

中小企業の資金繰りを巡る論点

—— ABL と電子記録債権による売掛金の活用 ——

金融機構局 代田豊一郎・今久保圭・西岡慎一

Bank of Japan Review

2011年6月

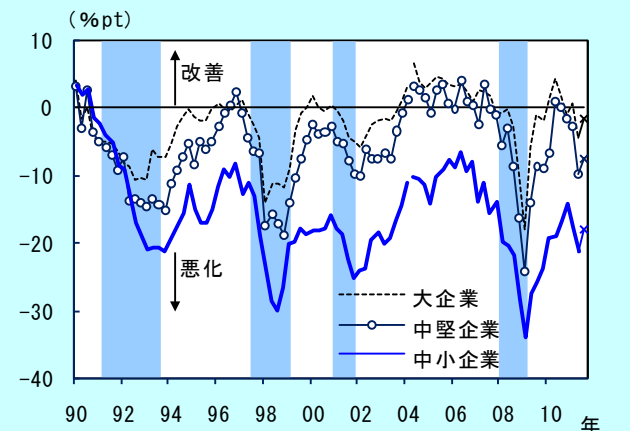
わが国企業の資金繰りは、東日本大震災の発生以降も、総じてみれば大幅な悪化を免れ、改善した状態にある。しかし、中小企業の中には、資金繰りの逼迫が常態化しているうえに、直接的な被災の有無にかかわらず、震災後にその厳しさを増した先もある。試算によると、中小企業の半数は、銀行借入の担保になり得る不動産などの保有が少なく、借入制約に直面しやすい状況にある。また、そうした企業は、収益率が低く、内部留保や手元流動性の蓄積が進みにくいほか、売上の相当額が売掛金の形で即座に資金化されずにいる。この売掛金を効率的に資金化することができれば、資金繰りの改善に繋がり得る。ABL（動産・債権担保融資）や電子記録債権による売掛金の活用は、中小企業の資金繰りを円滑にする有力な手段になるであろう。企業の円滑な資金繰りは、企業の成長力強化の観点からも不可欠と考えられる。

はじめに

わが国企業の資金繰りは、全規模・全産業で悪化したリーマン・ショック時と異なり、東日本大震災の発生以降も、総じてみれば大幅な悪化を免れ、改善した状態にある。もっとも、仔細にみると、資金繰りの状況は企業規模によって区々である（図表1）。「法人企業景気予測調査」によると、中堅・中小企業の場合、リーマン・ショック時ほどではないものの、「悪化」した先が増加している。中小企業は、長期的にみても、1990年代以降、資金繰りが「悪化」した先が「改善」した先を常に大きく上回っている。また、景気拡大局面における中小企業の資金繰りは、大企業に比べ、改善ペースが緩慢であり、悪化前の水準まで改善しないケースも散見される。

本稿では、中小企業の資金繰りが、大企業に比べて厳しい背景を、①企業収益の低迷による内部資金制約、②不動産担保の不足による借入制約、③企業間信用のバランスという3つの観点から考察する。そのうえで、中小企業の資金繰りの円滑化を目指す観点から、ABL（動産・債権担保融資〈asset-based lending〉）や電子記録債権による企業の売掛金の活用について検討する。

【図表1】企業の資金繰り判断DI



(注) シェードは景気後退局面。直近は11年4-6月期、×は同7-9月期の予想値（調査時点は11年5月15日）。
 (資料) 財務省・内閣府「法人企業景気予測調査」

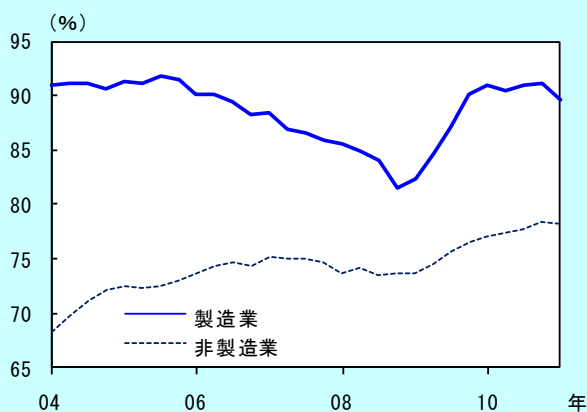
中小企業の資金繰り事情

震災後、大企業が資金繰りの大幅な悪化を回避する一方、中小企業の中には、資金繰りの逼迫が常態化していることに加え、直接的な被災の有無にかかわらず、資金繰りが厳しさを増した先もある¹（震災後の大企業の資金繰りについては、BOXを参照）。これは、以下でみるとおり、①企業収益の低迷、②不動産担保の不足、③企業間信用の動向といった、中小企業の資金繰りを巡る根本的な問題が影響していると考えられる。

