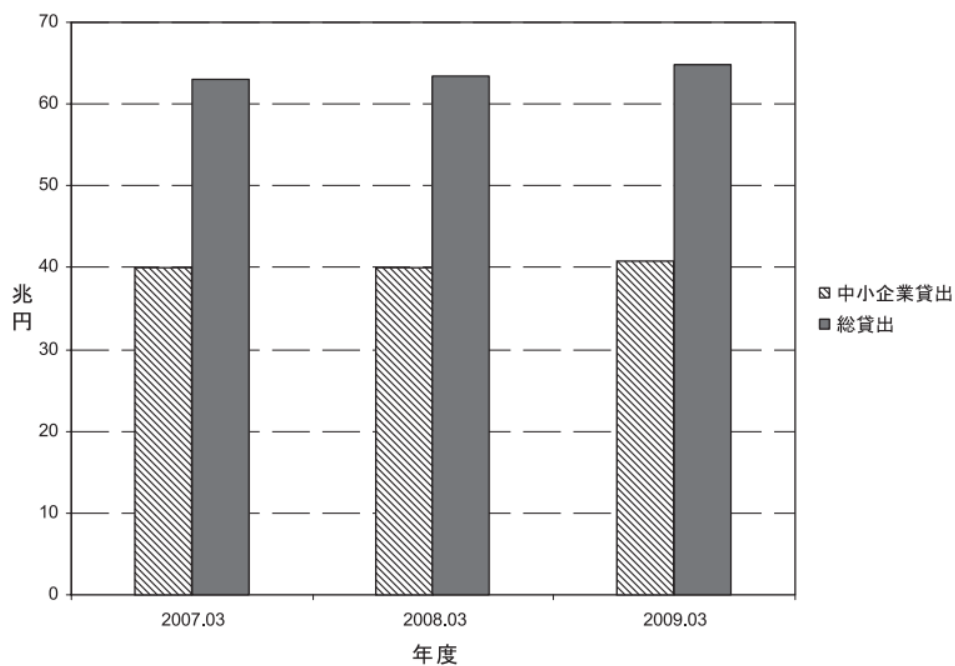
第3章 先行研究及び本稿の位置づけ

第1節 信用保証の信用金庫へ与える影響

安田（2010）は、信用保証付き貸出と信用金庫（以下、信金）の貸出行動の関係について実証的に検証した論文である。2008 年 10 月に導入された緊急保証制度を意識しながら、公的な信用保証制度が信金の融資行動にどのような影響を与えるのかについて実証的に分析している。

結論から述べると、信金の中小企業に対する融資は本制度により、総額では増加したことが示されている。

図 3-1 信用金庫の総貸出残高と中小企業向け貸出残高



出典：安田（2010）「信用金庫の貸出行動と信用関係についての実証分析」P22より

図表3-1 は安田（2010）から抜粋した、信金の総貸出金残高と中小企業向け貸出残高を示したグラフである。信金の総貸出金は、昨今の原材料の高騰や世界金融危機の最中ではあるものの約63兆円から65兆円へ増加している。中小企業向けの貸出残高も3年間を通じて、増加率は総貸出金ほどではないが、約40兆円から41兆円へ増加している。したがって、国内銀行の貸出金残高の傾向と同じく、信金も中小企業の資金繰りの悪化に対して一定の下支えをしていると解釈できると安田（2010）は述べている。

上記の分析に加えて、安田(2010)は信用保証付き融資の増加が中小企業向け貸出に対してどの程度与える影響を与えているかを分析している。

分析には信金のパネルデータを用い、以下の式を推計している。

$$LOAN_{i,t} = \alpha_{0,1} + \alpha_1 CG_{i,t} + \alpha_2 EQCAPLEV_{i,t} + \alpha_3 BL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

LOAN：中小企業貸高残高および貸出金の合計

CG：信用保証残高の代理変数

EQCAPLEV：各年度末の各信金の会員勘定

BL：各年度末の各信金の不良債権額

分析の結果、信用保証付き融資の額が増加することにより、信金全体の貸出は増加しており、信用保証制度による信金の貸出への影響が大きいことが実証された。今後の課題として、信用保証制度を利用している中小企業の特徴や、信用保証制度を利用する金融機関のインセンティブを考慮した分析もあわせて必要であることが述べられている。

安田(2010)では、信用保証制度がどの程度、信金の融資行動に影響を与えているのかを分析しているが、分析対象が信金に限られており、都市銀行や地方銀行の行動に関して分析を行っていない。我々の分析は安田(2010)の分析と大きく関連しているものの、都市銀行や地方銀行の行動、特にモラルハザードに焦点を当てており、安田(2010)の分析とは大きく異なる。

第2節 特別信用保証の効果

植杉(2006)は、特別信用保証制度を使用することにより中小企業への貸し渋りの緩和は実現できたのか。また中小企業の収益力の改善を通じ、金融危機を回避するという特別信用保証制度の本来の目的が達成できたかを実証分析している論文である。

「特別信用保証制度は貸し渋りを防げない」「短期間で高額の信用保証制度を実施すると金融機関や借り手のモラルハザードを招く」「退出すべき中小企業の延命策に過ぎない」といった特別信用保証制度への通説的な批判がどの程度、的を射ているのが考察されており、我々の論文の問題意識と関連する点があるため、ここでは分析結果を詳細に紹介する。

1998年に開始した特別信用保証制度は以下の2点の特徴がある。まず、保証額が8000万円以下ならば物的担保を求めず、連帯保証人も求めない。また、保証提供の際の審査基準が従来よりも緩やかであり、ネガティブリストと呼ばれる要件を満たしていない場合を除いて、ほぼ審査を通過することができる。これにより、大多数の中小企業が保証により資金提供が受けられる。

以上のように、信用保証制度の審査基準が緩くなったため、自己資本比率を維持する必要のある金融機関は、特別信用保証付き貸出を増やす代わりに、従来の保証なしの貸出を減らし自己資本比率を維持しようとする旧債振替が行われていたのではないかという疑いが生じる。信用保証制度の審査基準が緩くなったことが、「特別信用保証制度は貸し渋りを防げない」「短期間で高額の信用保証制度を実施すると金融機関や借り手のモラルハザードを招く」といった批判の原因としてあげられた。さらに、「短期間で高額の信用保証制度を実施すると金融機関や借り手のモラルハザードを招く」「退出すべき中小企業の延命策に過ぎない」という指摘の原因として制度利用により期待されていた中小企業の倒産の減少という傾向が実際に観察されない、という指摘があった。また、本来退出すべき中小企業に資金を与えてしまっただけで、根本的な経営構造の改革には繋がらず退出すべき中小企業の延命処置になっているだけなのではないかということも指摘されている。こ

