

2021年3月29日
No.2020-048

コロナ危機下なぜ企業倒産は増えないのか —政府支援策とキャッシュ積み上げで4,000件抑制—

調査部 主任研究員 安井洋輔

《要 点》

- ◆ 新型コロナ感染拡大の影響から、2020年の実質GDPは27兆円も落ち込んだ。まさに、2009年の世界金融危機時に匹敵する落ち込みである。しかし、当時と大きく異なるのは、倒産件数がほとんど増えていないことである。東京商工リサーチによれば、2009年の倒産件数は15,480件であったのに対し、2020年は7,773件と半分程度に抑制されている。この要因として、以下の2点を指摘できる。
- ◆ 第1に、政府・日銀による中小企業向け資金繰り支援である。一定の前提条件のもとで試算すると、民間金融機関等による貸出や政府による持続化給付金などの財政措置によって、倒産件数は3,000件ほど抑制できたとみられる。
- ◆ 第2に、コロナ危機以前からの企業のキャッシュ保蔵である。2013年以降の景気拡大期に収益環境は大きく改善したが、企業は投資を抑制し、現預金を積み上げてきた。これにより、企業倒産は1,000件ほど回避できたとみられる。
- ◆ 経済危機時に企業倒産が急増すると、長期失業者や就業意欲喪失者が急増し大きな社会不安が生じるが、これを食い止めたという意味で、今般の資金繰り支援は十分評価に値する政策だったと判断される。
- ◆ 今後、重要なことは、当面のウィズコロナにおいても、企業が付加価値を着実に拡大していけるかどうかである。企業は、事業のオンライン化・業務のデジタル化によって、感染拡大や自然災害が発生した時でも売上を確保できる態勢を整備していく必要がある。同時に、人口減少が進行するなか、既存事業の継続や品質改善に終始するのではなく、消費者の潜在需要を満たす、新しい製品・サービスの創出に今まで以上に注力していくことが求められる。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・安井洋輔宛にお願いいたします。

Tel: 080-3528-3173、Mail: yasui.yosuke@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください

1. はじめに

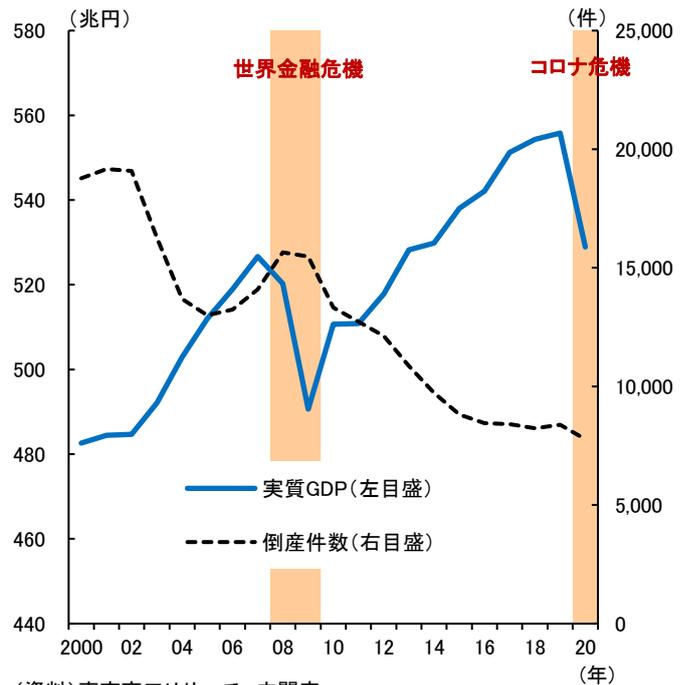
新型コロナウイルス感染拡大の影響により、2020年のわが国の実質 GDP は、前年から 27 兆円減少した。これは、世界金融危機の影響を受けた 2009 年と同程度の落ち込みであり、2020 年はコロナ危機に見舞われた年として歴史に刻まれるだろう（図表 1）。

もっとも、世界金融危機と大きく異なる点がある。それは、実質 GDP の減少幅に対して企業倒産が大きく抑制されていることである。東京商工リサーチによると、2009 年の倒産件数が 15,480 件であったのに対し、2020 年は 7,773 件と、2009 年の半分程度にとどまったほか、2019 年と比べてもわずかに減少した。

このように倒産件数が大きく抑制されているのはなぜであろうか。結論を先取りすれば、政府・日銀による資金繰り支援と、コロナ危機以前からの企業のキャッシュ保蔵が影響していると考えられる。つまり、多くの中小企業は、従前から積み上げていた手元資金に加え、政府・日銀による資金繰り支援策を背景とした金融機関からの融資により、資金繰りを確保することができ、その結果、倒産を回避することができた。実際、中小企業の資金繰り判断 DI をみると、2020 年は「対個人サービス」や「宿泊・飲食サービス」を除いて、資金繰りはそれほど苦しくならず、「宿泊・飲食サービス」を除くすべての業種で資金繰り判断 DI は 2009 年の水準を大幅に上回っている（図表 2）。

