

2021年2月1日 全12頁

四半期金融レポート 2021年1月号

- ①対外・対内証券投資はプラスを維持、②家計金融資産の動向を点検
③企業による攻めと守りの資本性資金の調達

金融調査部 研究員 中村文香
研究員 坂口純也
研究員 藤原翼
調査本部 渡辺泰正

[要約]

- 四半期金融レポートは、国内外の資金循環や金融面での構造的な変化の兆候を四半期ごとに点検することを目的としている。今回のレポートにおいては、以下の3つのテーマを取り上げる。
- **【国際金融：対外・対内証券投資はプラスを維持】** 2020年1月から11月の対外・対内証券投資は+17兆円の取得超、+8兆円の取得超と、コロナ禍においてもプラスを維持した。対内証券投資は海外投資家にとって魅力的な国庫短期証券が補正予算のために増発されたことが要因の一つとして考えられる。
- **【家計金融：預金の滞留とリスク性資産の時価回復】** 2020年9月末の家計金融資産残高は、現預金の増加やリスク性資産の時価の回復を背景に1,901兆円と過去最高を更新した。10月以降においても、個人の預金は前年比ベースで高い水準での推移となっている。また、個人投資家においては11月の米国大統領選挙が注目点となった。
- **【企業金融：活用進む、攻めと守りの資本性資金】** 2020年の企業の資金調達で特徴的な点に、劣後債・劣後ローンといった資本性資金の活用が多く見られたことがある。劣後債は、財務基盤の増強に加えて企業買収や設備投資といった攻めの資金使途が目立つ。対して劣後ローンは、コロナ禍による業況の悪化で毀損した財務基盤を補強することを目的とした守りの資金使途が多く見られた。

【国際金融: 対外・対内証券投資はプラスを維持】(中村・渡辺)

国内居住者による 2020 年 1 月から 11 月の対外証券投資は+17 兆円の取得¹超となった。証券の種類別では中長期債の取得が+19 兆円と最も多く、全体の取得超(+17 兆円)の主要因となっている。この他では、短期債(+1 兆円)は取得超だったが、株式・投資ファンド持分(▲3 兆円)は処分超となった(図表 1-1)。株式・投資ファンド持分は 7 月に約 5 兆円の処分超となった影響が大きかった。

中長期債投資について国・地域別に見ると、①米国向けの額が大きいこと、②オーストラリア向け投資は 4 月以降取得超が続いていることが読み取れる(図表 1-2)。米国中長期債に対する投資は、3 月に大幅な取得超となっている。中長期債投資を投資家部門別に見ると取得超に寄与したのは銀行(銀行勘定)だったため(図表 1-3)、米国中長期債の取得を主導したのも銀行部門であったと考えられる。背景として、新型コロナウイルスの感染が世界的に拡大し、3 月第 1 週に安全資産として米国債が買われる局面があったことが挙げられる。翌週以降は、世界的にドル資金需要の高まりから米国債を売る動きがあったが、日本からは前週の取得超幅を打ち消すほどの売りは出なかったとみられる。日本の銀行は、中央銀行間ドルスワップの存在もあり、相対的にドル資金の逼迫にはさらされなかったと考えられる。米国中長期債投資は 4-5 月に処分超に転じた。世界的に株価が上昇する中で、安全資産としての需要が後退したのだろう。

オーストラリア向けの中長期債投資が 4 月以降増加している背景としては、主要な先進国の長期金利が低下している中で、相対的に高い金利水準を維持していることが主因であると考えられる。また、オーストラリア中央銀行(RBA)の金融政策により、長短金利差が拡大していることも考えられる。RBA は 2020 年 3 月に、オーストラリア 3 年国債利回りをコントロールすることを決定した。日本銀行のイールドカーブ・コントロール(YCC)に類似した政策である。オーストラリアのイールドカーブは、YCC の導入以降、短期金利の低下によりスティープ化した(図表 1-4)。比較的低い金利で豪ドルを借り入れて、利回りの高い長期の債券に投資することで利益を得るため、投資家を惹きつけた可能性がある。豪ドルは 2020 年 3 月を底に、対米ドル、対ユーロで上昇し続けているため、為替の面から見ても、海外投資家にとって魅力的であったと考えられる。

海外居住者からの 2020 年 1 月から 11 月の対内証券投資は、+8 兆円の取得超となった。証券の種類別に見ると、短期債(+14 兆円)が最も多く、中長期債(+3 兆円)、株式・投資ファンド持分(▲9 兆円)であった(図表 1-5)。月別に見ると 2020 年 3 月に▲13 兆円と、現行統計開始以降最大の処分超となった。世界的に株式・債券市場が動揺する中、リスク資産を売却し、基軸通貨であるドルの現金など、より流動性の高い形態で資産を保有する需要が高まったと考えられる。4 月以降は、短期債を中心に資金が流入し、10 月には現行統計開始以降最大の取得超

