

## 大都市圏における不良債権問題

堀江, 康熙

<https://doi.org/10.15017/1073>

---

出版情報：経済學研究. 69 (1/2), pp.47-71, 2003-01-30. 九州大学経済学会  
バージョン：  
権利関係：

## 大都市圏に於ける不良債権問題

堀 江 康 熙

(はじめに)

近年、日本経済の活動回復が遅れていることについては、基本的には経済の成熟化や、グローバル化による産業構造の転換等の影響と並んで、銀行の貸出態度が慎重であることが取り沙汰されている。ただ、銀行貸出が低調であることの大きな背景には、銀行の貸出態度といった供給側の要因に加えて、資金需要者である企業サイドの業況の悪化度合いが著しく、そのために銀行側も貸出を実行することが難しいといった要因も考慮する必要がある(以下、銀行は預金取扱金融機関を指し、信金・信組等を含む概念である)。いわゆる不良債権問題は、このように需要・供給の両面から考えていく必要がある。

それでは、不良債権の総額はどの程度の規模に達しているのだろうか。この点について、市場では銀行側の発表する計数は過小で、実際はもっと大きいといった受け止め方が多いようである。こうした憶測を呼ぶ背景には、銀行が公表している不良債権の計数には、①その判定自身に甘さがあるとみられること(いわば「不良債権隠し」でもある)のほかに、②情報の非対称性もあり各金融機関の間で企業の信用状態に関する判断に必ずしも統一性がなく、そのために①とも絡めて公表計数に不信感を残していると考えられる。公表計数が小さいことを証明するため各種の推計が試みられており、その場合には不良債権総額は金融庁が銀行全体について公表しているリスク管理債権のベースでみた50兆円の2倍強となっていることが多い。しかし、そうした数字はマクロ的な指標を基に推計されたものであり、それなりに根拠をもつとしても、ミクロの企業サイドの信用リスクを織り込んで推計されたものとは言い難い。その意味では、企業サイドの情報を十分織り込んで不良債権の規模を推定することが求められる。

本稿は、こうした問題意識の下で、何時までも憶測が止まない不良債権の総額について、企業サイドの信用情報(格付)を用いて、推計を試みることを目的とした。但し、データ購入費用との関係もあり、対象を東京都内に本社を有する企業の借入に限定している。従って、借入以外の社債等については、不良債権として考慮してはならず、その意味では不良債権の対象範囲はなお限定されている。なお、上場企業については、市場での評価が極めて低く株価が100円を割り込み、信用リスクがかなり高まっているとみられる企業も300社を越えている。そこで、そうした企業の借入金を別途取り出し、その総額および株価の推移等についても簡単なチェックを行った。また、企業向け貸出について、銀行は信用リスクのないし格付に見合った貸出金利、即ちリスク・プレミアムの上乗せを設定し得ているか、あるいは企

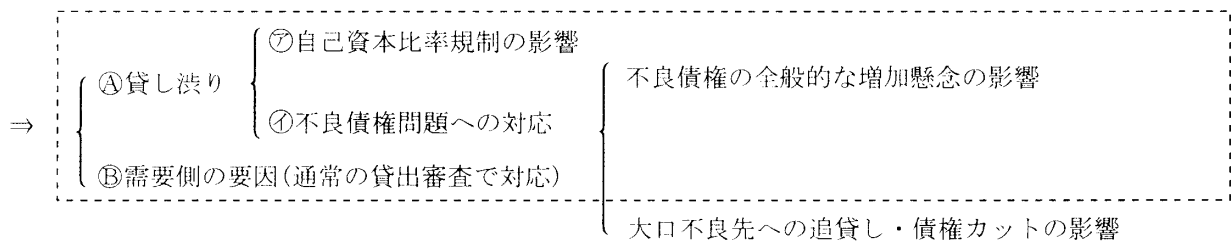
業が赤字に陥らない範囲内で貸出金利の引上げがどの程度可能かについても併せて分析した。

## 1. 信用格付の利用

### (銀行貸出低迷の背景)

近年の銀行貸出の低迷(前年比減少)については、資金の需要面および供給面の双方からの分析が行われている<sup>1)</sup>。日本銀行『金融経済統計月報』によると、1996～2000年度の5年間で国内銀行銀行勘定の貸出金は27.5兆円減少し、このうち中小企業向けが23.1兆円減少した。堀江(2001)では、基本的にクレジット・ビューの立場に立ちつつ、97～98年初にかけての「貸し渋り」には、不良債権問題および自己資本比率規制が大きく響いていたことを指摘したが、これは需要側の要因も考慮しているとはいえ、基本的な要因は下図の「          」内の変数でも特に④を対象とするものであった。この点、堀江(2002)では、これらに加えて大口不良先への追貸し・債権カットといった負担が重いことが、中堅以下の企業への貸出抑制に繋がっていることを示した。帝国データバンクのホームページに掲載されている計数を集計すると、1996～2000年度中の上場・店頭企業の債務免除額は計37社、2.9兆円に達し、銀行の貸出減少額の1割強に相当する。