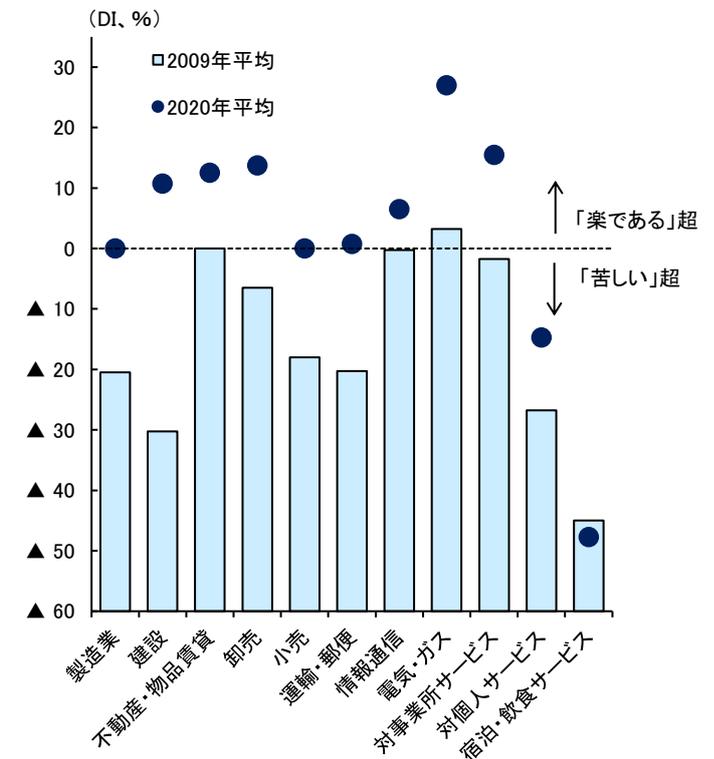
本稿では、実質 GDP が世界金融危機並みに急減したにもかかわらず、企業倒産が大きく抑制された理由を探るために、定量的な分析を試みる。その際、今次コロナ危機において、仮に政府等による資金繰り支援策や企業による現預金の蓄積が存在しなければ、どの程度倒産が増えていたか試算する。続いて、今後、中小企業や政府に求められる対応について検討したい。

（図表 1）実質 GDP と企業倒産



（資料）東京商工リサーチ、内閣府

（図表 2）中小企業の資金繰り判断 DI（業種別）



（資料）日本銀行

2. コロナ危機で倒産が抑制されたメカニズム

資金繰り支援や企業のキャッシュ保蔵がなければ、倒産件数はどの程度増えていたのであろうか。以下では、中小企業の資金繰り判断DIと中小企業の倒産率（倒産件数÷企業数）との関係から、仮に資金繰り支援やキャッシュ保蔵がなければ、資金繰り判断DIはどの程度悪化し、その時に倒産件数はどのくらい増えていたのかについて、一定の前提条件の下に試算した（前提条件などは本稿末補論参照）。

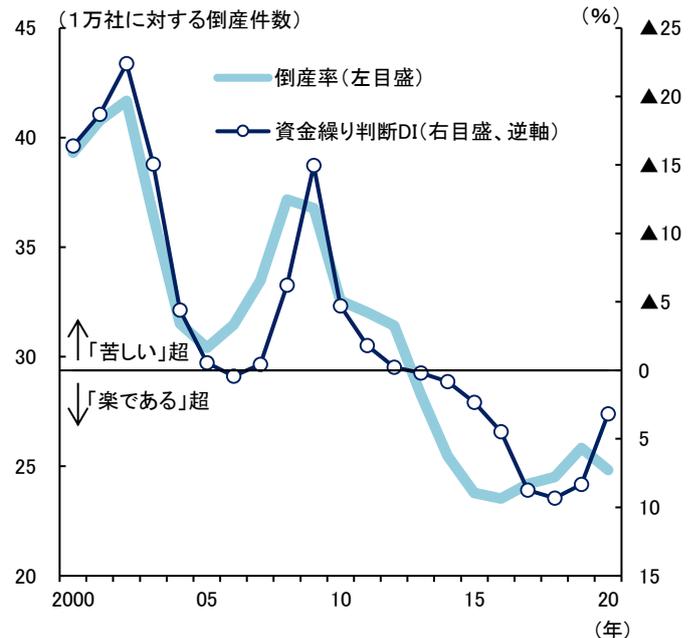
なお、資金繰り判断DIに注目するのは、企業倒産との連動性が非常に高いからである（図表3）。実際、経済危機時に売上が大きく減少し、資金繰りが苦しくなれば、企業経営者は固定費を圧縮するために従業員の解雇に踏み切るほか、場合によっては倒産を決断せざるを得なくなる。また、中小企業に着目するのは、過去10年の倒産件数のうち約97%が従業員数30人未満の企業であるためである。そのため本稿では、日本政策金融公庫が公表している中小企業の資金繰り判断DI（月次）¹を使って分析している。

まず、経済が危機に直面した際の資金繰り判断DIの変動要因をみていこう。2008年9月に勃発した「世界金融危機²」前後の資金繰り動向を要因別にみると、外的ショックによる輸出急減を背景に売上が大きく落ち込んだこと³から、需要要因が2008年11月以降にマイナス幅を拡大した一方、業況の悪化や株価・証券化商品の価格下落等の影響により金融機関のリスクテイク余力が大きく低下したため、資金供給要因も同程度マイナス幅を拡大した（次頁図表4左図）。この結果、資金繰り判断DIは過去平均を大きく下回り、当時の企業を取り巻く資金繰り環境は大変厳しかったと推察される。