¹ 対外証券投資の「取得」は、居住者による非居住者発行証券の取引によって居住者の資産が増加することを、「処分」は資産が減少することを意味する。例えば、非居住者発行証券の買入れは取得に、売却・償還は処分として計上される。対内証券投資は、非居住者による居住者発行証券の取引によって、居住者の負債が増加することを取得、負債が減少することを処分としている。

となった。

日本では第2次補正予算、第3次補正予算のため国債が増発されることとなったが、その中心は国庫短期証券であった。補正予算に伴う増発に合わせて海外の金融機関に買われたと考えられる。国内金融機関による国庫短期証券保有は、利回りの低下などを背景に減少しており、近年は担保やポートフォリオ戦略上必要最低限の保有にとどめられていた。そうした中、外資系金融機関等は国庫短期証券の保有残高を増やし、2019年には発行残高の約70%を海外部門が保有していた。後述するように、為替スワップによるドル投円転コストのマイナス幅が深くなっていることで、ドル建ての資産を持つ海外の金融機関等は、ドルを円に転換するだけでリターンが獲得できる。そのため、たとえ国庫短期証券自体の利回りが低くても、投資妙味があったと考えられる。さらに、国庫短期証券は、調達と運用の期間のミスマッチが起きにくいことも魅力の一つである。金融機関は、預金等の長期・安定的な手段で調達した資金以外に、短期金融市場からの調達などの手段で得た資金を用いている。短期金融市場で調達する資金は、数日から数カ月の期間での調達がほとんどであるため、運用資産の年限が長期化するほど、資金調達を繰り返さなくてはならないことになる。以上の要因から、海外の金融機関等にとって国庫短期証券は魅力的な投資先といえるだろう。

以下では対外・対内証券に影響を与える要因について考察する。日本は経常収支黒字国であり、海外へ資金が向かわなければ、円高圧力が高まるリスクが存在する。対外投資には直接投資もあるが、2020年9月末時点の残高は、対外直接投資が193兆円、対外証券投資が643兆円である（日本銀行「資金循環統計」）。現在のところ、対外投資の主要な方法は証券投資であるといえよう。対外証券投資残高を部門別に見ると、外貨準備を持つ一般政府が235兆円（残高合計の37%）と最も多く、保険・年金基金144兆円（残高合計の22%）、預金取扱機関111兆円（同17%）が続く（2020年9月末）。一方、2020年第1四半期から第3四半期のフローを絶対値として足し上げると²、預金取扱機関（14兆円）、一般政府（10兆円）、証券投資信託（5兆円）、保険・年金基金（4兆円）の順に多い。このことから、取引を頻繁に行っているのは預金取扱機関である可能性が示唆される。

国内の金融機関等がドル建て資金を積極的に調達しようとする結果、為替スワップによるドル投円転コストのマイナス幅が深くなり、ドル建ての資産を持つ海外の金融機関等から見ると、ドルを円に転換するだけでリターンが獲得できる（図表1-6）。転換した円を国債や国庫短期証券といった円建て資産に投資している可能性がある。裏を返すと、日本の投資家が国外への投資を手控えると、ドル需要が弱まり、ドル調達コストのプレミアムが縮小する。これは海外金融機関等が円転し、円建ての資産に投資した場合に得られるリターンが減ることと、手許の円が減少することを意味しているため、対内証券投資も減りうると考えられる。つまり、対外証券投資の減少／増加は、長期的には対内証券投資の減少／増加の一因となりうる³。

コロナ・ショック以降の対外・対内証券投資は上述のような動きは示していない。新型コロナ

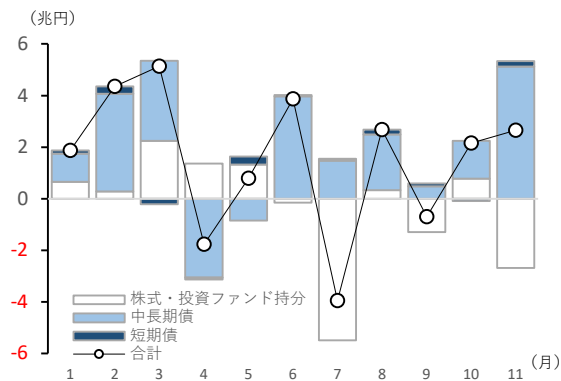
² 例えば、第1四半期から第3四半期のフローが、+3兆円、▲5兆円、+1兆円の場合、合計9兆円と表現する。

