

2020年5月27日 全8頁

# データで見るコロナ禍での 企業の資金調達動向

金融調査部 研究員 坂口純也

## [要約]

- 新型コロナウイルス感染拡大に伴う企業・消費活動の大幅な縮小により、企業の資金繰りのひっ迫が危惧されている。5月中旬までに公表されたデータを用いて企業の資金調達動向を振り返ると、特に負債での調達が活発に行われていたことを指摘できる。
- 【負債調達】借入や社債・コマーシャルペーパー（CP）の発行は3月から4月にかけて増加している。CPの発行金利やクレジット・デフォルト・スワップのスプレッドは一時大きく上昇したものの、種々の政策対応もあり、足元では落ち着きを取り戻している。ただし、格付け見通しの引下げが相次いでおり、格付けの動向が中央銀行や金融機関から企業に対する資金の供給を妨げるものにならないか注視が必要である。
- 【資本調達】株式の発行に目立った増加は見られない。市場の動揺を受けてIPOの延期または中止が相次いでおり、リーマン・ショック時よりも短期間でより多くの案件が影響を受けている。
- 【BOX】契約先数が増加しているコミットメントラインの動向を整理した。コミットメントラインからの資金の利用が急増した場合、自己資本比率の下押しを通じて銀行の資金供給能力を制約する可能性がある点に注意が必要である。

## 目次

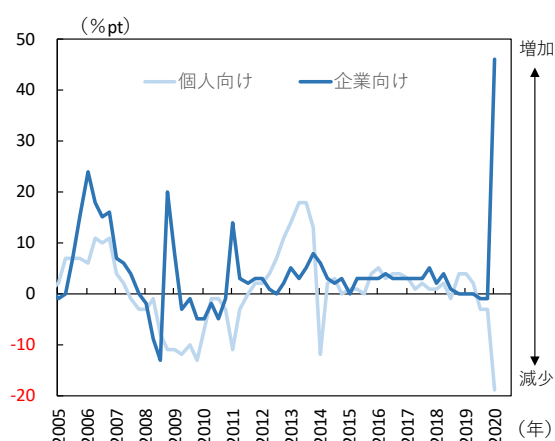
負債調達 .....	2
1. 金融機関の貸出マインド .....	2
2. 借入 .....	2
3. 社債・コマーシャルペーパー .....	3
4. 信用動向（CDS・格付け） .....	5
資本調達 .....	6
5. 株式発行 .....	6
公的資金の注入 .....	7
BOX 注視が必要なコミットメントラインの動向.....	7

## 負債調達

### 1. 金融機関の貸出マインド

- 多くの金融機関では3月10日から4月10日時点で、先行き3ヶ月の企業部門の資金需要が増加すると見込んでいる（図表1）。金融機関による企業向けの資金需要判断DIは46%ptと前期（2019年12月10日から2020年1月14日の調査、▲1%pt）から大幅に上昇している。
- 企業部門からの資金需要に対し、金融機関の貸出運営は特に中小企業向け貸出への積極姿勢が見受けられる。企業の規模別の貸出運営スタンスDIを見ると（図表2）、積極化度合いは中小企業、中堅企業、大企業の順で高い。一般的に、企業の規模が小さい中小企業ほど借入以外の調達手段が乏しいため、金融機関の貸出スタンスは資金繰りを手当てする際の重要な兆候となる。

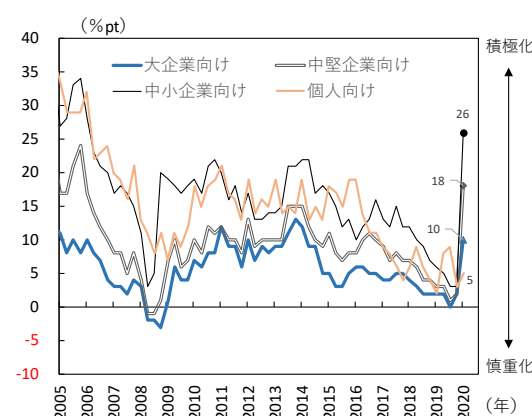
図表1 先行き3ヶ月間における資金需要判断DI



（注1）直近の4月調査は3月10日から4月10日時点。  
 （注2）資金需要判断DIは資金需要が「増加」、「やや増加」と回答した金融機関の構成比（%）から、「減少」、「やや減少」と回答した金融機関の構成比（%）を減じたもの。なお、「やや増加」、「やや減少」については0.5を乗じる。