BOX 震災後の企業の資金繰り

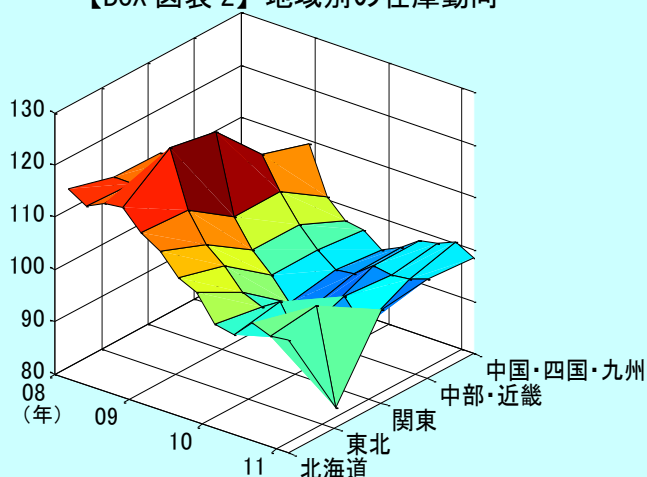
わが国の企業は、東日本大震災の発生以降も、大企業を中心に、現預金など手元流動性を高めの水準に維持している。当座比率（当座資産残高/流動負債残高）でみた債務返済能力は、震災後も高水準にある（BOX 図表 1）。2008 年のリーマン・ショック以降、企業が慎重な財務運営を行ってきたことが、資金繰り面での対応力の向上に繋がっているとみられる。

【BOX 図表 1】 当座比率



(資料) 財務省「法人企業統計季報」

【BOX 図表 2】 地域別の在庫動向



(注) 縦軸は在庫残高、11年1月を100に基準化。中部・近畿、中国・四国・九州は在庫残高で加重平均。

(資料) 各経済産業局、経済産業省「工業統計表」

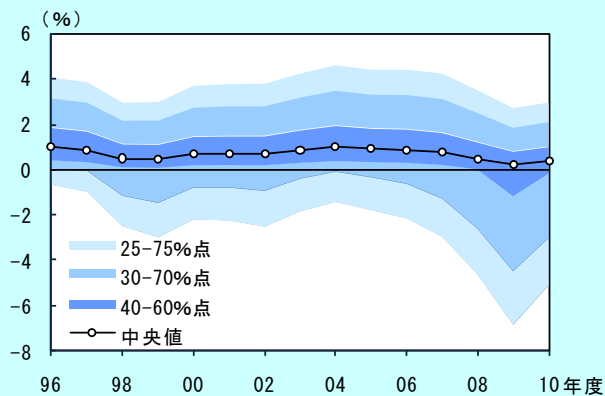
大企業の相対的に良好な資金繰りには、震災後、在庫が大きく積み上がらなかったことも寄与している。リーマン・ショック時は、外需の急激な減退をきっかけに、全国各地で在庫が積み上がり、その維持・管理費用や買掛金の決済費用が資金繰りの圧迫要因の1つとなった。一方、今回の震災では、サプライ・チェーン（供給網）の寸断や計画停電の影響により、むしろ在庫を取り崩す動きが全国的に広がっている²（BOX 図表 2）。在庫面からの資金繰り負担は、限定的なものに止まっている。

資金調達環境も、企業の資金繰りにプラスに働いている。リーマン・ショック時は、投資家が極端にリスク回避的になり、社債やCPの発行が困難な時期が続いた。一方、今回の震災では、直後に、社債・CP市場で発行を見送る動きがみられたが、その後、発行環境は改善している。また、銀行は、大手行を中心に自己資本の増強が進んでおり、業界全体としてみれば、貸出余力を有している。

