

## 拡がる企業倒産と信用収縮の脅威

### - 懸念される実体経済悪化に伴うリスク

日本リサーチ総合研究所 調査研究部  
主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314  
[hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp](mailto:hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp)

世界的な金融危機と景気悪化により、倒産件数は業種や規模・地域を問わず拡大傾向にある。原因別では「運転資金の欠乏」による資金繰り倒産の増加が目立っており、急激な信用収縮に伴う流動性リスクが顕在化していることを示している。こうした中で政府が打ち出した信用保証協会による信用保証枠の拡大は、流動性リスクを軽減する上で一定の効果が期待される。今後の懸念は、マクロの不況が一層深刻化することにより、販売不振からソルベンシー・リスクが増加する可能性である。企業は人件費削減など厳しいコスト削減を行っているが企業自身の自助努力には自ずと限界があり、求められるのはマクロの需要刺激策にある。

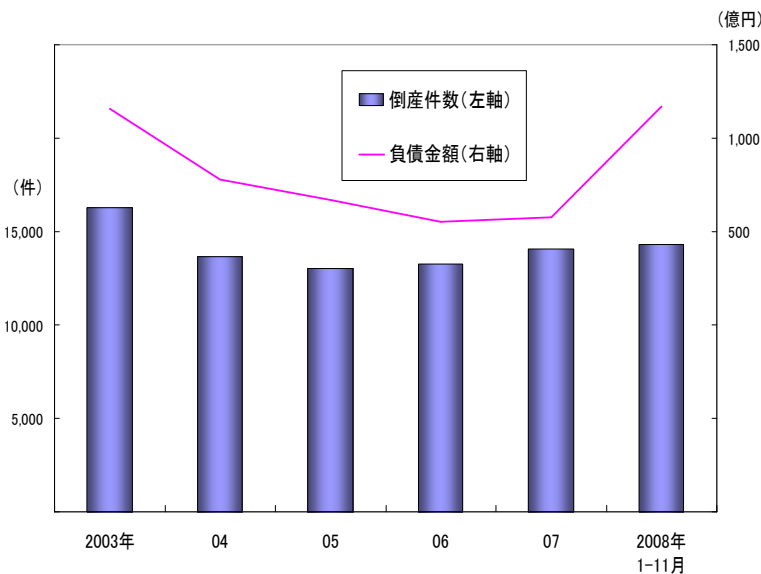
#### 拡大する倒産件数

ー 業種・地域を問わず  
拡大傾向に

世界的な金融危機と景気悪化を受け、国内企業を取り巻く経営環境は一層厳しさを増している。東京商工リサーチが発表した08年1-11月の企業倒産件数は14,284件と07年の実績(14,091件)を11ヶ月で上回り、08年暦年で5年ぶりの高水準を記録する見込みとなった(図表1)。

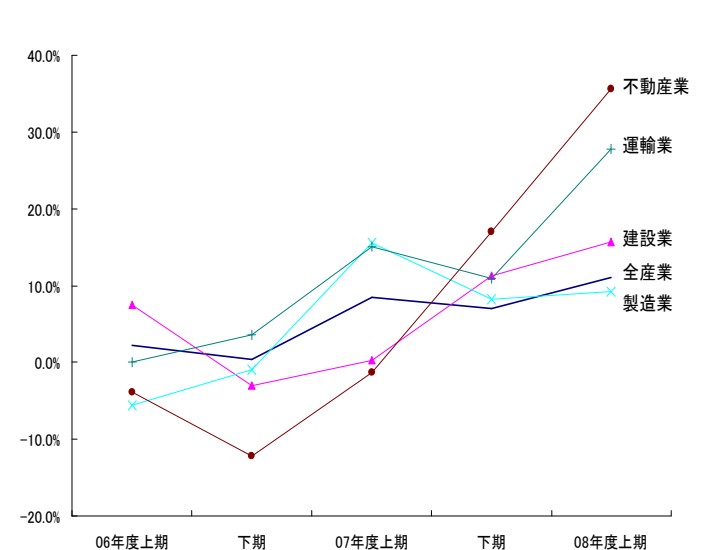
08年上半期(4-9月)の倒産件数は前年同期比で11.0%増となり、業種別では、建設、金融、不動産、サービス業など10産業中9産業で増加をみせており、中でも金融・不動産市況の悪化が影を落とす不動産業は前年同期比35.6%、原油高騰の後遺症が深刻な運輸業は同30.2%と目立つ(図表2)。負債総額は、9月中旬の米大手証券リーマン・ブラザーズ(負債額3兆4,314億円)の破綻の影響が大きく、8兆6,560億円と年度上半期としては戦後2番目の水準を記録した。地域別ではここ数年「中央と地方」の二極化が進んでいたが、同上半期では9地区すべてで増加となり、企業倒産はここにきて全国的な広がりを持った動きとなっている(参考図表7)。

