

2020年12月14日

コロナショックがもたらす国内内々のM&A時代 －資産価格が維持された初の「危機」が示すもの

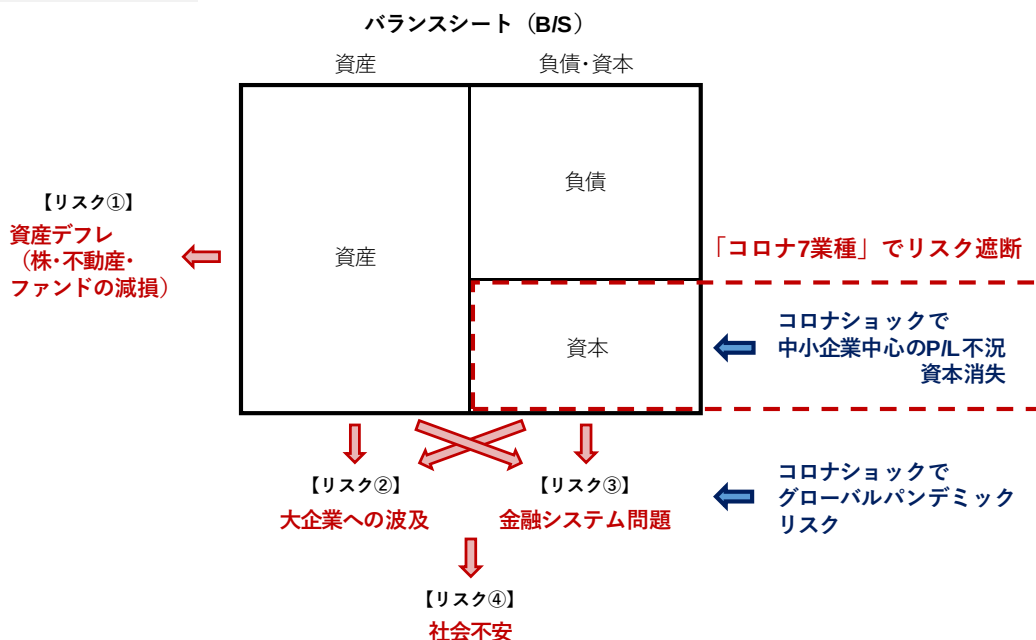
岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■ コロナショックの特徴は
売上減少に伴う資本の消失

初の資産価格下落なき「危機」

以下の図表は当TODAY（6/2、9/8）で用いた企業のバランスシートの概念図である。当TODAYでは、コロナショックの特徴は、中小零細企業の「コロナ7業種」を中心に売上消失に伴うバランスシートの右側、資本の毀損が起点であるとした。その結果、倒産や廃業につながる問題であり、その影響は比較的中小零細企業に限られている。一方、「コロナ7業種」に限らず、大企業も含めた広がりになぜ波及しうるリスクとして、一貫して以下の4つを指摘した。

バランスシートからみた4段階のリスクシナリオ



(作成) 岡三証券

4段階のリスクに至らず

1. 資産デフレ
2. グローバルな大企業への波及
3. 金融システム問題で大手銀行にも波及
4. 雇用不安から社会問題化

■資産デフレや減損処理、倒産、社会不安など潜在的なリスクは残る

■現状は、「コロナ7業種」問題に止まり、過度な景況感の悪化が生じていない

■過去の危機では資産価格の下落がグローバル企業に大きな影響を与えた

第1段階が、先行き期待低下から株式・不動産を中心に資産価格が下落、バランスシートの左の資産デフレ不安である。

第2段階は、世界的な需要の減少によってグローバルな大企業に波及する不安だ。そのリスクは第1段階のリスク要因である資産デフレによる減損リスクによっても加速される。なかでもM&Aを中心としたのれんの償却が広がるリスクも存在する。

第3段階は、中小企業の倒産不安に加えて、以上の第1段階の資産デフレ、第2段階の大企業の不安も加わって、金融システム問題につながる可能性がある。グローバル企業に不安が拡大すれば、大手銀行の負担が拡大するリスクも生じうる。

第4段階は、以上の不安から中小企業を中心とした倒産リスクが雇用問題につながり社会不安が幅広く生じる点にある。

今回のコロナショックでは、「コロナ7業種」の問題がバランスシート全体に広がることをいかに遮断するかが重要な課題である。始まってから半年以上が経過したが、「コロナ7業種」からの遮断に成功し、それが景況感の悪化を防いでいる。特に、資産価格下落を食い止めた点が重要で、大手企業への業績面での波及を防いでいる。過去の「危機」である、バブル崩壊やリーマンショックは資産価格の下落を伴った。今回も深刻な「危機」だが、資産価格下落不在の特異なケースであることを認識する必要がある。