（出所）日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」より大和総研作成

図表2 先行き3ヶ月間における貸出運営スタンスDI



（注1）直近の4月調査は3月10日から4月10日時点。  
 （注2）貸出運営スタンスDIは自行庫の貸出態度に関し「積極化」、「やや積極化」と回答した社数の構成比（%）から「慎重化」、「やや慎重化」と回答した社数の構成比（%）を減じたもの。なお、「やや積極化」、「やや慎重化」については0.5を乗じる。

（出所）日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」より大和総研作成

### 2. 借入

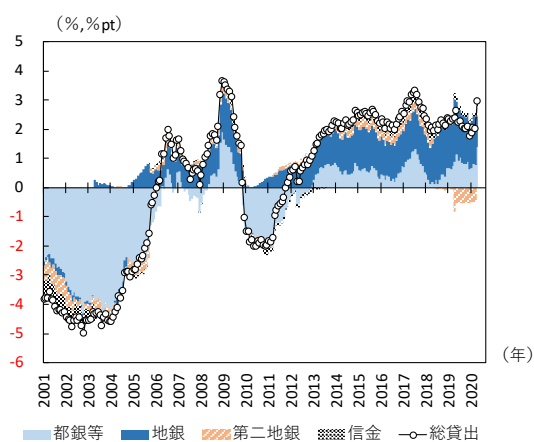
- 銀行や信金による貸出金は4月に前年同月比3.0%と大きく増加している（図表3）。全体の伸び率3.0%のうち、業態別に寄与度を見ると都銀等は1.4%pt、地銀は1.1%pt、第二地銀は0.3%pt、信金は0.2%ptとなっている。信用保証協会による緊急保証や日本銀行の特別オペ<sup>1</sup>による無利子の資金供給などが伸びに寄与したと考えられる。なお、5月に入っ

<sup>1</sup> 正式名称は「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペ」。

てからは民間金融機関でも実質無利子・無担保融資が開始されたことや、日本銀行の特別オペが拡充<sup>2</sup>されて利用額が大きく増加している<sup>3</sup>ことから、更なる貸出の伸びが予想される。

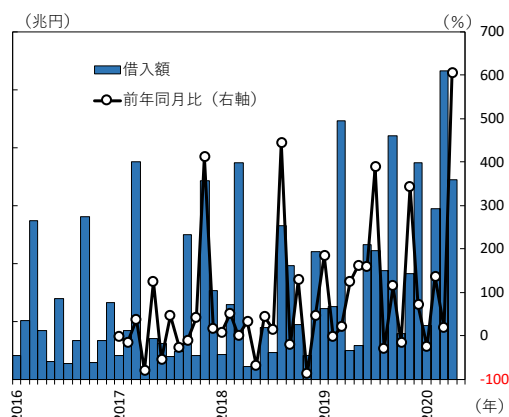
- シンジケートローンなどの大型の借入案件の動向を見ると、3月に大きく増加し4月も高い水準にある（図表4）。特に4月は前年同月比で見ると約7倍の規模と非常に大きな伸びとなっている。内訳を見ると、リボルビングローンやコミットメントラインなど、機動的に資金を借り入れられる形態の契約が目立つ。運転資金のひっ迫に備えるために予備的に資金源を確保する企業の動きが読み取れる。なお、コミットメントラインの動向については本文末でBOXとして別途詳述する。