のことを考えると特別保証制度は本来の目的とそぐわない使用のされ方をしている可能性がある」と予想されていた。この原因として4点が挙げられる。

第一に、中小企業と金融機関の間に情報の非対称性があり、金融機関のモニタリングが困難である。

第二に、貸出をした際も情報が少ない為に、金融機関が使用用途まで正確に把握できない。

第三に、金融機関はモニタリングをしなくても良く、また信用保証協会も審査を十分に行えない量の依頼である。

第四に、先程も記したように担保を求めない為に経営努力をしないというモラルハザードが起き、収益力が低下しデフォルトする可能性がある。

これらを踏まえ、植杉(2006)では特別信用保証制度のプラス効果である「資金制約緩和効果」とマイナス効果である「モラルハザード効果」のどちらが大きかったかを検証するために、特別信用保証制度を利用している中小企業とそうでない中小企業にどのような違いがあるかを比較した。

分析の結果、以下の3つの結果が得られた。

第一に、特別信用保証制度導入により中小企業への貸し渋りが貸出は緩和された結果、特別保証制度を利用した中小企業は負債比率や長期借入金総資産比率が増加した。この結果は、金融機関が自己資本比率を高めようとする旧債振替は大々的には行われなかったことを示唆している。

第二に、リスクの比較的低い中小企業において、特別信用保証制度の利用によって利益率が改善され、「資金制約緩和効果」が「モラルハザード効果」を上回っていた。この結果は、特別保証制度を利用して中小企業が借入を増やし、その資金を有効なプロジェクトに活用したと考えられる結果となった。

第三に、特別信用保証制度が実施された期間では、パフォーマンスの低い中小企業は高い金利を求められデフォルトし、「自然淘汰」が起きていることが実証された。この結果は、従来の特別信用保証制度に対するネガティブな効果に修正を迫る結果となった。

この結果により「特別信用保証制度は貸し渋りを防げない」は批判として棄却された。また「短期間で高額の信用保証制度を実施すると金融機関や借り手のモラルハザードを招く」も批判として棄却された。そして「退出すべき中小企業の延命策に過ぎない」ことも棄却され全ての批判は的外れであったと検証された。

しかし一方で、3つの課題もあげられていた。

第一に、リスクの高い中小企業が利用する場合、担保などの経営者の負担が少ないことで、経営努力を怠り経営を立て直すよりもデフォルトを選んでしまい、借入緩和が利益率に繋がらないというものがあげられた。

第二に、元本と利子が100%保証されている貸出を受けているのにも関わらず、信用リスクが同等とみなせる中小企業同士を比較しても、特別信用保証制度を利用した中小企業が支払う金利は低下しないということがあげられる。利用した中小企業に対してはリスクフリーで貸出を行うことも可能であるはずであるのに金利は低下しない。

よって所得移転の相当部分は金融機関に帰着している可能性があり、金利が低下していれば中小企業の利益率が大幅に改善できていた可能性がある。

第三に、担保の有無は、信用保証協会が代位弁済した中小企業における貸出債権の回収率に大きく関係する。しかし金融機関は担保を要求しなかった。そのため、企業がデフォルトした際に回収が思うようにできず、信用保証協会、信用保険部門、国のいずれかが支弁するという形となってしまった。

これは制度の持続面からみて思わしくなく、制度が幅広く利用されるという面を考慮しても担保をもっと求める必要があることがあげられていた。

第3節 本稿の位置づけ

以上の先行研究で中小企業に対する公的な支援策は効果があるのかと疑問視される信用保証制度の特別保証制度であるが、結果として制度自体は中小企業へ貸し渋りの緩和に非常に有効であることが安田(2010)と植杉(2006)の双方で実証されていた。

この結果、信用保証制度は中小企業にとってベネフィットが大きいと考えることができるが、特別保証制度には効果的であるという結果と同時に以下の3つの課題も植杉(2006)で挙げられた。

1. 信用リスクの高い中小企業では、経営の立て直しよりもデフォルトを選ぶという借り手側のモラルハザードが発生している。
2. 貸出金利にまだ下がる余地がある。これは信用リスクが同等であるのに関わらず支払金利が低下しないので、所得移転の相当部分が金融機関に帰着していることを指す。
3. 信用保証協会は代位弁済した中小企業貸出債権の内 50%は回収できる想定であったのにも関わらず、担保を中小企業からとっていることが少なく、12%しか代位弁済分の貸出債権を回収できなかった。これは中小企業に課される担保がなくデフォルトしてもリスクがないので、経営努力インセンティブを結果的に失ってしまっていると言える。

この植杉(2006)の3つの課題から私たちは、本制度は貸出を緩和する目的を達成してはいるものの、必ずしも中小企業のためになっているとは言えないのではないだろうかと考察した。結果として金融機関にとってプラスになることが悪いことではないが、金融機関に利益が出ていると同時に中小企業にとってプラスにならなくてはならないという意見で一致した。

金融機関側が本制度を利用することによって、先行研究では否定されたものの、未だ旧債振替などにより自己資本率を上げているのではないかと考える。また、中小企業がデフォルトした場合でも本制度の保証を利用しモニタリングを行わず、コストを削減していることで本来得ることのできる中小企業の利益率を下げている。さらに、担保をつけないことを考えれば、このまま本制度が正しく機能しない場合に制度無しでの中小企業向け貸出は増加せず、本来退出すべき中小企業の延命措置となり続けると考えられる。加えて中小企業側から考えてもモニタリングや審査が少ないために経営努力を怠ってしまう結果になってしまい、業績悪化による経済縮小や債務不履行に繋がる可能性も見逃すことはできない。

そうなってしまうと現状では金融機関のためだけの制度になってしまい、中小企業にとっても良い制度であるとは言い難い。私たちの目標は信用保証制度を本来の目的である中小企業金融の円滑化を図るためのものである。この先行研究の結果を受け、私達は異なった視点から本制度の金融機関による利用状況から考察することとし、中小企業側としてのデータではなく、金融機関側のデータを用いて分析を行っていく。

なお、本稿が次章で行う、保証利用と企業価値やデフォルトなどの関係を金融機関別のデータを使って分析することは先行研究では行われておらず、本稿の分析は新規性を有するといえる。

第4章 実証分析

第1節 信用保証は金融機関の企業価値を高めるか？

第1項 仮説

第一の分析として信用保証制度を利用することが金融機関の企業価値向上にプラスの影響を与えているのかを検証する。仮にプラスの影響を与えるのであれば、金融機関の株価や以下で示す企業価値を表す変数 Tobin's Q が上昇しているはずである。

第2項 イベントスタディによる分析

イベントスタディを用いて信用保証制度が企業価値にどう影響を与えるのかを試験的に行う。

● イベントスタディとは

イベントスタディは、特定のイベント（収益予想、株式公開など）が、企業価値に影響を及ぼしているかどうかを検証するための統計的手法である。あるイベントが企業価値に影響しているのであれば、株価が変動すると考えられる。イベントスタディを用いることで、株価を観察し企業価値への影響を見るのである。

