

コロナ禍における金融支援策の論点整理

～ポストコロナの事業再生に向けて～

一橋大学大学院経営管理研究科 教授
安田 行宏

キーワード

中小企業、信用割当、信用保証、過剰債務問題、事業再生

要約およびポイント

- コロナ禍における中小企業の資金繰り支援策によって信用保証協会の保証付き貸付を中心に融資残高が伸びており、倒産の抑制に貢献している
 - 保証債務残高は 20 兆円ほど増加している
 - 倒産件数は抑制される一方で、休廃業・解散数は増加している
 - 貸出の増加とともに預金も過去最高を記録している
- コロナ禍が長引くと過剰債務問題の顕在化による、バランスシート不況の恐れがある
 - デット・オーバーハングによる過少投資問題が懸念される
 - かつてのバランスシート調整はゾンビ企業の温存を招いた
 - コロナ禍以前より、中小企業の低収益性の問題が存在していた
- ポストコロナを見据えた事業再生には、中小企業の状況に応じて、リスク、債権放棄を伴う金融支援策が必要となる可能性がある
 - 中小企業の事業再生は私的整理で行うのが現実的である
 - 私的整理において中小企業再生支援協議会の果たす役割は大きい
 - 債権放棄を伴う抜本的な事業の再構築は第二会社方式で行うことが多い
- 緊急融資は信用保証協会の保証付きであるため、保証協会の求償権と優先条項の放棄について政策対応が必要となる可能性がある

I. はじめに

コロナ禍が長期化している

本稿の目的は、コロナ禍における中小企業向けの資金繰り支援策の現状について、入手可能なデータに基づきながら概観し、これらの政策の経済学的合理性と、今後予想される金融支援策の課題について論点整理を行うことである。これまで前例のない規模での政策対応によって、心配された企業の資金繰り問題は今のところ顕在化せずに、一見落ち着きを保っている。しかし、コロナ禍の当初の政策対応は、おそらく短期的な終息が想定された資金繰り支援策であったと考えられる点には注意が必要である。コロナ禍が発生してからおよそ 1 年が経過したが、再度の緊急事態宣言が発令され、いまだ終息時期が見通せない状況にある。一時的な流動性不足の問題に留まらず、飲食・宿泊業などを中心に幅広い業種に対して、長期的な視点からの政策対応が必要となる可能性が考えられる。

ポストコロナにおいて、過剰債務問題の顕在化の恐れがある

本稿ではこの点に関して、具体的にポストコロナにおいて、相当数の中小企業において過剰債務問題が顕在化し、金融支援が必要となる状況が予想されることを論じていく。その際、銀行のいわゆるリスク対応はおそらく不可避であり、さらには抜本的な事業再生が必要となる企業に対しては、債務放棄を伴う金融支援の判断が求められる可能性も少なくないと考えられる。そこで以下では、今後の出口戦略をにらみながら、これらの状況に対する経済学的インプリケーションや、現行制度の特徴を踏まえた具体的な論点整理を行うこととしたい。

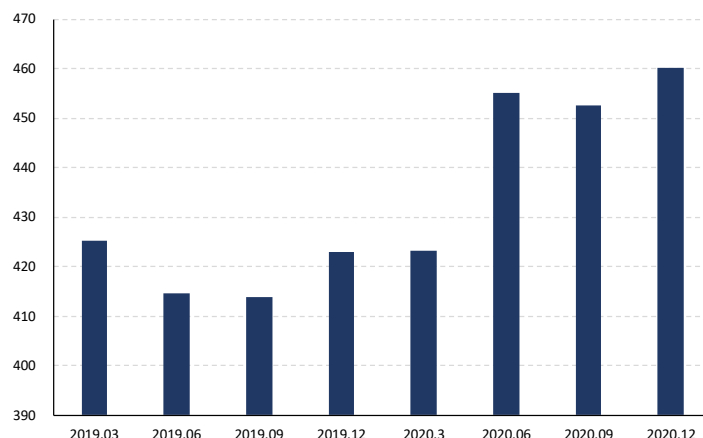
II. 中小企業に対する資金繰り支援策

1. コロナ禍における現状

借入金合計は増加している

図表 1 は、「法人企業統計」に基づいて、金融業、保険業を除く全産業の借入金（短期借入金と長期借入金の合計）の推移を図示したものである。2020 年度の第 1 四半期以降に急増していることが分かる。具体的に、2019 年度末の時点では約 423 兆円であったものが、第 1 四半期では約 455 兆円と 32 兆円ほど増加し、その後も高止まっている状況にある。この増加の背景には、コロナ禍における大規模な資金繰り支援策があり、特に、中小企業向けの資金繰り支援策として、いわゆるゼロゼロ融資（無利子、無担保）の効果が大きいものと考えられる。

図表 1：借入金合計の推移



注：各年四半期末ベース。縦軸の単位は兆円。

出所：「法人企業統計」に基づき筆者作成。

緊急融資とは

具体的な中小企業向けの資金繰り支援策としては、政府系金融機関による融資のほかに、信用保証付きの貸付として、セーフティネット4号・5号、あるいは危機関連保証のいずれかの認定を受けたものがある。大きな特徴として、融資期間が最大で10年であり、一定の要件で利子補給により実質の無利子（当初の3年のみ）、保証料減免（ゼロまたは5号認定の場合は半額）となっている。以下では、これらの融資をコロナ対応の緊急融資と呼ぶこととする。

保証債務残高、保証承諾件数は急増している

図表2は、2019年度以降の保証債務残高の推移を表している。20兆円を少し超える水準で推移してきたものが、2020年4月あたりから残高ベースで増加の基調が続いている。図表3は、保証承諾の件数・金額の対前年同月比の推移を示している。これを見ると4月から7月にかけて急増し、その後は落ち着いてきていることが分かる。一方、資金繰り支援策といっても、緊急融資の特徴として満期の長いことを反映して残高ベースでは増加基調にあり、コロナ前から2020年の年末までに累積で20兆円ほど増加している。

