



## 日本大学経済学部教授 鶴田大輔氏に聞く

金利のある世界で中小企業に求められることは？

# 後継者の育成・確保と 投資マインドの向上を

2024年は歴史的円安、マイナス金利政策の解除、日経平均株価の上昇幅・下落幅が過去最大を更新など、大きく経済が動いた。特に金利上昇は、資金調達面に影響を与える可能性がある。マイナス金利解除後の中小企業の身の振り方について、経済学者の鶴田大輔氏に尋ねた。

## 中小企業の経営は いま

——ことし3月のマイナス金利解除に始まり、7月末には政策金利が0・25%へ引き上げられました。長期プライムレートは、5月には年1・7%、6月には1・8%と約14年ぶりの高水準となりました。いま、中小企業の経営環境はどのような状況にあるといえるでしょうか。

企業の経営状況はさまざまな視点から分析することができますが、わかりやすい指標でいえば、日銀短観の業況判断DI（景気がよいと答えた企業から悪いと答えた企業を引いたもの）があります（図表1）。

日銀短観の業況判断DIを全体的にみると、中小企業全体で7、非製造業で12、製造業で11と、悪くはない状況です。

2020年からのコロナ禍でいったん景気は落ち込みましたが、特に最近、中小企業であっても非製造業でかなり景況感がよいといえます。

——空前の人手不足、物価高、人件費高騰が叫ばれていますが、それらにも関わらず、中小企業の景気がそこまで悪くないのは、どのような要因があるのでしょうか。

特に非製造業の好景気は、業況判断DIの12という数字が表わしていますが、インバウンド需要や、コロナ禍から回復して経済が正常化したことの影響が大きいと思います。

空前の円安によりインバウンド需要が拡大し、特に観光業や宿泊業が非製造業全体を押し上げた、という印象です。

——反対に、製造業の景況感はあまり芳しくない印象を受けますが……。

たしかに、非製造業よりはマイナスが大きいといえますが、歴史的にみれば、そこまで極端に低い水準ではありません。

2008年からのリーマンショックのときは、中小企業の製造業の業況判断DIは150を下回っていましたので、現在の状況は、よくもなく悪くもなく、といえます。

——現在の状況は、景気が改善し物価や賃金も上昇している流れなのか、あるいは景気停滞下でインフレが生じるスタグフレーションのいずれなのでしょう。

スタグフレーションの定義にもよるでしょう。昔のスタグフレーションでいえば、インフレ率が20%を超える状況で、景気が悪化していましたが、いまはそこまでの状況にありません。

中小企業の経営状況はリーマンショックのときなどと比べると悪くないので、これらを考えれば、現在はスタグフレーションとまではいえないでしょう。

## 金利政策の 中小企業・日本への影響は

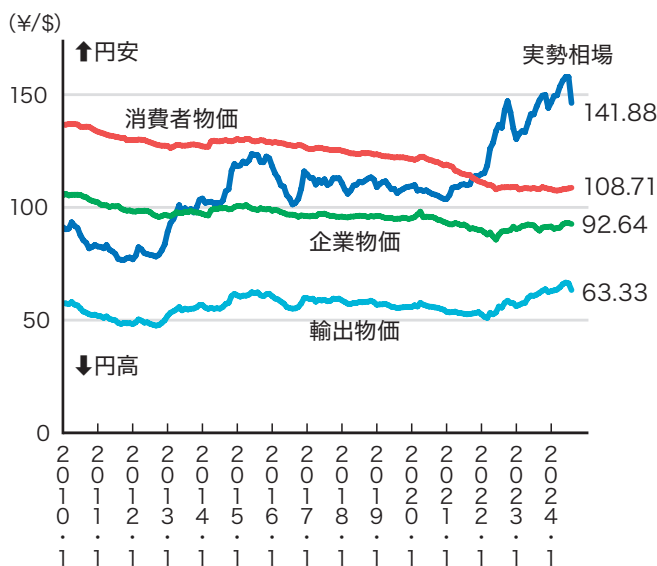
——ことし7月末に追加の利上げが決定し、日本の政策金利は0・25%となりました。

図表1 中小企業の業況判断D.I. (2024年6月調査—最近)

製造業	-1	非製造業	12
繊維	-19	建設	15
木材・木製品	-10	不動産	19
紙・パルプ	-2	物品賃貸	26
化学	6	卸売	8
石油・石炭製品	-8	小売	6
窯業・土石製品	-1	運輸・郵便	7
鉄鋼	-20	通信	20
非鉄金属	-6	情報サービス	33
食料品	15	電気・ガス	14
金属製品	1	対事業所サービス	16
はん用機械	13	対個人サービス	17
生産用機械	-4	宿泊・飲食サービス	20
業務用機械	14		
電気機械	0		
造船・重機等	11		
自動車	0		
素材業種	-8		
加工業種	4	全産業	7

※日本銀行：短観(<https://www.boj.or.jp/statistics/tk/index.htm>)