この分析で使用する株式市場の参加者は、様々な情報を織り込んで行動しており、株価はそれを反映し変動する。そのため特定のイベントが起きた一つの企業を取り上げて検証するだけでは株価の変動が本当にそのイベントによる影響であるのか不確実である。そこでイベントスタディでは、一つの企業だけでなく同じイベントを経験した複数の企業を検証することで、その不確実性を排除する。そのための手順は以下の通りである。

- ① イベントとそのイベントが株価に影響を与えるだろう期間を定義する。
- ② サンプルにどのような企業を含めるか決める。
- ③ 反事実（イベントが発生しなかった場合の株価）を構築するためのモデルを決める。
- ④ ③のモデルを、推定データを使って推定する。
- ⑤ 推定結果を利用して仮説検定する。

以下、①から⑤について順に説明する。

①どのようなイベントの影響を測定するか定義が重要である。ここでは企業価値に影響を与えそうなイベントを利用し、株価への影響を考えイベントウインドウを設定する。情報が完全な市場であるという前提に立てばイベントウインドウは情報が公表された1日だけでよいが、通常の場合、情報の伝達速度にはばらつきがある。そのためイベント日はイベント発生前後の数日間に設定した方がよい。本論文では事前に情報が伝達した可能性は考慮せず、イベント事後どのように株価が変化したのかを分析する。

②対象サンプルは多ければ多いほどよい。ただし、イベント発生時に別のイベントが発生している企業がある場合は除外する。

③反事実を構築するためのモデルを決める。イベントスタディでは反事実（イベントが発生しなかった場合の株価）のことを正常リターンといい、反事実と現実の株価（イベント発生時の株価）との差分のことを異常リターンという。使用するモデルはマーケットモデルが多く、このモデルは株価がマーケットインデックスに比例して変化する部分とその他の部分で構成される。具体的に推定するモデルは以下の通りである。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \{1\}$$

t は日次を表し、本論文ではイベント日を $t=0$ とすると $t=-5 \sim 104$ とする。つまり、イベントの 5 日から 100 日前のデータを利用し、反事実を推定する。 i は企業を表す添字である。 $R_{i,t}$ は企業 i の株価の t 時点のリターンであり、本論文では株価収益率

$\{t \text{ 時点の株価} - (t-1) \text{ 時点の株価}\} / (t-1) \text{ 時点の株価}$ を用いる。 $R_{m,t}$ は t 時点のマーケットインデックスであり、本論文では TOPIX の収益率

$\{t \text{ 時点の TOPIX} - (t-1) \text{ 時点の TOPIX}\} / (t-1) \text{ 時点の TOPIX}$ を用いる。 $\varepsilon_{i,t}$ は平均が 0、分散が σ の誤差項である。以上のモデルにより反事実を構築する。

④イベントウインドウよりも前の期間の株価を使って③のモデル{1}を推定し、イベントウインドウの間の株価を予測する。具体的には、{1}式を全ての企業 i について α_i 、 β_i を推定し、得られた推定値($\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$)を用いて TOPIX のデータを代入する。求められた株価収益率の予測値($\widehat{R}_{i,t}$)がイベントの影響を受けなかった反事実である。モデルの推定に使う期間を推定ウインドウと呼び、イベントウインドウより前の期間を採用するのが通常である。前述した通り本論文のイベントウインドウはイベントの 5 日前から 100 日間である。

⑤①から④により推定された値を用いて異常リターンを算出し仮説検定を行う。具体的には α_i 、 β_i を推定値($\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$)を用いて異常リターン($\widehat{\varepsilon}_{i,t}$)を下記の{2}式の通り算出する。

$$\widehat{\varepsilon}_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,t} \quad \{2\}$$

イベントスタディの注目点は、「当該イベントは企業価値に影響を与えたか」である。この仮説検定に対する帰無仮説は、「当該イベントは株価に影響を与えていない」となる。これは、「サンプルに含まれる企業の異常リターンの平均が 0」（つまり $E(\widehat{\varepsilon}_{i,t}) = 0$ ）であるといえる。この帰無仮説が棄却できれば、異常リターンの平均が 0 とはいえない。つまり、当該イベントが企業価値に影響を与えたと言え、棄却できなければ影響の有無はわからない、ということになる。

● イベントの説明

本論文では、イベント日を 2008 年 10 月 22 日に設定した。この日、経産省は中小企業への融資支援として緊急保証制度の枠を 6 兆円から 20 兆円に拡大すると発表した。この緊急保証制度は信用保証協会の 100%保証であり、責任共有制度の例外に含まれている。また、対象業種も全国の中小企業の 3 分の 2 をカバーする 545 業種まで拡大するとした。このイベントによって信用保証制度の利用は増加すると考えられる。その影響を受けて金融機関が企業価値を向上させるのかを推定する。

● サンプルの説明

本論文で対象とする金融機関はイベントが発生した年のすべての営業日において、株価のデータが日経 Financial Quest から入手可能な金融機関である。サンプル数は 71 社である。使用するデータは、イベントから 104 営業日前以降の TOPIX(東証株価指数)と金融機関の株価である。

- 分析結果

表 4-1 イベントスタディによる分析結果

Eventday	Abnormal Return
-1	-0.007523 ***
0	-0.001945
1	0.008275 ***
2	0.017651 ***
3	-0.008386
4	0.016838 **
5	0.003413
6	-0.006452
7	0.011801 ***
8	-0.014915 ***
9	-0.013896 ***
10	0.021084 ***

* significant at 10%

** significant at 5%

*** significant at 1%

以上の手順によって行ったイベントスタディの結果が上記の表 4-1 である。Eventday の 0 をイベント発生当日とし、以降 10 日間（営業日）の異常リターンを表している。イベント当日の異常リターンはマイナスとなっているが、翌日・翌々日はプラスとなり、統計的にどちらも 1%水準で有意にゼロと異なっている。また、t=0 から t=2 の 3 日間の異常リターンの平均値は 2.39%であり、3 日間平均でみた異常リターンは統計的に有意にプラスである。このことから金融機関は緊急保証制度の枠拡大によって企業価値にプラスの影響を受けているということがわかる。

第3項 Tobin's Q を用いたパネルデータ分析

- 推定式

分析する式は下記の通りである。

$$Tobin's\ Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Guarantee_{i,t} + \alpha_2 X_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad [1]$$

i は銀行を表し、t は 2012, 2013, 2014 年のデータであることを表す添え字である。 $\varepsilon_{i,t}$ は標準正規分布に従う誤差項である。 μ_i は銀行ごとの固定効果を表す。推定には固定効果モデルを利用し、銀行の業態、営業地域、その他の観察されない固有の効果をコントロールした。ハウスマン検定を行った結果、固定効果と誤差項の間の相関が有意にゼロと異なるため、固定効果モデルを利用して推定を行った。被説明変数として採用した Tobin's $Q_{i,t}$ は企業価値を表す変数であり、（発行済み株式総数×株価＋負債総額）／簿価の資産合計と定義される。Guarantee $_{i,t}$ は金融機関の信用保証の利用状況を示した変数であり、保証債務残高／貸出金合計と定義される。コントロール変数 $X_{i,t}$ には、金融機関の負債および純資産の合計を対数変換したもの（Ln(Asset)）、利益率（Profit）、貸出金に占めるリスク債権の割合（Non-Performing Loan）が含まれる。利益率は負債および純資産の合計を業務純益で除したものであり、貸出金に占めるリスク債権の割合は貸出金をリスク債権額で除したものである。

