

2020年9月10日 全16頁

新型コロナ禍の企業の資金調達環境に見られる特徴と今後の展望

政策効果で覆い隠されたリスクは今後徐々に顕在化へ

金融調査部 主任研究員 長内 智
研究員 坂口 純也

[要約]

- 企業の資金調達環境は、新型コロナ禍においても全体的にリーマン・ショック後ほど深刻な状況には陥っていない。しかし、今後、政府と日本銀行の政策効果が一通り行き渡り、徐々に剥落することになれば、企業の資金調達環境が急速に悪化するおそれがある。本稿では、新型コロナ禍の企業の資金調達環境を巡る現状を過去のリーマン・ショック局面との比較などを通じて多面的に整理・検討した上で今後を展望し、さらに将来的なリスク要因についても論じる。
- 企業の資金調達環境は、①CP・社債（負債・直接金融）、②金融機関からの借入（負債・間接金融）、③公募増資（資本・直接金融）、という3つの側面から捉えることが可能である。CP・社債市場は過去の危機時より安定しているが、個社（ミクロ）のリスクには引き続き注意が必要だ。企業の借入環境は、経済活動の回復なくして抜本的に解決しないという点に留意したい。また現在のところ、2009～2010年のような「公募増資ラッシュ」の動きは全く見られない。
- 今後は、政策効果の剥落に伴う企業倒産の急増に加え、意図せざる休廃業・解散が増加し、とりわけ地方の雇用環境や経済活動を悪化させるリスクに注意したい。住宅価格は、積極的な財政政策と金融緩和政策が下支え要因になっていることもあり、近年の上昇傾向が大きく反転するような状況にない。しかし、金融・経済危機の到来を知らせる、いわば「炭鉱のカナリア」として、住宅・不動産価格の変化を引き続き点検していくことも重要となろう。

1. はじめに

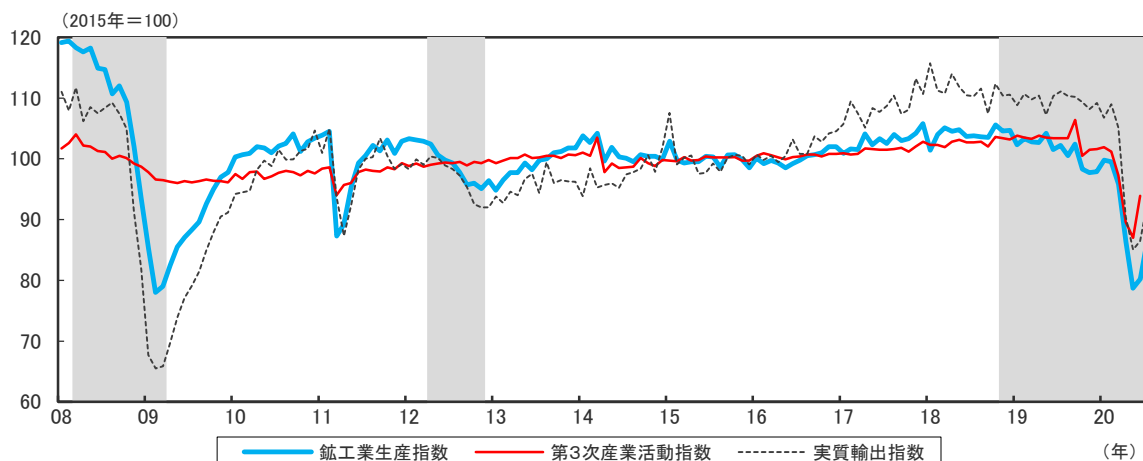
企業の事業環境は、新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）の感染拡大の影響が依然強く残るなかで、とりわけ需要の回復が遅い業種において非常に厳しい状況が続いている。2020年4～6月期の上場企業の決算を確認すると、4月の緊急事態宣言発出以降の内需の急減や外需の弱さを背景に、大幅な営業赤字や巨額の減損損失を計上する企業が相次ぎ、新型コロナの影響の長期化で今後の業績見通しも慎重なところが多い。

こうした厳しい企業の事業環境については、企業活動を示す複数の経済指標（鉱工業生産指数、第3次産業活動指数、実質輸出）の推移からも読み取ることができる。いずれの指標も新型コロナの影響が顕在化し始めた2020年3月に明確な低下を示し、4月に急低下した（図表1）。2008年9月に発生したリーマン・ショック後の世界金融危機の際は、相対的に内需の悪化が限定的であったこともあり、売上高に占める内需の比率が高い非製造業の企業活動を示す「第3次産業活動指数」は、総じて小幅な低下にとどまった。しかし、今回は、緊急事態宣言に伴う異例の外出・営業自粛要請により大幅な低下を余儀なくされたのである。

経済活動の再開や政府と日本銀行の各種政策効果もあって、2020年5月以降は持ち直しの動きも見られるが、全体としてみると企業活動は大幅に悪化した状況が続いている。こうしたなか、新型コロナの影響により大きな打撃を受けている宿泊、飲食、小売、空運業では、手元資金が急速に減少し、資金繰りに窮する企業が増えている。もっとも今のところは、政府と日本銀行による過去最大規模の企業金融支援策により、企業の資金調達環境は全体的にリーマン・ショック後ほど深刻な状況には陥っておらず、企業倒産件数も当時より少ない。

ただし、足下で内外需の回復ペースが緩慢なものにとどまり、さらに新型コロナの感染の収束が見えないなか、先行きについての不確実性は非常に高く、企業の資金調達環境が今後急速に悪化するおそれもある。そこで本稿では、新型コロナ禍の企業の資金調達環境を巡る現状を、過去の金融危機時との比較などを通じて多面的に整理・検討するとともに、今後の展望について考察する。さらに、将来的なリスク要因として、企業倒産と住宅・不動産価格の下落の問題についても取り上げる。

図表1：主な企業活動の動向



（注）シャドーは、景気後退期。直近の景気後退期は暫定。

（出所）経済産業省「鉱工業指数」「第3次産業活動指数」、日本銀行「実質輸出入の動向」、内閣府「景気基準日付」より大和総研作成

2. リーマン・ショック局面の経験を踏まえた現状評価と今後の論点

企業の資金調達環境については、①CP・社債（負債・直接金融）、②金融機関からの借入（負債・間接金融）、③公募増資（資本・直接金融）、という3つの側面から捉えることが可能である。本節では、リーマン・ショック局面との比較を行いつつ、新型コロナ禍の資金調達環境の特徴と今後の論点について考察する。

2.1. CP・社債市場は日本銀行の政策対応で混乱を回避

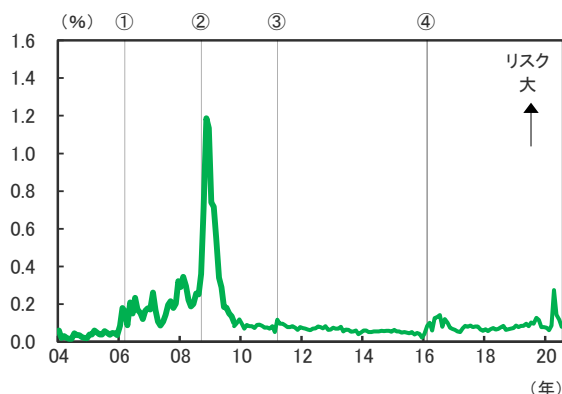
リーマン・ショック後に導入した手段が今も活きる

ここでは、企業の資本市場（直接金融）における資金調達環境に関して、主に大企業が短期資金を調達するために発行する「CP（コマーシャル・ペーパー）」と中長期の資金調達のために発行する「社債」の市場環境について、日本銀行の政策効果等も踏まえて概観する。