（企業収益の低迷による内部資金制約）

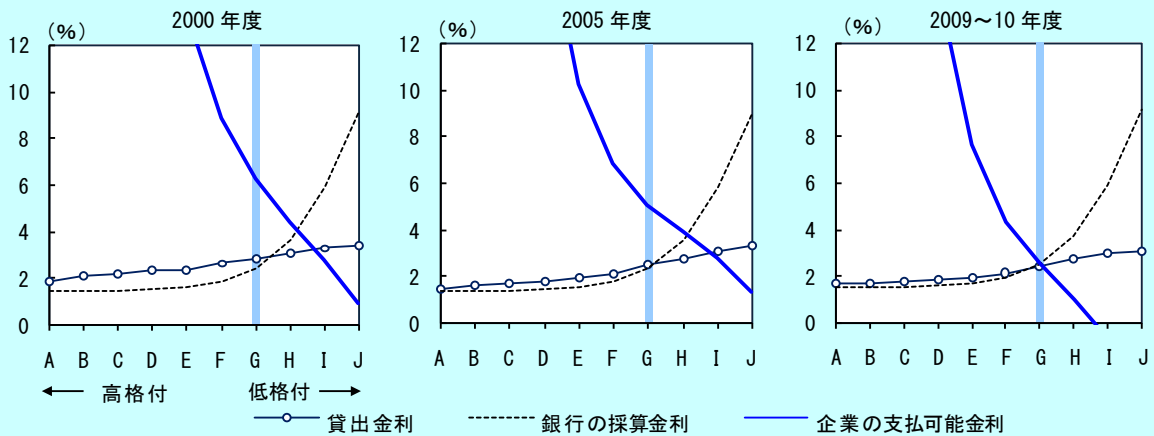
中小企業の資金繰りを逼迫させる背景の1つに、企業収益の低迷がある（図表 2）。中小企業のROA（資産収益率）の分布をみると、特にリーマン・ショック以降、ばらつきが下方に大きく拡大し、半数近くが赤字となっている。

【図表 2】 中小企業の ROA



(資料) CRD

【図表3】 中小企業向け貸出の格付け別金利



(注) 採算金利は、短期プライムレートと信用コスト率(回収率50%を仮定)の和。支払可能金利は、利払前キャッシュフローの対有利子負債比率。G格以上が正常債権に相当。
(資料) CRD

この結果、一部の企業は、債務返済能力が悪化している。図表3は、企業の財務データと信用評点をもとに算出した、格付けごとの中小企業の支払可能金利と、それに対する銀行の貸出金利と採算金利との関係を示したものである。支払可能金利(毎期のキャッシュフローで負担することができる最大の金利水準)をみると、ここ10年で全体として低下している(図の太実線)。特に、要管理債権以下(図のG格未満)の低格付け企業では、銀行の貸出金利を明確に下回っている。このように、中小企業のキャッシュフローは低迷しており、慢性的な資金繰りの厳しさに繋がっている。

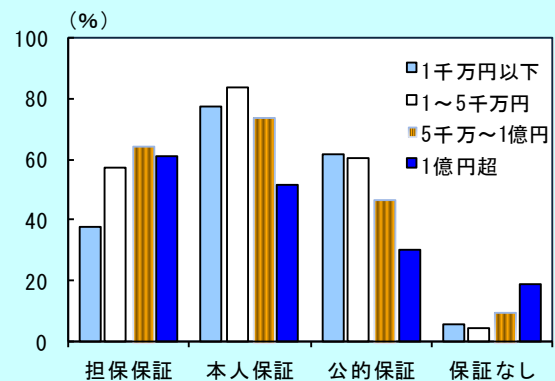
なお、貸し手の銀行側からみると、中小企業向け貸出の採算は全体として悪化している。銀行の貸出金利は、採算金利(銀行の資金調達コストと企業の信用リスクをカバーできる金利)を大きく下回っている(図の破線)。2000年代初は、低格付け企業向けの貸出が採算割れとなっても、高格付け企業向けの貸出で埋め合わせることで、中小企業向け貸出全体の採算がある程度カバーされていた。しかし最近では、高格付け企業向けの利幅(銀行の貸出金利と採算金利の差)はほぼゼロとなっている。

(不動産担保の不足による借入制約)

中小企業は、大企業のように社債・CP発行など市場調達手段へのアクセスがほとんど無く、不動産を担保とする銀行借入が、依然として外部資金調達手段の中核をなしている。このため、銀行