図表1 企業倒産件数と負債金額の推移



(出所) 東京商工リサーチ「全国企業倒産状況」より作成

図表2 業種別にみた倒産件数の増加率(前年同期比)



(出所) 東京商工リサーチ「全国企業倒産状況」より作成

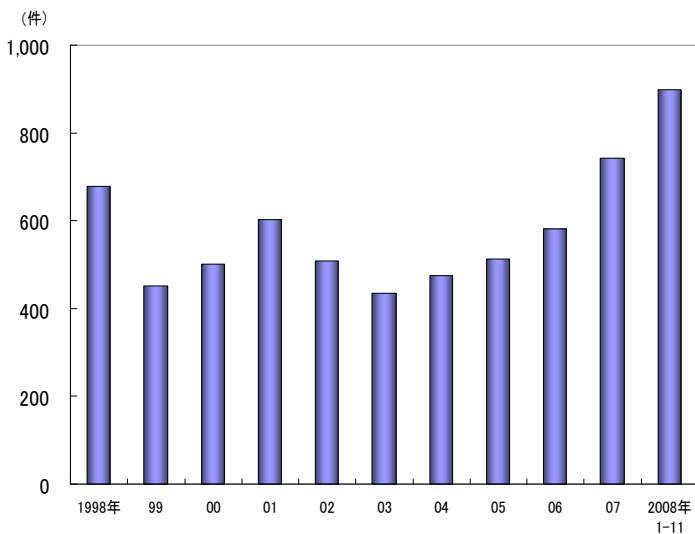
「運転資金の欠乏」による原因が増加  
 ー 流動性リスクが顕在化

原因別にみると、件数では「販売不振」が最も多いが、増加率では「運転資金の欠乏」が目立っており、11月は前年同月比37.1%の急増となり、金融機関から融資を受けにくくなり、資金繰りが悪化する企業が増えていることを示している（図表3）。日銀発表の資金繰り判断DIをみても、全般に大幅な悪化を示しており、特に建設・不動産の資金繰りが厳しい状況にあることが伺える（図表4）。

「運転資金の欠乏」による倒産（資金繰り倒産）を考える際には、そこに至る背景、つまり本質的な原因として、当該企業の構造的な問題にあるのか、それとも「黒字倒産」という言葉に表されるように、もっぱら金融機関側の事情が大きく関与しているのか、または両者が複雑に絡んだものなのか整理する必要がある。

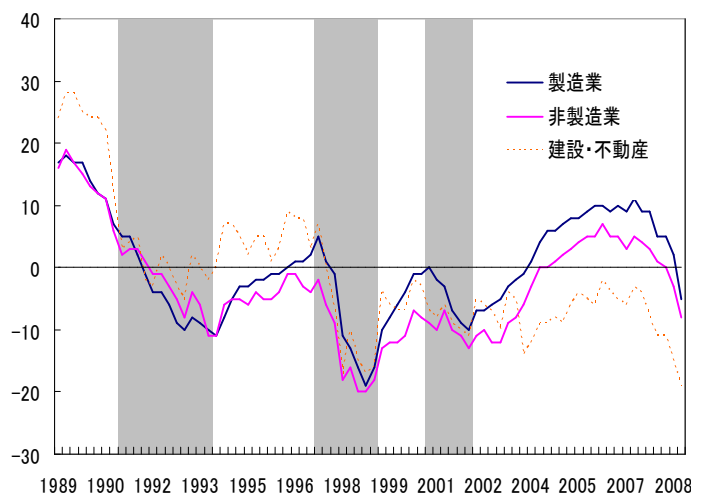
当然のことであるが、企業倒産は債務の支払いが滞ることによって起こる。債務の支払いが滞る背景には、返済能力（ソルベンシー）に係るリスクと、流動性（リクイディティー）に係るリスクが大きく関係している。ソルベンシー・リスクとは、負債の支払いに見合うキャッシュフローの確保が見込まれない恐れを示すものであり、最終的な支払い能力のことである。一方、流動性リスクとは、必要な資金が確保できなくなる場合や、資金の確保に通常より著しく高い金利の調達を迫られる場合などが相当する。現在問題となっている資金繰り倒産の中には、企業が solvent であるにもかかわらず、運転資金が調達出来ずに倒産に至るケースもあるとみられ、こうしたケースは流動性リスクが顕在化した格好となる。一方、振興デベロッパー破綻のケースなどは、外資マネーの引き上げによる流動性リスクの問題と、不動産の高値売買の繰り替しによるビジネスモデルが崩壊し、キャッシュフローが見込めなくなったことによるソルベンシー・リスクの問題が同時に発生したケースといえる。増加傾向にある資金繰り倒産は、流動性リスクが主因となって発生