³ 国内の貯蓄・投資のバランスが変わらないこと、対外直接投資が大きく増減しないことが前提となる。

ウイルスの感染拡大を受け、ドル調達コストは3月に上昇したが、米国の利下げや日本銀行が迅速にドル供給を行ったことなどを背景に、4月以降縮小している。中央銀行の対応がなければ、ドル調達コストの上昇により、対外証券投資が手控えられ、対内証券投資も減少していた可能性がある。実際には、米国の利下げとプレミアムの抑制によりドル調達コストが低下したことで、対外証券投資は1月から11月を通じて見るとプラスになっている。対内証券投資に関しては、ドル投円転コストのマイナス幅が縮小したものの、海外金融機関等にとって魅力的な国庫短期証券が増発されたことなどを背景に流入超にとどまったと考えられる。

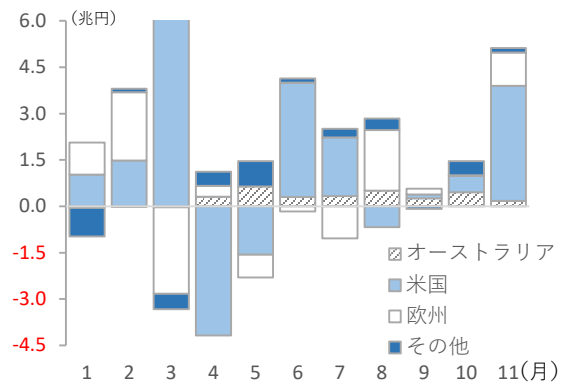
今後の対外・対内証券投資の動向は、短期的には新型コロナウイルスの感染状況や、一時的なドル調達コストの上下によって左右されると考えられる。一方、金融政策の転換は中長期的に投資行動に影響を与える。米国のFRBは金融政策枠組みの見直しの結果、平均物価ターゲットを導入し、金融緩和が長期化する見通しとなった。財政赤字拡大に伴う金利上昇圧力がある一方で、金融緩和の長期化による米国金利の低下は、中長期的には米国債投資の魅力を弱める可能性がある。また、欧州ではグリーン化の機運が高まっており、バイデン政権発足を契機に米国でもグリーン化が本格的に行われる可能性がある。欧米におけるグリーン化は投資行動の変化を伴うと考えられる。先進国の金融政策・政治動向の変化を引き続き注視する必要があるだろう。

図表 1-1 対外証券投資 証券の種類別



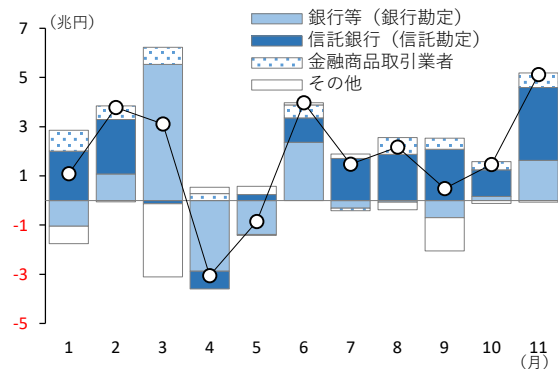
(注) 原系列。ネット。
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 1-2 地域別対外証券投資 (中長期債)



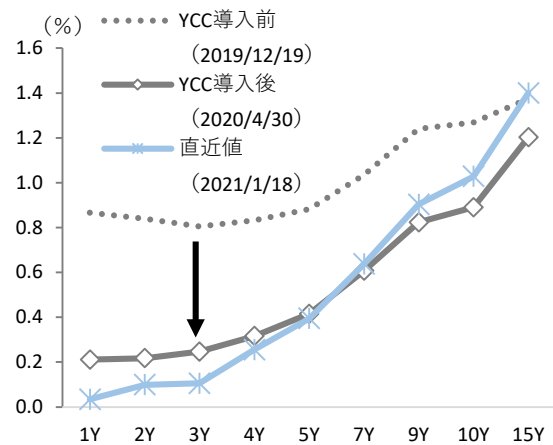
(注) 原系列。ネット。
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 1-3 投資家部門別対外証券投資 (中長期債)



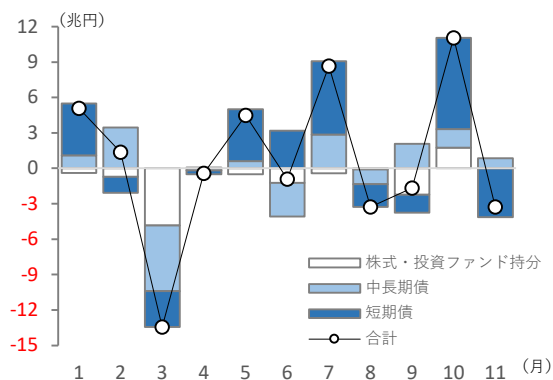
(注) 原系列。ネット。
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 1-4 オーストラリアのイールドカーブ