CP・社債市場のリスク度合いを示す「CP-OISスプレッド」と「社債スプレッド」の長期推移を示したのが図表2～3である。2020年に入り、新型コロナ感染拡大の影響によりCP・社債の発行環境が悪化して利回りが上昇するなかで、CP-OISスプレッドは4月に大きく拡大し、社債スプレッドにも拡大の動きが見られた。ただ社債スプレッドの拡大幅は、過去の危機時の変動幅を踏まえると限定的なものにとどまったと評価できる。

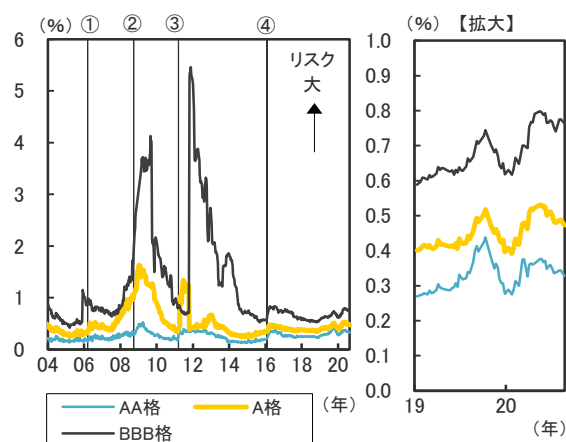
これらリスク指標が上昇した主な背景としては、政府の4月7日の緊急事態宣言発出後に国内の経済活動が急収縮し、市場参加者の間で企業の信用リスクに対する警戒感が高まったことを指摘できる。なお、その時期は、日本銀行が前月（3月16日）に決定した金融緩和策で打ち出した「CP・社債等買入れ」の増額により、CP・社債市場において日本銀行による流動性供給が拡大していたが、それ以上に国内景気の急激な悪化が懸念されたと考えられる¹。

図表2：CP-OISスプレッド（3ヵ月）



(注1) CP-OISスプレッド=CP金利-OIS(Overnight Index Swap)。
 (注2) CP金利は事業法人発行のもの、2009年10月前後において、日本銀行のデータと証券保管振替機構のデータを接続している。
 (注3) ①は日本銀行が「量的緩和」を解除、②はリーマン・ショック、③は東日本大震災、④は日本銀行が「マイナス金利」政策の導入を決定。
 (出所) 日本銀行、証券保管振替機構、Bloombergより大和総研作成

図表3：社債スプレッド



(注) 残存3年以上7年未満の社債流通利回りの対国債スプレッド。格付けは格付投資情報センター(R&I)による。
 (出所) 日本証券業協会、財務省より大和総研作成

¹ 新型コロナ後の日本銀行の政策対応については、長内智（2020）「[新型コロナ後の政府・日銀の企業金融支援策と企業の資金繰りの注目点](#)」大和総研レポート（2020年7月14日）を参照。

そうしたなか、日本銀行は4月27日に追加の金融緩和策を発表し、その1つの手段として「CP・社債等の買入れ」のさらなる増額を決定した。この政策効果もあり、その後、CP発行レートと社債利回りは低下し、CP-OISスプレッドと社債スプレッドの縮小につながった。

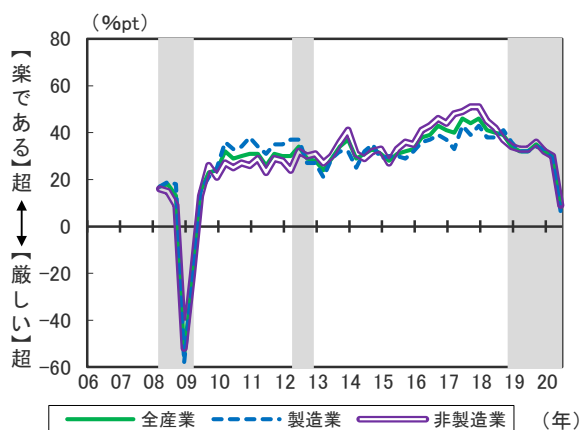
新型コロナ禍における国内の企業活動の低下幅は、リーマン・ショック後の世界金融危機時以来の大きさであり、とりわけ非製造業は当時よりも大幅に悪化した（前掲図表1）。しかし、CP-OISスプレッドと社債スプレッドで見る今回のCP・社債市場の動揺は、パニック的な状況に陥った世界金融危機時とは様相が異なり、全体的に抑制されている。

このような状況については、企業マインドを示す代表的なビジネスサーベイである日銀短観（全国企業短期経済観測調査）からも読み取ることができる。大企業の「CPの発行環境判断DI（最近）」は、2008年末以降の世界金融危機を受けて、製造業と非製造業のいずれも2008年12月調査で急激に悪化してマイナス圏（「厳しい」と回答する企業が過半の状況）にまで落ち込んだ（図表4）。これは、リーマン・ショック後に、機関投資家がCP・社債の購入を控えたり、売り急いだりして同市場の機能が急低下し、流動性危機のような状況に陥ったことによる。

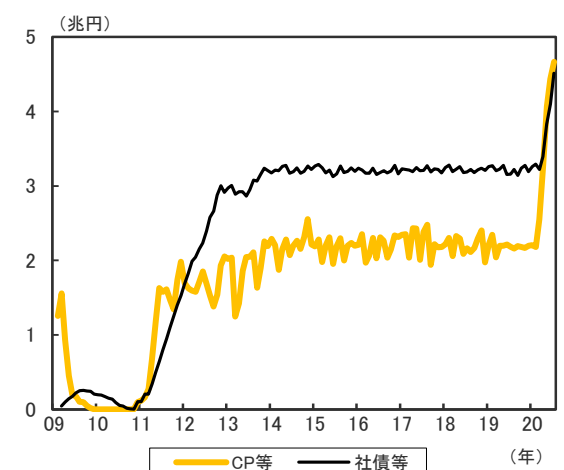
なお、2008年当時の日本銀行には現在の「CP・社債等買入れ」のような政策手段がなかった点には留意したい。日本銀行は、世界金融危機に伴うCP・社債市場の大混乱を受けて、企業の信用リスクの影響を受けるCPと社債を買い入れるという当時としては非常に大胆な政策手段を導入したのである。具体的に、CPの買入れは2009年1月に決定・開始され、社債の買入れは同年2月に決定、翌3月に開始された。こうした一連の日本銀行による新たな政策手段の導入等を背景に、CP・社債の市場環境は改善に向かい、CPの発行環境判断DI（最近）は2009年3月調査以降、上昇傾向となった。

今回の新型コロナの影響により、CPの発行環境判断DI（最近）は、2020年6月調査で大きく低下したが、2008年末以降の世界金融危機時とは異なり、製造業と非製造業のいずれもプラス圏を維持した。日本銀行が2020年3月と4月に「CP・社債等買入れ」の増額を相次いで決定し、実際に買入れ額を大幅に増やしたことがプラスに寄与したと考えられる（図表5）。

