# 岡三証券

**OKASAN SECURITIES** 

**TODAY** 

No. 79

2020年9月17日

## コロナ危機下のバランスシート問題研究会提言 -事業構造改革の加速による成長実現戦略

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長 エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■9月10日に提言を発表、 筆者も参加者の一人

### 積極的感染防止戦略による経済社会活動 の正常化を

今月9月10日に「コロナ危機下のバランスシート問題研究会提言-事業構造改革の加速による成長実現戦略-」とした提言が発表され、筆者もその参加者の一人として名を連ねている。今回の参加者の多くはバブル期のバランスシート調整を様々な立場から体験した人達である。1990年代以降の「失われた10年」を身をもって体験した立場から、バランスシート問題にともなう「過剰債務の罠」に陥ったことで生じた経済低迷の長期化を再び繰り返してはいけないとの強い共通認識が今回の提言に至った背景にある。ここでのポイントは以下の通りである。

### 提言のポイント

- 1. コロナ感染症の影響長期化に伴い、売上げが激減し、コストが増大した日本企業は債務を増大させ、バランスシートのダメージが今後深刻化することは必至。
- 2. 90年代の日本はバブル崩壊の結果、貸し込んでいた銀行は巨額の不良債権を抱え込んだ。一般企業はバランスシートの毀損状態が続き、キャッシュフローは借金の返済に充てられ、投資されない設備や人材は劣化し、日本経済は長期低迷。
- 3. こうした「失われた10年」の繰り返しを回避し、リーマン・ショック後の問題先送りを断ち切る ため、コロナ危機によって生じた過剰債務を早く解消し、毀損したバランスシート問題を速やか に解決することが必要。
- 4. バランスシート問題は資本注入だけでは解決しない。キャッシュフローを増大させる事業構造改革と債務調整を一体として推進する必要。
- 5. 低い生産性を抱えるなどコロナ危機前から事業構造改革が長年必要であったところ、コロナ感染拡大の結果、ビジネスのあり方も大きく変容。事業構造改革の必要性が一層高まり。プレーヤーが多すぎる産業は産業構造改革も必要。
- 6. 改革を先送りせず、無利子無担保融資制度の期限(利払い・元本返済実質猶予期間)である3年間の間に必要な事業構造改革等を遂行すべき。
- 7. コロナ感染拡大の直撃を受けているのは地域の多数の中小・小規模企業。資金繰り支援で時間稼ぎができても、その多くは過剰債務を抱え込んだ状態となる可能性。
- 8. 多数の中小・小規模企業は事業再生が必要であり、そのためには債務調整メカニズム強化が必要。

### 提言のポイント (続き)

- 9. 再生がどうしても困難な場合には、無理な支援で債務を増やしてかえって問題を悪化させるよりも、早期再出発が現実的な最善策である場合も。
- 10. このため、①早期相談制度を強化、②金融機関・信用保証協会に対して個人補償債務免除への積極的対応を求める、③これに伴う信用保証協会等の損失に対して財政的に支援、④再挑戦支援や職業教育訓練強化などを進めるべき。
- 11. 金融機関が中小・小規模企業の事業再生対応を先延ばしせず、早期再生・再出発を完遂できるよう、監督・検査を通じて積極的支援を促して行くべき。その際、予防的資本注入の仕組みも活用して行くべき。再生・再出発支援の実績の定期的な公表を通じて積極的な取り組みを促して行くことも検討すべき。

### バブル崩壊時とコロナ危機の違いは

今回、コロナ危機でのバランスシート調整プロセスも先の バブル崩壊後と共通する。どちらも過剰債務を抱えた結果、 企業は新規投資が行えず、事業が劣化し、長期的な経済低迷 の罠に陥るリスクを持つ。バブル崩壊後の日本の「失われた 10年」はその典型である。ただし、その違いは、今回はバ ランスシートの右側、資本の毀損が起点である。すなわち、 企業が売上げ減少等に伴う損失から資本を失うことが今回の 出発点となる。同時に、資産価格が下落して、バランスシー トの左の資産価値減少も二次的に生じうる。その程度は現段 階ではバブル崩壊時と比べ限定的だ。バブル崩壊では不動産 を中心とした資産デフレの影響が建設・不動産・ノンバンク を通じて大手金融機関の問題となった。一方、コロナショッ クでは経済活動の停止に伴う、飲食・小売・宿泊を中心とし た中小企業の問題が地域金融機関に波及する連鎖が生じやす い。バブル崩壊はマクロ経済の転換に伴う大企業を中心とし たものだったが、今回は中小企業中心の新たな形態として認 識する必要がある。

■今回は中小企業中心の新た な問題として認識する必要

図表1:バランスシート調整の比較		
	バブル崩壊	コロナショック
バランスシート問題	資産価格の消失 株・不動産中心の資産デフレ	売上消失で資本減
業種	資産デフレの直撃 不動産・建設・ノンバンク等 比較的大手企業 比較的大手金融機関	経済活動停止の直撃 小売・飲食・宿泊等 中小企業中心 比較的中小金融機関
特色	数は比較的限定不動産中心の資産査定が必要に	膨大な企業数 動態的な企業価値の見極めが必要 再生は事業構造改革と一体