借入を機動的に受けられない場合、中小企業の資金繰り問題に直結することになる。

【図表4】 銀行借入手段



(注) 集計対象はメインバンクから借入を受けている中小企業。
(資料) 中小企業庁「平成21年度中小企業実態基本調査」

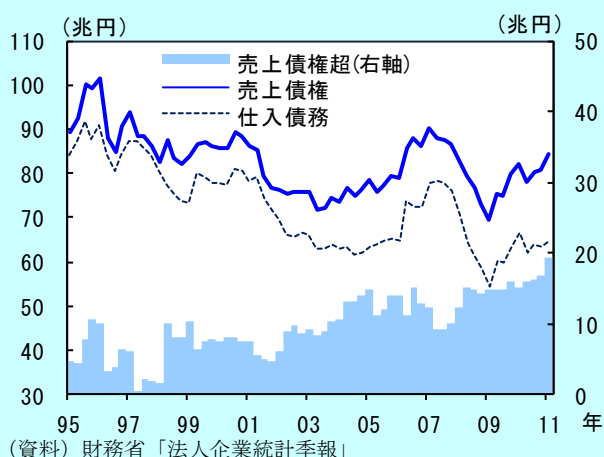
不動産が乏しい企業は、担保不足により、資金需要を銀行借入でカバーできないことが多い。例えば、新興企業などは、成長性が高くても、事業の性格上、大規模な不動産を保有していないことが多く、借入制約に直面しやすい。実際、このような企業は、不動産担保の代替ないし補完手段として、経営者の個人保証を利用するケースが多い³(図表4)。

(企業間信用のバランス)

企業間信用も、中小企業の資金繰りを左右する。中小企業の企業間信用動向をみると、1990年代以

降、売上債権残高（売掛金+受取手形）が横ばいで推移する中、仕入債務残高（買掛金+支払手形）が趨勢的に減少している（図表 5）。このため、企業間信用のバランスは、2000 年代以降、売上債権超幅（売上債権と仕入債務の差額）が拡大する傾向にある。これは、中小企業自身の信用力の問題や親企業などの財務リストラのほか、特に中小企業では、割高な取引費用のために手形の利用が回避されていることを反映したものと考えられる。

【図表 5】 中小企業の企業間信用



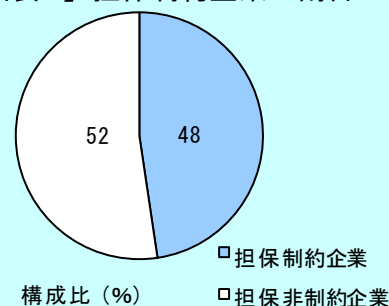
売上債権超幅が拡大した結果、売上債権の期間が長期化したり、その資金化が期日通りに実行されなければ、中小企業の資金繰りは圧迫されやすい構図になっている。企業部門の金融資産に対する企業間信用の割合（2009 年末時点）をみると、米国の 8% に対して、わが国では 27% と高い。この点を踏まえると、わが国企業の資金繰りは企業間信用から影響を受けやすいと考えられる。

（中小企業の借入制約に関する試算）

ここでは、先に指摘した不動産担保の不足に起因した借入制約について、どれほどの中小企業がこうした制約に直面しているかを試算する⁴。具体的には、①企業の借入需要曲線を、被説明変数に借入金、説明変数に売上、キャッシュフロー、借入金利を用いて推計する。次に、②銀行の貸出供給曲線を、被説明変数に借入金、説明変数に固定資産（不動産担保の代理変数）を用いて推計する⁵。最後に、③企業ごとに借入需要額と貸出供給額を算出し、前者が後者を上回る企業を「担保制約企業（借入需要に対して固定資産担保が不足している企業）」とみなす。

