

2025年3月31日 全8頁

政策金利の引き上げや人手不足の深刻化が「追い貸し・金利減免」企業に与える影響

「健全企業」以上に負担が増すも、経済全体で見れば負の影響は限定的

経済調査部 エコノミスト 中村 華奈子
金融調査部 研究員 瀬戸 佑基

[要約]

- 成長力強化などの観点から企業の新陳代謝の重要性が指摘される中、関連するトピックの1つとして「追い貸し・金利減免」企業の存在が挙げられる。こうした企業は一般に、通常の経済状況下では経営破綻していた可能性もあるとみられるが、金融機関や政府の支援を受けて存続している企業として定義される。足元では、コロナ禍からの経済活動の正常化などを背景に、「追い貸し・金利減免」企業の比率は低下が続いている。
- 先行きの企業負担を増加させる要因の1つに、日本銀行による政策金利の引き上げがある。東京証券取引所に上場したことのある企業のうち、「追い貸し・金利減免」企業と判定された企業では、政策金利が0.25%pt引き上げられた場合、利払い負担の増加により経常利益が1.6%程度下押しされると試算された。それ以外の企業（「健全企業」、同0.8%程度）や、非上場企業を含む資本金10億円以上の大企業（同1.3%程度）よりも悪影響が大きい。財務の健全性が低く、経営効率が悪いことが背景にある。
- 金利上昇に加えて人手不足の深刻化が「追い貸し・金利減免」企業の負担増に追い打ちをかける可能性がある。だが、こうした負の影響は経済全体で見れば限定的だろう。労働需給がひっ迫する中では、生産性の高い企業の雇用が拡大しているとみられる。生産性の高い企業へと労働が移動すれば、結果として経済全体の生産性が高まることになる。

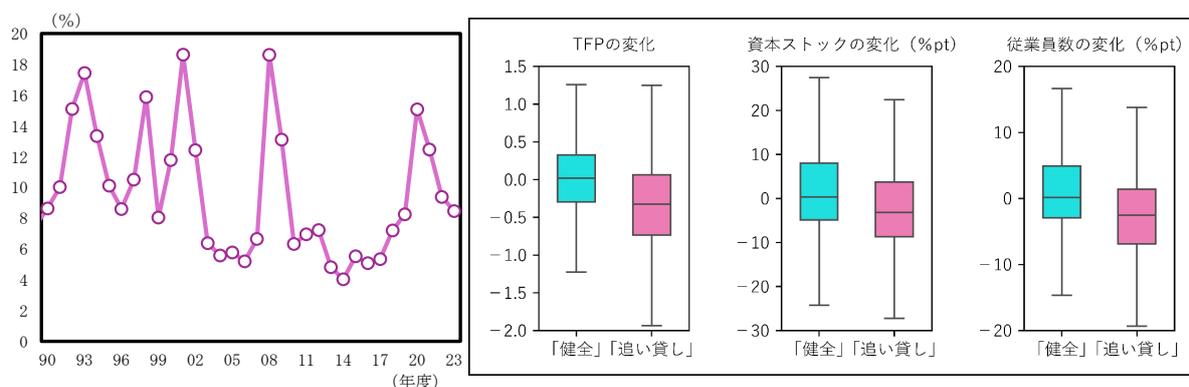
「追い貸し・金利減免」企業比率は経済活動の正常化などを背景に低下

成長力強化などの観点から企業の新陳代謝の重要性が指摘される中、関連するトピックの1つとして「追い貸し・金利減免」企業¹の存在が挙げられる。「追い貸し・金利減免」企業の定義は文献によって異なるが、一般に、通常の経済状況下では経営破綻していた可能性もあるとみられるが、金融機関や政府の支援を受けて存続している企業を指す。

図表1左は、東京証券取引所（東証）に上場したことがある企業のうち、「追い貸し・金利減免」企業と判定された企業が占める比率の推移を示したものである²。景気悪化局面には、雇用の維持や経済の安定を図るため、金融機関などが追加融資を行うことで、「追い貸し・金利減免」企業比率は上昇する。一方、その後の景気回復局面には、企業の収益改善や経営再建に伴い同比率は低下する傾向がある。実際、同比率は過去の景気悪化局面には急上昇しており、例えばリーマン・ショックが発生した2008年度には約19%まで高まった。2020年度はコロナ禍で経済活動が大幅に抑制されたが、資金繰りの支援など政府の大規模な経済対策の効果もあり、同比率は15%程度までの上昇にとどまった。