図表2 購買力平価(ドル円)の推移



※(公財)国際通貨研究所：IIMA-GMVI・購買力平価  
(<https://www.iima.or.jp/research/ppp.html>)

——金利上昇は企業の投資に  
対して、どのように影響する  
でしょうか。

投資の効率性が上がること  
が、金利上昇のよい側面とし  
て挙げられます。借入にコス  
トがかかるようになるので、  
効率の悪い投資に資金を回さ  
なくなるからです。

反対に、支払利息を賄う必  
要があるので、金利が上が  
ると投資は抑制されます。

ただし、いま現在、企業で

た。金利上昇が中小企業に与える影響は、  
どのようなものでしょうか。

全体的には、短期的な影響は限定的なも  
のにとどまるといえます。まず1つは、負  
債に依存している企業が少ないことが理由  
として挙げられます。

リーマンショック以降、中小企業は財政  
の健全化に努めてきました。中小企業庁の  
2024年版『中小企業白書』によると、  
2022年度の大企業と中規模企業(資本  
金1000万円〜1億円)の借入金依存度  
はそれぞれ33・5%、33・9%、自己資本  
比率はそれぞれ42・8%、41・4%です。  
もちろん大企業と中小企業では利益率に

差があるので、借入金依存度が大企業と中  
小企業で同程度だからといって、支払利息  
増加の影響も同じとはいえないでしょう。

しかし、支払利息の増加が中小企業の経  
営にそれほど大きな打撃を与えとはいえ  
なさそうです。

もう1つの理由として、そもそも固定金  
利で資金を借り入れていれば、借入金利に  
は影響はないことが挙げられます。

これらのことから、財務状況が普通の企  
業であれば、金利上昇により経営に深刻な  
影響を受けることはないといえます。

影響があるとすれば、支払利息を賄えな  
い、いわゆるゾンビ企業です。

そうした企業には、より重い金利負担・  
淘汰圧力がかかることとなりますので、退  
出(企業・事業を売却・清算するなどして  
市場から撤退すること)したり、事業承  
継・M&Aを行なって、経営力を改善した  
りすることになるでしょう。

——中小企業の統廃合が進む過程では、失  
業者が増えるとも思われますが、その点の  
是非はいかがでしょうか。

生産性が低い企業に労働力がとどまるこ  
と自体が問題でしょう。

雇用を維持するために公的支援で生産性  
の低い企業を延命するのは、本末転倒など  
があります。それよりは、雇用の流動  
化に対応した仕組みづくりを  
進めて、生産性の高い企業に  
労働力を集めなければなりま  
せん。

図表3 経営者の年齢と売上高変化率、総資産変化率、有形固定資産変化率の平均値

経営者の年齢	売上高変化率	総資産変化率	有形固定資産変化率
60歳未満	-0.70%	3.40%	2.22%
60～69歳	-3.84%	-1.35%	-3.78%
70～79歳	-4.97%	-3.03%	-5.77%
80歳以上	-3.67%	-2.18%	-3.26%

※Tsuruta, D. (2020) Japan's elderly small business managers: Performance and succession, Journal of Asian Economics 66, 101147. Table 3 より抜粋

図表4 後継者がない企業が後継者のある企業に比べて退出・債務不履行に陥る可能性

年	退出	債務不履行	調査企業数
2003	0.03310***	0.00158	51,253
2004	0.02744***	-0.00029	53,146
2005	0.02509***	-0.00034	49,861
2006	0.02847***	0.00234*	54,042
2007	0.04769***	0.00396***	79,695
2008	0.05335***	0.00492***	99,579
2009	0.05973***	0.00531***	92,081
2010	0.03795***	0.00411***	92,362
2011	0.04322***	0.00433***	88,130
2012	0.03978***	0.00450***	84,792
2013	0.04403***	0.00416***	79,673
2014		0.00416***	81,746

\*p<.10, \*\*\*p<.01

※Tsuruta, D. (2021) Lack of successors, firm default, and the performance of small businesses, Japan and the World Economy, 57, 101051. Table 8 より抜粋

は現預金、内部のキャッシュが潤沢にあるので、それを資金源とすれば投資の抑制はそれほど問題にならないでしょう。

——アメリカのFRB（連邦準備制度理事会）は9月18日、0・5%の利下げを決定しました。為替などには、どのように影響してくるでしょうか。

教科書的な考え方では、為替の変動は短期、中期、長期で分かれており、投資家の売買が影響する短期は予測できません。

1年程度の中期は、金融政策で決定します。すなわち、日本が利上げしているのに対して、アメリカが利下げしているので、円高の方向に働きます。

長期は、購買力平価で決定します。およ

そ、アメリカでは1ドルのものが日本国内では130円で買えるとき、為替レートは1ドル130円に近づくような力が働く、という考え方です。

いま現在、為替レートに比べてドル円購買力平価はかなり低く、購買力平価でいえばかなり円安の状況です。そういう意味で、3、4年の長期で考えれば、円高の方向に進むと考えられます（前々図表2）。