図表3 貸出金の伸び率（前年同月比）



- (注1) 平残ベース。  
 (注2) 直近は4月。  
 (出所) 日本銀行「貸出・預金動向速報」より大和総研作成

図表4 大型の借入契約の推移



- (注1) 借入額は契約額ベース。  
 (注2) 円建てを対象。  
 (注3) 直近は4月。  
 (出所) Refinitivより大和総研作成

### 3. 社債・コマーシャルペーパー

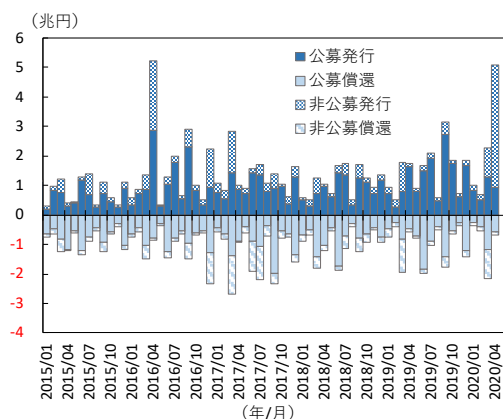
- 社債の発行額（グロス）は4月に5.1兆円と大きく増加した（前年同月比で約2.9倍）（図表5）。内訳を見ると、非公募の発行が4.2兆円と大半を占めている。統計で捕捉できる2007年12月以降、社債発行額に占める非公募の割合が最も高くなっている。一般的に、公募債は発行の手続きが煩雑で時間がかかり、発行体は大企業が中心である。他方で、非公募債は発行手続きが公募債に比べて簡素に済み、中堅・中小企業も利用する発行形態である。非公募債の急増は迅速な手続きで素早い資金調達を意図したものが表れていると考えられる。
- 社債のスプレッドは3月以降拡大傾向にある（図表6）。市場の先行きの不透明感が増して投資家のリスク許容度が低下したことに加え、社債の発行が増加したという需給要因が背

<sup>2</sup> 具体的には、オペの名称が「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション」に改称され、①金融機関が差し入れる担保の金額・範囲の拡大、②オペ対象先の拡大（系統会員金融機関を新たに含める）、③付利のインセンティブの導入（オペ利用額だけ金融機関の日本銀行当座預金に+0.1%の付与）がある。

<sup>3</sup> これまでの同オペでの貸付金額は、3/24：33,968億円、4/10：5,628億円、4/24：178億円、5/14：86,839億円となっている。5/14のオペで供給された86,839億円は4月時点の銀行・信金の総貸出金額約553兆円の約1.6%に相当する。

景にあると考えられる。日本銀行は3月16日に商業ペーパーや社債の買入れ額をそれぞれ1兆円増額し、4月27日にはさらに各6.5兆円増額して、合計で約20兆円の買入れ額とした。同時に、買入れる社債の年限の延長や発行体当たりの買入れ額の制限の緩和なども行っている。これらの措置がスプレッドの拡大を抑えられるかが注目されよう。

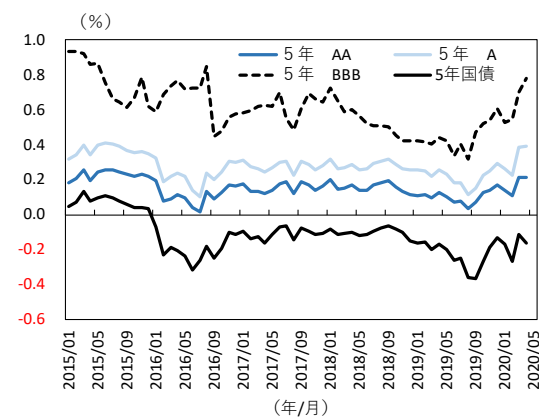
図表5 社債の発行・償還額



(注) 直近は4月。

(出所) 証券保管振替機構より大和総研作成

図表6 格付け別社債流通利回りの推移



(注1) 月末値。

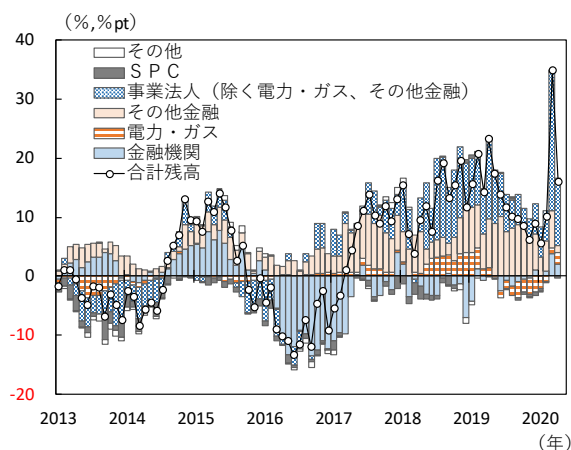
(注2) 格付けはR&Iベース。

(注3) 直近は4月。

(出所) 日本証券業協会、日本相互証券株式会社より大和総研作成

- 短期の資金繰りを手当てする商業ペーパーの発行残高は3月に前年同月比+34.8%と大きく増加した(図表7)。内訳を見ると事業法人の寄与度が23.4%で、事業法人による発行が多かったと考えられる。4月の発行残高は同+16.1%と低下はしたものの水準としては依然高い。
- 商業ペーパーの発行金利は4月に一時急伸したものの、以降低下している(図表8)。上述した日本銀行による積極的な商業ペーパーの買入れが発行金利の上昇を抑えているとみられる。実際に、商業ペーパーの買入れオペの平均落札利回りは0.164%(4月14日)、0.081%(4月24日)、▲0.027%(5月13日)と低下しており、5月13日には日本銀行が買入れの下限金利を▲0.1%に設定するなど、価格が持ち直してCP市場が安定してきていることがうかがえる。