- 使用したデータの説明

今回分析に用いたデータは株式会社日本経済新聞デジタルメディアが提供するオンラインデータベースの「日経 NEEDS Financial QUEST」から取得した。具体的には都市銀行・地方銀行・第二地方銀行、各金融機関の

- ◆ 月間株価終値

- ◆ 発行済み株式総数

このほかに全国銀行協会 HP に掲載されている財務諸表分析、貸借対照表／損益計算書 2012,2013,2014 年分の 3 月末のデータを用いた。各金融機関の保証債務残高および代位弁済額は中小企業庁 HP「金融機関別の代位弁済の状況」より入手した。このデータは 2012 年（2011 年度）以降のデータが利用可能であるため、本論文の分析の範囲を 2012 年以降とした。また次節以降で行う分析でも同じデータを用いる。

- 符号条件の説明

仮に金融機関が信用保証を利用することにより、企業価値を高めているのであれば、 α_1 がプラスとなり、統計的に有意となるはずである。逆に企業価値にプラスの影響が無ければ α_1 はプラスにはならず金融機関が企業価値を高めているとは明言できない。

- 基本統計量

表 4-2 基本統計量

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
Tobin's Q	247	0.9777	0.0132	0.9453	1.0548
Sme Loan	150	0.0204	0.0277	-0.0641	0.1125
Interest Rate	333	0.0171	0.0034	0.0072	0.0323
Default	333	0.0210	0.0087	0.0000	0.0535
Ln(Asset)	333	14.7752	1.1645	12.3204	19.0178
Profit	333	0.0046	0.0018	-0.0009	0.0127
Non-Performing Loan	333	0.0331	0.0121	0.0096	0.0830
Guarantee	333	0.0857	0.0417	0.0000	0.2609
d Guarantee	221	-0.0083	0.6480	-0.1765	9.5000

各変数の基本統計量は表 4-2 の通りである。各変数の最大値、最小値の値を見ると、大きく外れた値は観察されないため、ここでは外れ値の問題は特に重要ではないと思われる。また表 4-2 の各変数は以降の分析でも同じものを用いる。

● 分析結果

表 4-3 Tobin's Q を用いたパネルデータ分析の推計結果

	(1)	(2)
	Tobin's Q	Tobin's Q
Guarantee	0.2025** (0.0896)	0.2025** (0.0897)
(City==1)*Guarantee		0.2899 (0.4119)
Ln(Asset)	-0.0244*** (0.0084)	-0.0174 (0.0131)
Profit	1.3086*** (0.4916)	1.2907*** (0.4931)
Non-Performing Loan	0.1499 (0.1346)	0.1400 (0.1355)
Year 2013 Dummy	0.0028*** (0.0010)	0.0026** (0.0011)
Year 2014 Dummy	0.0046*** (0.0017)	0.0042** (0.0018)
Bank Fixed Effects	Yes	Yes
Observations	247	247
Number of Banks	84	84
R-squared	0.17	0.17

Standard errors in parentheses

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%

表 4-3 は Tobin's Q を用いた推定式[1]の分析結果である。Guarantee の係数はプラスであり、統計学的に 5%水準で有意にゼロと異なる。この結果は保証付きで貸出を行っている割合が大きい金融機関ほど、企業価値が高いことを示している。推計結果の(2)は(1)の結果に都市銀行・保証付き融資(Guarantee)の交差項を加えた結果である。これは都市銀行がその他の金融機関に比べ、よりリスクの高い中小企業に対して保証付き融資を行い、大きく企業価値を向上させているのではないかという仮説から追加したものである。交差項(City=1)*Guarantee の係数は統計的に有意とは言えないが、プラスとなっていることがわかる。その他コントロール変数は、(1)において Ln(Asset)はマイナスの値、Profit はプラスの値（両変数とも統計的に 1%水準で有意にゼロと異なる）となっている。

第2節 信用保証制度は中小企業向け貸出を促進しているか？

第1項 仮説

信用保証制度の保証付き融資は、本来、信用保証なしでは金融機関から融資を受けられない中小企業を対象にしたものである。つまり保証付き融資が増えることによって、今まで融資を受けられなかった中小企業への貸出は増加し、結果として中小企業向けの貸出額全体が増加して然るべきである。逆に保証付き融資の増加に対して中小企業向け貸出が増加していないのであれば、信用保証協会は保証付きでなくても融資を受けられる中小企業に対して保証付き融資を行っている可能性が示唆される。

第2項 Sme Loan を用いたパネルデータ分析

● 推定式

分析する式は下記の通りである。

$$Sme\ Loan_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 d\ Guarantee_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad [2]$$

i は銀行を表し、 t は 2012, 2013 年のデータであることを表す添え字である。 $\varepsilon_{i,t}$ は標準正規分布に従う誤差項である。 μ_i は銀行ごとの固定効果を表す。推定には固定効果モデルを利用し、銀行ごとの固有の効果をコントロールした。ハウスマン検定を行った結果、固定効果と誤差項の間の相関が有意にゼロと異なるため、固定効果モデルを利用して推定を行った。被説明変数として採用した $Sme\ Loan_{i,t}$ は中小企業向け貸出の増加率を表す変数であり、中小企業向け貸出の（（次年額－今年額）／今年額）と定義される。今回使用しているデータは 3 年分であるため、2012-2013、2013-2014 の増加率を算出した。

$d\ Guarantee_{i,t}$ は金融機関の信用保証の利用状況を示した変数 $Guarantee_{i,t}$ の増加率を表す変数であり、保証債務残高を $Sme\ Loan$ と同じように増加額を前年度額で除したものである。コントロール変数 $X_{i,t}$ には、金融機関の負債および純資産の合計を対数変換したもの（ $\ln(Asset)$ ）、利益率（ $Profit$ ）、貸出金に占めるリスク債権の割合（ $Non\text{-}Performing\ Loan$ ）が含まれる。利益率は負債および純資産の合計を業務純益で除したものであり、貸出金に占めるリスク債権の割合は貸出金をリスク債権額で除したものである。

● 符号条件の説明

保証付き融資が増加することで中小企業向け貸出が増加するのであれば、 β_1 がプラスとなり統計的に有意な結果が得られるはずである。逆に保証付き融資の増加が中小企業向け貸出の増加につながっていなければ β_1 はプラスにならない。また、 β_1 がプラスであっても低い値である場合は保証付き融資の増加にたいして中小企業向け貸出の増加が少ないということであり、仮説で述べたように信用保証協会が、保証がなくても融資できた中小企業に対して、保証付き融資を行っている可能性が考えられる。