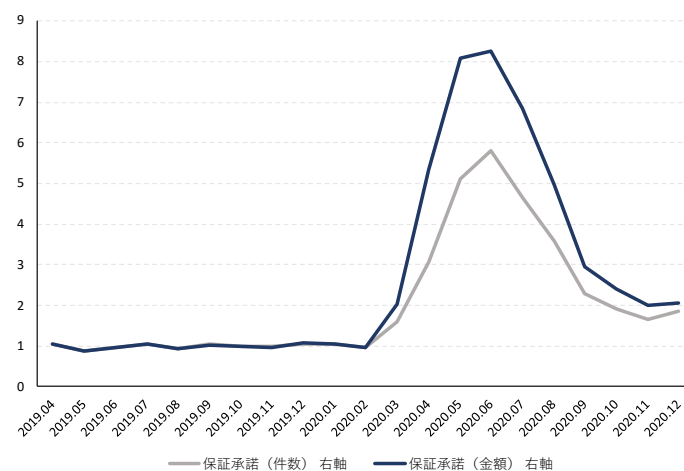
図表2：保証債務残高の推移



注：横軸は各月末ベース。縦軸の単位は兆円。

出所：一般財団法人 全国信用保証協会連合会のデータに基づき筆者作成。

図表3：保証承諾の件数・金額の推移



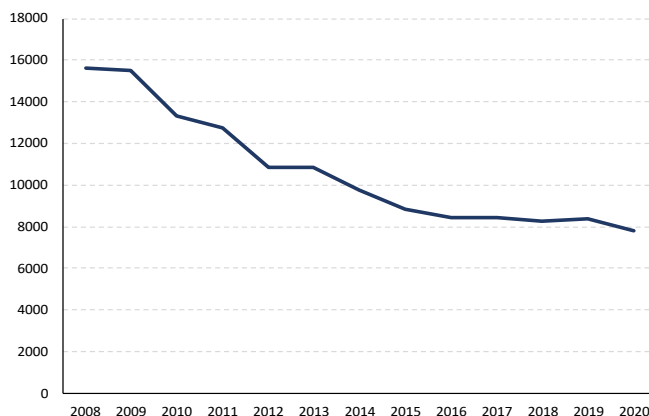
注：横軸は月次ベース。縦軸は対前年同月比（倍）。

出所：一般財団法人 全国信用保証協会連合会のデータに基づき筆者作成。

倒産件数は減少、休廃業・解散数は増加

図表 4 は倒産件数の推移を示している。2020 年の倒産件数は、7,773 件と近年では過去最少となっている。この意味では資金繰り支援策が功を奏した結果と言える。しかし、休廃業・解散数の推移を示す図表 5 を見ると、休廃業・解散件数は 5 万件に迫る水準となっている点には注意が必要である。資金繰りが苦しくなって倒産するケースは抑制できているが、経営者が休廃業・解散を選んだケースはむしろ増加している。この背景には、もともと中小企業の経営者の高齢化が進行し、事業承継など後継者問題がコロナ以前から課題となっていたことが考えられる。コロナ禍が引き金となり、事業の継続を断念したケースが多いのではないかと推察される。

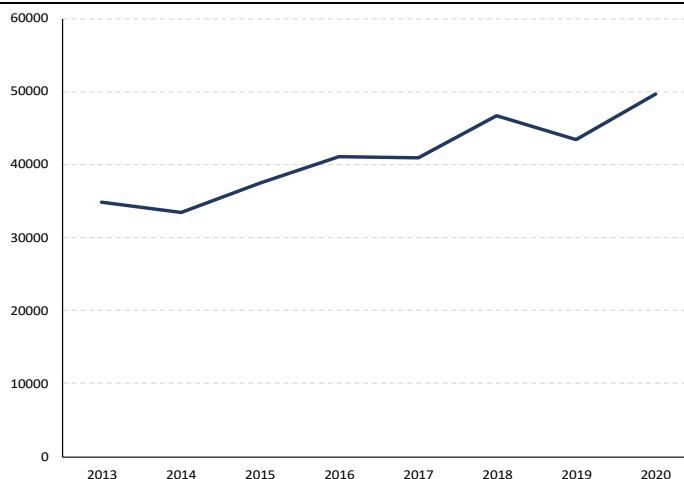
図表 4：倒産件数の推移



注：各年ベース。縦軸は件数。

出所：東京商工リサーチのデータに基づき筆者作成。

図表 5：休廃業・解散数の推移



注：各年ベース。縦軸は件数。

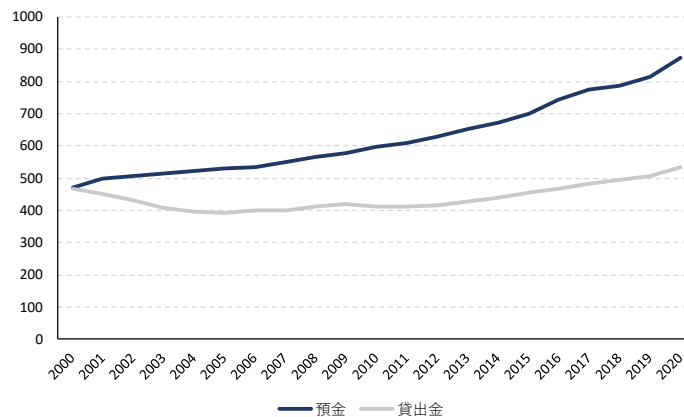
出所：東京商工リサーチのデータに基づき筆者作成。各年ベース。

貸出金・預金ともに増加

図表 6 は国内銀行の預金と貸出金の推移を表している。貸出金は上記の資金繰り支援策を反映して 2020 年の足元で 27 兆円ほど急増しているが 2010 年代に入ってからのはもともと増加基調にあり、累計で 125 兆円ほど増加していることが分かる。一方で預金はそれ以上に 2000 年代に入ってから一貫して増加基調にあり、特に足元では 62 兆円ほど増加しており、貸出金の 2 倍以上のペースで増加していることが分かる。これは上記の資金繰り支援策による融資が行われてきた結果であり、企業の予備的動機による一層の現預金の積み増しにつながり、900 兆円に迫る水