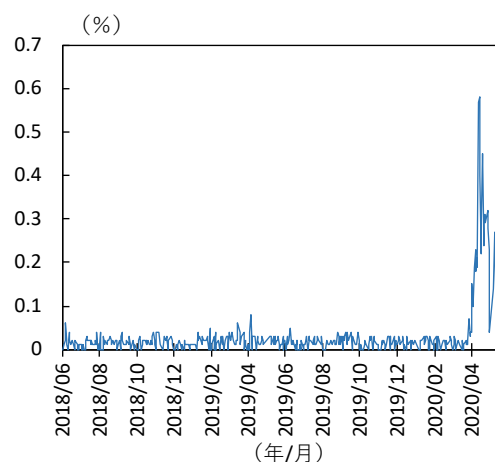
図表7 CPの発行残高（前年比、寄与度）



(注) 直近は4月。

(出所) 証券保管振替機構より大和総研作成

図表8 事業法人によるCPの平均発行金利



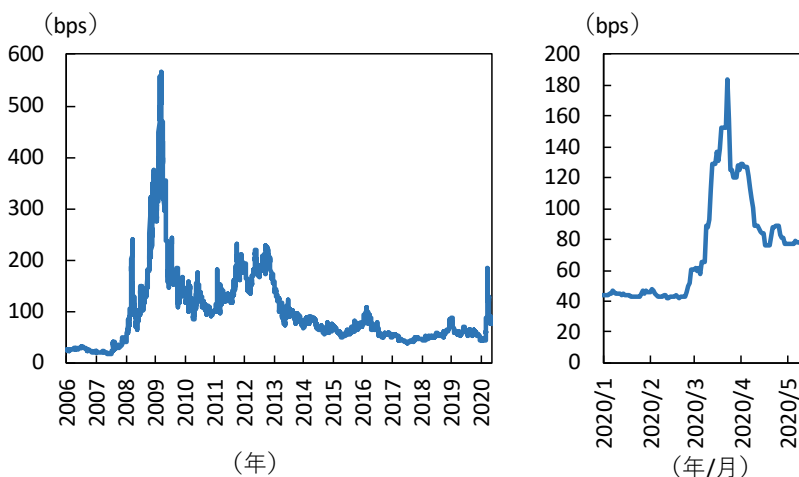
(注) 直近は5月12日。

(出所) 証券保管振替機構より大和総研作成

#### 4. 信用動向（CDS・格付け）

- 企業の信用リスクを取引するクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドを見ると（図表9）、2月下旬から3月中下旬にかけて約140bps上昇した。とはいえ、この上昇幅はリーマン・ショック時の急激な上昇に比較すると小幅であることに加え、3月下旬以降スプレッドは低下し、水準こそ以前より上昇したものの推移も落ち着いている。企業の信用リスクへの警戒感はい定程度和らいだといえよう。