直近データである2023年度の「追い貸し・金利減免」企業比率は9%程度である。低水準で安定的に推移していた2010年代半ば頃の水準は上回るものの、コロナ禍からの経済活動の正常化や企業収益の回復などを背景に、同比率は2021年度から低下が続いている。

図表1：「追い貸し・金利減免」企業比率の長期推移（左）、健全企業と「追い貸し・金利減免」企業における生産要素の分布（右）



(注1) 東証に上場したことがある企業のうち、金融機関等を除くデータを取得可能な3,424社ベース。各年度の集計対象は、年度初に上場している企業とした。中村・福田（2013）を参考に、①債務免除益が発生している、②利払前税引前利益が最低支払利息の理論値を下回る、③実際の支払利息が最低支払利息の理論値を下回るか借入額が増加している、の3要因に関し、①または、②かつ③の企業を「追い貸し・金利減免」企業と判定している。

(注2) 右図凡例の「健全」は健全企業を、「追い貸し」は「追い貸し・金利減免」企業を表す。各企業のTFP、資本ストック（前年比）、従業員数（前年比）について全企業平均（中央値）からの乖離幅を算出し、健全企業と「追い貸し・金利減免」企業における分布を箱ひげ図で示している。期間は1990～2023年度。箱ひげ図の最上部と最下部はそれぞれ最大値と最小値、箱の上側は第3四分位数、下側は第1四分位数、箱の内部の線は中央値を示す。四分位範囲の1.5倍を超えた値は外れ値として除いている。

(出所) QUICK、中村・福田（2013）より大和総研作成

¹ 本稿では内閣府（2009）に準じた表現を用いている。経済学では「ゾンビ企業」と呼ばれることも多い。

² 詳細は、熊谷ほか（2021）を参照。

一般に、「追い貸し・金利減免」企業の存在は、経済全体にマイナスの影響をもたらすとされている。例えば Caballero et al. (2008) は、こうした企業の存在がそれ以外の健全な企業の資本や従業員数に悪影響を与えると指摘している。非効率的な企業が資本や従業員を占有することで資源配分の非効率性が生み出される結果、経済全体の生産性の低下につながるということだ。

図表 1 右は、「追い貸し・金利減免」企業と、それ以外の企業（以下、健全企業）における生産要素の分布を示したものだ。ここでは、生産関数に一般的に用いられる、TFP³（全要素生産性）、資本ストック、従業員数の3つの生産要素に着目している。いずれの分布を見ても、「追い貸し・金利減免」企業における分布の中央値は健全企業のそれよりも低く、マイナス圏に位置している。つまり、健全企業と比較すると「追い貸し・金利減免」企業では産出量の伸び率が低いということだ。

政策金利の引き上げによる「追い貸し・金利減免」企業への影響

0.25%pt の利上げで「追い貸し・金利減免」企業の経常利益は1.6%程度下押しされる

今後、企業を取り巻く環境は厳しさを増すとみられる。例えば中村・久後（2024）では、日本銀行（日銀）の利上げによる利払い費の増加が企業収益の減少につながることを指摘した。では、こうした利上げによる悪影響は、健全企業と「追い貸し・金利減免」企業ではどの程度異なるだろうか。本稿では、健全企業と「追い貸し・金利減免」企業を対象に、政策金利が0.25%pt 引き上げられた場合の経常利益⁴への影響を推計した。