図表4：大企業のCPの発行環境判断DI
（発行企業ベース、最近）



図表5：日本銀行の保有するCP・社債等の残高



CP・社債の発行市場の機能は全体的に維持

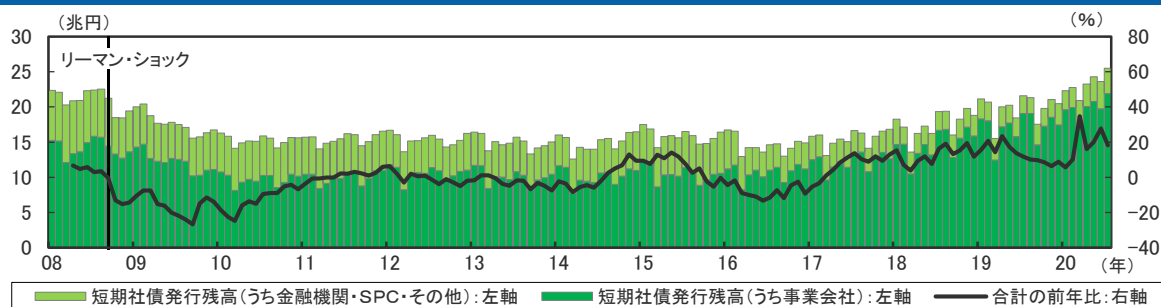
新型コロナ禍におけるCP・社債の発行状況を確認したのが図表6～7である。証券保管振替機構による短期社債（電子CP）の残高は、近年、日本銀行のマイナス金利政策を主因とする超低金利環境の下、国内景気の緩やかな回復に伴う事業法人の「前向き」な短期資金需要の高まりを追い風に増加傾向が続いていた（図表6）。こうした環境下で想定外の新型コロナ危機に直面した企業は一転して「危機対応」の資金確保に動き、CPの残高は大幅な増加を示した。その主体別内訳としては、事業会社（除く電力・ガス、その他金融）とその他金融の増加傾向が目立つ。

社債の発行額は、公募債については今のところ大きく目立った動きが観察されない一方、非公募発行が2020年4月に急増した点が注目される。非公募債は発行手続きが公募債に比べて簡素に済むことから、新型コロナの影響で企業業績が急激に悪化するなか、手元資金をより迅速に確保するための手段として活用された可能性がある²。

2008年のリーマン・ショック直後を確認すると、金融市場の急激な悪化を受けて、CPの残高と社債の発行額は急激に減少した。2009年に入ると、日本銀行のCPと社債の買入れ政策や金融不安の緩和などにより、社債発行による資金調達に増加の動きが見られた。一方、CP市場の発行環境は厳しい状況が続き、CPの残高はしばらく減少傾向が続いた。

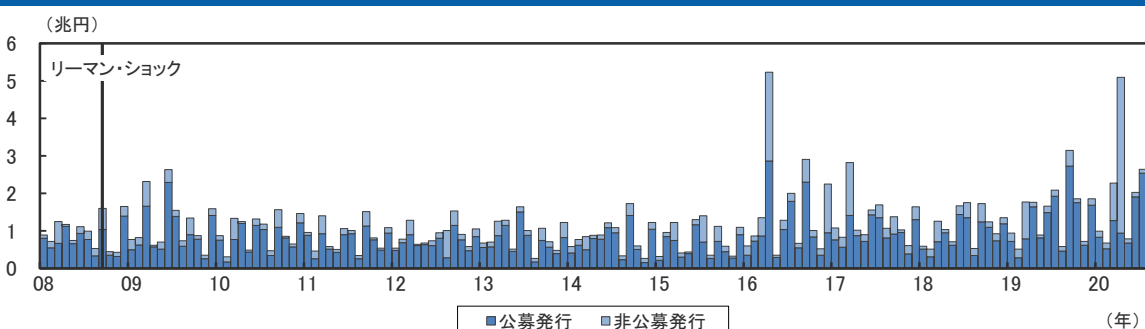
当時との違いとして、今回は日本銀行がすでに有していた「CP・社債等買入れ」の増額というカードを早期に打ち出したことに加え、資金の供給側である銀行や生保など機関投資家の財務健全性の高さが挙げられ、それらがCP・社債市場の安定化に作用したと考えられる。

図表6：短期社債（電子CP）の残高



(注)この統計では、「事業会社」に「その他金融(リース会社、カード会社、消費者金融、証券金融等)」を含む。
(出所)証券保管振替機構より大和総研作成

図表7：社債の発行額



(出所)証券保管振替機構より大和総研作成

² 坂口純也（2020）「[データで見るコロナ禍での企業の資金調達動向](#)」大和総研レポート（2020年5月27日）も参照されたい。

資金の供給側・需要側から見た今後の論点

ここでは、今後のCP・社債市場において注目すべき点を資金の供給側と需要側という2つの側面から取り上げる。

第一に、資金の供給側（機関投資家）にとって重要になるのが、いわばマクロとミクロのリスクという視点である。

現在の日本銀行の大規模な資産買入れ策を踏まえると、CP・社債市場全体（マクロ）は今後も総じて安定した状況を維持すると考えられる。もっとも新型コロナのさらなる感染拡大に伴う国内景気の一段の悪化やグローバル金融市場の動揺を受けて、CPや社債を含むクレジット資産価格全体が下落する可能性もあろう。しかし、現在のCP・社債市場の需給面において、日本銀行が、いわば市場の「クジラ」のような存在になっており、その大規模な買入れ策が続く限り、市場が大きく混乱するような状況は生じにくいというのが基本シナリオとなる。

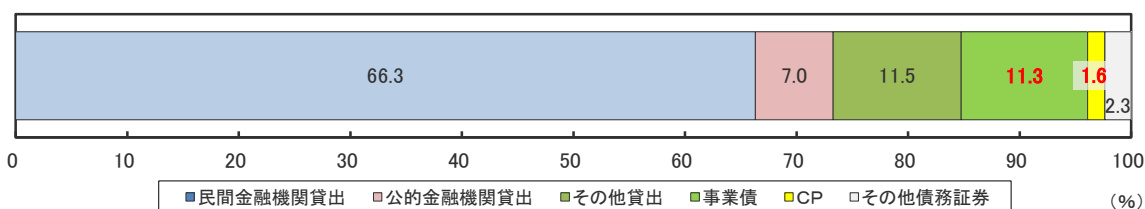
他方、新型コロナの影響が長期化するなかで、企業の今後の事業環境や資金繰りは、業種や企業によって明暗が分かるとみられ、個社（ミクロ）のリスクについては、一層慎重に見極めていくことが重要となろう。すでにIMF（国際通貨基金）が、米国で企業倒産と社債のデフォルト（債務不履行）が増加していることを指摘しているが、このことは日本にとって決して対岸の火事ではない³。

第二に、資金の需要側（企業）の視点に立てば、事業環境が一段と悪化するシナリオを想定した上で、日本銀行の「CP・社債等買入れ」の効果が出ている間に、社債市場で必要な資金をしっかりと確保しておくことが重要な財務戦略の1つとなり得る。

新型コロナ禍では、CPによる短期の資金調達が増えている一方で、社債による相対的に中長期の資金調達については、必ずしも明確に増加していない。この背景の1つとしては、新型コロナに伴う事業環境の最悪期が2020年4－6月期となり、その後徐々に回復に向かうという前提の下で、企業が短期資金の確保を優先していることが考えられる。ただし、新型コロナの影響が長期化するなか、企業は、リーマン・ショックの翌2009年のように社債発行による資金調達を増やすというシナリオを検討しておく必要もあるだろう。

他方、日本企業の負債のうち「貸出+債務証券」に占めるCPと社債（事業債）の比率は低い（図表8）。このような負債構造を勘案すると、企業の資金調達という点では、金融機関からの借入がより重要であると考えられる。

図表8：日本企業（非民間金融法人企業）の「貸出+債務証券」の構成比（2020年3月末）



（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

³ IMF (2020) “G-20 Surveillance Note, Group of Twenty Finance Ministers and Central Bank Governors’ Meetings”, (July 18, 2020) を参照されたい。