図表9 クレジット・デフォルト・スワップの спреッド



(注1) 日本企業を対象としたCDS（Markit iTraxx Japan）。

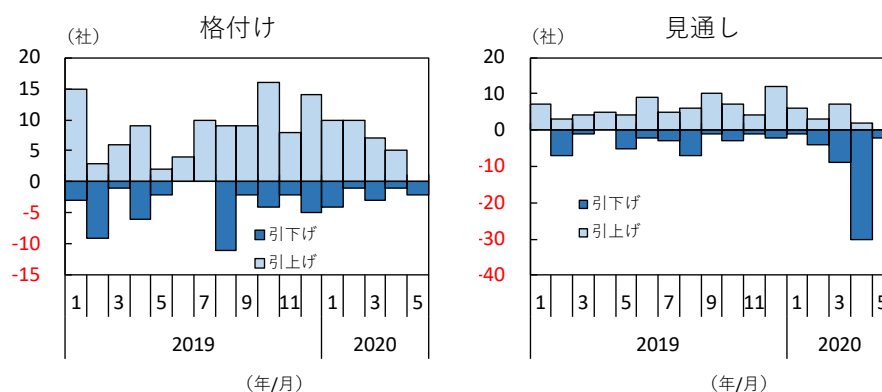
(注2) 直近は5月14日。

(出所) Refinitivより大和総研作成

- 格付け会社の格付けアクションを見ると（図表10）、これまでのところ格下げは広がっていない。もっとも、見通しに関しては引下げが相次いでいる。日本銀行の社債買い入れの対象がBBB格相当までであることや、銀行が自己資本比率を算出する際の貸出債権のリスクウェイトに融資先企業の格付けが反映されていることから、仮に今後格下げが相次いだ場合、

金融システムの資金の供給能力を制約する可能性がある点には注意が必要である。

図表 10 格付けアクション



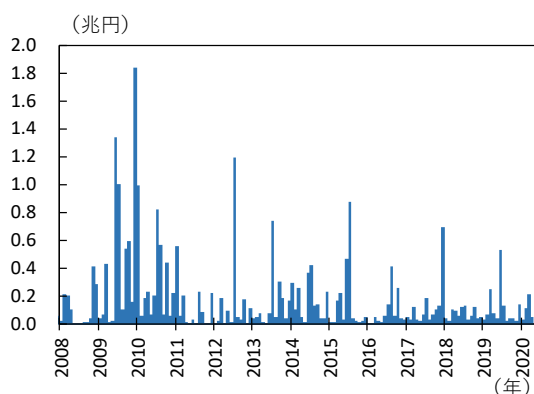
- (注 1) S&P<sup>4</sup>、R&I、JCR の国内発行体に対する長期発行体格付けに対するアクションを対象。  
 (注 2) 同一発行体に対する複数の格付け会社のアクションは重複して計上。  
 (注 3) 格付けの変化に伴う見通しの変化は除く。  
 (注 4) 直近は 5 月 14 日まで。  
 (出所) Refinitiv より大和総研作成

## 資本調達

### 5. 株式発行

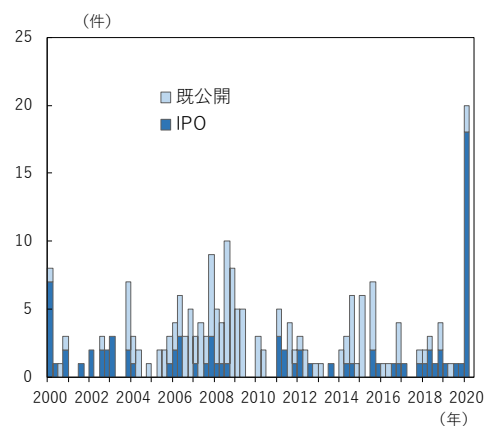
- 負債による調達と異なり株式による資金の調達に増加は見られない (図表 11)。4 月の上場企業による株式での資金調達額は 521.8 億円と過去の同月の平均的な調達額に近い。他方で、市場の悪化を受けて株式による調達が中止もしくは延期された案件が多い。中止になった株式の発行・売出し案件は 1-3 月で 20 件に上り (図表 12)、リーマン・ショック時よりも短期間でより多くの案件が影響を受けている。

図表 11 企業の株式による資金調達額



- (注 1) 直近は 5 月。  
 (注 2) 上場会社を対象とし、新規公開含む。  
 (出所) 東京証券取引所「上場会社資金調達額」より大和総研作成

図表 12 中止された株式発行・売出し案件数



- (注 1) 既公開は既公開会社の案件。  
 (注 2) 表示しているデータの直近は 1-3 月以降、5 月 14 日現在まで該当なし。  
 (出所) Refinitiv より大和総研作成

<sup>4</sup> 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない S&P が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

