

## 企業の資金調達環境とリスクの所在

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

### 一 必要となるリスクの峻別

企業の資金調達環境はここに来て緩やかに改善の兆しをみせている。もっとも、中小企業や下位格付企業の資金調達環境は依然として厳しい状況が続いている。

昨年秋以降の金融市場の混乱と企業経営の悪化は、金融システムの機能不全に起因するシステムリスクが顕在化した面が大きい。大規模な経済対策が実施される中、システムリスクと企業固有の要因によって生ずるリスクを峻別することがモラルハザードを防ぐ上で不可欠になるだろう。

企業の資金調達環境に改善の兆し

～ 社債発行が活発化

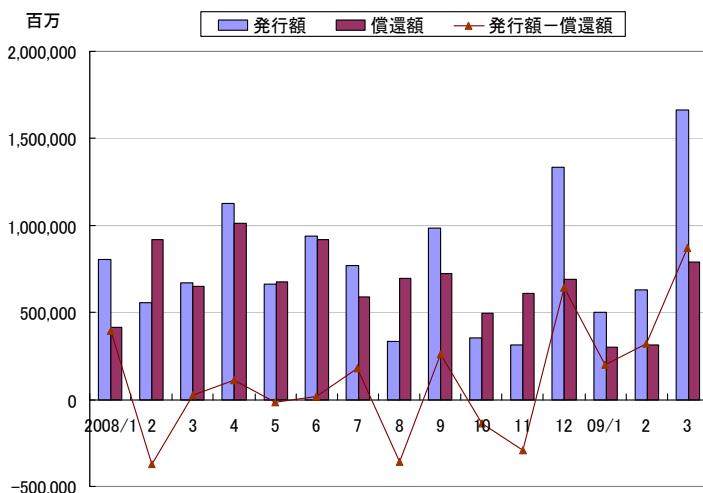
日銀による社債・CP買取の効果が浸透

企業の資金調達環境は緩やかながら改善の兆しをみせている。冷え込んでいた社債市場では、ここに来て新規の発行が増えてきている（図表 1）。ホンダは近く最大 7 百億円の社債を発行、ソニーも 1 千億円規模の社債を発行する見通しとなっている。また、近畿日本鉄道が 22 日に百億円の普通社債発行を発表するなど、一般に機関投資家が購入する下限となるトリプルB格の企業による社債発行も出てきた。企業が短期資金を調達するために発行するCPの発行金利も低下傾向が鮮明となっている（図表 2）。

昨年 9 月のリーマン・ブラザーズ破綻をきっかけに、機関投資家は社債やCPの購入を手控え、資本市場は機能不全に陥った。資本市場からの調達を中心とする大企業は調達が困難となり、銀行からの借入金にシフトする動きもみられた。

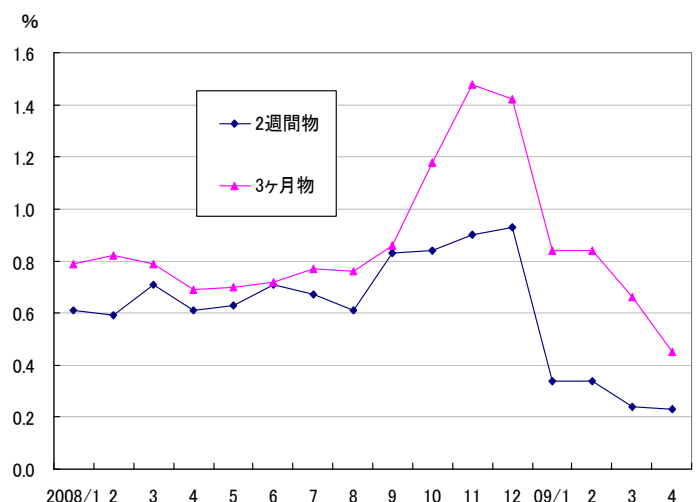
ここに来て企業の資金調達環境が改善してきたのは、主要各国政府が実施した政策金利引き下げや量的緩和政策等により、昨年秋以降の金融市場の異常な緊張状態が緩和した点にある。わが国では、日銀による社債やCPの買取りなど、政府・日銀の矢継ぎ早の政策が浸透し、機関投資家の社債・CPに対する購入意欲が回復してきたとみられる。