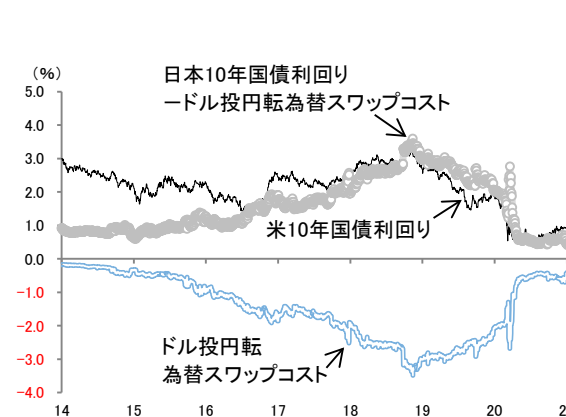
(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表 1-5 対内証券投資 証券の種類別



(注) 原系列。
(出所) 財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 1-6 ドル投円転コストの推移



(注) 為替スワップは3カ月物。
(出所) Bloomberg より大和総研作成

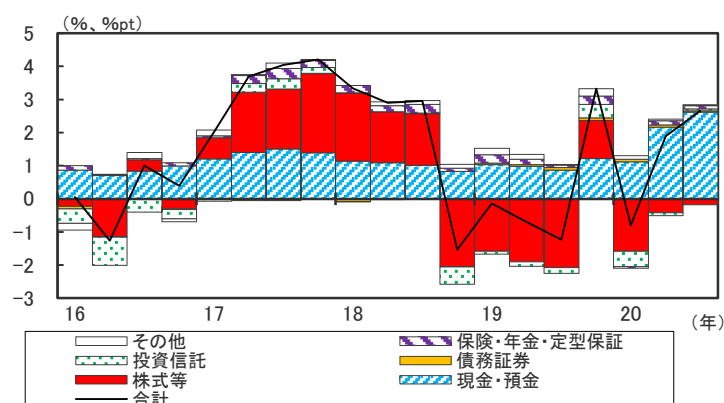
【家計：預金の滞留とリスク性資産の時価回復】（藤原）

9 月末の家計金融資産残高は過去最高を更新

日本銀行「資金循環統計」によれば、2020年9月末の家計金融資産残高は前年同期比+2.7%となる1,901兆円と、過去最高を更新した。

家計金融資産残高の前年同期比ベースでの動向は、リスク性資産の時価が下落したことを主因に3月末でマイナスとなったが、9月末にかけて現預金の増加とリスク性資産価格の下落幅縮小により回復基調となった。項目別に確認すると、「現金・預金」による前年比の寄与度が+2.6%ptと最も高い。消費活動の低迷に伴い、5月から支給された特別定額給付金が預金として滞留し続けたことが一因とみられる。また、「株式等」は、春先に急落した株価が持ち直したことでマイナス寄与を縮小させ、寄与度は▲0.2%ptとなった。「投資信託」も時価の回復が主因となり、+0.1%ptとプラス寄与となった。

図表 2-1 家計金融資産残高（前年同期比、前年比寄与度）



（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

10 月以降も預金の滞留が続く、個人投資家は米国大統領選挙に注目

次に、2020年10月以降の家計金融資産の動向を預金、リスク性資産（上場株式、公募投資信託）に着目してそれぞれ確認していきたい。

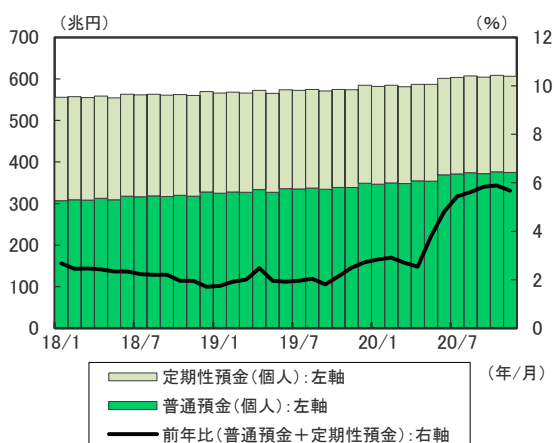
日本銀行「預金・現金・貸出金」によれば、個人の預金（普通預金＋定期性預金）は7月から11月までの5カ月連続で前年同月比+5%を越えており（図表 2-2）、引き続き特別定額給付金が預金として滞留し続けているものとみられる。足元では緊急事態宣言が再発令され、消費活動の停滞や予備的貯蓄動機が預金の増加に寄与するとみられる。しかし、家計への給付金は実施されないことから、2020年のように預金が増えることにはならないだろう。加えて企業体力の低下に伴う雇用への影響が不安視されるなど、預金の増加を抑えうる要素も見られる。