● 分析結果

表 4-4 Sme Loan を用いたパネルデータの推計結果

	(3)	(4)
	Sme Loan	Sme Loan
d Guarantee	0.037 (0.090)	0.048 (0.096)
Ln(Asset)	-0.357*** (0.117)	-0.348*** (0.120)
Profit	-5.942* (3.223)	-6.031* (3.253)
Non-Performing Loan	-2.345*** (0.784)	-2.368*** (0.792)
Year 2013 Dummy	0.021*** (0.005)	0.018* (0.010)
Year 2014 Dummy	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
d Guarantee*Year 2013 Dummy		-0.042 (0.117)
Bank Fixed Effects	Yes	Yes
Observations	150	150
Number of Banks	75	75
R-squared	0.32	0.32

Standard errors in parentheses

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%

推定式[2]を用いて分析した結果が上記の表 4-4 である。(4)は(3)の分析結果に d Guarantee・年次ダミーの交差項を加えたものである。d Guarantee の係数はプラスではあるが、統計的に有意とはいえずプラスの値は非常に低い。これは保証付き融資の増加が中小企業向け貸出の増加にプラスの影響を与えていないということである。よって仮説でも述べたように、信用保証協会が保証なしでも貸出をできる中小企業に対して保証付き融資を行ったと考えられる。(4)の d Guarantee・年次ダミーの結果より、この傾向は年ごとに変わらない。

なお、コントロール変数 Ln(Asset)、Profit、Non-performing Loan の効果はマイナスとなった。規模の大きい金融機関や不良債権を多く抱える金融機関が中小企業向け貸出をあまり積極的に行わないことを考えると、妥当な結果であるといえる。

第3節 信用保証により金利水準は低下しているか？

第1項 仮説

信用保証協会が金融機関の融資を保証するのであれば、金融機関の貸出リスクは大きく低下する。貸出リスクが低いのであれば、金融機関の中小企業向け融資の金利も低く設定すべきである。一方、金融機関が保証付き融資を行う際に、高い金利を設定しているのであれば、保証を利用している企業ほど、金利が高くなる。実際、金融機関の保証付き融資のリスクは低いものの、融資先の中小企業自体のリスクは高いため、保証付き融資の金利設定をプロパー融資の金利設定と同様に行っていれば、保証付き融資の金利が高くなる可能性がある。これは保証先企業の信用リスクが高いためである。第3節では金融機関が保証付き融資をすることで金利水準をどう変化させているのかを検証する。

第2項 Interest Rate を用いたパネル分析

- 推定式

分析する式は下記の通りである。

$$\text{Interest Rate}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Guarantee}_{i,t} + \gamma_2 X_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad [3]$$

i は銀行を表し、 t は 2012, 2013, 2014 年のデータであることを表す添え字である。 $\varepsilon_{i,t}$ は標準正規分布に従う誤差項である。 μ_i は銀行ごとの固定効果を表す。推定には固定効果モデルを利用し、銀行ごとの固有の効果をコントロールした。ハウスマン検定を行った結果、固定効果と誤差項の間の相関が有意にゼロと異なるため、固定効果モデルを利用して推定を行った。被説明変数として採用した $\text{Interest Rate}_{i,t}$ は金融機関の金利を表す変数であり、（貸出金利息／貸出金）と定義される。 $\text{Guarantee}_{i,t}$ は金融機関の信用保証の利用状況を示した変数であり、保証債務残高／貸出金合計と定義される。コントロール変数 $X_{i,t}$ には、金融機関の負債および純資産の合計を対数変換したもの（ Ln(Asset) ）、利益率（ Profit ）、貸出金に占めるリスク債権の割合（ $\text{Non-Performing Loan}$ ）、が含まれる。利益率は負債および純資産の合計を業務純益で除したものであり、貸出金に占めるリスク債権の割合は貸出金をリスク債権額で除したものである。

- 符号条件の説明

金融機関が保証付き融資を行うほど金利（Interest Rate）が高くなるのであれば、 γ_1 がプラスとなり、統計的に有意な結果が得られるはずである。逆に金融機関が保証付き融資を行うほど、金利（Interest Rate）を低く設定しているのであれば、 γ_1 はマイナスの値となるはずである。

● 分析結果

表 4-5 Interest Rate を用いたパネルデータの推計結果

	(5)	(6)
	Interest Rate	Interest Rate
Guarantee	0.054*** (0.007)	0.066*** (0.007)
Ln(Asset)	-0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
Profit	0.030 (0.039)	0.038 (0.038)
Non-Performing Loan	0.003 (0.010)	0.007 (0.010)
Year 2013 Dummy	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
Year 2014 Dummy	-0.001*** (0.000)	-0.002*** (0.000)
Guarantee*Year 2013 Dummy		0.001 (0.002)
Guarantee*Year 2014 Dummy		0.007*** (0.002)
Bank Fixed Effects	Yes	Yes
Observations	333	333
Number of Banks	112	112
R-squared	0.85	0.85

Standard errors in parentheses

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%

推定式[3]を用いて分析した結果が上記の表 4-5 である。(6)は(7)の分析結果に Guarantee・年次ダミーの交差項を加えたものである。Guarantee の係数はプラスであり、統計的に 1%水準で有意である。これは金融機関の保証付き融資額が高くなるほど金利も高くなっているということである。本来であれば保証付き融資は金融機関の貸出リスクを下げるため、金利も低くあるべきである。つまり金融機関は貸出リスクに対して適正でない金利を設定しておらず、プロパー融資と同じ基準で高い金利を保証付き融資に対して設定していると考えられる。この傾向は 2014 年の年次ダミーと Guarantee の結果が示しているように、2014 年においてより強い傾向を示している。

第4節 金融機関はリスクの高い中小企業を保証付きで融資していないか。

第1項 仮説

前述した通り、金融機関がリスクの高い中小企業に対して保証付きで融資を行っているのであれば、保証付き融資が多い金融機関ほどデフォルト率（代位弁済率）が高いと考えられる。この仮説が支持されれば、金融機関はリスクの高い中小企業を保証付きで融資を行うという、モラルハザードを発生させていることを示唆する。