図表3 「運転資金の欠乏」による倒産件数



(出所) 東京商工リサーチ「全国企業倒産状況」より作成

図表4 資金繰り判断DIの推移



(出所) 日本銀行「短観」より作成

バランスシート改善により、流動性リスク、ソルベンシー・リスクへの抵抗力は高まっている

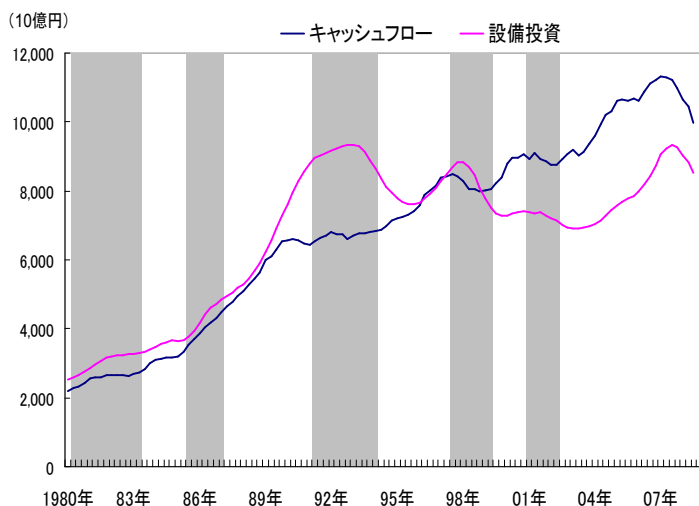
したものといえる。

上記 2 つのリスクが発生する蓋然性は、①収益環境の悪化の深度、②企業本体の経営・財務基盤の脆弱性、の掛け算で決まるといってよい。①は世界的な金融危機とマクロ経済の急激な悪化によってリクイディティー、ソルベンシー両面から企業へのプレッシャーが強まっている。②はこうしたプレッシャーに対して企業自身がどれだけ抵抗力を身に付けているかであり、この点が脆弱であれば外部環境の急速な悪化によって資金繰り倒産などに陥る危険性もそれだけ高いことになる。

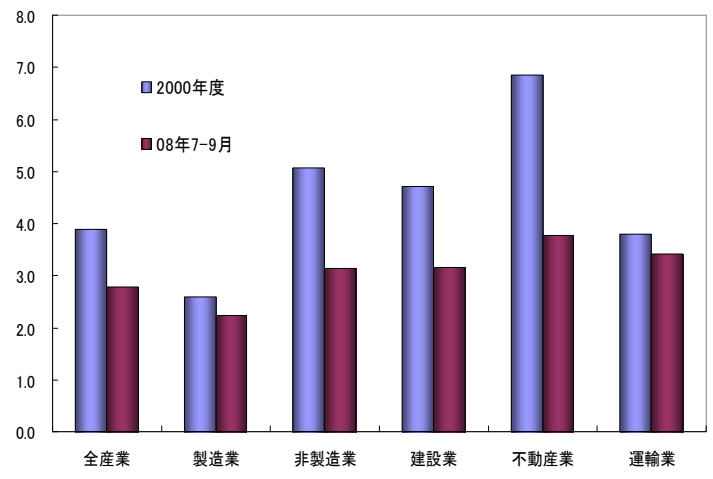
周知のように、バブル崩壊後の日本企業は、毀損されたバランスシートを回復するべく負債の圧縮を優先して行ってきた。十分収益を上げて、以前のように資金調達してまで事業拡大をしようとはせず、設備投資はキャッシュフローの範囲内に抑えられ、よりスリムな状態で高収益を維持する姿勢が強まった（図表 5）。その結果、自己資本に対する負債の大きさを示す財務レバレッジ<sup>1</sup>は大きく低下している（図表 6）。また、資金繰りの安全性をみるための尺度となる流動比率<sup>2</sup>も増加トレンドを辿っており、企業が不確実性に備えてより安全性を重視した財務基盤を目指していることを示している（参考図表 8）。

重要な点は、こうした財務基盤の強化と安全性に対する傾向は、足下倒産件数の増加が目立つ建設、不動産、運輸等でも同様にみられることにある。90年代前半のバブル崩壊時の企業倒産は、金融・不動産市況の急落による収益環境の悪化（上記①）に企業本体の財務基盤の脆弱性（上記②）が加わっ