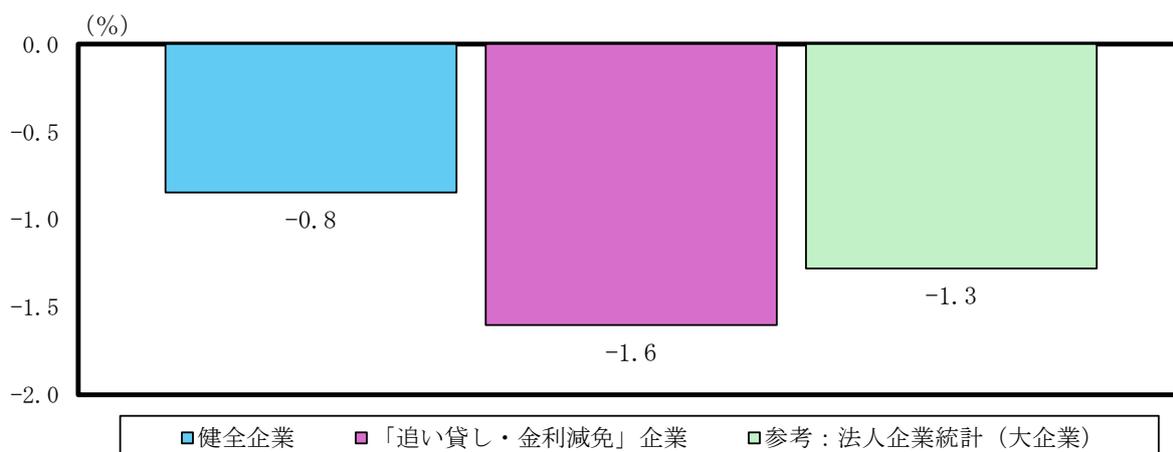
図表 2は、企業の利払い負担の増加を2023年度の経常利益対比で示したものだ。政策金利が0.25%pt 引き上げられた場合、利払い負担の増加によって「追い貸し・金利減免」企業の経常利益は1.6%程度下押しされると試算された⁵。他方、健全企業では同0.8%程度にとどまり、「追い貸し・金利減免」企業の方が経常利益への悪影響が大きい。さらに、上場企業だけでなく非上場企業も含んだマクロ統計である法人企業統計を用いて同様の推計を行うと、資本金10億円以上の大企業で同1.3%程度だった。マクロベースで見た大企業と比較しても、「追い貸し・金利減免」企業の経常利益の落ち込みの方が大きいということだ。上場基準を満たしていても、「追い貸し・金利減免」企業と判定された企業では、金利上昇が大きな企業負担となることが示唆される。

³ 本稿では飯田（2021）を参考に個別企業のTFPを算出している。

⁴ 本稿ではマクロで見た企業動向を捉えるという観点から経常利益を用いて推計を行っている。

⁵ 本稿では、健全企業と「追い貸し・金利減免」企業の支払利息利率を政策金利で回帰することで得たパラメーターを用いて、政策金利の0.25%ptの上昇に対する支払利息利率の上昇幅を算出した。これに有利子負債額を乗ずることで、政策金利の引き上げによる利払い負担の増加額を算出した。

図表 2 : 0.25%pt の利上げによる利払い負担の増加幅 (2023 年度経常利益対比)