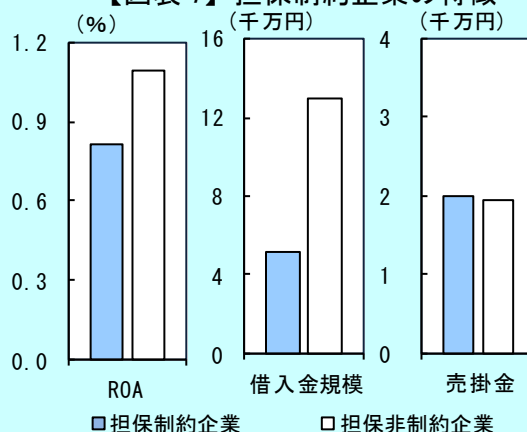
試算によると、担保制約企業は全体の 48% に上り、約半数の中小企業が、借入需要に対して固定資産担保の不足した状態にある（図表 6）。また、担保制約企業は、担保が不足していない企業（非制約企業）に比べ ROA が低い⁶（図表 7）。このため、担保制約企業において内部留保や手元流動性の蓄積が進みにくく、先に指摘したように、資金繰り逼迫の常態化に繋がっている可能性がある。さらに、担保制約企業の借入金是非制約企業の半分以下であるが、売掛金は、非制約企業より僅かに多く、自身の借入金の 4 割程度の規模に相当する。こうした売掛金を容易に資金化することができないことが、中小企業の資金繰りを困難にしている要因の 1 つと考えられる。

【図表 6】 担保制約企業の割合



（注）担保制約企業は、借入需要に対して担保が不足している企業。筆者による試算値。

【図表 7】 担保制約企業の特徴



（注）担保制約企業は、借入需要に対して担保が不足している企業。筆者による試算値。

中小企業の資金繰り改善策

企業間信用の売上債権超幅が拡大している先や、売上債権の回収に時間を要する先にとって、売掛金を効率的に資金化することができれば、資金繰りの改善に繋がると考えられる。ABL や電子

記録債権は、そうした売掛金を資金化する手法として、近年、注目されている。

(ABLの活用)

ABLは、不動産を担保とする従来型の貸出手法と異なり、売掛金や在庫商品、機械設備など、企業のキャッシュフローと密接に関係する債権や動産を担保とする、銀行貸出の一形態である⁷。一般に、担保適格の売上債権や動産の残高に、掛け目を乗じた額が、ABLの与信枠となる。

いわば企業活動そのものに担保価値を見出すこの貸出手法には、不動産や経営者の個人財産が乏しい中小企業の資金繰りを緩和する効果が期待できる。また、銀行は、貸出実行後も担保を継続的にモニタリングする必要があるため、中間管理が強化されるという副次的な効果も期待できる。

わが国のABL残高は3~5千億円程度であり、企業の総借入残高288兆円と比べれば僅少である。しかし、中小企業のバランスシート上にある売掛金残高(65兆円)や在庫(棚卸資産)残高(55兆円)を勘案すると、ABL活用の余地は大きいと考えられる。

もちろん、ABLの利用にも課題がある⁸。第1に、銀行は、信用リスクを管理するうえで、貸出当初の担保評価のみならず、貸出実行後も売掛金や在庫の増減を継続的に把握しなければならない。この点について、在庫商品などの動産を担保とする場合、貸し手の銀行と借り手の企業との間に、担保の価値評価や管理・回収・処分を専門的に行う第三者機関を介在させて解決を図る事例もみられる。

第2に、担保評価・処分手法の面で、基盤整備や取引慣行の改善が必要である。例えば、わが国の商慣行として、二重請求を避けるため、売掛金に債権譲渡禁止特約が付されていることが多い。このため、債務者の承諾なしに、債権者が第三者に債権譲渡することができない。ABLの普及には、同特約を解除することが前提となる。

第3に、売掛金や動産を担保として利用することに対する企業の抵抗感を取り除くことが必要である。企業からは、売掛金の譲渡禁止特約の解除を取引先の企業に申し入れると、信用力が低下

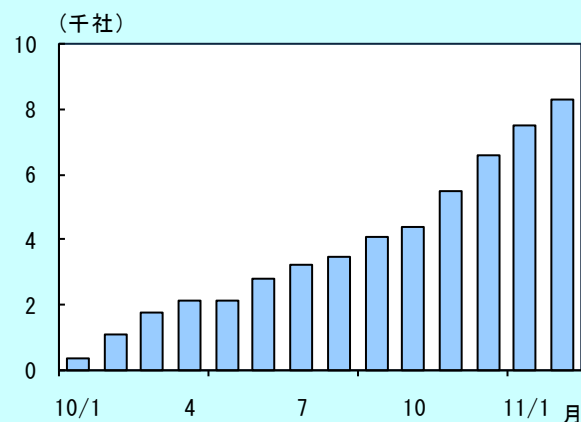
したとみられることを懸念し、申し入れを躊躇するという指摘が聞かれる。ABLが所期の効果を発揮するには、ABLに対する理解が関係者間で共有されることが不可欠である。