図表 5 キャッシュフローと設備投資の推移（非製造業）



図表 6 財務レバレッジの変化



(注) キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費  
4四半期後方移動平均で算出

(注) 財務レバレッジ＝総資産 / 自己資本

(出所) 財務省「法人企業統計」より作成

(出所) 財務省「法人企業統計」より作成

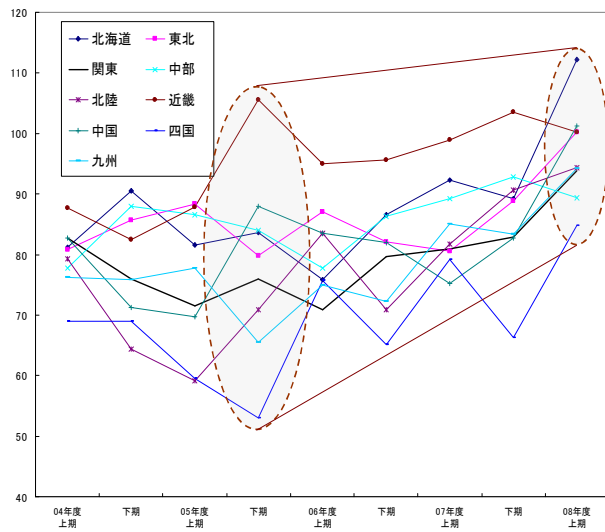
<sup>1</sup> 財務レバレッジ = 総資産 / 自己資本

<sup>2</sup> 流動比率 = 流動負債 / 流動資産。流動負債（短期に返済すべき負債）を流動資産（短期で換金可能な資産）がどの程度カバーしているかを示す。

<p>今後懸念されるソルベンシー・リスクに起因する企業倒産</p> <p>ー 企業の自助努力のみでは自ずと限界も</p>	<p>たソルベンシー・リスク型のケースといえる。これに対し、最近の企業倒産、特に「運転資金の欠乏」を原因とする資金繰り倒産については、これまで地道に行ってきたバランスシートの改善努力では対処できないほどの厳しい収益環境の悪化が起きていることを意味する。そこでは現状 solvent であるにもかかわらず、金融不安による貸し渋りから倒産に至るケースも少なくないと思われる。こうした流動性リスクに起因する黒字倒産のようなケースは何らかの政策対応が必要とされるため、政府がこのほど打ち出した信用保証協会による信用保証枠の拡大は、流動性リスクを軽減する上で一定の効果が期待される。</p> <p>前述のように、日本企業はバブル崩壊後、負債圧縮を最優先としたバランスシートの改善に努めてきた。その結果、流動性リスクやソルベンシー・リスクに対する抵抗力も強化された。しかしながら、現下の企業倒産の増勢ペースが示すのは、こうした企業の体質強化のみでは対処できないほど金融不安とマクロの不況が進行しつつあることを意味する。こうした中で今後特に懸念されるのがマクロの不況が一層深刻化し、販売不振によってソルベンシー・リスクが顕在化するシナリオである。</p> <p>既に企業は社会的な批判を受けながらも人件費の削減といった更なる体質補強策を取っているが、売上高の減少が続く中でこうした改善努力には自ずと限界がある。むしろ企業が一斉に人件費削減を行うことによってマクロの需要が更に低迷する合成の誤謬に陥る危険性が高い。こうした負のスパイラルに陥らないためにも、マクロの需要刺激策が何よりも必要とされる。需要の低迷に歯止めがかかれば、企業の体質改善は進んでいることから、以前に比べて企業の回復速度も速く、企業倒産も減少に向かうと考えられる。</p>
--	---

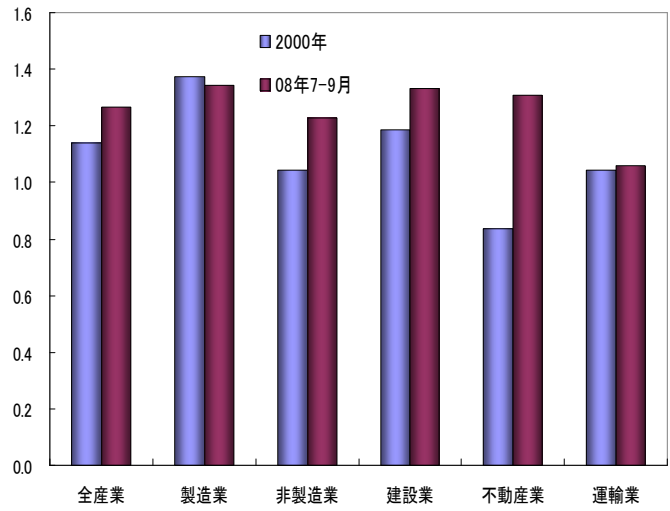
(参考図表)

参考図表 7 地域別倒産件数の推移 (03年度=100)



(出所) 東京商工リサーチ「全国企業倒産状況」より作成

参考図表 8 流動比率の変化



(注) 流動比率=流動資産 / 流動負債

(出所) 財務省「法人企業統計」より作成