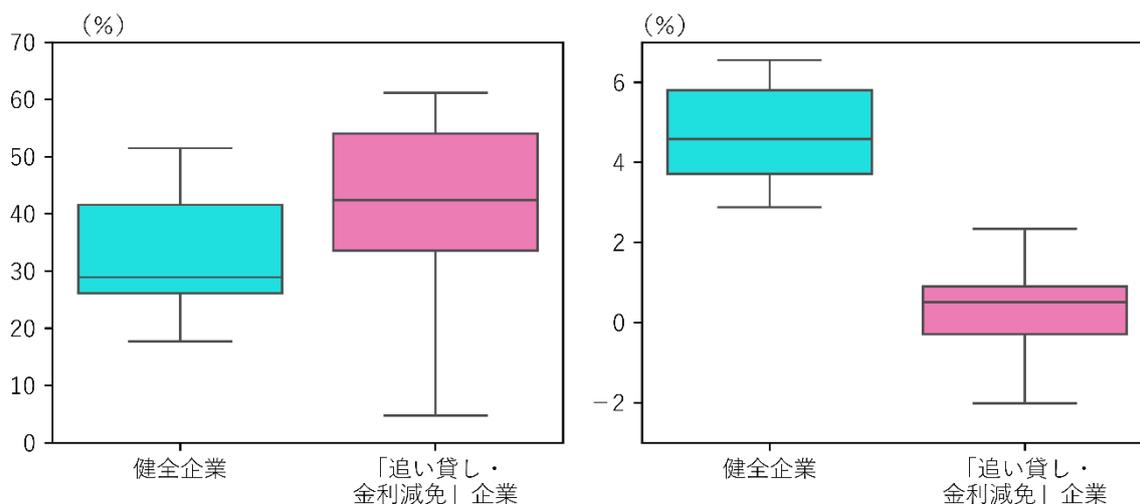


(注) 健全企業と「追い貸し・金利減免」企業の支払利息利率を政策金利で回帰することで得たパラメーターを用いて、政策金利の0.25%ptの上昇に対する支払利息利率の上昇幅を算出した。これに有利子負債額を乗ずることで、政策金利の引き上げによる利払い負担の増加額を算出している。大企業は資本金10億円以上。
(出所) QUICK、財務省統計より大和総研作成

「追い貸し・金利減免」企業は財務の健全性や経営効率の観点で健全企業に見劣り

上記の試算結果から、「追い貸し・金利減免」企業は健全企業と比較して政策金利の引き上げによる悪影響を強く受けることが示唆された。以下では、有利子負債依存度と総資産経常利益率の2つの観点から「追い貸し・金利減免」企業の特徴を整理する⁶。

図表 3 : 健全企業と「追い貸し・金利減免」企業における有利子負債依存度 (左) と総資産経常利益率の分布 (右)



(注) 有利子負債依存度は、総資産に占める有利子負債の割合。箱ひげ図の期間は1990～2023年度。
(出所) QUICK より大和総研作成

⁶ 業種別に試算しても、全ての業種で図表3と同様の傾向が確認された。そのため業種ごとの特徴の違いによる影響を調整しても、上記の推計結果のインプリケーションは変わらない。

有利子負債依存度は総資産に占める有利子負債の割合を表しており、企業の財務の健全性の評価に用いられる指標だ。一般的には、数値が高いほど、財務の健全性が低いことを意味する。

図表 3 左では、健全企業と「追い貸し・金利減免」企業における有利子負債依存度の分布を示している。「追い貸し・金利減免」企業では健全企業と比較して分布の広がり大きい。また、中央値を見ると「追い貸し・金利減免」企業では約 40%であり、健全企業（約 30%）と比較して高いことが見て取れる。「追い貸し・金利減免」企業では財務の健全性が低い傾向にあることが示唆される。

総資産経常利益率は、企業が保有する資産全体を活用して経常利益をどの程度生み出しているかを表しており、企業の経営効率を測る指標として用いられる。この数値が高い企業ほど、資産を効率的に活用していると評価される。**図表 3 右**では、健全企業と「追い貸し・金利減免」企業における総資産経常利益率の分布を示している。「追い貸し・金利減免」企業の分布は、健全企業と比べて低水準で広がっている。中央値で比較しても、健全企業では約 5%であるのに対し、「追い貸し・金利減免」企業では 1%を下回っている。「追い貸し・金利減免」企業は、健全企業と比較して資産を効率的に活用できていない傾向にあるといえる。