「コロナ7業種」からの波及が限られる状況

日本のバブル崩壊、リーマンショックでは金融の制約から資産価格が大幅に下落したことがグローバル企業に大きな影響を与えた。今回は、2020年3月以降、世界的規模での財政・金融政策が資産市場を支えたことが、その後の大手企業を中心とした回復の大きな要因になった。次ページの図表は、株式の時価総額の推移を示している。バブル崩壊やリーマンショックでは大幅な株式時価総額下落が生じたが、今回は大きく上昇している。同じ「危機」とされながら大きな違いが存在する。

日本の株式時価総額



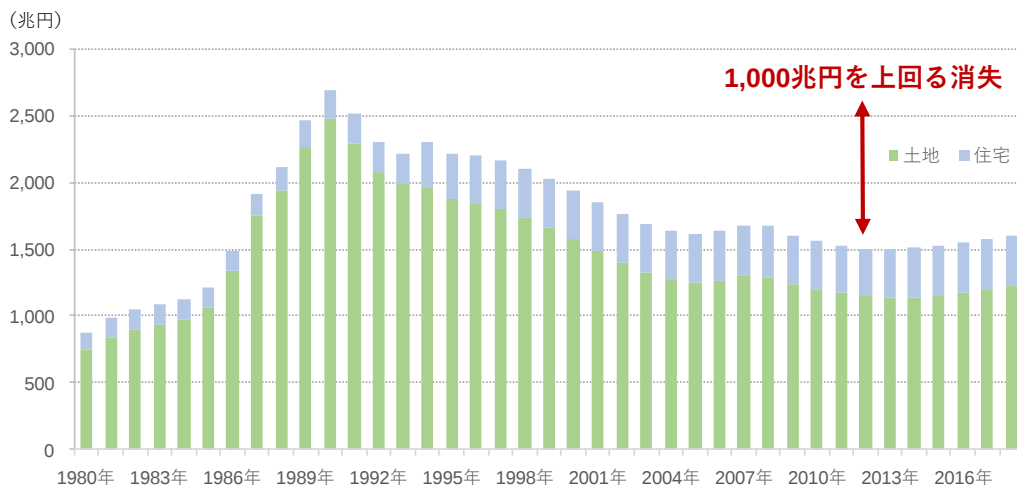
(出所) 日本取引所グループ、月次、2020年11月まで
 ※12月分は岡三証券推計、12月9日時点

「第二の敗戦」の背後にあった不動産価値の消失

■ バブル崩壊後は不動産価値が大きく毀損した

同様に、不動産の時価総額の安定も過去の「危機」と大きな違いだ。以下の図表は不動産の時価総額を示す。1990年頃のピークと比べ、2010年代初のボトムでは1000兆円以上の国富が消失し、これは日本のGDPの約2倍の水準である。第二次世界大戦での国富の消失をGDPで示した場合、以上で示したバブル崩壊後の震度は第二次世界大戦を上回るとの試算もある。その結果、平成の30年近く、企業はバランスシートに資産を「持たない経営」を実施、このバランスシート調整圧力が縮小均衡をもたらし、デフレスパイラルに至った。同様に、リーマンショック前後のミニバブル崩壊も不動産市場の下落の側面が大きかった。