第2項 Default を用いたパネル分析

- 推定式

分析する式は下記の通りである。

$$\text{Default}_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 \text{Guarantee}_{i,t} + \theta_2 X_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad [4]$$

i は銀行を表し、 t は 2012, 2013, 2014 年のデータであることを表す添え字である。 $\varepsilon_{i,t}$ は標準正規分布に従う誤差項である。 μ_i は銀行ごとの固定効果を表す。推定には固定効果モデルを利用し、銀行ごとの固有の効果をコントロールした。ハウスマン検定を行った結果、固定効果と誤差項の間の相関が有意にゼロと異なるため、固定効果モデルを利用して推定を行った。被説明変数として採用した $\text{Default}_{i,t}$ は金融機関の代位弁済の状況を表す変数であり、（代位弁済額／貸出金）と定義される。 $\text{Guarantee}_{i,t}$ は金融機関の信用保証の利用状況を示した変数であり、保証債務残高／貸出金合計と定義される。コントロール変数 $X_{i,t}$ には、金融機関の負債および純資産の合計を対数変換したもの（ $\text{Ln}(\text{Asset})$ ）、利益率（ Profit ）、貸出金に占めるリスク債権の割合（ $\text{Non-Performing Loan}$ ）が含まれる。利益率は負債および純資産の合計を業務純益で除したものであり、貸出金に占めるリスク債権の割合は貸出金をリスク債権額で除したものである。

- 符号条件の説明

仮説の通り、保証付き融資が多い金融機関ほどデフォルト率（代位弁済率）が高いのであれば、推定式[4]の θ_1 がプラスとなり 1%水準で有意な結果が得られると考えられる。対して、デフォルト率に影響が無いのであれば θ_1 はマイナスになるはずである。

● 分析結果

表 4-4 Default を用いたパネルデータ分析の推計結果

	(7)	(8)
	Default	Default
Guarantee	0.0273*** (0.0064)	0.0271*** (0.0071)
Ln(Asset)	0.0017** (0.0008)	0.0017** (0.0008)
Profit	-0.0340 (0.0367)	-0.0272 (0.0361)
Non-Performing Loan	-0.0165* (0.0097)	-0.0156 (0.0096)
Year 2013 Dummy	-0.0001* (0.0001)	0.0003* (0.0002)
Year 2014 Dummy	-0.0004*** (0.0001)	-0.0003* (0.0002)
Guarantee*Year 2013 Dummy		-0.0046*** (0.0016)
Guarantee*Year 2014 Dummy		-0.0005 (0.0019)
Bank Fixed Effects	Yes	Yes
Observations	333	333
Number of Banks	112	112
R-squared	0.31	0.35

Standard errors in parentheses

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%

推定式[4]を用いて分析した推定結果が上記の表 4-4 である。Guarantee の係数はプラスであり、統計的に 1%水準で有意にゼロと異なる。これは保証付き融資の多い金融機関ほどデフォルト率（代位弁済率）が高いということを示している。この結果はつまり、金融機関が貸出リスクの高い中小企業にあえて保証付き融資を行うというモラルハザード発生の可能性を示すものである。(8)の分析結果は(7)の推計に Guarantee・年次ダミーの交差項を加えたものであるが、2013 年では係数がマイナスとなり統計的に 1%水準で有意となっている。よって 2013 年においては保証付き融資によってデフォルト率が低下したことがわかるが 2014 年では再び 0 に近づいている。

第5章 政策提言

第1節 政策提言の概要

本稿では、信用保証制度が本来の目的を果たしているかを、実証的に分析した。それにより、以下の結果が得られた。

第一に、金融機関が信用保証制度を利用したことにより、中小企業のデフォルトリスクを信用保証協会に負担させることで、金融機関の企業価値は上昇している。また、保証付き融資をより多く行っている金融機関ほど代位弁済率が高いため、保証をより多く利用している金融機関はリスクの高い中小企業を保証付きで融資している。

第二に、保証付き融資をより多く行っている金融機関ほど、金利水準が高くなる。これらの結果は金融機関の保証付き融資の金利設定が適正ではないことを示唆する。

第三に、金融機関が保証付き融資を行うことにより、全体の中小企業向け貸出を促進しているものの、統計的に有意な結果は得られなかった。この結果は本来の目的である、中小企業金融の円滑化のために制度が利用されてない可能性を示唆する。

以上に加え、第1章で述べたように、信用保険制度が信用保証協会のモラルハザードを誘発していることが問題となっている。我々はこの結果を踏まえ、信用保証制度の本来の目的である、中小企業に対する金融の円滑化を実現させるべく、政策提言を行う。

第2節 政策提言

第1項 金融機関のモラルハザードを抑制

第1章で述べた通り、信用保証制度は金融機関のモラルハザードを誘発している。金融機関のモラルハザードを抑制するため、我々は以下2点の政策を提言する。

- 責任共有制度における金融機関の負担割合引上げ

現在責任共有制度における金融機関の負担割合は20%である。しかし、80%は信用保証協会が負担しているため、金融機関が負担するリスクは低い。結果として金融機関のモラルハザードを誘発している。よって、金融機関のモラルハザードを抑制するため、責任共有制度における金融機関の負担割合を20%から30%に引上げることを提言する。金融機関の負担割合を大幅に引上げることは、中小企業への貸出が大幅に減少することにつながると考えられるため、段階的に引上げることにする。金融機関の負担割合を30%に引上げることにより、金融機関は30%リスクを負担することとなり、金融機関が貸出先である中小企業をモニタリングするインセンティブを与えることができる。

- 100%保証における金融機関の負担割合引上げ

現在、中小企業の資金繰りが悪化した緊急時には、緊急保証制度やセーフティネット保証などの特別な信用保証制度の利用が可能となり、中小企業が条件を満たせば100%保証

が利用できる。第 1 章で述べたように、保証債務残高のうち、100%保証が適応されている保証は 62%であり⁹、責任共有制度創設後も多くの 100%保証が利用されている。100%保証を利用することにより、金融機関はリスクの高い中小企業に対し、リスクフリーで貸出を行うことができる。金融機関がリスクフリーで貸出が行えるということは、中小企業をモニタリングするインセンティブを失わせる原因となる。この金融機関のモラルハザードを抑制するために、緊急時における 100%保証割合を 100%から 90%へ引下げ、金融機関の負担割合を 0%から 10%へ引上げることを提言する。責任共有制度における金融機関の負担割合引上げと同様、大幅な負担割合の増加は、中小企業向け貸出が大幅に減少することが懸念されるため、段階的な引上げとする。特に、緊急時の信用保証制度は中小企業に対する資金利用可能性を高めることが重要視されるため、通常の保証の保証割合よりも高めに設定することが妥当である。

第2項 金融機関の金利設定を制限

● 金融機関の金利設定

第 4 章で述べた通り、金融機関は保証なし融資（プロパー融資）と比べ、リスクの低い保証付き融資を行っているにも関わらず、保証付き融資の金利水準を高めに設定している。これは、金融機関が信用保証付き融資であるにも関わらず、保証なし融資と同様に金利設定をしていることを示唆し、信用保証制度を利用することで、必要以上に金利による利益を得ているということを意味する。

また、現状中小企業は金利＋保証料を払っており、金融機関の必要以上に高い金利により、負担が重くなっている。そのため中小企業向けの貸出金が増加しない。高すぎる金利を適切に制限することにより、中小企業の費用負担が軽くなり、結果、資金需要が増えるため貸出効果が促進できると考える。