一方、リスク性資産の動向については11月の米国大統領選挙が大きな注目点となったようだ。また、フローの動向は資産項目によりまちまちであるものの、10-12月は全体として株価が上昇傾向にあり、資金循環ベースで「株式等」や「投資信託」の残高を押し上げているとみられる。

個人の上場株式売買の動向を日本取引所グループの「投資部門別株式売買状況」で確認すると、11月に大幅な流出超となっている（図表2-3）。2020年11月3日に米国大統領選挙の投開票が行われたが、バイデン氏の当選が確実視されたことなどに伴う米国株高は日本株にも波及した。そこで、個人投資家が利益確定売りを進めたとみられる。なお上場株式は10-12月の通算でも個人部門で2.2兆円の流出超となっている。

また、公募投資信託の資金流入動向を投資信託協会の統計により確認すると、10-12月の通算で、株式投信（追加型、除くETF、以下同）は869億円の流入超、公社債投信は1.2兆円の流入超となった（図表2-4）。米国大統領選挙による影響が注目された11月では、株式投信は流出超となった一方で、公社債投信が2017年11月以降で最大の流入超となった。11月の株式投信は時価の上昇を受けた利益確定売りが上場株式同様にあったとみられる。一方で公社債投信の11月の大幅な流入超は、リスク性資産が利益確定されたことにより、待機資金がMRF（マネーリザーブファンド）に流入したものとみられる。この待機資金の行方が注目される。

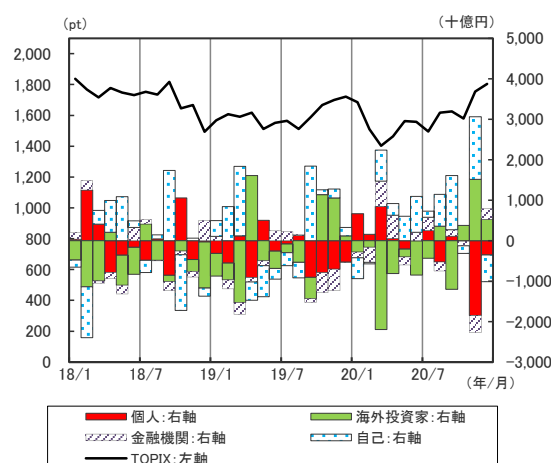
図表 2-2 個人の預金残高



(注) 国内銀行・銀行勘定+信用金子・銀行勘定ベース。

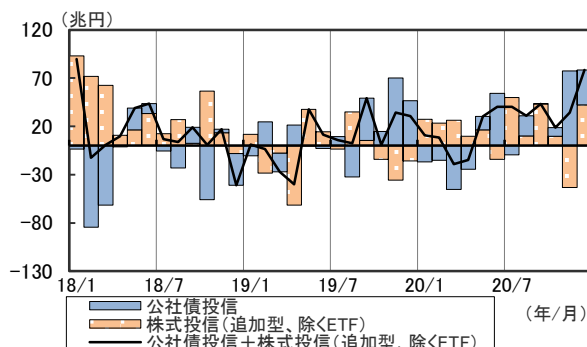
(出所) 日本銀行「預金・現金・貸出金」より大和総研作成

図表 2-3 TOPIX と投資部門別の株式売買状況（東証一、二部合計、ネット）



(出所) 日本取引所グループ「投資部門別株式売買状況」より大和総研作成

図表 2-4 公募投資信託の資金流入



(注) 公社債投信と株式投信（追加型、除くETF）の資金流入は、「設定額一解約額・償還額」。

(出所) 投資信託協会より大和総研作成

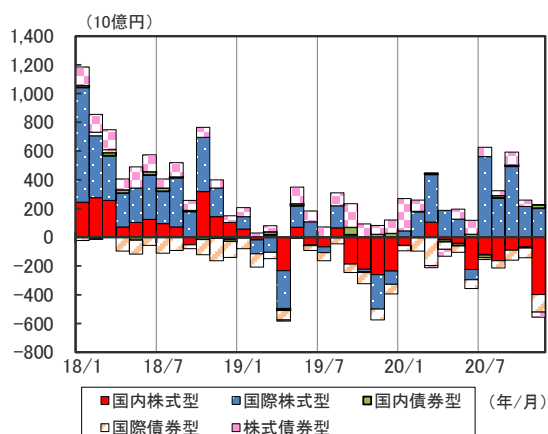
株式投信の動向；「国内株式型からの流出超」と「国際株式型への流入超」の傾向、ESGへの注目が続く