図表 1 普通社債の発行状況



(出所) 日本証券業協会

図表 2 CP発行金利の推移



(出所) 日本銀行

資金調達環境の改善の裾野はまだ狭い  
 ～ 下位格付企業、中小企業への波及はまだ

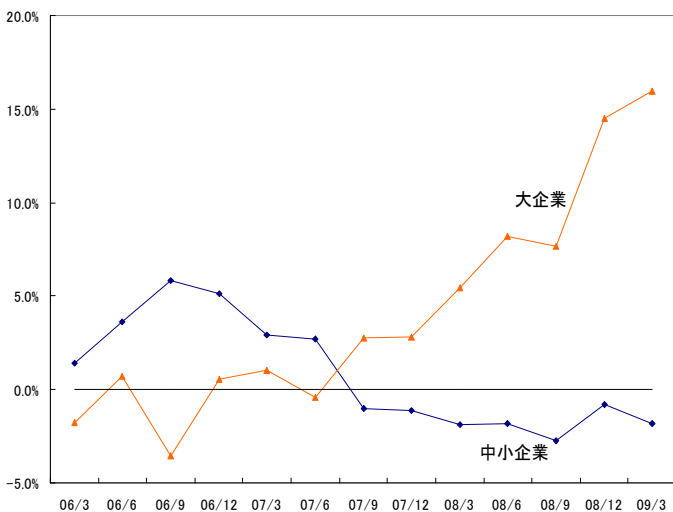
もっとも、こうした金融市場の緊張緩和による資金調達への効果は限定的なものにとどまっている。

資本市場を活用できるのは大企業が中心であり、中小企業の資金調達環境は依然として厳しい状況が続いている。市場環境が悪化した昨年秋以降は、優良大企業でも銀行からの借入金へシフトする動きが強まる一方、中小企業に対する銀行貸出は今でも低迷状態が続いている（図表3）。また、今月22日の会見で日銀・白川総裁が指摘するように、社債市場では「下位格付けの発行は基本的にまだできていない」状況にある。トリプルB格の社債発行再開も業種面で広がりがあるわけではなく、社債スプレッドについては上位格付では縮小傾向にあるものの下位格付では依然高止まりしたままである（図表4）。金融市場の安定化に伴ってこうした下位格付の社債スプレッドも徐々に縮小に向かうとの見方もあるが、足元の実体経済はまだ悪化に歯止めがかかった程度の状態であり、信用リスク低下によるスプレッドの縮小というフェーズには至っていない。実際、融資先のうち返済が滞った企業の割合を示すデフォルト率は上昇傾向にある（参考図1）。「大企業と中小企業」「上位格付と下位格付」等における二極化現象はしばらく続く可能性が高いとみられる。

信用リスクからみる企業金融の行方  
 ～ ヘッジできるリスクとできないリスク

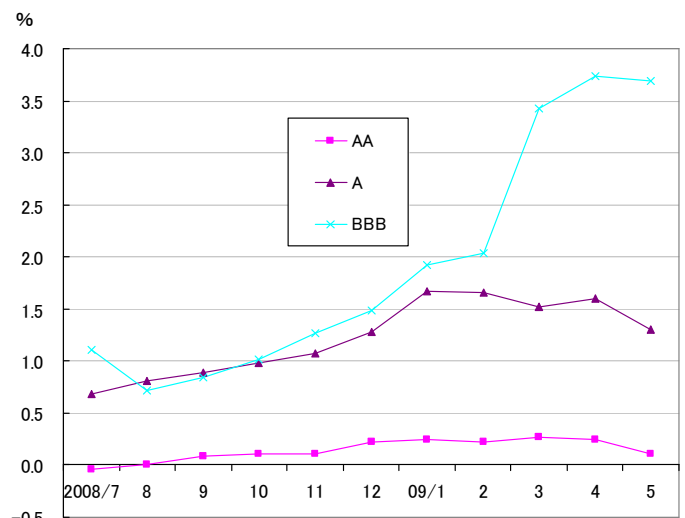
こうした現状を踏まえ、リーマン・ショック以降の企業金融の状況を信用リスクの視点から整理してみる。信用リスクとは、一般に対象企業の信用状態（財務状態等）が悪化することによって債権を回収できなくなる危険性を指す。信用リスクには、個々の企業それぞれに固有に備わるリスク（以下、個別信用リスク）と、景気の急激な変動や金融システムの混乱などシステミックな要素から生ずるリスク（以下、共通信用リスク）に分けることができる。個別信用リスクは、個々の