準となっている。貸出金・預金の残高のいずれもが過去最高を記録している。

図表 6：貸出金・預金残高の推移



注：国内銀行の全国合計。各年ベース。縦軸の単位は兆円。
出所：日本銀行のデータに基づき筆者作成。

Ⅲ. 中小企業の資金繰り支援策の経済合理性

1. 資金需要の急増と信用割当

資金繰り問題を経済学的に検討する

前節では、現時点で利用可能なデータに基づきながら、資金繰り支援策の現状について概観した。本節では、そもそも資金繰り支援策の合理性はどの点に求められるのかを経済学的観点から簡単に整理することとしたい。コロナ禍に限らず、地震などの天災等が生じると、企業・個人ともに資金繰りの問題に直面する可能性が考えられる。冒頭で述べたように、本稿では特に中小企業を考察対象とするため、以下では中小企業を念頭に議論を展開するが、一つ一つの論理は大企業、あるいは個人事業主などに対しても同様の議論が成立する可能性がある点には留意されたい。

資金繰り問題と情報の非対称性の問題

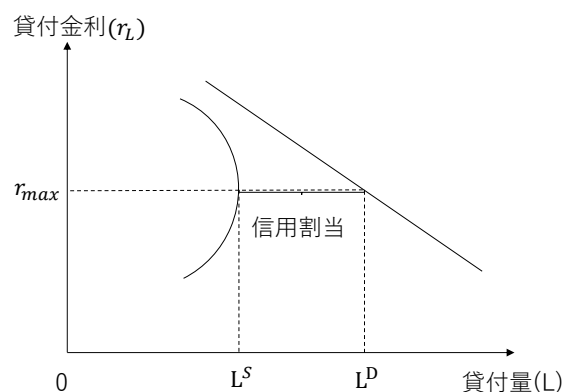
資金繰りのニーズは、資金の貸借において資金の需要曲線の右へのシフトとして表現される。資金の供給主体である金融機関が平時と同様に対応できる前提では、市場メカニズムが機能する限り、金利の上昇を伴うものの、貸付量が増加するため、政府による政策支援の必然性は特にない状況と言える。しかし、資金繰り問題としては、資金を借り入れる企業にとって資金ショートを回避するために、短期的に資金を必要とする。このため、資金需要が急速かつ大規模なケースにおいては金融機関の対応が追い付けない恐れがある。具体的には、銀行が貸出先の中小企業に対して、その信用リスクの評価などに対して十分時間をとれないなどの理由により、借手企業の質を正確に審査できない問題が生じる可能性が考えられる。これは経済学でいうところの情報の非対称性の問題が生じる恐れがあるということになる。

逆選択の問題への対処として、信用割当が生じる

情報の非対称性の問題が資金の貸借契約を結ぶ前にあると、具体的には、いわゆる逆選択の問題が生じると考えられる。資金の貸借において、この問題を回避するために銀行の資金の供給曲線が後方屈曲型の形状となると考えられる (Stiglitz and Weiss, 1981)。貸付金利が上昇すると、借手の質が一定である限りは、資金の

供給量を増やすインセンティブが銀行にはあるが、その前提が崩れると、高い金利でも借りたい信用リスクの高い借手に対しては、資金の割り当てを行うことが合理的となる。つまり、一定以上の貸付金利の上昇に対しては、貸付の供給量を減少させることとなる。図表 7 にその様子が描かれている。資金の需要曲線については、コロナ禍の資金繰りニーズの高まりによって、かなり右側に位置するものとして描かれている。後方屈曲型の資金の供給曲線においては、貸手は期待収益が最大となる r_{max} の貸付金利の水準で資金を供給するため、結果として、 $L^D - L^S$ の分だけ、企業の中には資金を借りたくても借りることのできない「信用割当」の問題が生じることとなる。これが政策介入の合理性の根拠となる。つまり、貸手である銀行と借手である中小企業間の情報の非対称性の問題によって生じる信用割当という市場の失敗の是正が政策介入の根拠となる。

図表 7：信用割当



注：右下がりの曲線（直線）は資金の需要曲線、後方屈曲型の曲線は資金の供給曲線を表す。
出所：筆者作成

2. 信用割当と信用保証制度

信用割当に対して信用保証制度は政策対応として用いられる

信用割当のように情報の非対称が原因となって生じる問題に対して、信用保証制度は一つの政策対応となる。Udell（2015）は、社会厚生に対する影響については学術的にはコンセンサスは得られていないものの、中小企業の資金制約の緩和には有効であると受け止められていると論じている。実際問題として、日本の中小企業に対する資金繰り支援策の歴史を振り返ると、金融危機などが生じるごとに、信用保証制度が拡充されてきたことが分かる。

長期にわたる保証債務残高の推移

図表 8 は、比較的長期にわたる保証債務残高の推移を表している。図表から信用保証制度の利用には何度か利用の急増の時期があることが分かる。例えば、1998 年度に急増しているのは、いわゆる特別保証制度の導入によるもので、1997 年の北海道拓殖銀行などの破綻に端を発した金融危機を踏まえて導入されたものである。銀行の不良債権問題を背景に 1999 年度にピークを迎えている。次に目を引く 2008 年度から 2009 年度にかけての増加は、リーマンショックに端を発した金融危機を契機に、いわゆる緊急保証制度の導入によるものである。その後、保証債務残高は低下の基調にあったが、コロナ禍による前例のない資金繰り支援策によって保証債務残高が再び急増していることが分かる。既にリーマンショックの時の残高を超えており、今や不良債権問題のピーク時に迫る勢いであり、これまでの危機対応と比較しても、図表 2 で見たように、特に短期間での残高の急増が一つ