2.2. 需要急減下での企業の借入環境と過去最大規模の公的支援策

危機時は企業金融支援策による金融不安の回避が重要課題

日本企業の資金調達構造には、欧米諸国に比べて金融機関からの借入（間接金融）依存度が高いという傾向が存在する。この傾向は、CPや社債を資本市場（直接金融）で発行することが難しい規模の小さな企業においてより顕著である。こうした構図の下、景気悪化により企業の経営状況が深刻化した際に金融機関からの借入による資金供給が途絶えることとなれば、倒産や廃業に追い込まれる企業が増加することになる。

いわゆる「平時」の場合は、企業の倒産と廃業が一定程度増加したとしても、企業の新規開業や合併・買収等に伴い、企業の「新陳代謝」がスムーズに進むのであれば、一国全体として生産性が向上するというプラスの側面もある。しかし、「危機時」に倒産と廃業の増加に歯止めがかからず、連鎖倒産や失業の急増などを招くことになれば、日本経済を一層悪化させるとともに金融不安に発展する可能性もある。そうした事態を防ぐために、危機時には、政府や日本銀行を中心とする企業金融支援策が重要な役割を担う。

ここで、新型コロナ後の金融機関借入に関する支援策を整理したのが図表9である。具体的な支援策は、借入に直接関係するものと、公的な信用保証をつけることにより企業が融資を受けやすくなるという間接的な支援策に大きく分けられる。また、新型コロナの影響で急激に悪化した企業の財務状況を改善させるためには、長期の資本性資金の供給が重要な課題となっており、そのうち金融機関からの借入については「資本性劣後ローン」が該当する⁴。

今回の支援策の規模に関しては、政府の2020年度一般会計予算（補正予算を含む）における企業金融支援策の予算措置や日本銀行の新型コロナ対応策の実施状況を踏まえると、過去最大規模の公的支援策が打ち出されたと評価できる（前掲の長内（2020）を参照）。

図表9：新型コロナ後の金融機関借入に関する支援策

分類	機関	主な金融支援内容
借入関連	日本政策金融公庫	<ul style="list-style-type: none"> ■新型コロナウイルス感染症特別貸付 ■マル経融資（小規模事業者経営改善資金）（拡充） ■生活衛生改善貸付（拡充）
	商工組合中央金庫	<ul style="list-style-type: none"> ■新型コロナウイルス感染症特別貸付 ■危機対応業務による中堅・大企業向け資金繰り支援（うち資本性劣後ローン）
	日本銀行	<ul style="list-style-type: none"> ■「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」（新たな資金供給手段を含む） ■CP・社債等買入れ（増額）
	自治体	<ul style="list-style-type: none"> ■新型コロナウイルス感染症対応緊急融資
	民間金融機関	<ul style="list-style-type: none"> ■実質無担保・無利子融資（都道府県の制度融資を活用） ■資本性劣後ローン
	日本政策投資銀行（DBJ）	<ul style="list-style-type: none"> ■資本性劣後ローン
保証他	信用保証協会	<ul style="list-style-type: none"> ■セーフティネット保証4号・セーフティネット保証5号・危機関連保証
	国・自治体	<ul style="list-style-type: none"> ■利子補給（実質無利子化）、信用保証料補助

（注）複数の分類方法が考えられる点には留意が必要。

（出所）各種資料より大和総研作成

⁴ 大和総研（2020）『『新常態』への適応を目指す事業会社に対し高まる公的機関の資本性資金の供給～過去事例は政府系機関がリスクマネーを供給する重要性を示唆』金融調査部金融調査課チーム、大和総研レポート（2020年7月30日）も参照されたい。

金融機関の貸出態度はリーマン・ショック後と様相が異なる

企業の借入環境について法人向け貸出金（前年比）の推移を確認すると、2020年4月以降、大企業・中堅企業と中小企業向けのいずれも明確に増加したことが分かる（図表10）。これは主に、緊急事態宣言以降に売上高が急減して深刻な経営状況に陥った企業が、金融機関からの借入を増やして事業資金を確保する動きを強めたことによるものだと考えられる。

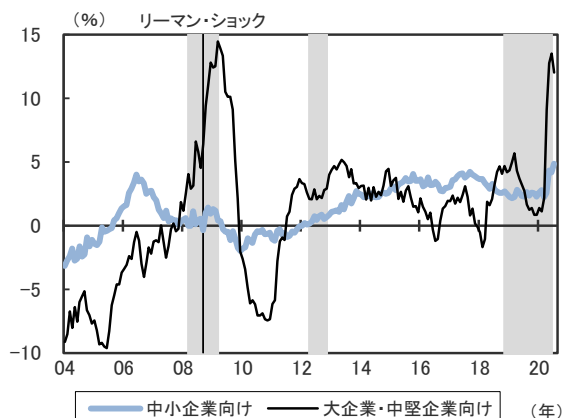
こうした状況は、日本銀行が公表している「主要銀行貸出動向アンケート調査」の2020年4月と7月の結果からも確認できる。具体的には、①企業全体の資金需要を「増加」あるいは「やや増加」と回答する金融機関が2020年1月調査から大幅に増加していること、②それら金融機関の主な回答理由として「資金繰りの悪化」と「手許資金の積み増し」を挙げていることが重要なポイントとなる。

リーマン・ショック後の世界金融危機時は、前述したように資本市場が大きく混乱し、CP・社債による資金調達が困難になったこともあり、企業は金融機関からの借入へのシフトを進め、法人向け貸出金が大きく増加した。今回は、資本市場が比較的安定しているなかでも法人向け貸出金が増加している。この背景としては、日本企業の金融機関からの借入依存度の高さや、政府と日本銀行による金融機関借入に関する大規模な企業金融支援策の効果に加え、金融機関独自の企業支援の取組みが挙げられる。

大規模な政策の効果については、日銀短観の2020年6月調査結果からもうかがうことができる。企業側から見た金融機関の貸出態度を示す「金融機関の貸出態度判断D I」（最近）の推移を規模別に見ると、大企業のD Iは6月調査で大きく低下したものの、リーマン・ショック後とは異なり、明確なプラス圏（「緩い」と回答する企業が過半の状態）にある（図表11）。さらに、中小企業については僅かながらも上昇した。新型コロナ禍において中小企業のD Iが改善するというのは、かなり意外な結果だといえよう。

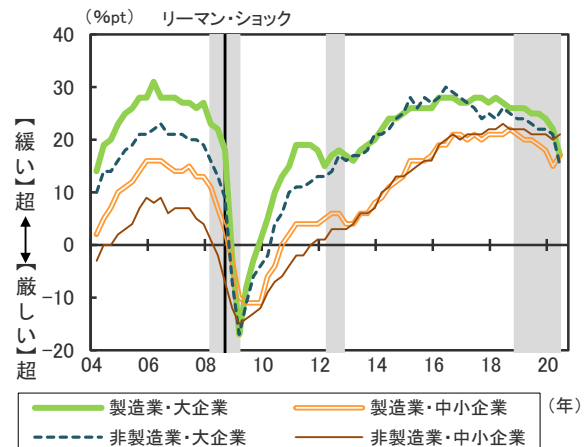
これらの結果についても、各種企業金融支援策の効果が出ていると考えられるほか、金融機関の健全な財務体質もプラスに影響していると考えられる。