株式投信の詳細な動向を大和ファンド・コンサルティングの分類をもとに確認すると(図表 2-5)、「国内株式型」からの流出超と「国際株式型」への流入超が続いている。「国内株式型」は4月からデータの直近である11月まで、8カ月連続で流出超であり、特に11月は2014年12月以降で最大の流出超となった。他方で「国際株式型」は7月以降流入超を続けている。

「国際株式型」の内訳としては、「テーマ型」への資金流入による寄与が大きい(図表 2-6)。10、11月の資金流入は7、8、9月の大幅流入に比しては小幅となったものの、国際株式型への資金流入を牽引している点に変わりはない。「テーマ型」への資金流入が活発になっている要因としてはESGファンド・DXファンドといった注目ファンドの存在が挙げられよう。また、「北米型」も2019年8月以降流入超が続いており、「テーマ型」と並んで「海外株式型」への資金流入を牽引している。

日本では菅政権がグリーン成長戦略を掲げており、さらに米国では環境政策への重点を表明しているバイデン氏が2021年1月20日をもって正式に米国大統領に就任した。これらの政治的な背景も後押しとなり、個人投資家のESGへの関心が続くとみられる。また、「北米型」への資金流入が続くなか、今後は米国の大型経済対策やワクチンの普及状況、FRBの緩和的な金融政策の行方などが注目点となるだろう。

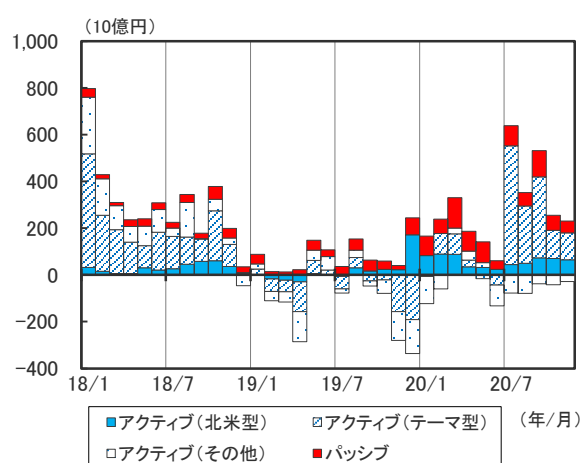
図表 2-5 株式投信（追加型、除くETF）の資金流入



(注) 資金流入＝設定額－解約額。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

図表 2-6 「海外株式型」株式投信（追加型、除くETF）の資金流入



(注) 資金流入＝設定額－解約額。

(出所) 大和ファンド・コンサルティングより大和総研作成

【企業金融：活用進む、攻めと守りの資本性資金】（坂口）

2020年の企業の資金調達で特徴的な点に、劣後債・劣後ローンといった資本性資金の活用が活発に行われたことが挙げられる。特に注目されるのがハイブリッド社債・ハイブリッドローンと呼ばれる商品で、具体的には倒産時に弁済順位が劣後することに加え、発行体が利息の支払いを任意に繰り延べられること、期限前に償還（ローンの場合は弁済）できるコールオプションが付されていることなどの性質を有している⁴。格付け会社は、こうした商品の調達額の一定割合を資本と見なして企業の格付けを評価する。

企業にとってハイブリッド商品は、シニアの負債よりも調達コストが高い一方で、株式発行に伴う問題を避けつつ資本を調達できることになる。具体的には、コーポレートガバナンス改革が進展する中において、株式発行に伴う希薄化や資本コストの上昇、ROEの低下は企業が懸念する点である。劣後債・劣後ローンはこれらの問題に有効に対処する調達手段である。

同様に、投資家（ローンの場合は銀行）にとってハイブリッド商品は、シニアの社債・ローンよりも高いが株式よりは限定されたリスクを負うことで、一定の利回りを期待できる。低金利で国債はもちろん社債や国外の債券の利回りも限られる中で投資家にとっては利回りを確保する貴重な手段となる。

以下では2020年の劣後債・劣後ローンによる資金調達事例を見ていく。先に見たように資本性資金は財務に対して多面的な効果を持つ。コロナ禍においては、企業は業況の悪化と先行きの不確実性を前に、守りを固める手段として資本性資金を活用する向きがある一方で、新たな投資を行う攻めの手段としての活用も見られたことを指摘できる。