よって我々は、金融機関に対し保証付き融資の金利についてのガイドラインを設定することを提言する。100%保証の場合、金融機関はリスクフリーであるため、金利はプライムレートとする。また、責任共有制度による部分保証の場合、金融機関の内部格付けに基づき算出されたリスクプレミアムに、金融機関が負担する割合を掛け合わせ、そこにプライムレートを足したものを中小企業に対する金利とする。金融機関に対する金利の設定については、信用保証協会と金融機関の間の契約である「約定書」に金利の設定に関する条項を追加する。金融機関の内部格付けに基づき算出されたリスクプレミアムが正しいかどうかは、信用保証協会が使用している、CRD スコアリングモデルを用いて適宜検証する。

第3項 債権回収率の改善

無担保保証の上限額は 8000 万円と高い水準である。無担保保証は貸出先の中小企業が債務不履行となった場合、無担保であるためほとんどの債権が回収できない。また、無担保保証の限度額が高いため、金融機関がリスクの高い中小企業をより多く保証付き融資ですることが可能となる。

● 無担保保証の上限額引下げ

無担保保証の上限額が 8000 万円であるため、債権回収率はかなり低く、規模も過剰であると考えられる。債権回収率が低いということは、信用保証協会の負担が増加しているということである。さらに、信用保証協会の保険を引き受けている日本公庫の負担が増加しているということである。日本公庫は国の税金により無担保保証による損失を負担しているため、無担保保証の増加により税金による負担が増加すると言える。この問題を改善

⁹ 2012 年度地方銀行における割合

するため、無担保保証の上限額を 8000 万円から 5000 万円に引下げることが提言する。2000 年以前の無担保保証の上限額は 5000 万円である。現在の 8000 万円という高すぎる無担保保証の上限額から、5000 万円に段階的に引下げることによって、金融機関が多くリスクの高い融資を信用保証付きにより行うことが不可能となる。また、2000 年以前は無担保保証の上限が 5000 万円であり、円滑に制度が運営されていたことから、大幅な貸し渋りは発生しないと考えられる。

第4項 信用保証協会のモラルハザードを抑制

金融機関の負担を肩代わりしている信用保証協会が、金融機関をモニタリングすれば、金融機関のモラルハザードを抑制することができる。しかし、日本公庫と信用保証協会の間には包括保険契約があり、信用保証協会の金融機関をモニタリングするインセンティブを抑制している。また、保険割合は 70～80%と高いため、さらに信用保証協会のモラルハザードを誘発している。金融機関のモラルハザードを抑制するため、信用保証協会のモラルハザードを抑制したい。そのため、我々は以下の政策を提言する。

- 包括保険契約の廃止

包括保険契約は原則としてすべての信用保証制度に対して保険を付与することとなっている。すべての信用保証制度に対して保険が付与されることで、信用保証協会のモラルハザードを誘発している。包括保険契約を廃止することで、信用保証協会のモラルハザードを抑制することができる。

- 保険割合の引下げ

現在の保険の割合は 70～80%であり、高い保険割合により信用保証協会のモラルハザードを誘発している。信用保証協会のモラルハザードを抑制するため、保険割合を 60～70%に引下げることが提言する。信用保証協会の負担が増加することにより、金融機関をモニタリングするインセンティブが生じるため、信用保証協会のモラルハザードを抑制できる。

さらに我々は、日本公庫と信用保証協会という損失を補てんする機関が複数あることで、コストが発生していると考えた。そこで、日本公庫と信用保証協会の存在によるコスト削減のための政策を提言する。

第5項 日本公庫と信用保証協会間のエージェンシーコスト削減

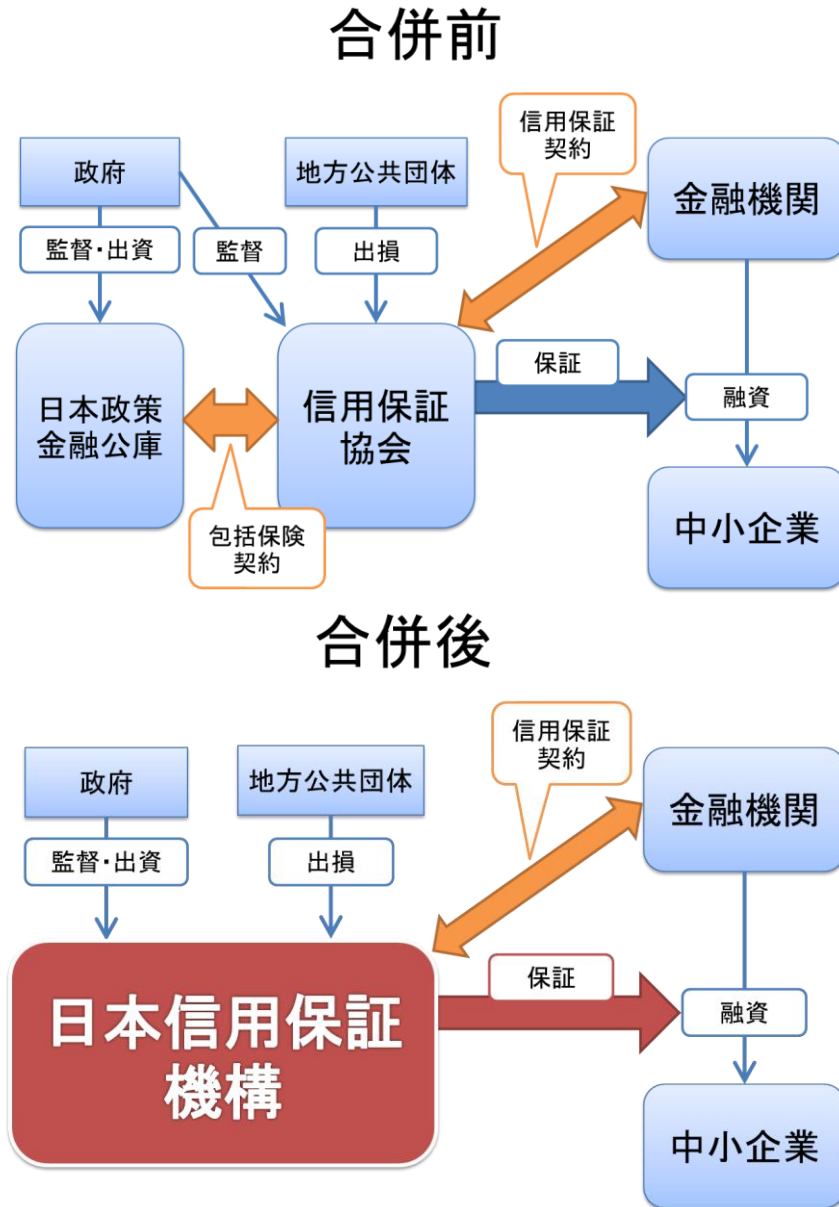
信用保証協会は金融機関の損失を補てんし、日本公庫は信用保証協会の損失を補てんしている。経済学的には、組織が複数存在することでエージェンシー問題が発生し、情報の非対称性が存在する下ではモラルハザードが発生すると考えられる。信用保証制度のケースでは、日本公庫が信用保証協会の保険を引き受けることで、信用保証協会の金融機関に対するモラルハザードを誘発し、エージェンシーコストが発生している。エージェンシーコストの削減と信用保証協会のモラルハザードを抑制するため、我々は以下の政策を提言する。