図表10：銀行貸出の推移（前年同期比）



(注1) 貸出金は国内銀行の銀行ベースで末残。大企業・中堅企業向けは、全体から中小企業を差し引いたもの。シャドーは、景気後退期。直近の景気後退期は暫定。
 (注2) 中小企業の一部の定義が2009年6月に修正されており、その前後については幅を持つ必要がある。
 (出所) 日本銀行「預金・現金・貸出金」より大和総研作成

図表11：金融機関の貸出態度判断D I（最近）



(注) 金融機関の貸出態度判断D Iは、「緩い」と回答した比率から「厳しい」と回答した比率を引いたもの。シャドーは、景気後退期。直近の景気後退期は暫定。
 (出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「景気基準日付」より大和総研作成

企業は「融資枠」と「保証」を積極的に活用

危機時の企業の金融機関からの借入に関しては、①コミットメントライン（融資枠）、②信用保証、の動向も重要なポイントである。

コミットメントラインとは、大手企業が銀行に手数料を払い、あらかじめ設定した期間・限度額の範囲内で資金を借りられるようにしておく契約のことであり、これによって企業は機動的に資金調達を行うことができる。企業にとって、コミットメントラインは資金調達における流動性リスクへの有効な対応策の1つとなる。

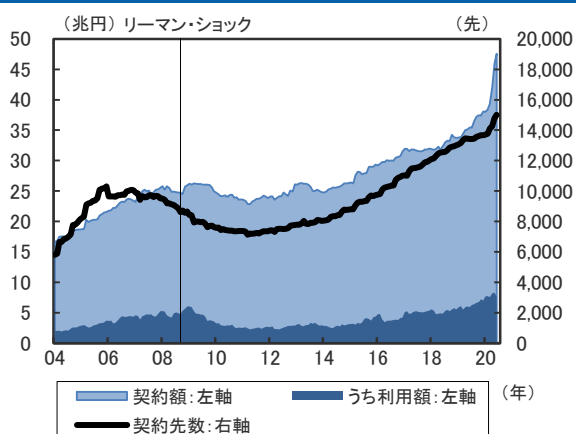
新型コロナ禍で企業の事業環境が急激に悪化して先行き不透明感が強まるなか、コミットメントラインの契約額と契約先数、利用額はいずれも大幅に増加し、統計が公表されている2001年以降で過去最高を更新した（図表12）。2008年のリーマン・ショック局面の動向を確認すると、当時もコミットメントラインの契約額と利用額が大きく増加し、過去最高（当時）を更新した一方、契約先数は減少傾向であった。この背景の1つとしては、銀行が企業を選別して契約先数を絞り込んでいた可能性を指摘できる。

また、リーマン・ショック局面と比べ、今回は、実際の利用額より契約額の方が大きく増加している点も注目される。これは、新型コロナの影響の先行きが見通しにくい状況のなか、企業が不測の事態に備えるために契約締結をより優先して進め、銀行もそれに十分応じていることによるものだと考えられる。過去の事例を踏まえると、今後、銀行が企業の信用リスク等を考慮し、企業との契約を選別する動きを見せるのかが1つの焦点となろう。

信用保証協会による保証承諾額と代位弁済額の推移を確認すると、新型コロナ後の企業金融支援策を背景に保証承諾額が急増し、2020年6月の金額は、2008年のリーマン・ショック局面を大幅に上回り、1998年の金融危機時を僅かながらも超過した（図表13）。

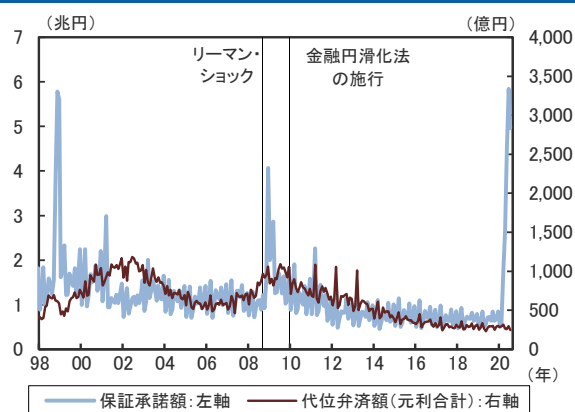
このことは、今回の非常に大規模な支援策が実際に活用されていることを示すと同時に、今後、企業が倒産に追い込まれる場合、代位弁済額が大幅に増加する可能性も併せもつ。過去の2つの危機時を見ると、資金繰り対策を受けて保証承諾額が急増（＝政策効果で資金調達環境が緩和）した局面は、代位弁済額が短期的に減少したものの、その後、経営状況の改善が進まない企業を中心に倒産が増加して代位弁済額も増加した。

図表12：コミットメントラインの動向



(出所) 日本銀行「コミットメントラインの動向」より大和総研作成

図表13：信用保証の動向



(出所) 全国信用保証協会連合会より大和総研作成

リーマン・ショック後の局面においては、企業倒産件数が高水準で推移するなか、中小企業の資金繰りを支援する「中小企業金融円滑化法（中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律）」（以下、金融円滑化法）が2009年12月に施行された。金融円滑化法とは、金融機関に対して、中小企業等から申し出があった場合に貸付条件を変更する努力義務を課すことにより、企業の資金繰りを支援するものである。この金融円滑化法施行の効果や景気回復などを背景に、2010年以降、保証承諾額は減少傾向へと転じた。

現在のところ、代位弁済額の水準は過去と比べてかなり低い。しかし、今後、新型コロナの影響の長期化で経営状況が一層厳しくなる企業が増えてくると見込まれるなか、企業倒産件数が増え、代位弁済額も大きく増加する可能性がある。政策当局は、こうしたシナリオを想定しつつ、企業金融支援策の「期間の延期」などを柔軟に検討することが重要な課題となろう。

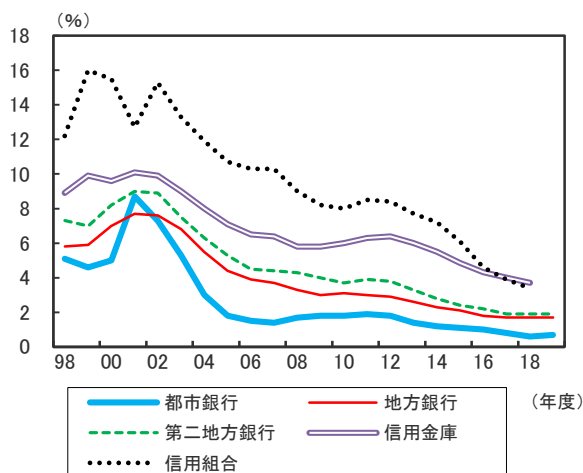
健全な財務基盤の維持が銀行側の焦点

企業に資金を供給する側の銀行については、財務基盤の健全性が今後も維持されるのかという点が重要なポイントになる。もし、銀行の財務状況が大幅に悪化する事態となれば、銀行は融資の選別姿勢を強め、企業の借入環境は厳しさを増すこととなる。

ここで金融機関の業態別不良債権比率の推移を確認すると、同比率は2012年度から2017年度にかけて、国内景気が緩やかな回復を続け、企業の事業環境が改善するなかで全体的に低下した（図表14）。その後は、リーマン・ショック局面より低い水準で横ばい圏の推移となっている。しかし、新型コロナの影響の長期化によって銀行融資の「不良債権化」が進み、それが銀行の貸出態度と企業の借入環境の悪化につながるおそれがある点には引き続き注意が必要だ。