次に、今次「コロナ危機」局面の資金繰りについて同様に要因分解すると、1回目の緊急事態宣言が発令された2020年4月以降、外出自粛などに伴う売上急落によって需要要因がマイナス幅を拡大したものの、資金供給要因とその他要因のプラス寄与がこれを打ち消したため、資金繰り判断DIが過去平均を下回ることにはなかった（次頁図表4右図）。

資金供給要因による押し上げ効果は、政府・日銀による大胆な中小企業向け資金繰り支援によるものである。政府は2020年5月に民間金融機関に対し、実質無利子・無担保融資（総額52兆円程

（図表3）中小企業の資金繰り判断と倒産率



（資料）中小企業庁(2020)、東京商工リサーチ、日本政策金融公庫、村上・児玉・樋口(2017)を基に日本総研作成
（注）企業数データが存在しない年は線形補完なし推計値を使用。

¹ 調査対象となる企業数・業種は限定されるものの、日銀短観における中小企業の資金繰り判断DIの動きと比較して大きな相違はみられない。

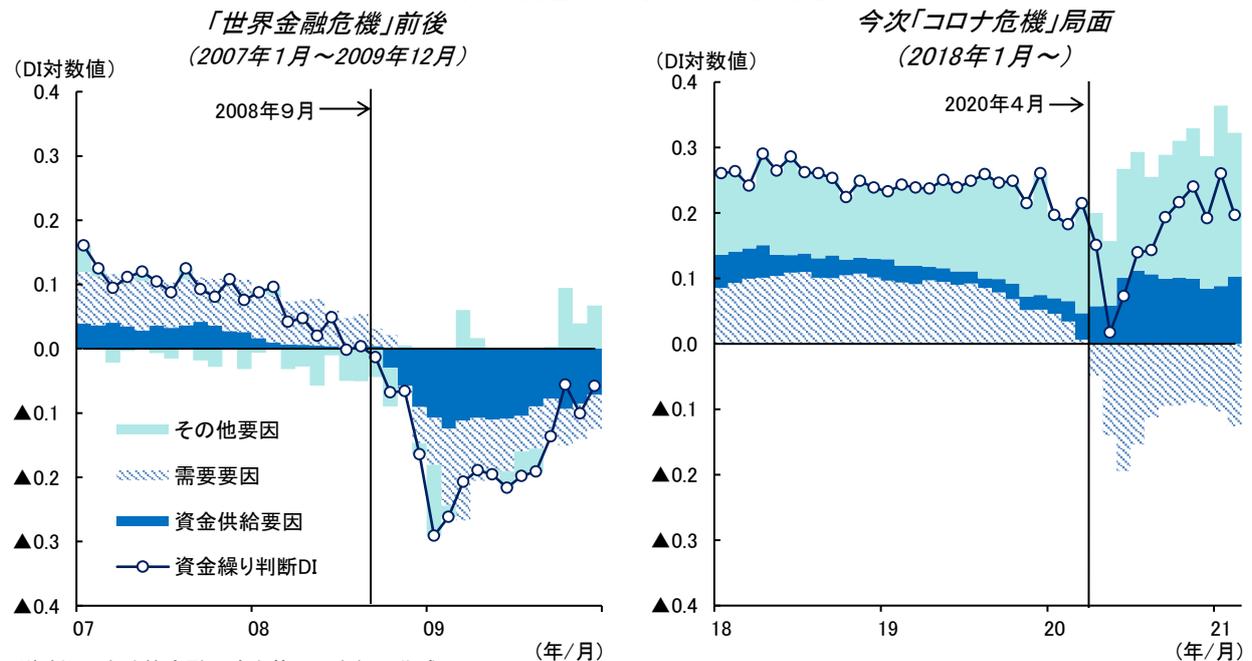
² 世界金融危機の発生時期は、リーマン・ブラザーズが経営破綻した2008年9月とした。なお、BNPパリバが傘下のファンドの解約を凍結した2007年8月から危機が始まったとの見方もある。

³ 経済産業省「全産業活動指数」をみると、2008年1～3月期から2009年1～3月期にかけて▲11.3%低下している。輸出急減の影響が大きい鉱工業生産指数は同▲32%と大きいのが、そのウエート(28.78%)を考慮すると全体への寄与度は▲7%であり、第3次産業活動指数が▲4%の寄与を占める。製造業だけでなく、非製造業も相応に経済活動が悪化していたといえる。

度)が可能となる制度を導入したほか、日銀も新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの導入・拡充など、金融機関が中小企業向け融資を行いやすい環境を整備し、この結果、金融機関は中小企業向けの貸出を積極化した。

一方、その他要因のプラス効果は、主に企業によるキャッシュ保蔵によるものである。2012年度以降、企業が継続的に付加価値を増やす一方で、それを投資に充てずに現預金としてため込み続けてきたことが影響している⁴。なお、2020年6月以降の顕著な伸びは、政府による財政支援、すなわち、持続化給付金や雇用調整助成金などの補助金が寄与している。