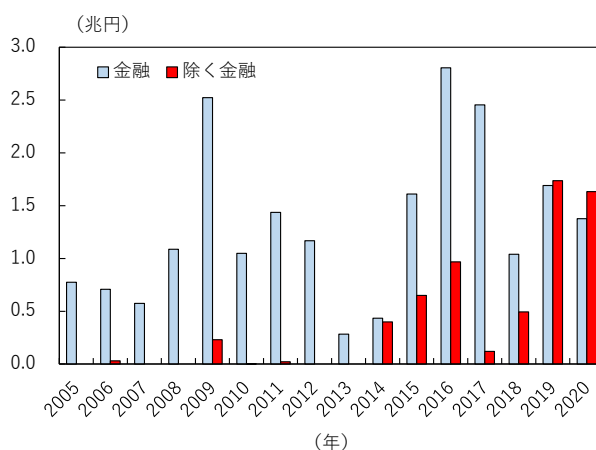
攻めの活用が目立つ劣後債

もともと劣後債は、金融機関の規制上の自己資本の調達手段として活用されることが多く、過去に発行されたもののほとんどが金融機関によるものであった（図表3-1）。しかし、2015年に三菱商事が初の公募ハイブリッド社債を発行して以来、事業会社によるハイブリッド社債の活用が広がってきた。2020年の劣後債の発行額は約1.6兆円と2019年の約1.7兆円には及ばなかったものの、盛り上がりのモメンタムは保たれているといえよう。

2020年の事業会社発行の劣後債についてまとめたのが図表3-2である。発行形態を見るとほとんどすべてがハイブリッド社債による調達となっており、一部にはSDGs、ESGに関連した認定が付されているものも見受けられる。資金使途・目的を見ると、既存の有利子負債の借換による財務基盤の強化のほか、企業買収資金や設備投資といった積極的な攻めの使途が見受けられるのが特徴である。

⁴ より具体的には、発行体がコールオプションを行使しない場合、金利が上昇（ステップアップ）するか、または資本性評価の割合が低下するといった設計が施されている。投資家はコールオプションが行使可能になるタイミングを事実上の満期と見て商品进行评估しているとされる。

図表 3-1 劣後債の業種別発行金額



(注) 外貨建て除く。

(出所) Refinitivより大和総研作成

例えば、積極的な成長投資を中期経営計画に掲げる東海カーボンは、フランスの炭素黒鉛製品メーカーの買収資金としてハイブリッド社債による調達を充てている。このほか、携帯電話事業に参入した楽天は設備投資資金として1,200億円をハイブリッド社債で調達している。積極的な設備投資とそれに伴う減価償却費用がかさむ中、ハイブリッド社債を活用して設備投資資金の調達と財務基盤の改善という攻めと守りの二兎を追っているといえよう。

図表 3-2 2020年に発行された主な劣後債

発行日	企業名	発行額 (億円)	発行形態	主な資金使途、目的	営業利益の推移	自己資本比率の推移
12/9	東急不動産ホールディングス	700	ハイブリッド社債/サステナビリティ債券	グリーンプロジェクト資金の借換		
11/26	イオン	700	ハイブリッド社債	設備投資、財務基盤の強化		
10/28	楽天	1,200	ハイブリッド社債	設備投資		
10/23	DMG森精機	330	永久劣後債	TOB資金の借換		
10/13	森ビル	450	ハイブリッド社債/グリーン債券	開発事業の保留床取得資金	na	na
10/9	九州電力	2,000	ハイブリッド社債	成長投資、財務基盤の強化		
10/9	アサヒグループホールディングス	3,000	ハイブリッド社債	外国企業の株式取得資金の借換		
9/18	ニプロ	500	ハイブリッド社債/ソーシャル債券	既存劣後ローン等の借換、設備投資		
9/4	大日本住友製薬	1,200	ハイブリッド社債	外国企業の株式取得資金の借換		
9/4	大阪ガス	750	ハイブリッド社債	成長投資、財務基盤の強化		
7/22	東京センチュリー	1,300	ハイブリッド社債	外国企業の株式取得資金の借換		
6/26	ヒューリック	2,000	ハイブリッド社債	財務基盤の強化		
6/24	東海カーボン	200	ハイブリッド社債	外国企業の株式取得		
2/21	アイシン精機	2,000	ハイブリッド社債	経営統合に際する子会社株式の買戻		

(注1) 複数トランシェの場合、発行額は各トランシェの合計。

(注2) 営業利益(赤字は赤マーカー)、自己資本比率は直近4四半期の推移。うちイオンは2月本決算。

(出所) Refinitiv、各社開示資料より大和総研作成

守りの活用が多い劣後ローン

劣後ローンは、資金の出し手が銀行であり、相対取引であるという点で劣後債と異なる。また、コロナ禍において企業の資金調達を支えるべく、政府系金融機関に対して劣後ローンを供

与する予算が措置されたことも最近の特徴として挙げられる。以下では主に大・中堅企業と中小企業に対する劣後ローンの事例に分けて見ていく。

図表 3-3 は、2020 年に公表された大・中堅企業の主な劣後ローンの案件を示している。ここでも多くがハイブリッドローンによる調達となっている点が目に付く。しかし、資金使途・目的を見ると劣後債と異なり、コロナ禍で毀損した財務基盤を補強する守りの調達が多く見られる。直近四半期の営業利益の推移を見ると、劣後債発行企業では多くが黒字か一時の赤字であったのに比較して、劣後ローン発行企業には継続的に赤字である企業が多い。