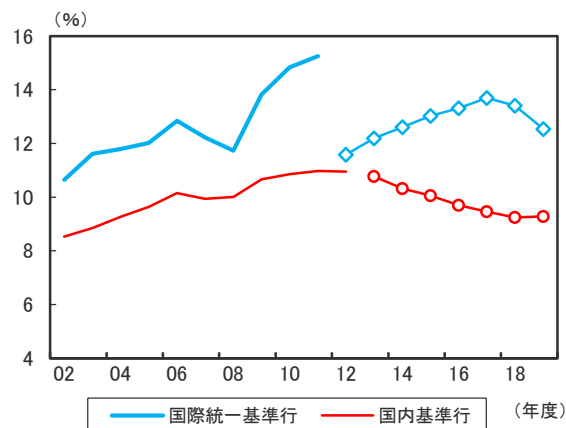
銀行全体の自己資本比率については、現在、国際統一基準行（普通株式等Tier1比率）と国内基準行（コア資本比率）のいずれも国際金融規制の「バーゼルⅢ」が定める最低所要水準を大幅に上回っているものの、近年、低下の動きが見られている（図表15）。

図表14：金融機関の不良債権比率の推移



(注) 2018年度までは年度末値。直近は2019年9月末値。
(出所) 金融庁より大和総研作成

図表15：銀行の自己資本比率



(注1) 都市銀行、地方銀行、第二地方銀行の年度末値の単純平均。単体ベース。

(注2) 国際統一基準行と国内基準行の分類は各時点。

(注3) 国際基準行は2012年度から普通株式等Tier1比率。

(注4) 国内基準行は2013年度からコア資本比率。

(出所) 全国銀行協会、QUICKより大和総研作成

現在とデータの基準が異なっている点に注意した上でリーマン・ショック前後の推移を振り返ると、当時、銀行は金融危機の影響等で自己資本比率に低下圧力がかかるなか、自己資本比率を維持するために融資の回収や選別（貸し渋り）の動きを強めた。さらに 2009 年以降、銀行は、財務基盤の強化と自己資本比率に関する国際金融規制の見直しへの対応に加え、公的資金の注入回避も念頭に公募増資を実施し、自己資本比率を高めたのである。このような過去の事例を踏まえると、リスクシナリオの 1 つとして、銀行が不良債権の増加等に伴う自己資本比率低下への防衛策の一環で貸出を絞るような事態を想定しておく必要がある。

今後の企業の借入環境に関する 3 つの注目点

今後の主な注目点として以下の 3 点が挙げられる。第一に、新型コロナの影響が長期化するなか、売上高の低迷が続く企業においては、金融機関からの借入によって資金をいったん確保できたとしても、それは一時しのぎに過ぎない可能性があるという点だ。現在のところ、政府と日本銀行の大規模な企業金融支援策を背景に、リーマン・ショック後ほど金融機関の貸出態度は厳しくなっておらず、銀行貸出も大きく増加している。しかし、新型コロナの影響が長引いている企業に関しては、借入環境が今後着実に厳しさを増していくと見込まれ、年末越えの資金繰りに支障が出るリスクもある。こうしたなか、企業は、より長期の「資本性資金」を活用して財務基盤を改善させることに加え、新型コロナ後の「新しい生活様式」に適合した事業内容への転換や事業売却等を進めることも検討課題となろう。

第二に、資金の供給側である金融機関に関しては、融資先企業の経営悪化や倒産に伴い、信用コストや不良債権が増加して財務の健全性が悪化するリスクがある。実際に財務悪化リスクが顕在化した金融機関は、自己資本比率の低下等を防ぐために貸出の選別を行わざるを得なくなり、そうした動きが広がれば金融仲介機能の低下にもつながる。この問題への対応としては、2020 年 6 月に成立した改正金融機能強化法により新型コロナ禍で利用しやすくなった公的資金やリーマン・ショック後のような公募増資を活用するという選択肢が考えられる⁵。各金融機関は、既存の株主をはじめとする多様なステークホルダー（利害関係者）への影響を十分考慮した上で、それらも必要に応じて検討すべきだと考える。

第三に、新型コロナ危機の本質的な問題として、政府と民間が一丸となって経済活動の回復を図らなければ、新型コロナ禍の企業の借入を巡る問題は抜本的に解決しないということである。今回の新型コロナ危機の大きな特徴として「供給ショック」（サービス提供や生産の停止・自粛）と「需要ショック」（人の移動や人との接触・近接を伴うサービスの需要急減）の併発が挙げられる。その負の影響は、売上高（需要）の低迷が続く企業を中心に残存し、倒産に追い込まれる企業が増えていく可能性もある。こうした事態を避けるためには、国全体で新型コロナの感染防止に努めるとともに、政府は的を絞った有効な需要喚起策を実施し、民間は過度な節約志向を控えて経済活動をしっかり動かしていくという姿勢が重要となる。

⁵ 坂口純也（2020）「[改正金融機能強化法のコロナ特例措置がもたらす功罪～広がる入口と狭まる出口](#)」、大和総研レポート（2020 年 7 月 30 日）も参照されたい。

2.3. 公募増資による資本増強の動きは顕在化せず

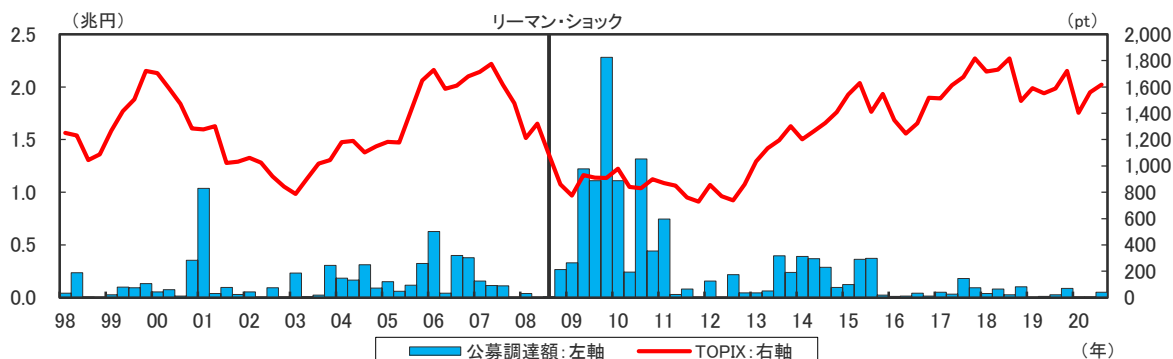
リーマン・ショック後は公募増資が資本市場の注目テーマ

金融危機時の資本市場における資金調達に関しては、公募増資の動向も重要な注目点となる。過去を振り返ると、例えば、リーマン・ショック後の2009年に公募増資が大幅に増加し、翌2010年も高水準となった（図表16）。

当時は、世界金融危機の影響で毀損した財務基盤の強化を主な目的として、金融機関と企業がともに公募増資を活発化させたのである。2009年と2010年の公募増資を主な業種別に示したのが図表17である。大型の公募増資を相次いで実施した「銀行業」が他業種を大きく上回っており、その後に「証券・商品先物取引業」「電気機器」「鉱業」「電気・ガス業」が続く。「銀行業」は、国際金融規制に対応するために自己資本比率の改善を迫られたこともあり、2009年と2010年のいずれの年も巨額の公募増資を行った。