(図表4) 資金繰り判断DIの要因分解



(資料)日本政策金融公庫を基に日本総研作成
 (注)長期トレンドを除くベース。

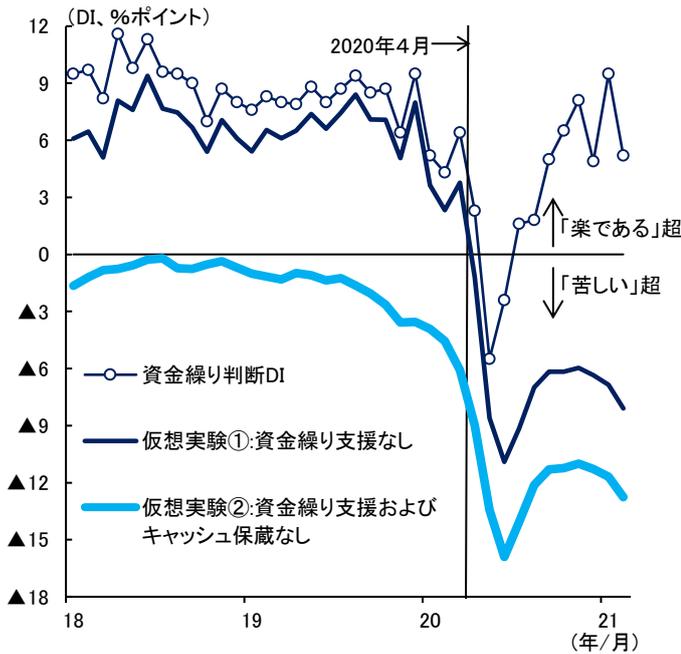
以上の分析に基づき、政府・日銀による資金繰り支援がなかった場合の資金繰り判断DIを試算すると、2020年7月に「楽である」超に浮上していた状況とは一変して、4月から6月にかけて「苦しい」超幅を急速に拡大する。その後幾分持ち直すものの、2020年平均をとれば▲4.3%ポイントとなる(次頁図表5 仮想実験①)。この水準に対応する倒産率は概ね32件/10,000社、倒産件数に直すと約10,600件となり、実際の7,773件に対し約2,900件上振れる試算になる(次頁図表6 仮想実験①)。

さらに、企業のキャッシュ保蔵もなければ、資金繰り判断DIの水準はさらに低下する。2020年後半にかけても▲12%ポイント程度で推移することから、2020年平均も▲10.3%ポイントと大きなマイナスとなる(次頁図表5 仮想実験②)。これに対応する倒産率は概ね36件/10,000社、倒産件数に直すと12,000件程度となり、実際よりも4,200件程度上振れる試算になる(次頁図表6 仮想実験②)。わが国の企業数が減少傾向にあるなか、12,000件の企業倒産件数はまさに世界金融危機時の倒産件数に匹敵する規模感と言える。

以上の分析より、推計のため一定の幅を持つてみる必要があるものの、資金繰り支援は2,900件程度、キャッシュ保蔵は1,300件程度、それぞれ倒産を抑制する効果があったことが示唆される。

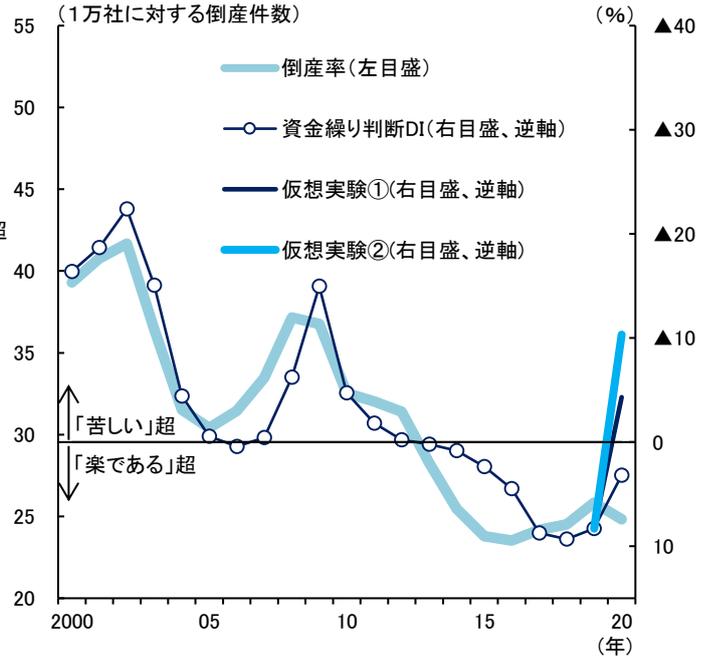
⁴ 企業がキャッシュ保蔵を続けた理由には、①経済危機において厳しい資金繰りを余儀なくされた記憶と②わが国の成長期待の低さが指摘できる。詳細は安井(2021)を参照。