(作成) 岡三証券

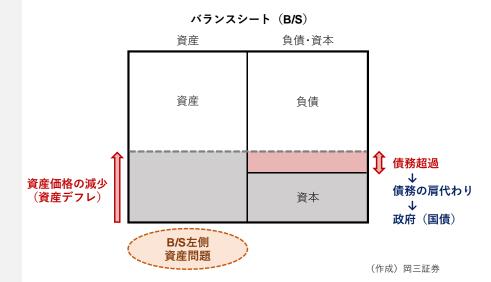
### 岡三証券 OKASAN SECURITIES

■バブル崩壊時は 検査マニュアルを活用した 一律的な対応を行った

### バブル崩壊時はバランスシートの左側、 資産デフレが起点

図表2は、バランスシート調整を示す概念図だ。バブル崩壊では、バランスシートの左側(資産)の価値の消失(資産デフレ)が出発点となり、資本の毀損、極端な場合は債務超過をもたらした。再生には不動産を中心とした資産査定が必要になり、そのために金融当局は検査マニュアルを活用した対応を一律的に行った。

### 図表2:バブル崩壊に伴うバランスシート調整の概念図



### コロナ危機は資本の毀損が出発点に

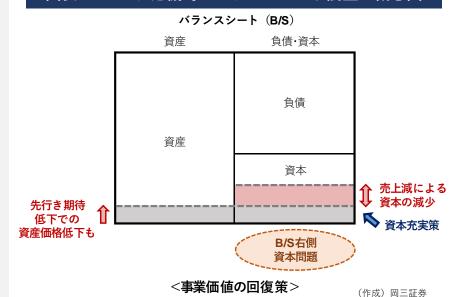
コロナ危機でのバランスシート調整プロセスも先のバブル崩壊後と共通するものの、その違いはバブル崩壊の出発点がバランスシートの左側であったのに対して、今回は図表3のようにバランスシートの右側、資本の毀損が出発点になる。コロナ危機は、経済活動を意図的に止めることに伴う資本の毀損であるだけに、結果的にバブル崩壊後と同様に過剰債務に陥る可能性があり、債務不履行のインソルベンシーの問題につながる。ここでの対処法の問題は、資本注入だけでは持続的な回復にはならない点にあり、企業の生み出すキャッシュフローを増大させる事業構造改革と債務調整を一体として解決することが重要になる。

■コロナ危機での問題は、 事業構造改革と債務調整を 同時に対処することが重要

### 3年間の猶予期間

今回の提言の特徴は一定の時間軸を示しながら改革を一体で行うこととした点にある。コロナ危機での緊急融資として

### 図表3:コロナ危機時のバランスシート調整の概念図



政策金融機関や民間金融機関を通じ無利子無担保制度融資が既に10兆円を超える規模で行われているが、収益性の低い企業が多いなかでは過剰債務の負担となる可能性が高い。また、実質的に資本性の資金を供給した形になり、資本不足問題を先送りした状況にある。そこで、その制度の期限(利払い・元本返済実質猶予期間)である3年を猶予期間として事業構造改革等を行うことが必要とした。

その場合、コロナ後の世界を踏まえ、単に現状回復を目指すのではなく、生産性を高める新たな産業構造の実現を志向している。コロナ危機に対しては、関連する産業が多岐にわたるだけに、問題を抱えた産業別に関係業界のみならず、所管官庁、金融法務専門家、異業種関係者なども幅広く参画して現状評価と今後の方向性について中長期的に議論してきめに再就職支援の雇用のセーフティネットの充実を進める必要がある。また、コロナ危機で影響が及びうる多様な業種ごとに目利きを行う専門家集団を幅広く集めた対応も必要だろう。

### 生産性改善による成長戦略の実現を

筆者は当TODAYにおいて、今回コロナ危機で深刻な影響が直撃する業種を「コロナ7業種」とし、具体的に、陸運・小売・宿泊・飲食・生活関連・娯楽・医療福祉を挙げてきた。これらの業種は、雇用全体の約4割を占める一方、売上げは全体の約2割、利益は全体の約1割となる。生産性が低い中小企業の実態があり、そこでは賃金水準も低く、生産性をいかに高めるかが日本の成長戦略の観点からも重要になる。こうした低生産性はコロナ危機以前からあった問題ではあるが、コロナ危機がよりその現実を際立たせたことになる。今回の

■猶予期間内に事業構造改革 などを行うことが必要

■コロナ危機がコロナ**7**業種 の低生産性の問題を際立た せたことになる

### 岡三証券 OKASAN SECURITIES

■事業再生に必要な法制面の 債務調整メカニズムの強化 が重要に

■金融機関による中小企業へ の積極的な協力も重要

■金融庁が金融機関の協力を 監督面等から促す必要も 提言での共通認識は、コロナ危機は日本経済が抱える生産性 改善の成長戦略実現の契機になるものとして前向きにとらえ ることも必要との点にある。