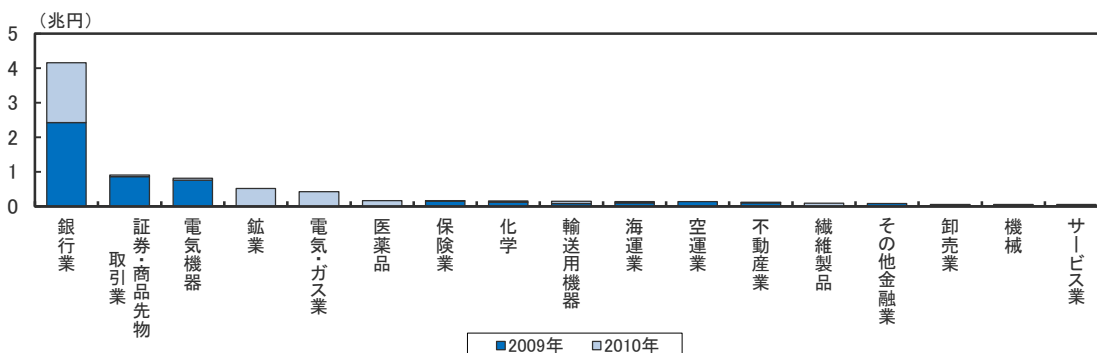
なお企業に関しては、その全てが財務改善のためだけに増資を行ったわけではない。例えば、国内外で設備投資を実施して事業拡大を図るためや将来的なM&A（合併・買収）を見据えた財務戦略として、企業が公募増資による資金調達を行ったケースもある。もっともこうした企業は一部にとどまったとみられ、個別の公募増資の内容を評価する際には、その資金用途をしっかりと確認することが重要となる。

図表16：TOPIXと公募増資の推移（四半期）



(注)TOPIXは、四半期末値、直近のみ8月末値(2020年)。公募調達額は、新規公開を除くベース、直近は2020年7月。①2002年12月まで、②2003年1月～2007年3月、③2007年4月以降、において公募調達額の集計の取扱いが異なっている点に留意が必要。
(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17：公募増資の業種別内訳（2009年と2010年）



(注)2009～2010年の合計が500億円未満の業種は表示していない。
(出所)アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

他方、今回の新型コロナ危機において、これまでのところ公募増資を通じた資金調達の変動に目立った変化は見られない。銀行に関しては、総じて国際金融規制の定める自己資本比率の所要水準を大きく上回っており、財務の健全性が急激に悪化するような状況でもない。企業は、全体としてみると、現在もCP・社債や金融機関からの借入によって必要な資金を調達できる環境にある。さらに、リーマン・ショック以降、債務の削減や現預金の増加によって財務基盤の強化を進め、危機に対する耐性が高まっている企業も多い。2009～2010年のように公募増資に踏み切る企業が少ない背景には、こうした事情が影響しているとみられる。

新型コロナ禍における「エクイティ・ストーリー」が鍵

それでは、今後の公募増資を通じた資金調達については、どのように展望すればよいのだろうか。その主なポイントとして、ここでは以下の4点を指摘したい。

第一に、株価指数が暴落したリーマン・ショック局面とは異なり、新型コロナ後の株価は短期間で反発し、これまで総じて堅調に推移していることから、その点において企業は公募増資により希望する額の資金を調達しやすい環境にあるといえる。すでに海外では、株高という良好な市場環境を活かして公募増資を行う企業が見られており、日本企業でも同様の動きが出てくるという見方が少なくない。新型コロナの影響が長期化するなかで「業績低迷」と「株高」の共存という通常とは異なる環境が今後も続く場合、企業の資金調達手段の1つとして、公募増資の実施を見込む向きは今後も根強く残ると考えられる。

第二に、企業の大規模な公募増資は、1株当たりの価値の低下（株式の希薄化）や株式数の増加に伴う株式需給の悪化などにより、株価を下落させる要因となり得る。実際、リーマン・ショック以降の大規模な増資については、株式の希薄化等により既存株主の利益を損ない、株価下落要因にもなったという指摘があった⁶。さらに、大規模な公募増資を実施する企業が相次ぐことになれば、株式市場全体の需給バランスが軟化し、株価指数に対してマイナスに作用する面もある。

第三に、企業が公募増資を行う場合には、その資金使途の開示だけでなく、今後の利益拡大につながる「エクイティ・ストーリー」を示すことが重要となる。公募増資により株式の希薄化が起こっても株主の期待以上の利益を将来的に生み出すという展望を描くことができれば、株価への負の影響は限定的なものになり、むしろ株価上昇要因となり得る。

第四に、新型コロナの影響の長期化が見込まれるなか、今後の公募増資は、①「新しい生活様式」の下での事業拡大・生産性向上（能動的）、②資金繰り対策・財務基盤強化（受動的）、という2つの視点で評価することが重要になるとみている。もし後者の公募増資の規模が非常に大きくなる場合、市場関係者や株主は、リーマン・ショック後に見られたような株式の希薄化に伴う株価の下落というシナリオも十分想定しておく必要があるだろう。

⁶ 例えば、日本証券業協会（2014）「我が国経済の活性化と公募増資等の一層の機能強化に向けた取組みの状況と今後の対応」（2014年6月17日）における議論を参照されたい。

3. 今後も注視すべき2つのリスクの芽

新型コロナ危機が企業の資金調達環境に及ぼした影響は、政府と日本銀行による過去最大規模の企業金融支援策の効果もあり、今のところ企業全体としてみると過去の金融危機ほど深刻なものとなっていない。しかし、新型コロナの影響が長期化するなかで、政策効果が一通り行き渡り、徐々に剥落することになれば、こうした状況も一変する可能性がある。そこで最後に、今後のリスク要因として、企業倒産の急増と住宅・不動産価格の低下という問題を取り上げる。

3.1. 企業の倒産件数や信用リスクは危機的な様相を見せず

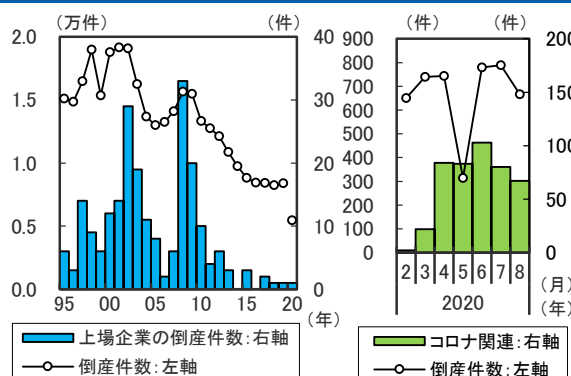
前例のない国内需要の急収縮をもたらした新型コロナ危機は、企業倒産の急増を招き、日本経済を一層悪化させるとともに金融不安に発展する可能性もある。ただし、2020年1～7月の倒産件数は過去の危機時に比べて少なく、上場企業の倒産は1件（アパレルメーカー）のみとなっている（図表18左）。また、新型コロナ関連の倒産件数は、2020年4月に大きく増えたが、それ以降は、振れを伴いつつ横ばい圏の動きとなっている（図表18右）。

国内主要企業の信用リスクを示す指標の1つであるCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）スプレッドを確認すると、2020年3月下旬に大幅な上昇（＝リスク大）を示したものの、4月以降は、低下して落ち着いた状況にある（図表19）。3月の上昇についても、リーマン・ショック後の世界金融危機時と比べると、その上昇幅は限定的なものであった。

このように、一見すると企業倒産の急増というリスクについては、まだ過度に懸念するような状況にないと評価できる。しかし、この背後に、政府と日本銀行の企業金融支援策という、いわば「カンフル剤」の効果があることを考慮しなければならない。この政策効果は、今後徐々に剥落することになり、新型コロナの影響が長引いている企業を中心に、企業の資金繰りが一層厳しさを増していくと見込まれる点には引き続き注意したい。