(図表5) 資金繰り判断DIにおける仮想実験



(資料) 日本政策金融公庫を基に日本総研作成

(図表6) 資金繰り判断DIと倒産率



(資料) 図表3の脚注と同様。

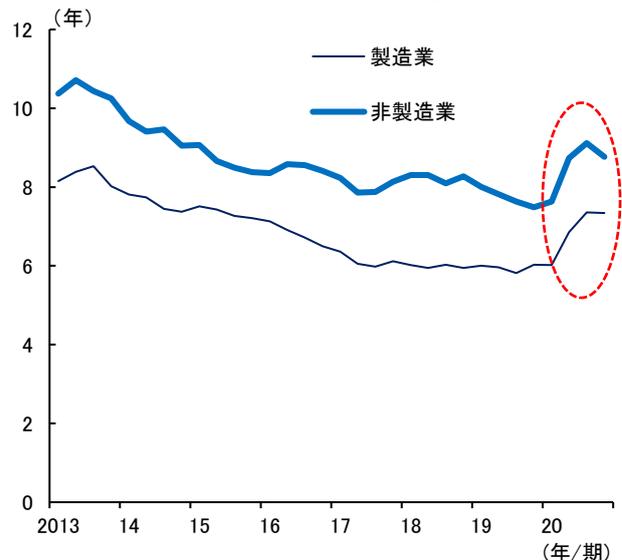
3. 政策評価と求められる対応

企業倒産が急増すると、今まで蓄えてきた有形・無形の事業資産が一気に失われてしまうほか、失業者も急増し、大きな社会不安が生じるリスクが高まる。とりわけ経済危機時には、企業の採用意欲が減退し、長期失業者や就業意欲喪失者が増えるなど悪影響が大きくなる。この点、一般の資金繰り支援策は、中小企業の事業資産を保全することに加え、倒産・失業を抑制し、社会不安の高まりを食い止めるという観点からみても、十分評価に値する政策だったと判断される。

もちろん、金融機関から融資を受け、コロナ危機における資金繰り難を回避できた中小企業には、今後長期にわたり返済負担が発生することになる。これが一定程度、経営面での重石になるのはやむを得ないことである。もっとも、中小企業全体でみれば、一般の借入増加や売上減から、2020年の借入金償還期間は1.3年程度伸びたものの、今のところその水準は2015年頃の水準に戻った程度にとどまっている(図表7)。コロナ特別貸付であれば当初3年間は金利負担が実質的に無利子となっており、再びコロナ以前の収益環境が実現すれば、5年程度で2019年の水準まで戻すことが可能であろう。

むしろ重要なことは、今後のウィズコロナ、アフターコロナの局面においても、中小企業が付加価値を着実に拡大していけるかどうかである。ウィズコロナでは、引き続き非対面・非接

(図表7) 中小企業の借入金償還期間



(資料) 財務省を基に日本総研作成

(注) 資本金1億円未満の企業が対象。借入金償還期間=長短借入金/簡易キャッシュフロー。長短借入金=金融機関借入金(流動負債)+その他の借入金(流動負債)+社債+金融機関借入金(固定負債)+その他の借入金(固定負債)。簡易キャッシュフロー=経常利益×0.6+減価償却費。いずれも後方4四半期移動平均。

触が求められる。また、コロナに関わらず、地球温暖化の影響もあり、わが国には、地震だけでなく、台風・オーバーヒートなどの天災発生リスクも増大している。中小企業は、事業のオンライン化によって、販売手段の多様化を進めるほか、業務のデジタル化やテレワーク環境の実現によって、感染拡大や自然災害が発生した時でも業務を継続できる態勢を整備する必要がある⁵。

また、コロナ感染が収束したとしても、人口減少に伴う世帯数の減少が需要環境を厳しいものにしていくことが予想される。中小企業は、既存事業の継続や品質改善に終始するのではなく、消費者の潜在需要を満たす、新しい製品・サービスの創出に今までよりも力を入れていく必要がある。このためには、政府の事業再構築補助金を有効活用するほか、新分野の展開に向けて様々な企業、大学・研究機関、スキル人材との連携を進めていくことも重要である。

政府も、中小企業の取り組みを後押しするよう、行政手続きをはじめとするデジタル化を進めると同時に、新製品・サービスの育成に向け規制緩和やベンチャー企業支援などの環境整備を行っていくことが求められる。また、今般、企業のキャッシュ保蔵は倒産回避につながったが、中長期的にみれば成長性を犠牲にしている可能性がある。わが国企業が現預金を有効に活用するような環境をいち早く整備する必要がある。加えて、新型コロナを克服した際には、成長する意欲のある企業に資金・人材が集りやすくなり、企業・産業の活力が高まっていくような金融・産業政策について検討していくことも重要である。

以上

参考文献

中小企業庁（2020）2020年版 中小企業白書

村上義昭・児玉直美・樋口美雄（2017）「地域別企業数の将来推計」フィナンシャル・レビュー 平成29年（2017年）第3号（通巻第131号）。

安井洋輔（2021）「わが国企業のキャッシュ保蔵行動に関する一考察 ― 生産性向上に向け、創造型 R&D 投資・ソフトウェア投資の拡大を」日本総研 JRI レビュー Vol.5, No.89.