(電子記録債権の活用)

電子記録債権は、従来の手形や売掛金に代わる新たな金銭債権である。電子債権記録機関による記録を通じて、債権の発生・譲渡・支払いが電子的に行われる。これにより、売上債権を資金化する際、債権の存在や発生原因を確認するためのコストや二重譲渡リスクを軽減することができる。

現在、複数の大手行が、電子記録債権の登録・移転会社を設立し、実際にビジネスを開始している。データが利用可能な日本電子債権機構では、月間500社のペースで電子記録債権の契約企業数が増加している(図表8)。2012年5月には、全国銀行協会が同様の機関を開業する予定であり、銀行・企業の双方で、電子記録債権の利用が本格的に広がることが期待される。

【図表8】電子記録債権の利用契約企業数



(資料) 日本電子記録債権機構

おわりに

ABLや電子記録債権は、売掛金や在庫など、幅広い資産を担保として活用することにより、中小企業の円滑な資金繰りを支援するうえで有力な選択肢になり得る。銀行にとっても、貸出機会を広げることによって、事業基盤を拡大・強化することができるというメリットがある。

日本銀行は、2011年6月、成長基盤強化を支援するための資金供給において、ABLなどに対して

新たに 5 千億円の貸付枠を設定した。同措置は、ABL の認知度を向上させるとともに、ABL 普及の 1 つの契機になると考えられる。

わが国の経済は、震災直後の落ち込みから、回復へ向けて動き始めている。今後、被災地の復興や全国的なサプライ・チェーンの再構築が進むにつれて、前向きな資金需要は拡大していくと予想される。こうした復興事業を速やかに進め、わが国の経済が安定的な成長経路に復していくためにも、ABL や電子記録債権の活用を含め、金融面の制約を緩和・解消するための工夫が期待される。

¹ 例えば、被災した企業から売掛金の回収ができず、被災地以外の企業の資金繰りに支障を来たした事例が報告されている。報告事例については、次の資料を参照。

仙台市経済局産業政策部経済企画課企画調整係、「震災復興支援に向けた市内企業に対する緊急調査」、2011 年 5 月。

² サプライ・チェーンの裏側には、企業間信用のネットワークが張り巡らされている。このため、ある企業で売掛金の回収遅延が発生し、買掛金の決済が滞ると、その影響が広範囲に連鎖し得る。売掛金の回収遅延の影響は、被災地所在の企業と直接的な取引関係を持たない企業にも及んでいる可能性があり、この点も、中小企業の資金繰りの圧迫要因になっていると考えられる。

³ 貸し手の銀行も、借り手の将来性や財務内容に関する不透明感が強い場合、不動産担保や個人保証を利用することがある。また、世界的な金融危機の発生以降、景気対応緊急保証など公的保証の利用も増えている。

⁴ 借入制約の考え方については、次の論文を参照。

Ogawa, Kazuo and Kazuyuki Suzuki, "Demand for bank loans and investment under borrowing constraints: A panel study of Japanese firm data," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 14 (1), March 2000.

⁵ 企業の借入需要曲線と銀行の貸出供給曲線は、中小企業信用リスク情報データベース (CRD) から無作為に抽出したサンプル (対象期間は 2001~10 年、対象企業数は 2,262 社、サンプル数は 22,324) を用いて、パネル・スイッチング回帰により同時に推計した。説明変数には、本文中で紹介した変数のほか、産業ダミーと年次ダミーを採用した。借入金利とダミー以外の変数は、総資産額で基準化している。

⁶ 図表 7 のうち、ROA、借入金規模、売掛金のいずれも、担保制約企業と非制約企業は 1%水準で統計的に有意に異なる。

⁷ ABL の仕組みや論点については、次のレビューを参照。

金融機構局、「ABL の現状と一層の活用に向けて」、日銀レビュー、2011-J-4、2011 年。

⁸ ABL の課題の詳細については、次の資料を参照。

野村総合研究所、「ABL の普及・活用に関する調査研究」、経済産業省、平成 20 年度 ABL インフラ整備調査委託事業報告書、2009 年 3 月。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局 今久保圭 (kei.imakubo@boj.or.jp) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。