人手不足の深刻化による「追い貸し・金利減免」企業への影響

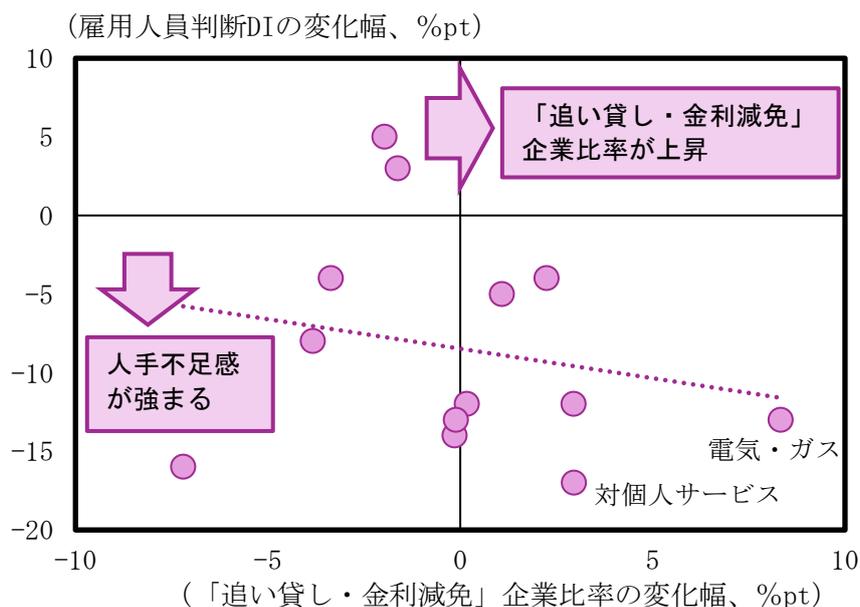
人手不足の深刻化が「追い貸し・金利減免」企業の負担増に追い打ちをかける可能性

本稿における分析から、政策金利の引き上げによる悪影響は「追い貸し・金利減免」企業で強く表れることが示唆された。最後に、利上げに加えて「追い貸し・金利減免」企業の負担を増加させる要因として、人手不足による影響を指摘したい。

労働市場では、コロナ禍以降の景気回復に伴う労働需要の増加に加え、労働供給の増加余地が縮小していることもあり、労働需給が一段とひっ迫し、人手不足感が強まっている。**図表 4**は、人手不足感と「追い貸し・金利減免」企業比率との関係を業種別に示したものだ。ここでは、企業の雇用人員に対する過不足感を示す日銀短観の雇用人員判断 DI を用いて、業種ごとの人手不足の度合いを評価している。コロナ禍が始まって間もない 2020 年 3 月と比較して雇用人員判断 DI が低下した（≡人手不足感が強まった）業種では、「追い貸し・金利減免」企業比率が上昇したという緩やかな関係が見られる。

利上げによる企業負担の増加が見込まれる中で人手不足が一段と深刻化すれば、「追い貸し・金利減免」企業はより一層厳しい状況に直面するとみられる。事業継続に必要な人員を十分に確保できない場合、既存事業の縮小を余儀なくされたり、新規事業の拡大が制約されたりするなど、事業運営に支障を来す恐れがある。この点、内閣府（2024）は人手不足の弊害として、企業経営上のコスト増や効率性の低下などの悪影響を指摘している。

図表 4：人手不足感と「追い貸し・金利減免」企業比率との関係



(注) 東証における業種分類 (TOPIX-17 シリーズ) と日銀短観における業種分類のうち、金融等を除き突合可能な 13 業種を対象としている。横軸では、各業種の「追い貸し・金利減免」企業比率について、2019 年度と 2023 年度との変化幅を示している。縦軸では、各業種の雇員判断 DI (大企業) について、2020 年 3 月調査と 2024 年 3 月調査との変化幅を示している。

(出所) 東京証券取引所、QUICK、日本銀行統計より大和総研作成

労働需給がひっ迫する状況下では、人手不足の深刻化による悪影響は経済全体で見れば限定的

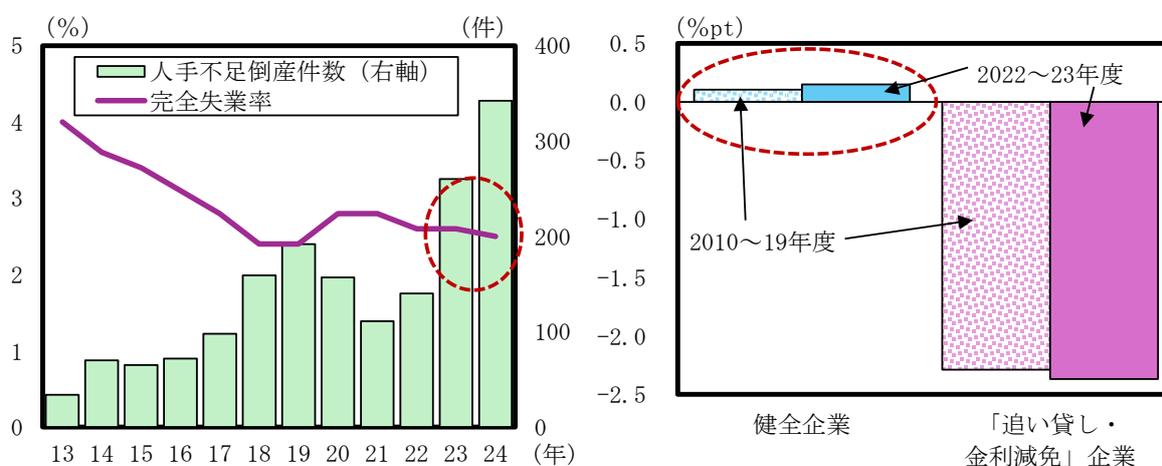
ただし、経済全体で見れば、人手不足の深刻化による負の影響は限定的だろう。帝国データバンク (2025) によると、従業員の離職や採用難などを背景とした企業倒産件数は 2024 年に過去最多を更新した。だが、労働需給がひっ迫している状況下では、こうした人手不足に起因する企業倒産がマクロの雇用環境に与える影響は現時点では限定的とみられる。図表 5 左によると、人手不足倒産件数が増加する中でも、完全失業率は低位で安定的に推移していることが見て取れる。これは、労働需給がひっ迫する中では、倒産した企業の従業員が次の職へとスムーズに移行しやすいためとみられる。