日本の国富（土地、住宅の価値）の推移



(出所) 内閣府「国民経済計算」 ※1993年以前は旧基準、直近は2018年

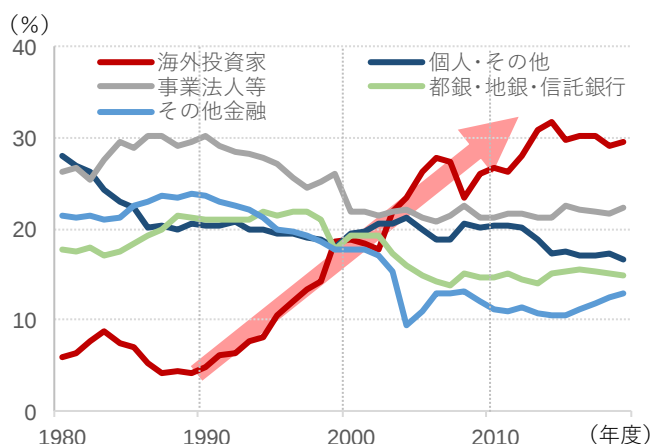
■過去の危機では海外からの資本に依存せざるを得ない状況に陥った

バブル崩壊、リーマンショックでは国内から「資本」が消失し海外依存に

過去の「危機」であるバブル崩壊、リーマンショックでは株式や不動産市場の時価総額が大幅に下落し、日本はマクロで国富を失うと同時に、リスクテイクを可能とする「資本」を失った。戦後、敗戦による焼け野原の中、財閥を中心に資本を失った日本で資本を供給したのは銀行を中心とした金融機関で、融資は「疑似エクイティ」として機能し、持ち合いも含め、新たな資本家としての役割を果たした。しかし、バブル崩壊後、資産デフレでその含みは全部吐き出され、国内の銀行を中心に資本家が喪失状態になった。その結果、海外からの資本に依存せざるを得ない状況にあった。

平成のバブル崩壊後、以下の図表にあるように、外国人の保有比率が急速に上昇した。その潮流においては「give me chocolate」のように外国人から資本を恵んでもらう必要から、外国人に保有してもらえることが美人の基準になった。そのための資本市場インフラが議論され、「グローバルスタンダード」の名の下に海外投資家に媚びるかのようによく見える基準を示したり、「鹿鳴館」のように欧米基準にあることを意図的に示さざるを得なかった。

主な投資部門別株式保有比率



(出所) 東京証券取引所、直近は2019年度
※その他金融＝投資信託、生損保等

■国内にも資本の出し手が潤沢だということに注目

今回の「危機」は国内に投資家が温存されていることに注目

一方、今回の「危機」の特徴は、国内に資本が温存されていることから、資本の供給者を必ずしも海外にだけ依存するのでなく、国内にも資本の出し手が潤沢に存在しうることである。ただし、新たな「資本家」は、戦後のように疑似資本を中心とした銀行ではもはやない。そこで資本を保有するの

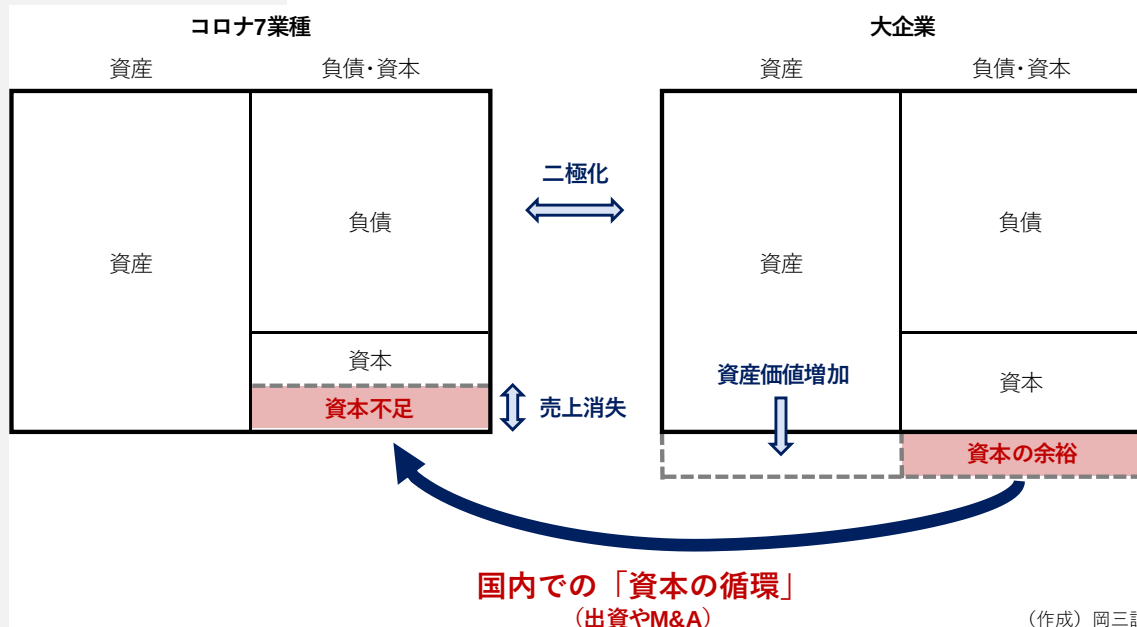
は、キャッシュリッチな一般企業や、ファンドも含めた機関投資家である。企業は超低金利で事実上の補助金をもらうような状況に加え、保有株式を中心として資産価値が上昇している。また、総合商社も含めたファンド的なビジネスモデルでは一層、資本供給者としての立場になりやすい。