の特徴となっている。

図表 8：保証債務残高の推移



注：各年度末ベース。ただし、2020 年のみ 12 月末時点での残高。縦軸は兆円。

出所：一般財団法人 全国信用保証協会連合会のデータに基づき筆者作成

信用保証制度とモラルハザード

信用保証制度により、保証が付くことで貸手である銀行は信用リスクを負わないため、情報の非対称性の下であっても貸付のインセンティブを維持できることから、信用割当のような事態を回避することができる。ただし、救済すべき将来性のある企業の資金繰り支援ができる一方で、救済すべきでない企業に対しても同様に貸付をおこなってしまう副作用を伴う。特に注意すべき点として、銀行が借手企業の信用リスクなどの質を把握できる場合、つまり情報の非対称性がない場合には、意図的に質の劣る企業に対して保証制度の利用を勧めるといった銀行のモラルハザードの問題が顕在化することはたびたび指摘されている。

信用保証制度に関する学術研究のサーベイ

小西・長谷部（2002）は、特別保証制度によって一時的な雇用の維持と貸出の増加が見受けられる一方で、企業のパフォーマンスの改善には寄与しなかったと論じている。松浦・堀（2003）も、特別保証前後の中小企業を対象に分析し、特別保証制度が存続企業の ROA などの企業パフォーマンスの改善には貢献しなかったと論じている。Uesugi et al.（2010）は、特別保証制度を通じて長期借入金が増加していることから、「貸し渋り」の緩和効果を実証的に確認しているが、ROA の低下など事後的な企業のパフォーマンスの低下を示唆する結果を得ている。ただし、植杉（2008）は、特別保証制度の利用後において比較的信用リスクの低い企業については利益率の改善が見受けられることを実証的に確認している。近藤（2018）は、信用保証制度の利用によってプロパー融資の増加につながらない点を踏まえながら、旧債振り替えといった銀行のモラルハザードが生じている可能性を示唆する実証結果を得ている。Wilcox and Yasuda（2008）は、保証貸付がプロパー融資の増加につながることを含意する実証結果を得る一方で、Wilcox and Yasuda（2019）では、信用保証制度の利用を通じて銀行がリスクテイクを行うという実証結果を得ている。Ono et al.（2013）は、緊急保証制度における保証付き融資とプロパー融資との関係について、メインバンク関係にあるのか否かで分けて分析している。メインバンク関係がある時には、保証貸付の増加が部分的にプロパー貸付の減少によって相殺されている（代替されている）こと、利用企業の事後的なパフォーマンスの悪化が見受けられることを実証的に確認している。

以上の点から見ても、一時的な資金繰り支援策としての効果はこれまでの政策対応において実証的に確認できる一方で、事後的な企業のパフォーマンスには負の影響を及ぼす可能性が高いことが分かる。

3. 過剰債務問題

過剰債務問題とは

以上、資金繰り支援策としての信用保証制度の合理性とその学術的評価について概観したが、給付金や補助金と違ってこれらはあくまで融資であり、今後、その返済が必要となる。コロナ禍により従前の収益を回復できないなど、想定外の事態が生じると、これまでとは違った問題が顕在化する恐れがある。その一つが過剰債務問題である。過剰債務問題とは、負債の返済負担が過度に増えると、それにより企業の投資活動が抑制されてしまう過少投資問題のことである。別名、デット・オーバーハング（Debt overhang）と言われ、Myers（1977）によって提唱された問題である¹。

バランスシート不況とは

過剰債務問題は、実質債務超過に陥る企業において顕在化しやすい問題であり、コロナ禍における緊急融資によって過度に負債を抱えると、デット・オーバーハングに陥る可能性が高くなると言える。かつてのバブル崩壊後の不良債権問題は、企業側からすると過剰債務問題であり、これによる投資の低迷が平成不況の一因となったという理解は広く共有されている。したがって、ポストコロナにおいては、売上のV字回復が期待される一方で、財務の健全化に向けたバランスシート調整には時間がかかることから、じわじわとその影響が長引く形で経済の停滞が継続する恐れがある。さらに言えば、こうしたバランスシート上の調整において、企業は負債を返済する一方で、新規借入れを抑制する結果、投資が一層低迷する悪循環に陥る懸念がある。これらの問題を総称して、「バランスシート不況」、あるいは「過剰債務の罠」などという²。

4. バランスシート不況の回避とゾンビ企業の温存の相克

バランスシート調整の必要性

デット・オーバーハングによる過少投資問題が持続することで、マクロ的に経済成長の低迷が続く恐れが一つ考えられる。この問題を回避するためには、ポストコロナにおいて、企業の収益性の改善のみならず、過剰債務問題の解消のために速やかなバランスシート調整が望ましいと考えられる。しかし、図表 2 や図表 8 から分かるように、緊急融資の多くは、信用保証協会の保証付き融資であり、後に論じるように、保証付き融資は一般に債権放棄が難しく、別途、政策対応が必要となる可能性が考えられる。

ゾンビ企業とは

一方で、バランスシート調整の対象企業を見誤ると、市場から退出すべき企業を安易に救済するという問題も考えられる。いわゆるゾンビ企業の温存という問題である。ゾンビ企業とは、銀行などからの金融支援があっても初めて存続可能な実質的には支払い不能に陥っている企業のことを言う。ゾンビ企業の弊害としては、市場メカニズムの淘汰によって市場から退出すべき企業が存続することで、過当競争が生まれ、製品・サービス価格の低下や、従業員確保のための賃金の引上げが必要となり、結果として資源配分が非効率になることが Caballero et al.（2008）で論じられている。さらに、こうした過当競争の価格の低下によって新規企業はより高い生産性を持たない限りは市場の参入ができないという負の外部性の弊害