<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/12450.pdf>

補論：資金繰り判断 DI の要因分解および企業倒産の仮想実験

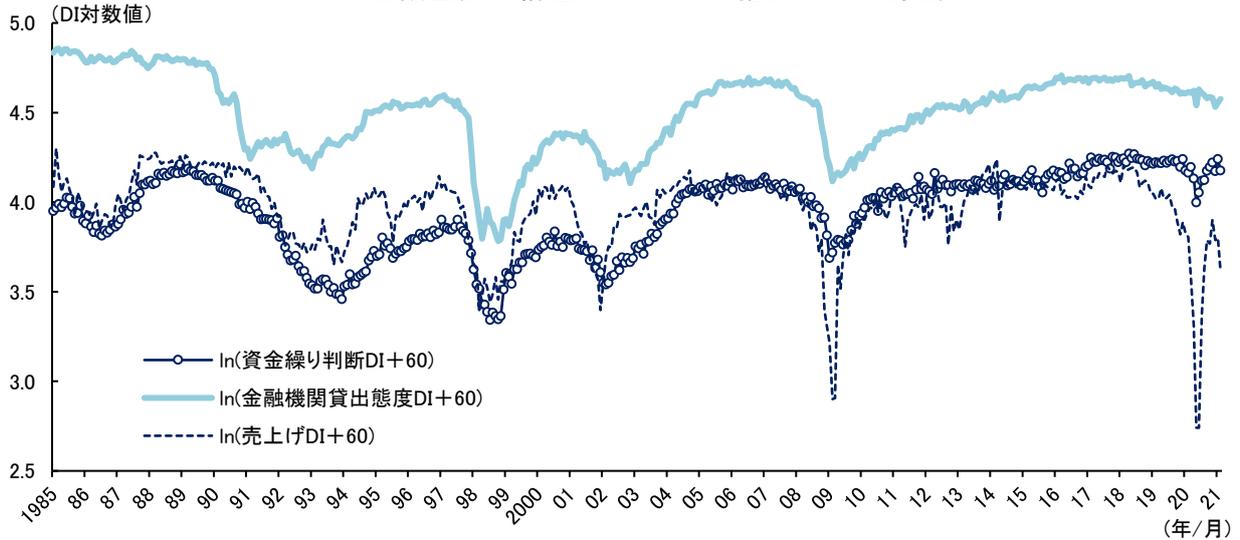
資金繰り判断は、「①手元流動性水準、②金融機関の貸出態度、③資金の回収・支払条件などを総合した」判断⁶とされていることから、売上動向や企業が保有する現預金、金融機関の貸出態度などから影響を受けると考えられる。そこで、日本政策金融公庫「中小企業景況調査（月次調査）」の売上 DI（季節調整値）、金融機関貸出態度 DI、資金繰り DI（季節調整値）（以下、資金繰り判断 DI）の3変数を用いて構造 VAR（structural vector autoregressive）モデルを推計し、資金繰り判断 DI を要因分解した。ただし、各変数ともに上記 DI に 60 を加え⁷、自然対数を取ったものを推計に使用した。推計期間は 1985 年 1 月から 2021 年 2 月までとしており、ラグは 2 カ月とした。各変数の推移は補論図表 1 の通りである。

⁵ 実際、コロナ危機において、同一業種内で比較するとソフトウェア装備率が高い企業ほど売上を下支えできた。詳細は、安井（2021）図表 17 を参照。

⁶ 日銀短観の解説（<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/tk/data/extk04.pdf>）を参照。