「コロナ7業種」を中心とした企業の深刻な資本不足への「資本循環」

一方、今回のコロナショックでの「危機」の本質は、「コロナ7業種」を中心とした企業の深刻な資本消失である。その結果、資本を温存した経済主体との二極化が大きな特徴だ。今回のコロナショックの構図は、以下の図表に示されるように、深刻な資本不足の「コロナ7業種」の企業と、資本を温存した企業やファンドの二極化、格差にある。従って、必要なことは、不足する資本を国内で資本を温存した主体が補うこと、「資本の循環」の実現である。求められる金融機能は、「資本」の「不足セクター」と資本の「余剰セクター」を仲介する「資本仲介」にある。金融機関の機能も以上の「資本仲介」にいかに関与できるかだ。過去の「危機」では先述のように、資本の供給に海外が関与する構造にあったが、今回は国内からも供給が可能となることが大きな違いである。

■ 「コロナ7業種」の資本不足を国内で補う「資本の循環」の実現が重要に

コロナショックの二極化構造概念図



依然残る構造問題

コロナショックが始まってからの1年を振り返れば、資産

■無利子・無担保の緊急融資
はどこかで資本性のサポ
ートへの切り替えが必要に

デフレを回避したのに加え、震源地である「コロナ7業種」についても、緊急融資、雇用調整給付金等の対応で倒産リスクを極力回避させた。ただし、問題は以上の緊急融資による延命措置の持続性にあり、「コロナ7業種」では、その後、時間の経過とともに廃業や淘汰が生じる可能性がある。さらに、40兆円にわたる無利子・無担保の緊急融資でサポートされているだけに、どこかで資本性のサポートに切り替える必要が生じる。同時に、「コロナ7業種」が持つ非効率性から新たな産業構造への転換を促すにも、国内でM&Aを中心とした企業買収も含めた活性化が重要な課題になる。昨今、政府が中小企業の再編を進める税制面のサポートを行っているのは妥当なものだ。過去の危機は海外の「ハゲタカ」とされた買収ファンドを中心とした存在に依存せざるをえなかったが、今次「危機」は国内の企業・投資家の戦略的な買収やコングロマリット化が潮流になると展望される。2021年は国内での「内内M&A」の時代になるのではないかと。

「コロナ7業種」向けに資産価格上昇が 不可欠になる環境

これまで、「コロナ7業種」の問題拡大を遮断してきたのは政策サポートも含め資産価格を維持してきたことによる面が大きかった。今後、「コロナ7業種」を中心とした企業の資本不足を補う源泉を維持するためにも、資産価格の維持、金融面を中心としたサポート継続が必要になる。

過去の「危機」である、バブルやミニバブルの崩壊では資産価格上昇に対して、バブルや「拝金主義」とした批判の論調がマスコミを賑わした。一方、今回の「危機」はコロナショックの不安が長期戦となるなか、「コロナ7業種」を中心とした企業のサポートも必要なだけに、その軍資金確保のためにも資産価格維持が不可欠となる。その結果、バブル批判の論調は殆ど目立たない状況にあることも注目される点である。たとえバブル的な気配があってもある程度は許容されやすい面もある。

金融緩和状態からの出口を描くことができず、緩和期待が長期化することへの安心感、ユーフォリアによって、資産市場における金融不均衡の拡大が世界規模で生じやすい。以上の、資産価格に優しい政策対応はコロナショックの波及を遮断する点では妥当であるが、その結果、格差拡大、社会的不安定さをもたらす要因となることに留意が必要だ。ただし、「コロナ7業種」を中心とした企業の救済の大命題がある以上、今回の「危機」は予想以上の資産価格上昇が生じる可能性があり、また、それが国内の「資本循環」に不可欠なものだけに一定のバブルを許容してでも「コロナ7業種」向けの資本供給を実現することが続くと展望される。

■バブル的な気配があっても
許容されやすい

重要な注意事項

免責事項

- ・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いたします。
- ・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、本レポートに記載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(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○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数料をいただきます。

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。

<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、資格も有していません。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、使用等を行う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11月改訂)