¹ より具体的な説明は、福田（2020）、安田（2021）を参照こと。

² 前者の用語から順に、Koo（2009）、Turner（2015）の表現である。以下ではバランスシート不況という用語に統一して言及する。

を実証的に示している。すなわち、ゾンビ企業の温存は市場の新陳代謝を悪化させ、経済の停滞を招くこととなる³。

コロナ禍とゾンビ企業

今回のコロナ禍においては、政府による補助金・給付金、あるいは様々な資金繰り支援を通じて、ゾンビ企業が温存される恐れが考えられる (Schvaridi et al. [2020])。ただし、今回のコロナ禍における支援先企業は主に中小企業であり、以前の大企業がゾンビ企業となった状況と比較すると、上記の意味での負の外部性の問題がどの程度深刻かは別途検討が必要に思われる。

ショック療法と中小企業の不整合性

福田 (2015) は、長銀と日債銀の破綻に際して、両行のその後の経営方針の違いについて、前者が短期的に業績回復を狙うハードな予算制約の「ショック療法」であり、後者がソフトな予算制約の「漸進主義」であったことの違いに注目し、それぞれの顧客企業のパフォーマンスにどのような影響を与えるかを比較している。注目すべきは、その影響が大企業と中小企業とで異なる結果を得ている点である。大企業においては「ショック療法」を通じて業績の改善がみられ、背後にはゾンビ企業の淘汰があると論じている。一方、中小企業ではその結果は得られず、むしろ「漸進主義」の融資関係を維持した方が、そうでない企業よりも利潤率が高かったことを実証的に確認している。この結果は、もっぱら特定の銀行借入に依存している中小企業にとって銀行・企業間関係が維持されることが極めて重要であることを示唆しており、ハードな予算制約による「ショック療法」の適用については、特に中小企業に対しては慎重な対応が必要となることが分かる。

Too many to fail 問題

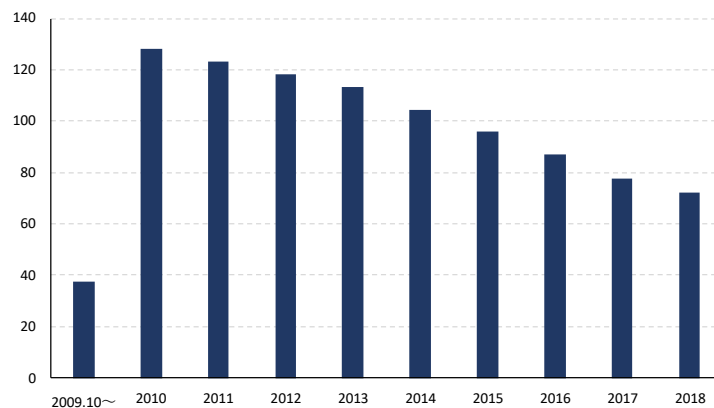
無論、一つ一つが小規模であっても、支援先企業数・金額を踏まえると、総計したインパクトは大企業におけるゾンビ企業のケースに引けを取らず、Too many to fail 問題と言えるかもしれない。この意味で、飲食や宿泊業など、業種の偏りがあるにしても、支援を必要とする企業が膨大な数に上っている点には注意が必要である。例えば図表 3 の保証承諾件数でいうと、急増した 2020 年 3 月から 12 月までの累計で約 170 万件近くに上っている。各企業の収益性に対して過大な債務を背負っているケースは少なくないと思われる。

中小企業の低収益性問題

この懸念に関連して、中小企業の低収益性の問題は、実はコロナ禍に関わらず、従前から特に日本の中小企業においての最重要課題の一つであった。というのは、多くの中小企業は平時においても赤字経営で財務的に脆弱であり、また、実質債務超過の企業も決して少なくなかったと言えるからである。図表 9 は、貸付条件変更の推移を表している。2009 年から 2010 年への急増は、いわゆる金融円滑化法によるもので、2 回の延長後の 2013 年 3 月で同法は終了した。しかし、その後も下方トレンドではあるが、データ入手可能な直近の 2018 年度においても約 72 万社の企業が条件変更を受けていることが分かる。この意味において、中小企業における事業再生は長らく懸案となっていた課題と言える。これにコロナ禍の問題が加わったものの、かつてない手厚い資金繰り支援策によって、こうした構造的な問題が表面化していないだけの可能性が高い。

³ 例えば、星・カシヤップ (2013) を参照のこと。

図表 9：貸付条件変更の件数の推移



注：各年度ベース。ただし、2009 年のみ 10 月から年度末まで。縦軸の単位は万件。
出所：金融庁 HP「貸付条件の変更等の状況について」の資料に基づき筆者作成

IV. ポストコロナを見据えた金融支援策

1. 中小企業の金融支援策

以下では、中小企業の事業再生のための支援策について、まずは簡単に整理する。企業の事業再生手法としては、大きく、リスケジュール、資本支援、債権放棄、債権売却に分けて整理することができる。

(1) リスケジュール

リスケとは

リスケジュール（以下、リスケ）とは、融資の返済条件の変更による返済期限の延長を行う金融支援のことである。企業にとっては返済猶予であり、財務面の改善ではないため、基本的に一時的なショックに対して有効な資金繰り支援策であり、自主再生可能な比較的早期の企業に対する金融支援と言える。

(2) 資本支援

DDS とは

資本支援には、DDS（Debt Debt Swap）と、DES（Debt Equity Swap）の二つがある。DDS は、金融機関などの債権における支払いの優先順位を劣後させる手法である。DDS はバランスシートの改善にはつながらないものの、金利負担の軽減と一定期限の利益の確保の効果がある。ただし、債務免除される訳ではないため、基本的にリスケと同様、時間的猶予を与える手段と言える。金融機関にとっては自己査定 of 債務者区分において一定の要件を満たせば自己資本とみなされるため、債務者区分のランクが上がり、当該企業との取引関係を継続しやすくする効果が期待される。現行利用されている DDS は、協議会版資本金が太宗を占めている。ただし、コロナ禍での追加された資本金劣後ローンは期限一括償還となっており、また、一定期間経過後において利率が変動する（上昇する）可能性があり、平時に戻ることでかえって利用企業の財務を悪化させる恐れも考えられる点には注意が必要である。