図表3 企業規模別貸出し伸び率（前年比）の推移



（出所）日本銀行「貸出先別貸出金」

図表4 社債の国債利回りに対するスプレッドの推移

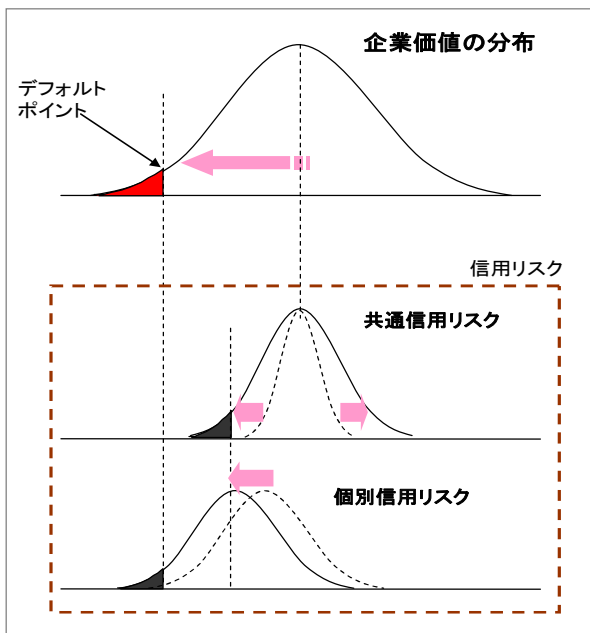


（注）残存期間5年以下の銘柄の平均値。格付けは格付投資情報センター

（出所）日本証券業協会

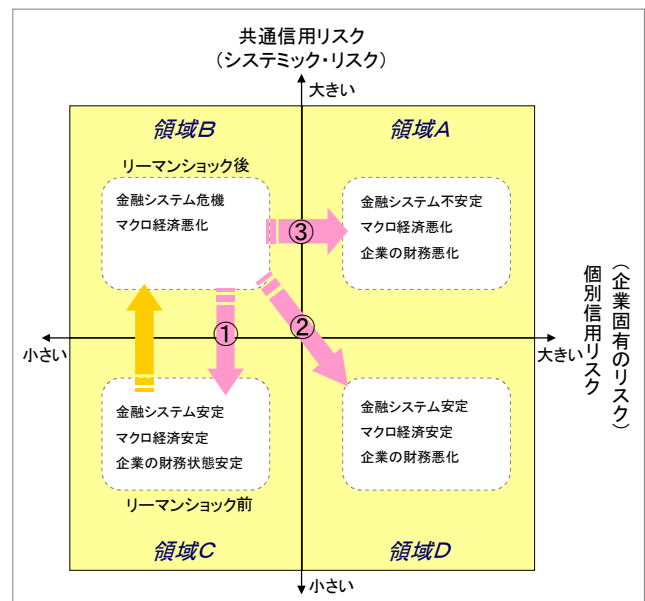
<p>共通信用リスクの増加が引き起こした企業倒産</p>	<p>企業ごとに異なるもの（相関性が低い）であるため<sup>1</sup>、多数のローンを集める（ポートフォリオ化）ことによってリスクを低下させることが可能となる。大数の法則が適用できる保険や住宅ローンの証券化などは、個別信用リスクの低下を目指した商品とすることができる。一方、共通信用リスクとは、景気変動や金融システム不安などによって不特定多数の企業が同時に蒙るリスクである。同リスクは個別信用リスクと違い、政府保証でも付けられない限りポートフォリオ化によってリスクを低下させることが出来ない。</p>
<p>今後のシナリオ ～实体经济の悪化が個別信用リスクの増加に波及するかが焦点</p>	<p>昨年秋以降の現象、すなわち、金融システムの機能不全に起因する資金繰り倒産、急激な生産調整による下請け業者の連鎖倒産といった事態は、共通信用リスクの増加によって企業価値がデフォルト・ポイントまで急速に低下したことを示している（図表 5）。こうした共通信用リスク増加の波は、トヨタやソニーといった経営体力のある（個別信用リスクが小さい）優良企業においても深刻な影響をもたらした。当然のことながら、財務体質の弱い（個別信用リスクが大きい）低格付企業や中小企業の多くは、個別信用リスクに変化がなくとも共通信用リスクの増加によってデフォルト・ポイント近辺まで流されることとなった。</p> <p>上述のように、現状、金融市場では一時期のパニック的な混乱は収束しており、これに伴って共通信用リスクも低下しているとみられる。今後懸念される点としては、实体经济の悪化（共通信用リスクの増加）に伴って個別企業の財務内容が悪化する（個別信用リスクの増加）といった、2000年以降のわが国経済にみられた現象、すなわち、实体经济の悪化と不良債権の増加による負のスパイラルに陥</p>