最たる例は ANA ホールディングスで、旅客需要の低迷から赤字が続いている中、4,000 億円をハイブリッドローンで調達して財務基盤の補強に充てている。なお、ANA ホールディングスは 12 月に公募増資にも踏み切っている。このほか、駐車場事業やカーシェア事業を営むパーク 24 も、コロナ禍で人の移動が減少した影響を受けて 2020 年 10 月の本決算で上場以来初の最終赤字となり、財務基盤の補強とコロナ後のモビリティサービスを見据えた成長投資資金として 500 億円を劣後ローンで調達している。

なお、公開情報の範囲では、これら 2 件の資金調達については政策投資銀行が資金提供者として名を連ねている。政策投資銀行は特定投資業務や危機対応業務として資本金の供給を行え、これら業務について昨年 6 月の第 2 次補正予算で予算が措置されている。上述の案件については、特定投資業務で設置された「新型コロナリバイバル成長基盤強化ファンド」から資金が供給されている。

ともあれ、これら劣後ローンの資金提供者の多くは民間金融機関である。民間金融機関にとって劣後ローンは通常のシニアローンに比べてリスクが大きいことから負担は小さくない。ただし、劣後ローンを提供することによって例えば既存のローンがコベナンツ（財務制限条項）に抵触するのを回避できたり、債務者区分のランクダウンを防げたりすることがある。こうした特性から民間金融機関にとって主要取引先に対する支援メニューとして劣後ローンが組上に載せられる余地がある。

図表 3-3 2020 年に公表された主な劣後ローン（大・中堅企業）

公表日	企業名	発行額（億円）	発行形態	主な資金使途、目的	営業利益の推移	自己資本比率の推移
12/25	フジクラ		400 ハイブリッドローン	事業構造改革		
12/22	スミダコーポレーション		50 永久劣後ローン	財務基盤の強化、設備投資		
12/15	パーク24		500 ハイブリッドローン	財務基盤の強化、事業構造改革		
10/26	ANAホールディングス		4,000 ハイブリッドローン	財務基盤の強化		
10/23	イオン		600 ハイブリッドローン	設備投資、財務基盤の強化		
10/19	大和ハウス工業		1,000 ハイブリッドローン	財務基盤の強化、設備投資		
9/14	川崎汽船		300 ハイブリッドローン	既存劣後ローンの借換		
8/27	DMG森精機		370 永久劣後ローン	外国企業の株式取得資金の借換		
6/1	アサヒグループホールディングス	4,000（融資枠）	コミット型劣後ローン	劣後債調達の予備コミットメントライン		
4/22	日本製鉄		4,500 ハイブリッドローン	既存劣後ローンの借換、設備投資		

（注 1）複数トランシェの場合、発行額は各トランシェの合計。

（注 2）営業利益（赤字は赤マーカー）、自己資本比率は 1 月中旬時点での直近 4 四半期の推移。うちパーク 24 は 10 月本決算、イオンは 2 月本決算。

（出所）Refinitiv、各社開示資料、報道資料より大和総研作成

中小企業に対する劣後ローンの提供は、日本政策金融公庫や商工組合中央金庫といった政府系金融機関や民間金融機関が主な資金の出し手である。同公庫・金庫に対しては上述の第2次補正予算で資本性資金のための予算が措置されている。なお、中小企業に対する劣後ローンは、大・中堅企業に対するハイブリッドローンではなく、通常の劣後特約が付されたローンが一般的である。金融庁は、債権の劣後性に加えて、長期の返済期限（5年超）、期限一括償還、業績連動の金利設定などの条件を満たす借入金を金融検査上資本と見なすことができるとしている。よって、先と同様に金融機関は劣後ローンの提供によって貸出先の債務者区分の維持やランクアップを見込むことができる。

中小企業に対する劣後ローンについては、統計情報として補足するのは困難であるものの、例えば日本政策金融公庫が8月に始めた劣後ローンの件数が、10月末時点で733件に及んだとする報道がある。資本市場へのアクセスが限られる中小企業にとって劣後ローンは貴重な（擬似）資本の調達手段である。コロナ禍が中小企業に対して大きな打撃を及ぼしている中においては、劣後ローンが財務基盤の悪化した中小企業の下支えとなることが期待される。ただ、こうした資本性資金の利用には事業計画の策定が求められるのが一般的である。新型コロナウイルスが感染拡大を続ける足元の状況では先行きの事業環境を見通すのは難しいものの、資本性資金を活用するにはポストコロナの経済環境における自社の事業を描けるかがカギとなりそうだ。