また、コロナ禍以降、健全企業の雇用が拡大している可能性がある。図表 5 右は、健全企業と「追い貸し・金利減免」企業における従業員数の変化について、その分布の差を示したものだ。従来、健全企業の従業員数の増加率は、全企業の平均的な従業員数の増加率と比較して高い傾向にあったが、足元ではそうした傾向がより強まっていることが見て取れる。池田ほか (2024) によると、人手不足感が強まり企業の人材獲得競争が激化する中で、正社員の転職者数が大幅に増加し、とりわけ低生産性企業から高生産性企業への労働移動が進展しつつある点が指摘されている。本稿における企業の分類と必ずしも一致するわけではないが、こうした先行研究と同様に、「追い貸し・金利減免」企業から健全企業への労働移動が生じている可能性もある。

本稿ではデータ制約から上場したことのある大企業を対象に分析したが、中小企業を含めた「追い貸し・金利減免」企業は、金利上昇に加えて人手不足の深刻化という面でも企業負担増に追い打ちをかけられる格好になる。

他方で、労働などの生産要素が生産性の低い企業から高い企業へと移動すれば、結果的に経済全体の生産性が高まることになる。マクロの観点から見れば、人手不足による負の影響は現時点では限定的であり、こうした状況を過度に悲観する必要はないだろう。

図表 5：人手不足倒産件数と完全失業率の推移（左）、健全企業と「追い貸し・金利減免」企業の従業員数の変化（右）



(注1) 左図の人手不足倒産は、法的整理(負債1,000万円以上)となった企業のうち、従業員の離職や採用難等による人手不足が要因となった倒産を指す。調査開始は2013年。

(注2) 右図では、従業員数の前年比変化率について各年の全企業平均(中央値)からの乖離幅を算出し、健全企業と「追い貸し・金利減免」企業における分布を描いた際の中央値を示している。

(出所) QUICK、帝国データバンク、総務省統計より大和総研作成

【参考文献】

Caballero, R J., T. Hoshi and A K. Kashyap (2008) “[Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan](#)” *American Economic Review*, 98 (5) : pp.1943-1977.

飯田智之 (2021) 「[近年の中小企業の生産性動向](#)」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 21-J-13

池田周一郎、川野潮、高田耕平、眞壁祥史、八木智之 (2024) 「[人口動態の変化が労働市場や賃金の動向に与える影響](#)」、日銀レビュー、2024-J-12

熊谷亮丸ほか (2021) 「[第 210 回日本経済予測 \(改訂版\)](#)」、大和総研レポート、2021 年 9 月 8 日

帝国データバンク (2025) 「[人手不足倒産の動向調査 \(2024 年\)](#)」、2025 年 1 月 9 日

内閣府 (2009) 『[平成 21 年度 年次経済財政報告](#)』

内閣府 (2024) 『[令和 6 年度 年次経済財政報告](#)』

中村華奈子、久後翔太郎 (2024) 「[『賃金と物価の好循環』の進展評価と定着に向けた課題](#)」、大和総研レポート、2024 年 11 月 20 日

中村純一・福田慎一 (2013) 「[問題企業の復活：『失われた 20 年』の再検証](#)」, CEI Working Paper Series 2012-14, Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University