DES とは

DES は、既存債務を株式に転換させる手法である。DDS とは異なり、負債と利息が圧縮され、資本が増加するため、債権放棄に近い手段と言える。元来、株式の売却ができる上場企業の再生手法として利用されていた。種類株式の発行が可能となつてからは、無議決権の償還型株式を用いた DES が、中小企業の再生において用いられるようになった。しかし、いくつかの税制面の問題を回避できるメリットが 2003

年（平成 18 年）の税制改正によってなくなってからはその利用が減少している。

（3）債権放棄

債権放棄・第二会社方式とは

リスクよりもさらに踏み込んだ金融支援であり、金融機関が金利減免、元本の返済額削減を行う直接的な債権放棄と、第二会社方式を用いる間接的な債権放棄がある。ここで第二会社方式とは、採算性の高い事業を会社分割あるは事業譲渡によって別会社に切り離して承継し、承継されない不採算の旧会社は特別清算あるいは破産手続きで清算する再生手法のことを指す。後に述べる税制上の問題などの観点から、銀行による債権の直接放棄よりも利便性が高く、近年における債権放棄の主要な方法となっている。

（4）債権売却

債権売却とは

事業再生ファンドや再生業務を行うサービサーへ銀行が債権を売却することで、事業再構築を通じて事業の再生を試みる。過去、不良債権問題の圧縮の際に一役買ったことから、「回収」を旨とする不良債権処理のためというイメージがあるが、事業再生における重要なプレーヤーの一つである。

2. 法的整理・私的整理と事業再生

法的整理と私的整理

いわゆる企業の倒産は、法的整理と私的整理に分類できるが、周知のように、日本の倒産法において大きな転換点は、1999 年に成立した民事再生法であり、会社更生法と並んで再建型の倒産法制である⁴。手続き開始後においても経営者がそのまま事業を継続できる DIP 型のファイナンスも可能となっている⁵。しかし、中小企業を念頭に置いた場合、法的整理の下での事業再生は難しいのが実態となっている。これは、法的整理は裁判所の管理の下で手続きの公平性、透明性を重視するため、「倒産」のイメージを顧客企業に与えるなどのレピュテーション喪失を通じた事業価値の棄損が生じるためである。特に中小企業にとって評判の悪化の影響は大きく、また、商取引債務も含めた全債務者に影響が及ぶため法的整理の下での事業再生は一層困難となる。したがって、中小企業は、私的整理の中で事業再生の道を模索するのが現実的であり、中でも中小企業再生支援協議会の存在が重要な位置を占めている。

中小企業再生支援協議会の支援スキーム

中小企業再生支援協議会の支援スキームは、1 次対応としての窓口対応と、2 次対応としての「再生計画」策定支援からなる。例えば、窓口相談件数については、累積で 4 万 7 千件ほどの相談を受けた実績がある。この従来スキームの中に、2020 年 4 月より新型コロナウイルス感染症の影響による資金繰り支援が必要と判断された場合には、いわゆる「特例リスク計画」策定支援がなされ、必要であれば、2 次対応に移行する仕組みが加わっている。

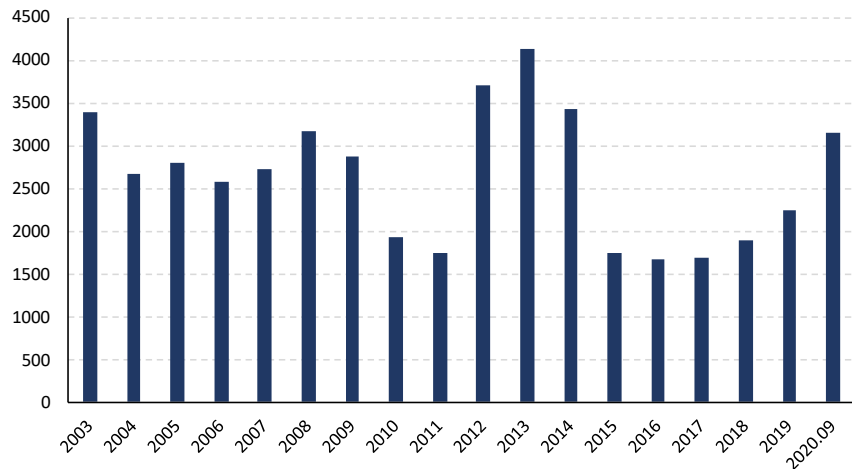
窓口相談件数の推移

図表 10 は、これまでの 1 次対応の窓口相談件数の推移を表している。設立当初の不良債権問題の処理の時期、リーマンショック後の世界金融危機の時期に相談件数が高く、特に、金融円滑化法の終了前後において相談件数が高くなっていることが分かる。足元は第二四半期までであるが、既に 3,000 件を超える窓口相談があることが分かる。

⁴ 中長期的な企業再生・倒産に関する先行研究については、三隅・茶野・安田（2020）の第 8 章も参照のこと。

⁵ その他、2009 年には、第三者が中立な立場で調停する事業再生 ADR が創設されているが、これも大企業向けと言える。

図表 10：窓口相談の件数の推移



注：各年度ベース。ただし、2020 年度のみ第 2 四半期まで。縦軸の単位は件数。

出所：中小企業庁「中小企業再生支援協議会の活動状況について」（令和 2 年度第 2 四半期）に基づき筆者作成

2 次対応はリスクが主流。
債権放棄は第二会社方式

公表資料に基づき、2 次対応まで進み、これまでに再生計画策定が完了した案件の手法別割合を見ると、金融機関におけるリスクがおおよそ 8 割、2 割程度が債権放棄となっている。債権放棄では、金融機関による直接放棄はほとんどなく、第二会社方式となっていることが分かる。