⁷ 自然対数を取るのに、十分に大きい正数を加えて正值にする必要があるため。

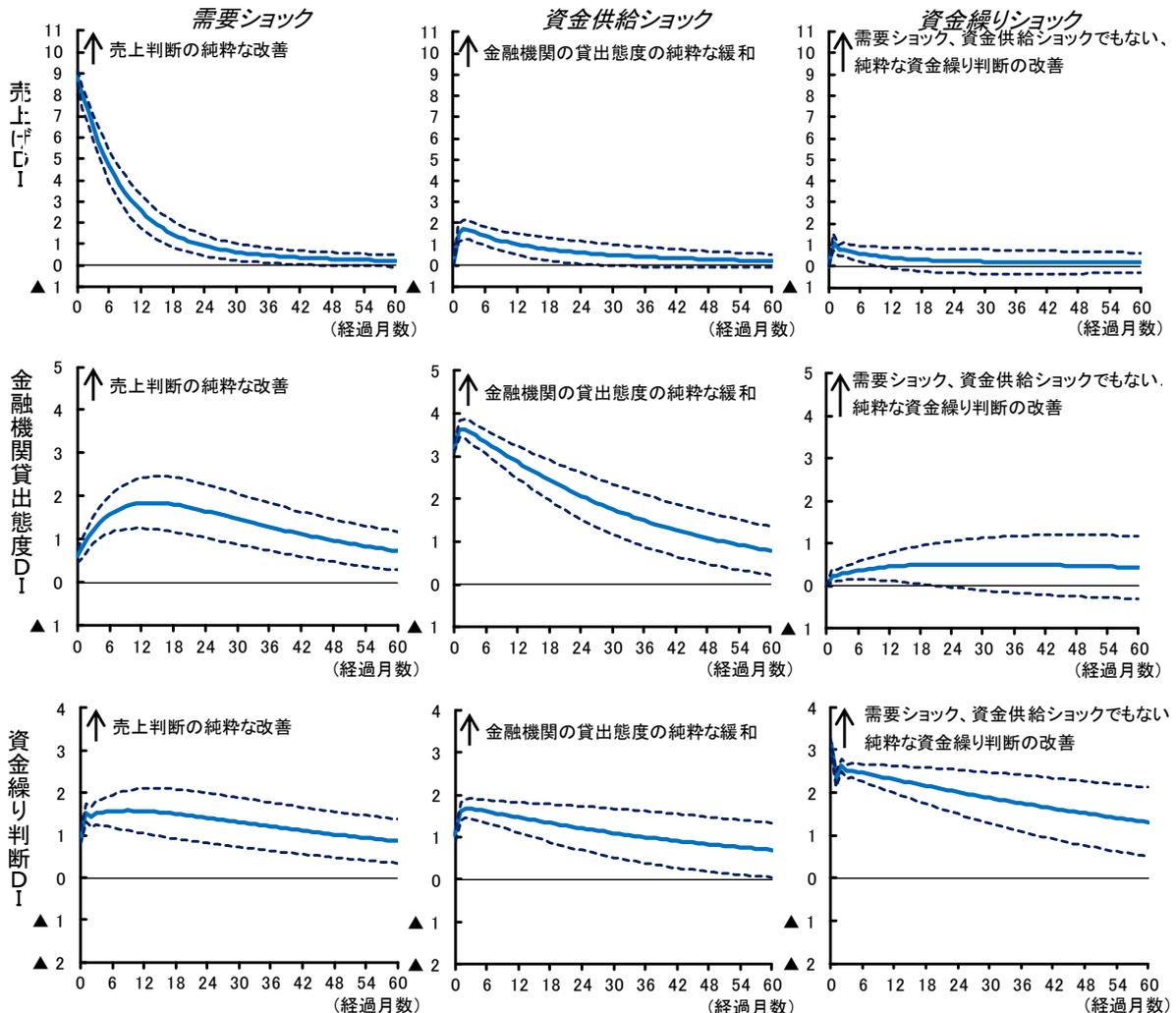
(補論図表1) 構造VARモデルの推計に用いた変数



(資料) 日本政策金融公庫を基に日本総研作成

また、需要、資金供給、その他のショックは、短期制約によって識別した。各変数のインパルス・レスポンスは補論図表2の通り。各ショックとも1標準偏差だけ上昇すれば、資金繰り判断DIを統計的に有意に押し上げることがみとれる。