### 債務調整のための法制度面のインフラ 整備を

今回の提言ではバブル崩壊時の教訓を踏まえ、事業再生のために必要な法制度面での債務調整メカニズムを強化することが重要とした。そこでは、第1に、中小企業再生支援協議会の体制を強化し、再生ファンドと有機的な連携を行うこと。第2に、中小企業版私的整理ガイドラインの策定。第3に、私的整理、民事再生法のハイブリッドとなる第三の法的枠組みを創設することとした。そこでは、「金融債権者の多数決+裁判所認可」によって迅速に債務調整が行える仕組みを提言に含めている。

# 金融機関による再生・再出発支援に向けた協力

もう一つのバブル期の教訓は金融機関が事業再生に必要な 既存債権への対応を先送りしやすいことにあった。今回、コロナ危機において、金融機関が事業再生の必要な中小企業・小規模企業向けの対応を先送りせず、早期再生の支援に取り組み、それが困難な場合には早期退出の円滑化やその後の再挑戦に積極的に協力することが重要になる。

危機対応のための無利子無担保融資制度が3年間とされているだけに、時間軸を共有しながら先を見越した計画を立案し取り組む姿勢が重要になる。同時に、この期間内に将来の事業性を的確に評価した融資体制を強化することが必要である。これは、最近、金融当局が示す事業性評価の考え方にも関連し、その対象は融資に止まらず、資本性資金の評価にもあてはまる。

### 金融行政上の対応も

以上の金融機関の積極的な協力を促すには政策的対応も必要になる。金融庁はすでに、資金繰り支援への金融機関の取り組みを促す監督上の指針を示している。コロナ危機ではさらに踏み込んで、既存債権への対応を先送りするのでなく、予防的な資本注入の仕組みも積極的に活用しつつ、早期再生支援や、円滑な退出・再挑戦に協力するよう監督面・検査面から促すことも必要になる。また、こうした取り組みを確実にするために、再生支援・再挑戦支援への取り組みや個人保証債務の免除実績を各金融機関が定期的に公表することを求めることも提言に加えている。

■問題を一段と悪化させない ためにも、資産価格に配慮 した政策運営が不可欠

■企業、金融機関、行政が 必要な改革をやり遂げる ことが肝要

■コロナ危機をチャンスに 変え、改革に臨むべき

### マクロ対応の必要も

先述のように、今次コロナ危機のバブル崩壊時との違いは、 資産サイドの資産デフレが限定され、バランスシート問題に 至っていない点にある。仮に資産価格下落が進めば、過去の バブル崩壊時と同様、バランスシート問題が加速度的に悪化 し、大企業や大手銀行にも問題が波及しかねない。このため、 コロナ感染拡大に伴う売上げ激減を背景とした問題に加えて バブル崩壊時のような資産価格下落が重なっており、問題を さらに悪化させる事態を極力回避させることが必要だ。今後 とも、資産価格下落を惹起しないよう、政策運営については 細心の注意を払うことが重要になる。これもバブル期の教訓 を踏まえた上での提言の一つである。

### これから3年間を一体的集中改革期間に

今回の提言では、危機対応の名の下に構造的な問題を先送りするのでなく、コロナに伴う大きな社会変化も踏まえて、3年の時間軸の間に必要な改革を完遂していくことが重要とした。このためには、この時間軸を十分に意識したうえで、事業構造改革、産業構造改革、企業再生、地域金融機関再編などについて、先送りすることなく、企業、金融機関、行政が一体となって、必要な改革をやり遂げることが肝要である。

### 新政権へのメッセージ

新政権を担う菅総理は、事前に地方銀行の改革をメニュー単に含めることを示唆している。地方金融機関の改革もそれ対応でのテーマではなく、あくまでも、今次コナ危機に対して中小企業の再生と一体として行うことが重要であらいで中小企業の機関への公的資金も含めた支援、ことも重要に、地域金融機関そのの再編・再生を一体で行うことも重要はる。日本経済が長らく「失われた10年」以降抱え続けなる。日本経済が長らく「失われた10年」以降抱え続長された難題解決のためにも、生産性向上をより、に、ノミカとと表現する改革が求められているのが多いだけに、ノミカとと表現するとですが求められた戦略となる。今回の出言は表現で表するとなる。今回の提言は示するり、その観点から新政権に期待するものである。

#### 重要な注意事項

### <u>免責</u>事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の 正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を 修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(http://www.okasan.co.jp/)をご参照ください。

#### 地域別の開示事項

#### <u>日本:</u>

〇金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融 商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完 書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手続料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失 が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいた だきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が 生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品でありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### く投資信託>

・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。

お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))

保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))

換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)

その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、 商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。

- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- ○自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- ○2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

#### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

#### 米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有しておりません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

### その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等をすることが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず 無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)