ここしばらく、実勢相場と企業物価でみた購買力平価がかなり離る動きをみせていますが、このかい離が元に戻れば、中期的には金融政策の影響が反映されるとしても、長期的には円高方向に進むことになるでしょう。

## 金利政策が正常に向かうなか 中小企業の課題は

——金利上昇の影響は限定的とのことですが、今後、金利政策が正常に向かうなかで、中小企業にとってどのようなことが課題になるでしょうか。

たとえ金利上昇の局面にあっても、企業が利益を生むためには投資が不可欠です。その際ポートフォリオとなるのが、中小企業の「構造」です。これまでは親族内承継、同族経営が主であった事業承継を乗り越えて、経営者の交代が鍵となります。

東京商工リサーチのデータによると、経営者の年齢は2023年、過去最高の平均63・76歳となっています。

私が以前行なった統計では、経営者の年齢と業績には、負の相関関係があることがわかりました（図表3）。

売上高変化率（売上高の伸び率）の平均値を経営者の年齢別にみると、60歳未満では10・70%とほぼ横ばいですが、60～69歳、70～79歳以上になると、それぞれ13・84%、14・97%です。

また、60歳以上の経営者を対象として、後継者がある企業とない企業の退出率の差の統計をとりました（図表4）。

2003年には、後継者がない企業は後継者がある企業に比べて、3%ほど退出する可能性が高くなっています。





つるた だいすけ氏●博士（経済学）東京大学。政策研究大学院大学助教授、日本大学経済学部准教授等を経て現職。現在の研究テーマは中小企業金融に関する実証分析。著書に『中小企業論：組織のライフサイクルとエコシステム』（同友館、共著）。

この傾向は、リーマンショックがあった2008年と2009年に5〜6%ほどまで上がり、その後落ち着いた。

デフォルト（債務不履行）の可能性にも、差が現われます。経済危機でない平時は、0・2%〜0・4%程度に収まっていますが、リーマンショック後の2009年は0・53%に上がっています。

すなわち、過去の経験からすれば、経済危機があると、後継者がいない企業は途端に退出するか、債務不履行に陥りやすい傾向にあります。

中小企業の存続は、事業承継次第です。

——新しい世代の経営者に求められる視点やマインドとしては、何が挙げられるでしょうか。

若い世代に求められるのは、積極的な投資です。

いままでも、経営者が高齢になるほど、企業の収益性が低くなり、投資をしなくなる、というデータがありました（図表3）。

経営者が60歳未満だと、有形固定資産の変換率は2・22%となっていますが、経営者の年齢が60〜69歳、70〜79歳になると設備投資が減少していることがわかります。

これから積極的に設備投資をして事業を拡大しようとは思わず、自分の代だけでも事業を継続できればよい、と考えてしまうことが理由と考えられます。

やはり、経営者が高齢化すると、事業拡大意欲は衰えていくといえるでしょう。

財務状況が悪いならともかく、内部にキャッシュが蓄積しているのであれば、投資の内容は企業次第となりますが、何らかの投資を積極的に行なうことが重要です。

——中小企業の事業承継は、どのように進めるべきでしょうか。あるいは、どのような課題があるでしょうか。

まず一般的には、企業内もしくは経営者の親族に次の経営者になってもらう。そのような人材がいなければ、周りの企業とM&Aを考えなければならなくなります。

少なくとも、10〜15年以内に経営者が引退しなければならぬ企業であれば、事業承継を考える時期にあるでしょう。

ただ、日本に中小企業は380万社あるといわれますから、自社に適した買収・合併先を見つけ、よりシナジー効果の高いM&Aを成功させるために、企業同士のマッチングやM&Aを円滑化する仕組みづくりが課題になってくるでしょう。

そして、まずは自社が買収・合併の対象

となるように、企業価値を高める経営者の努力が求められています。

M&Aでは、自分たちの売りや財務に現れない強みをいかにアピールできるかが大切です。中小企業には財務に現れない強みがたくさんありますが、無形資産を評価することは難しいので、その評価の仕組みづくりも課題になるでしょう。

——金利のある世界の中小企業のこれからに向けて、提言をお願いします。

いままでは低利息の借入を借り換えて、資金繰りの難を逃れてきた企業も、経営者の高齢化、支払利息の増加という新たな問題に直面します。

そういった企業の業績が悪化したときに、借入を返済しなければならないとなると、そこで経営者が交代するという流れになるはずですが、そうすれば、中小企業の経営はもっとよくなるでしょう。

ただ、それを先延ばしにすると、リーマンショックやコロナ禍のような経済危機が起きたときに、先ほどお話ししたように、その企業は退出することになります。

近年、親族承継の割合は減少し、外部から経営者を招へいすることも増えてきていますので、外部の人材が経営に入ることの抵抗感をなくす必要があります。

後継者を確保しつつ、経営者層の若返りを図って、新しい世代は投資を活発かつ効率的に行なわなければなりません。

（2024年9月24日談）●