3. 債務者区分と再生スキーム

債務者区分と再生スキーム

過剰債務問題の解消のために中小企業がとるべき施策は、企業の財務・事業の状況によって異なってくる。銀行の債務者区分別（要注意先、要管理先、破綻懸念先、実質破綻先・破綻先）を踏まえて整理すると分かりやすい⁶。

要注意先と自主再生

要注意先である場合、経営不振であっても実質債務超過ではない状況にあれば自主再生が可能であり、例えば DDS や DES などにより、財務面の改善策の手を打つことができる。事業面においては人件費などの固定費の削減、事業内容の見直しなどにより、銀行の債務者区分のランクアップ（正常先への回復）を早期に目指すべき段階にあると言える。

要管理先とリスク・事業再構築

要管理先の区分に相当する場合、自主再生可能か否かの判断が重要となり、可能であればリスクなどにより、経営改善計画をたて事業再構築を行うことで自主再生を目指すべき状況である。一方で、自主再生が難しい場合には、抜本的な事業再構築を行う必要があり、私的整理の中で債権放棄を伴う抜本的な処置を施す必要があるかもしれない。ただし、無理に自主再生を図ることによってかえって意に反した倒産などの事態を招くよりは、自主廃業を選択することでやり直すことも視野に入れるべきである。

破綻懸念先と債権放棄・第二会社方式

破綻懸念先の区分に相当する場合、実質的な債務超過となっており、多くの場合自主再生は事実上困難と考えられる。私的整理であれば、債権放棄を伴う抜本的な事業再構築、あるいは法的整理による民事再生が具体的な選択肢となる。中小企業の場合、前者であれば多くは第二会社方式で行われ、後者の民事再生法の下での事業の再生は事実上、困難と考えられる。民事再生法の下であれば、すべての

⁶ 日本政策金融公庫・中小企業事業本部企業支援部（2019）、橋口（2014）、藤原（2020）を参考にしている。

債権者の合意を取り付ける必要はなくなるものの、中小企業の場合、上記で触れたように、「倒産」のレピュテーション喪失のダメージが高いためと考えられる。

実質破綻先以下と法的整理

実質破綻先・破綻先に相当する場合には、速やかに法的整理を行うべきであるが、経営者の生活・財産を守る余地がないか模索すべきである。いわゆる経営者の個人保証の問題があり、経営者保証に関するガイドラインの制定においてスキームとしては整備されたが、運用面ではいまだ様々な面から改善すべき課題となっている。

4. 今後における中小企業の事業再生の課題

ポストコロナと事業再生

以上、現行の事業再生の手法と中小企業の事業再生の現状について概観してきた。上記で整理したように、ポストコロナにおいて予想される過剰債務問題において、リスクによって事業再生が可能なケースは、事業の再構築を行うことが重要となる。一方、実質破綻先以下に相当する場合には、法的整理を行うこととなるが、リスクだけでは事業再生が困難であっても、債権放棄を伴う形であれば事業の再構築によって再生可能性があるケースへの適切な対応が課題となる。ポストコロナにおける中小企業の金融支援の観点からはこのケースの可能性を最大限模索することと思われる。以下では、その際に課題となる論点を挙げる。

(1) 論点 1：信用保証協会の求償権の問題

求償権放棄と優先条項

コロナ禍の緊急融資は信用保証協会の保証付き融資であり、事業再生のカギを握っているが、信用保証協会は債権放棄を単独で行うことは難しい。それは信用保証協会の保証付き融資には地方自治体の損失補償がついているため、債権放棄には、多くの場合、各地方自治体の議会の議決が必要となるからである。条例の改正によって対応済みの都道府県とそうでない都道府県があり、条例の整備が必要に思われる。さらに、これらの緊急融資には優先弁済の条項が付いているケースが多いと予想され、債権放棄を伴う事業再構築を行う際の障害となる恐れもある。少なくとも優先条項を外すなどの対応が必要に思われる。

(2) 論点 2：税制の問題

無税処理と債務免除益

経済学的には事業の継続価値が清算価値よりも高い場合には、実質債務超過に陥っていても、社会的には債権放棄による事業継続が望ましい（法的には清算価値保障原則を満たすケースに相当する）。よってこの基準に沿った判断が望ましい訳であるが、現行の制度の下では必ずしもその通りにならない可能性がある。特に、債権放棄に関する税務上の取り扱い方針は、経済学でいうところの摩擦的要因となる可能性がある。すなわち、債権者側からすると、債権放棄が損金扱いされ、無税償却とみなされるか否かで債権放棄のインセンティブが大きく変わる⁷。仮に無税処理の条件を満たさない場合、寄付金とみなされる恐れがあるため、金融機関にとって債権放棄は事実上選択肢からなくなる。実際、銀行による直接の債権放棄案件はほとんどなく、第二会社方式が主流となっている背景となっている。債務者側も同様に、債権放棄は債務免除益が発生し、欠損金が不足していると、債務免除益課税が生じる恐れがある。これらの点に対して制度整備が進んでいないものの、ポストコロナの事業再生には税制上の特例措置を含めたさらなる検討が必要となる可能性がある。

⁷ 藤原（2020）の 8 章を参照のこと。

(3) 論点 3：経営者責任と個人保証の問題

経営者責任と保証債務処理

私的整理による債権放棄を伴う事業再生は、経営者責任と引き換えに事業の継続と雇用を守る形となるが、コロナ禍における経営者責任をどこまで問えるのかは一概に言えないように思われる。民事再生の DIP 型はその点を踏まえた手続きであるが、前述のように、中小企業の場合には法的整理による再生は事実上難しいため、この点は検討が必要に思われる。現行の経営者に事業価値の源泉がある場合なども考えられるためである。結果として、責任を回避するために事業再生のタイミングを逃すことがあり得る。さらに、銀行による債権放棄には、先に経営者保証の保証債務の処理が必要となる点も課題となる。その保証の回収額の確定が無税償却の条件となっているからである。経営者ガイドラインの整備によって、経営者の財産・生活を守る方向へ制度整備が進んでいるものの、当事者の意識改革の必要性などの課題もある。事業再生ファンドへの売却などによる実質的な債権放棄を必要とするかもしれない。