図表 5 昨年秋以降の信用リスクの変化（概念図）



(出所) 日本リサーチ総研作成

図表 6 信用リスクの変化と今後のシナリオ（概念図）



(出所) 日本リサーチ総研作成

<sup>1</sup> 個別信用リスクによって企業Aが倒産しても企業Bへは波及しない。

いるシナリオである。米国ではGMの再建問題等、処理の方法次第では再び金融システム不安に繋がりがかねない火種がくすぶっている。このシナリオは、共通信用リスクと個別信用リスクが相互作用的に増加する最悪シナリオ（図表6のシナリオ③）であり、何としても避けなくてはならない。理想としては、このまま金融市場の安定が続き、実体経済も生産調整後の最終需要の回復が明確に表れること（シナリオ①）であるが、生産調整に伴う雇用や賃金等への影響はこれからが本番である。可能性の高いシナリオとしては、実体経済の回復力は弱く企業の財務状態の悪化はある程度避けられないものの（個別信用リスクの増加）、財務リスク等を通じながらリスクの縮小化を図っていくシナリオになると考えられる（シナリオ②から領域Cへと向かうプロセス）。

国はどこまで関与すべきか  
～共通信用リスクが大きい  
場合は政府による支援策が  
必要

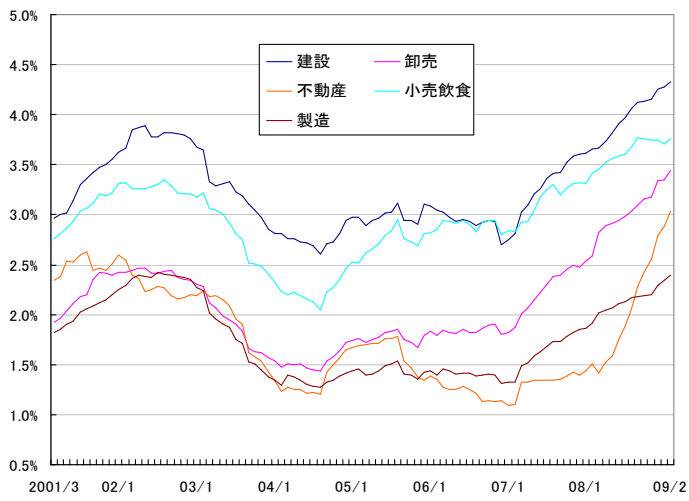
昨年秋以降、政府・与党が打ち出した経済対策の事業規模は130兆円を超えた。緊急保証制度は中小企業の資金繰り不安を緩和する効果があったが、一方で信用保証協会が全額保証するため、銀行はリスクなしで貸出せる仕組みになっている。こうした国頼みとも言える経済状況に対し、国がどこまで関与すべきかという点が改めて問われている。この問題を上述のリスクの観点から整理してみる。

繰り返しになるが、個別信用リスクは分散可能なリスクであるため、市場が正常に機能していれば民間でコントロール可能である。この場合、政府による支援策はモラルハザードに繋がる恐れを持っている。一方、金融システム不安や景気の急激な悪化から生ずる共通信用リスクが経営不安の主因である場合、同リスクのヘッジは困難であるため、政府による支援策はそれなりの合理性を持つことになる。

問題は、経営不安に陥っている企業に対し、どこまでがシステムティックな要因でどこまでが企業固有の要因によるものか、定量的な線引きが難しい点にある<sup>2</sup>。第一のステップとして、マクロ経済の回復状況と企業の財務内容の変化を比較し、両者の相関性が高い場合は共通信用リスクが大きく、逆に相関性が低い場合は個別信用リスクが大きいといった検証が必要になるだろう。

<sup>2</sup> 信用リスクモデルの多くは、1ファクター型マートンモデルという仕組みが採用されており、同モデルでは2つの要因を明示的に扱っているため、同モデルを利用して2つのリスクのウェイトを計算することは理論的には可能と思われる。もっとも、実務上はデータ制約等により、相当の困難を伴うと思われる。

(参考図 1) 業種別デフォルト率の推移



(出所) 日本リスクデータバンク