(補論図表2) インパルス・レスポンス

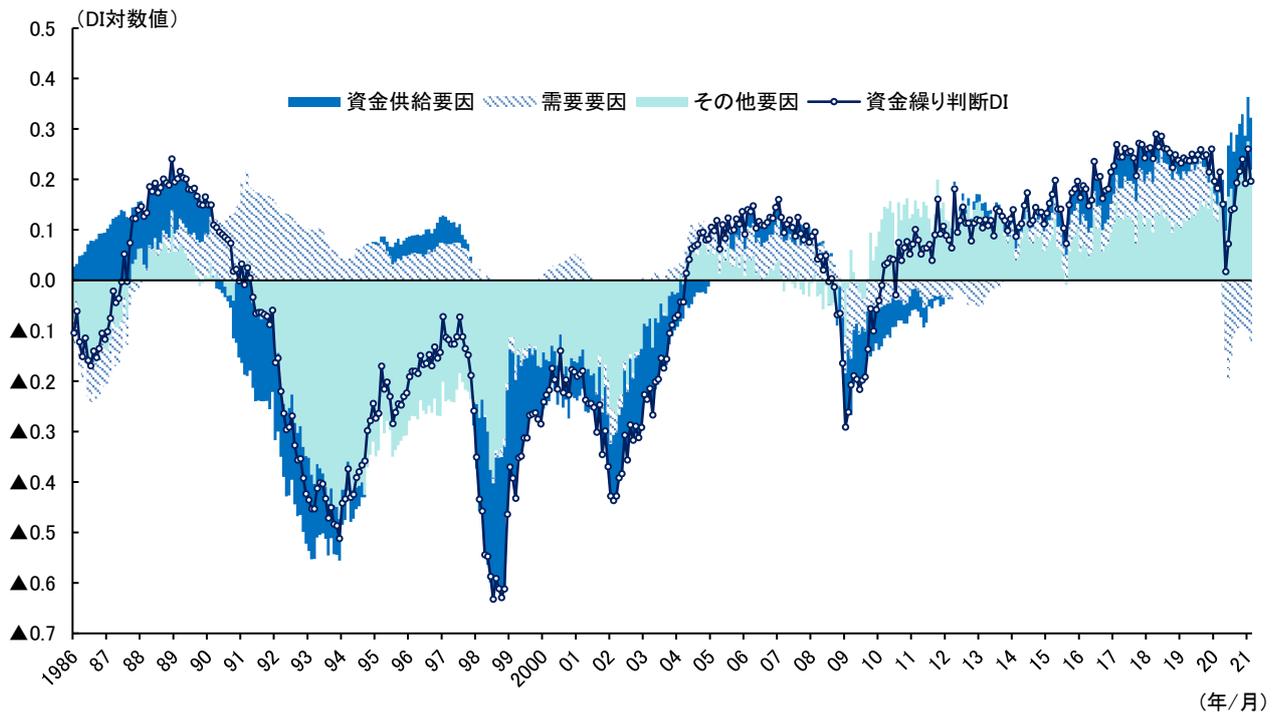


(資料) 日本政策金融公庫を基に日本総研作成

(注) 実線は点推定値。点線は±1標準誤差。

さらに、全期間における資金繰り判断DIの要因分解は補論図表3の通り。

(補論図表3) 中小企業の資金繰り判断DIの要因分解

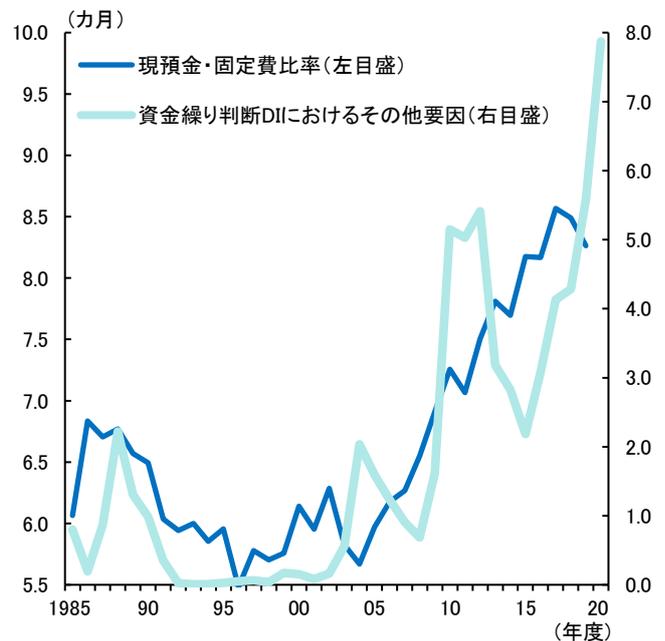


(資料) 日本政策金融公庫を基に日本総研作成
(注) 長期トレンドを除くベース。

本文中、その他要因は主に企業のキャッシュ保蔵スタンスを反映していると述べたが、実際、企業のキャッシュ保蔵スタンスを示すとみられる現預金・固定費比率とその他要因（指数関数で変換したもの）の推移をみると、両者のトレンドは概ね一致することがみとれる（補論図表4）。

また、仮想実験①については、資金供給要因の全期間にわたる構造ショックと、その他要因の2020年6月以降に発生した構造ショックがゼロとなる場合を想定した⁸。政府による持続化給付金（申請期限2020年5月1日～2021年2月15日）などの補助金の影響はその他要因の構造ショックに含まれるとしたためである。なお、この時の資金繰り判断DIの要因分解は次頁補論図表5のようになる。その他要因の2020年6月以降の構造ショックがゼロにもかかわらず、その他要因が0.1程度のプラスで推移

(補論図表4) 現預金・固定費比率とその他要因



(資料) 財務省、日本政策金融公庫を基に日本総研作成
(注) 現預金・固定費比率=現預金/(固定費/12)。固定費=人件費+減価償却費+純営業外費用+人件費及び減価償却費を除く販管費。現預金は当期末残高と前期末残高の平均。現預金・固定費比率は資本金1億円未満の金融業・保険業を除く全産業。

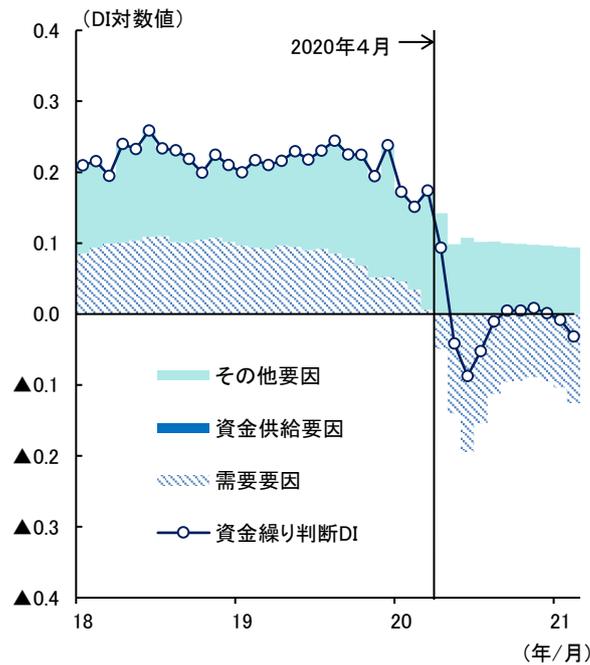
⁸ 資金供給要因については、構造ショックをゼロにするのではなく、世界金融危機時と同じ負の構造ショックを発生させることも一案である。この場合、資金繰り支援の倒産抑制効果は一層大きく試算される。もっとも、今次コロナ危機では、株価は大きく低迷していないため、世界金融危機時の構造ショックは用いなかった。

しているのは、5月以前に発生した構造ショックがラグを伴って影響を与えているためである。

また、仮想実験②については、さらにその他要因の2020年5月以前の構造ショックもゼロとなる場合を想定した（つまり、補論図表5のその他要因がすべてなくなる）。

倒産件数の試算では、仮想実験①の資金繰り判断DIに対応する倒産率を32件/10,000社とし、これに2020年の企業数（332万社：中小企業庁（2020）第1-3-1図に示された2014年と2016年の企業数の単純平均を2015年の企業数とし、これと村上・児玉・樋口（2017）の2015年と2020年の企業数推計値に基づき算出）を掛け合わせた件数とした。仮想実験②についても同様に試算した。

（補論図表5）仮想実験①における
資金繰り判断DIの要因分解



（資料）日本政策金融公庫を基に日本総研作成