さらに近年、中小企業において、事業主の高齢化が進むなかで事業継承難に伴う廃業増加という問題が深刻化しており、企業の休廃業・解散件数は倒産件数を大幅に上回って推移している。こうしたなか、新型コロナの影響により、今後意図せざる休廃業・解散が増加し、とりわけ地方の雇用環境や経済活動を悪化させるリスクについても留意すべきであろう。

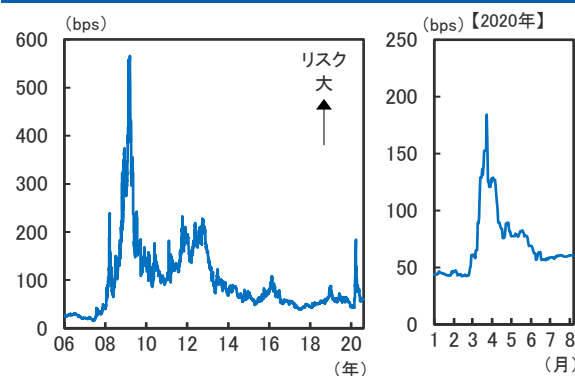
図表18：倒産件数の推移



(注)左図の2020年は1～8月の合計。

(出所)東京商工リサーチ「倒産月報」、同ウェブサイトより大和総研作成

図表19：CDSスプレッド



(注)日本企業を対象としたCDSスプレッド(Markit iTraxx Japan)。

(出所)Refinitivより大和総研作成

3.2. 住宅・不動産価格の下落というテールリスク

過去の金融・経済危機に見られた特徴の1つとして、住宅・不動産や株価などの資産価格の下落が景気悪化と信用収縮と相まって、金融と実体経済が「負のスパイラル」に陥ったことを挙げられる。日本の1990年代初めの不動産バブル崩壊とその後の長期停滞局面においては、地価の大幅かつ長期的な下落が日本経済の大きな重石となった（図表20）。また、2008年のリーマン・ショックの際は、米国住宅価格の下落を背景とする信用度の低い顧客向け住宅ローンの不良債権化など、いわゆる「サブプライムローン問題」が金融危機の引き金になった。

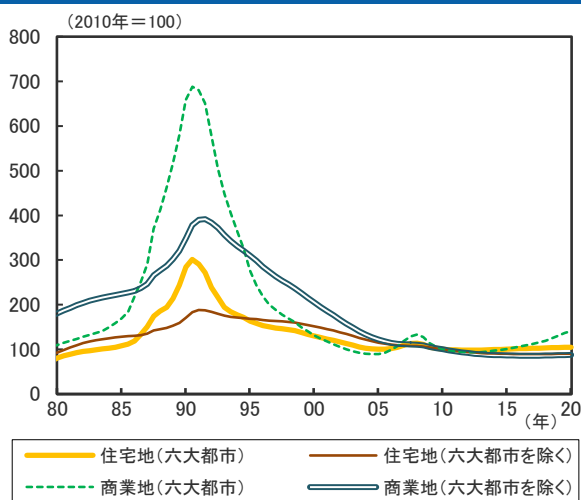
今後のテールリスク（発生する可能性は非常に低いが、発生した場合の影響が甚大となるリスク）として、新型コロナ危機による国内需要の急激な悪化が住宅・不動産価格の下落をもたらし、金融危機の引き金になる可能性が1つの論点となる。近年、主要国では、物価上昇分を調整した実質住宅価格指数が上昇傾向にあり、IMF（国際通貨基金）が集計する世界の実質住宅価格指数は、リーマン・ショック発生前の水準を上回っている（図表21）。

これまでのところ、住宅価格については、新型コロナ危機後の各国政府や中央銀行が打ち出した積極的な財政政策と金融緩和政策が下支え要因になっていることもあり、近年の上昇傾向が大きく反転するような状況とはなっていない。また、日本の実質住宅価格指数は、2006年頃に比べてさほど上昇しておらず、総じてみると過熱感は見られない。

他方、少し懸念されるのが、宿泊やオフィス関連の商業不動産価格である。新型コロナ後の旅行者と出張者の激減や在宅勤務の増加などに伴い、ホテルと旅館の客室や一部のオフィスの空室率が上昇しており、先行きの不確実性も高い。新型コロナの影響が依然として影を落としている商業用不動産については、今後、徐々に価格低下圧力が高まる可能性がある点には少し注視しておきたい。

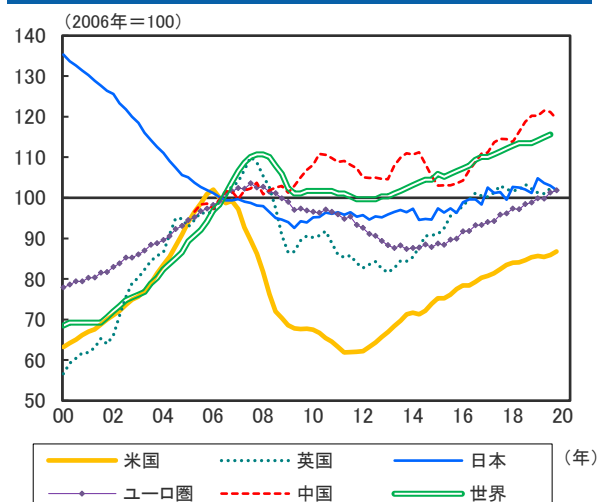
もっとも住宅・不動産価格が全体的に大きく低下するというシナリオは、現時点において、かなり悲観的であろう。ただ金融・経済危機の到来を知らせる、いわば「炭鉱のカナリア」として、今後も住宅・不動産価格の変化を点検していくことが重要だと考える。

図表20：全国市街地価格指数



（出所）一般社団法人日本不動産研究所より大和総研作成

図表21：主要国の実質住宅価格指数



（出所）BIS、IMF、Haver Analyticsより大和総研作成

4. おわりに

2020年に入ると、企業は、未曾有の新型コロナ危機に直面することとなった。各国政府が新型コロナの感染拡大を阻止するために打ち出した異例の外出・営業自粛措置や渡航制限により、多くの企業で売上高が急減し、資金繰りが急速に悪化した。

本稿では、新型コロナ禍での企業の資金調達環境について、①CP・社債（負債・直接金融）、②金融機関からの借入（負債・間接金融）、③公募増資（資本・直接金融）、という3つの側面から整理・検討してきた。総じてみると、今のところ政府と日本銀行が打ち出した過去最大規模の企業金融支援策などの効果により、企業の資金調達環境は過去の危機時に比べて安定した状況にある。企業倒産の急増と住宅・不動産価格の低下という2つのリスクの芽についても、まだ顕在化していない。

しかし、新型コロナの影響が長期化するなかで、いずれは政府と日本銀行の政策効果も一通り行き渡り、徐々に剥落することとなる。それに伴い、企業の資金調達環境が厳しさを増し、リスクの芽も膨らんでいくことが想定される。特に、新型コロナの影響が長引いている企業の倒産動向に警戒が必要であり、休業業・解散についても注視していく必要がある。

もっとも、ワクチンや治療薬の開発による有効な予防・治療法が確立すれば、新型コロナ危機を克服できるかもしれない。ただし、将来の新型感染症も意識した「新しい生活様式」の下で家計と企業の行動に制約がかかり、日本経済が新型コロナ前の水準に戻るには相当の時間を要すると見込まれるため、先行きの企業の事業環境についてはかなり慎重に考えておく方がよいだろう。

こうしたなか、迅速かつ適切な企業金融支援策の策定や企業の資金調達戦略などに資するべく、企業の資金繰りと資金調達環境の変化を引き続きしっかりと分析していくことが、官民ともに非常に重要な課題となっている。