- 日本公庫と信用保証協会の合併

エージェンシーコストが発生している根本的な原因は、プリンシパルである日本公庫とエージェンシーである信用保証協会が同じ公的な性格を有する機関であるにも関わらず、別組織として存在していることである。この問題を解決するためには両者が合併することが最も有効である。具体的には前述した通り、現在、各地方自治体は信用保証協会に対して出捐し経営権を保有しているが、この出捐金を段階的に日本公庫が負担することで、

徐々に日本公庫と信用保証協会の経営を一体とすることを提案する。また、合併後の組織名は「日本信用保証機構」とする。以下の図は、合併前と合併後の信用保証制度の仕組みを比較し、表したものである。

図表 5-1 信用保証制度の仕組み 合併前後比較



(筆者作成)

現状の制度において、日本公庫は信用保証協会をモニタリングし、信用保証協会は金融機関をモニタリングする、という二重のモニタリングコストが制度の機能において必要となると言える。日本公庫と信用保証協会が合併することにより、少なくとも日本公庫が信用保証協会をモニタリングする必要がなくなり、モニタリングコストが削減されることが期待できる。また、日本公庫による損失の補てんがないため、信用保証協会のモラルハザードの誘発を防ぐことができる。

第3節 政策提言と本稿のまとめ

本稿では、信用保証制度による金融機関および信用保証協会のモラルハザードの誘発、金融機関の必要以上の金利収入、日本公庫と信用保証協会のエージェンシーコストを問題視してきた。これらの問題を解消するため、我々は以下の政策を提言した。

1. 責任共有制度における金融機関の負担割合を20%から30%へ引上げ
2. 100%保証における金融機関の負担割合を0%から10%へ引上げ
3. 金融機関の保証付き融資は原則自由であるから金利設定を、
(金融機関の内部格付より算出されたリスクプレミアム×金融機関の負担割合) + プライムレート
と定め、金融機関と信用保証協会の契約に明示する
4. 無担保保証の上限額を8000万円から5000万円へ引下げ
5. 包括保険契約の廃止
6. 保険割合を70～80%から60～70%へ引下げ
7. 日本公庫と信用保証協会の合併

以上7つの提言は信用保証制度における様々な問題点の解消が期待できる。表5-2は、第4章での実証分析の結果、問題点、本章での政策提言を対応させたものである。

表5-1 分析結果、問題点および政策提言まとめ

	分析結果	問題点	政策提言
第1節	・信用保証制度は金融機関の企業価値を向上させている。	・企業価値向上を目的とした金融機関におけるモラルハザードの発生を誘因。 ・保証協会によるモニタリングの不足。	・金融機関の負担割合引き上げ ・無担保保証の上限額引き下げ ・包括保険契約の廃止 ・保険割合の引き下げ ・日本公庫と保証協会の合併
第2節	・信用保証制度は中小企業向け貸出を促進していない。	・信用保証協会が保証なしでも融資を受けられる中小企業に対して保証付き融資を行っている。	・金融機関の金利設定を制限 ・金融機関の負担割合引上げ
第3節	・金融機関の保証付き融資が高くなるほど金利も高くなっている。	・金融機関は保証付き融資に対して、プロパー融資と同じの基準の高い金利を設定している。 ・中小企業は高い金利と保証料を払っているため負担が大きい。	・金融機関の金利設定を制限
第4節	・保証付き融資が多い金融機関ほどデフォルト率（代位弁済率）が高くなる。	・金融機関が貸出リスクの高い中小企業にあえて保証付き融資を行うというモラルハザードの発生を誘因。	・金融機関の負担割合引き上げ ・無担保保証の上限額引き下げ

しかしながら、信用保証制度の本来の目的は中小企業に対する金融の円滑化である。金融機関の負担割合を引上げるにより、中小企業への貸し渋りが懸念される。段階的な引上げとはいえ、モラルハザードの抑制により中小企業の経営規律が引き締まり収益改善、また、リスクの高い中小企業への必要以上の貸出を抑制する、といったプラスの面ばかり

が現れるとは言えない。加えて、金融機関の負担割合を上げたとはいえ、なおも高い割合が保証されている。10%の引上げが果たして金融機関のモラルハザードを抑制する効果があるかは定かではない。

このことから、上記の提言を実行した後においても、定期的に制度を見直す必要がある。必要に応じて負担割合を変化させ、適切な制度を模索し続けることが、信用保証制度を本来の目的通り機能させることのできる最善の方法だと考える。信用保証制度が本来の目的である中小企業に対する金融の円滑化を果たし、中小企業の収益改善、さらに日本経済が更なる発展を遂げることを切に願う。

先行研究・参考文献・データ出典

先行研究

- 植杉威一郎(2006)『政府による特別信用保証には効果があったのか』検証 中小企業金融―「根拠なき通説」の実証分析―第6章
- 安田行宏(2010)『信用金庫の貸出行動と信用関係についての実証分析』東京経大会誌 第268号 19~35 ページ

参考文献

- 全国信用保証協会連合会 HP <http://www.zensinhoren.or.jp/>
- 日本政策金融公庫 HP <http://www.jfc.go.jp/>
- 保証協会債権回収株式会社 HP <http://www.cgcservicer.co.jp/>
- 小野有人(2007)『新時代の中小企業金融』
- 藪下史郎・武士俣友生編著『中小企業金融入門（第2版）』東洋経済新報社 2006 年 144・145 ページ
- 森田果（2014）「イベントスタディー昨日の僕は今日の僕ではない―」『実証分析入門―データから「因果関係」を読み解く作法』第24章、p.273-284 日本評論社
- John Y.Campbell・Andrew W.Lo・A.Craig MacKinlay 著、祝迫得夫・大橋和彦・中村信弘・本多俊毅・和田賢治訳（2003）『ファイナンスのための計量分析』共立出版

データ出典

- 江口 浩一郎 編(2005)『信用保証』492・493 ページ
- 株式会社日本経済新聞デジタルメディア『日経NEEDS Financial QUEST』
- 全国銀行協会 HP 掲載の財務諸表分析
http://www.zenginkyo.or.jp/stats/year2_02/index.html
- 日本政策金融公庫 JASME2008
<http://www.jfc.go.jp/n/company/pdf/2008jfs03.pdf>
- 保険収支の状況
https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/state_insurance.html
- Centre for Entrepreneurship, SMEs and Local Development, 2012