V. おわりに

既存の枠組みに捕らわれない追加的政策対応の検討の重要性

本稿では、これまでのコロナ禍に対する中小企業の資金繰り支援策を中心に概観するとともに、経済学的にどのように政策対応が正当化されるのかと、今後予想される過剰債務問題の懸念について言及した。そのうえで、事業再生の方法と今後の政策対応の課題について検討を行った。本稿では既存のスキームの中での対応を原則としながら、事業再生に向けた検討課題の論点整理を行ってきたが、無論、前例のない事態に対し、既存の枠組みや前例の有無に捕らわれない政策対応や特例措置は別途検討すべきと思われる⁸。例えば、本稿では法的整理による民事再生法では、中小企業の事業再生の実績がほとんどないため事業再生の選択肢として議論をしていない。しかし、民事再生法自体の制度改革を行う必要性については、十分に検討余地があると思われる。例えば、対象となる債権者の範囲を金融債務の範囲に限定する余地はないかといった点である。これにより、連鎖倒産などの可能性を低下させることが期待される。こうした点は、むしろ法学的課題であるが、前例のない課題に対しては、経済学や法学などの学際的な議論がより一層重要になってくると言える。建設的な議論が進展することを期待したい。

以上

【参考資料・文献】

1. 植杉威一郎 (2008) 「政府による特別信用保証には効果があったのか」『検証 中小企業金融』(渡辺努・植杉威一郎地編著) 日本経済新聞社所収
2. 小林慶一郎・加藤創太 (2001) 「日本経済の罫」 日本経済新聞社
3. 小西大・長谷部賢 (2002) 「公的信用保証の政策効果」『一橋論叢』第 128 巻 5 号
4. 近藤隆則 (2018) 「政府の銀行貸出への関与は日本の中小企業を強くしたか 円滑化法、信用保証制度、資本注入政策に効果についての実証研究」 晃洋書房
5. 中西正・安田行宏 (2021) 「新型コロナ問題と事業再生－企業の再生とバランスシート不況の回避－」『事業再生と債権管理』172 号 金融財政事情研究会 (近刊)

⁸ 例えば、中西・安田 (2021) を参照のこと。

6. 日本政策金融公庫・中小企業事業本部企業支援部 (2019)「金融機関が行う私的整理による事業再生の実務『改訂版』」金融財政事情研究会
7. 橋口貢一 (2014)「税理士・認定支援機関のための中小企業の再生支援ガイド」中央経済社
8. 福田慎一 (2020)「金融論-市場と経済政策の有効性 新版」有斐閣
9. 福田慎一 (2015)「『失われた 20 年』を超えて」NTT 出版
10. 藤原敬三 (2020)「実践的中小企業再生論 第 3 版」金融財政事情研究会
11. 星岳雄・アニル・K・カシヤップ (2013)「何が日本の経済成長を止めたのか-再生への処方箋」日本経済新聞社
12. 松浦克己・堀雅博 (2003)「特別信用保証と中小企業経営の再構築ー中小企業の個票データによる概観と考察」内閣府経済社会総合研究所 ESRI Discussion Paper、第 50 号。
13. 三隅隆司・茶野努・安田行宏 (2020)「日本企業のコーポレート・ガバナンスエージェンシー問題の克服と企業価値向上」中央経済社
14. 安田行宏 (2021)「コロナ禍における資金繰り支援策と過剰債務問題」『事業再生と債権管理』172 号 金融財政事情研究会 (近刊)
15. Caballero, R. J., T. Hoshi, and A. K. Kashyap (2008) Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American Economic Review* 98(5), 1943–77.
16. Koo, R. (2009) The holy grail of macroeconomics: Lessons from Japan's great recession. John Wiley&sons.
17. Myers, S. (1977) Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5(2), 147-175.
18. Ono, A., Uesugi, I., and Y. Yasuda (2013) Are lending relationships beneficial or harmful for public credit guarantees? Evidence from Japan's emergency credit guarantee program, *Journal of Financial Stability* 2, 151-167.
19. Schivardi, F., Sette, E. and G. Tabellini (2020) Identifying the real effects of zombie lending. *The Review of Corporate Finance Studies* 9(3), 569–592.
20. Stiglitz, J. E., and A. Weiss (1981) Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71: 393-410.
21. Turner, A. (2015) *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*. Princeton University Press. (アデア・ターナー著 高速裕子訳「債務、さもなくば悪魔 ヘリコプターマネーは世界を救うか?」日経 BP 社, 2016)
22. Uesugi, I., Sakai, K., and G.M., Yamashiro (2010) The effectiveness of public credit guarantees in the Japanese loan market, *Journal of the Japanese and International Economies* 24,457-480.
23. Udell, G. (2015) SME Access to intermediated credit: What do we know and what don't we know. small business conditions and finance conference Volume, Reserve Bank of Australia, 61-109.
24. Wilcox, J.A., Yasuda, Y., (2008) Do government loan guarantees lower, or raise, banks' non-guaranteed Lending? Evidence from Japanese banks, presented at the World Bank Workshop Partial Credit Guarantees March 13-14, 2008.
25. Wilcox, J.A., and Y. Yasuda (2019). Government guarantees of loans to small businesses: Effects on banks' risk-taking and on banks' non-guaranteed lending. *Journal of Financial Intermediation* 37, 45-57.

留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者および両社の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、両社の意見等ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはいません。

本資料の日本での配布は、両社が行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。



商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 94 号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1 丁目 5 番 1 号 大手町ファーストスクエア

グローバル戦略部産官学連携室
〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台 4-6 御茶ノ水ソラシティ
E-Mail: srd_qr@mizuho-sc.com



株式会社日本投資環境研究所
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋 1 丁目 17 番 10 号 新光ビルディング日本橋 1 号館
URL: <http://www.j-iris.com>