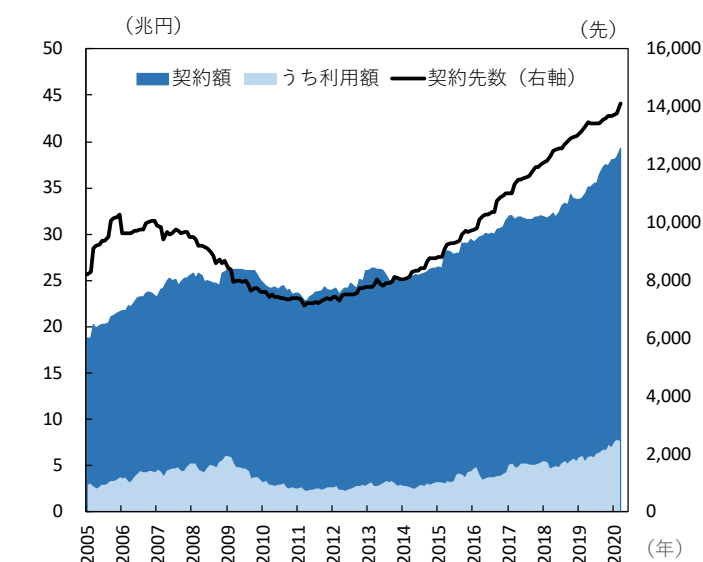
## 公的資金の注入

- 以上に見たように、企業の負債調達が増加する一方で、株式の発行が増加しておらず、自己資本の内部調達となる利益も多くの企業で減少が見込まれることから、企業の財務の健全性には悪化圧力がかかる。企業の財務健全性は過去に比べて高い水準に保たれているものの、負債の増加で自己資本比率の低下が続けば、格付けや融資の継続性に懸念が生じる可能性がある。
- そうした中、5月末を目途に編成するとされている2次補正予算では、政策金融機関を通じた劣後ローンによる貸付や優先株式による出資などが検討されているという。劣後ローンは格付け評価上、一定割合が資本と認められる資本性を有する借入金である。これらの手段により財務基盤が強化されれば、格下げの回避や融資の継続による資金繰りの改善が見込まれる。

### BOX 注視が必要なコミットメントラインの動向

契約期間中、企業の判断で自由に借入・返済が可能なコミットメントラインは契約額・契約先数ともに3月で大きく増加している(図表13)。具体的には、契約額は前月の38.4兆円から39.3兆円に、契約先数は13,766先から14,120先に増加した。他方で利用額を見ると、過去に比べて高い水準にあるものの、前月に比べて減少している。

図表13 コミットメントラインの状況



(注) 直近は3月。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

一般的に、コミットメントラインを契約できるのは規模の大きな企業などで<sup>5</sup>、コミットメントラインは商業ペーパーなどによる調達が困難となった時のバックアップラインとし

<sup>5</sup> 具体的な対象は「特定融資枠契約に関する法律」で規定されている。

て契約されていることが多い。契約先数・契約額が増加していることから、企業が予備的な資金源の確保に動いているといえる一方、利用額に目立った増加が見られないことから、既往の調達手段で資金繰り対応がなされていると考えられる。

注意すべきは、コミットメントラインの利用が急増して貸出が抑制されるリスクである。コミットメントラインから資金が引き出されると、リスクアセットが増加して自己資本比率は低下し、銀行の貸出余地を狭める。コミットメントラインからの引き出しは、通常の貸出と異なって銀行の意思と関係なく増加する性質であるだけに突発的にリスクが顕在化する可能性がある。4月に公開されたIMFのGlobal Financial Stability Reportによると、邦銀のコミットメントラインの未使用額はG7の中で米国に次いで大きいとされており、リスクは小さくない。

もちろん、銀行の自己資本比率は過去に比べて高い水準に保たれている上に当局もストレス下での資本バッファの取り崩しを認めるなどの対策を打っている<sup>6</sup>。本文で見たように、社債やコマーシャルペーパーによる資金調達も政策対応を受けて安定してきていることに鑑みると、コミットメントラインからの駆け込み的な借入が急増する可能性は高くない。もっとも、政策対応が今後どの程度の期間にわたって企業の資金繰りを支えられるか、その間銀行の自己資本比率は高い水準を維持し続けられるかという点では不確実性が高く、コミットメントラインの利用動向は注視しておく必要があるだろう。

<sup>6</sup> 金本悠希「[バーゼルⅢ最終化、適用を1年延期](#)」, 大和総研レポート, 2020年4月2日



## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### 格付業者について

#### <スタンダード&プアーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジュエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

※この情報は、2017年3月7日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記 S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### <ムーディーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（[https://www.moody.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx)）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評面を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

※この情報は、2018年4月16日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### <フィッチ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/site/japan>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評面であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報・関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細は、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

※この情報は、2019年9月27日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

以上