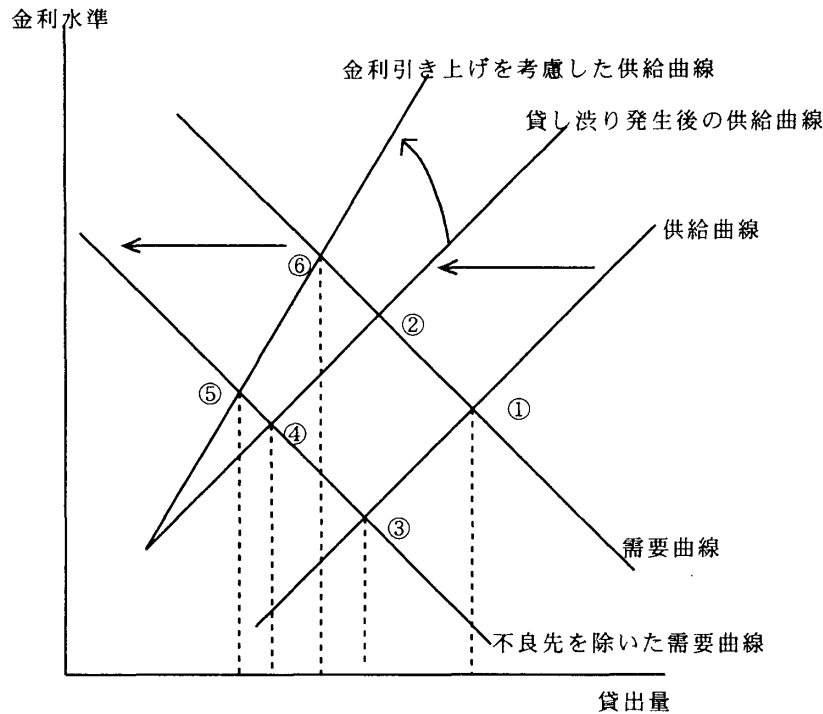
#### 銀行の貸出態度に関する問題(通常の貸出審査による対応分を含む)



しかし、これらを含めても従来の分析は主として上記の④、即ちあくまでも資金の供給サイドの事情を念頭に置いた分析である。ここで考慮しなければならないのは、90年代入り以降は景気の盛り上がりや乏しい状態が長期化していることである。このことは、90年代後半以降に目についた企業向け貸出の落ち込みの要因が、銀行の貸出態度の変化にあり、且つそれが続いているにせよ、これ以外にも、IT革新やグローバル経済化による工場の海外移転等も含めて、⑧、即ち企業自体の経営悪化の影響が強まるといった要素が重要となってきたことを意味する。企業の業況が悪化しているだけに、銀行側にとってこれまでの審査基準で貸出が可能な先がそれだけ少なくなっているのである(通常の審査で対応が可能な資金需要曲線が左方にシフトしたと考えることも出来る)。その場合には、信用リスクの増加に見合って、貸出金利をよほど引き上げる必要があるが、それは企業収益の悪化ないしは逆選択をもたらすだけに、踏み切ることが出来ず、貸出を見送らざるを得ないといった事情である。

1) 近年の分析例およびその批判については、堀江(2001)を参照されたい。その後、小林・才田・関根(2002)、杉原・笹田(2002)等が追貸しや「貸し渋り」についてより詳しい分析を行っている。しかし、使用されているデータはマクロ的なものであり、中小企業等について特に取り出されている訳ではない。

図1 貸出の需要・供給曲線のシフト



上記について、図1を基に整理してみよう。堀江(2001、2002)等で分析した「貸し渋り」(上記④のうち追貸し等を除く部分)は、図1では貸出供給曲線の左方シフトで示され、均衡点は①から②へシフト、貸出額は減少し金利は上昇する。これに対して、企業の業況悪化から「通常の」審査で貸出可能な先数の減少は、(銀行が判断する)貸出に関する需要曲線の左方シフトで示され、①から③への均衡点の移動により、借入額が減少、金利は低下する。そして、この曲線のシフト幅が企業の不良化度合いの目安となる。こうした需要・供給両曲線のシフトにより、均衡点は④に移動し、当初の均衡(①)と比べると貸出額は減少するが、金利は必ずしも低下しない(金利に対する需要・供給両サイドの反応如何では上昇することもある)。もっとも、こうした分析については、銀行が不良化した先に対しては追貸し等の特殊なケースを除くと原則として貸出を行わず、他方で不良化していない「通常の」資金需要先に対しても、不良債権の増加懸念や自己資本比率規制を考慮して貸出を抑制するといった想定が置かれていることを意味する。

それでは、一般的に不良化した先(但しとりあえずは倒産等には至らない先)に対する貸出を行う場合には、どのような条件が必要となるであろうか。不良化した先に対する貸出は、倒産確率等を基に算出されるリスク・プレミアムを貸出金利に上乗せする必要がある。つまり、貸出供給曲線の傾きはより急となる一方、貸出の回収可能性の低さ等を考慮すると、不良化した先の需要に対して全額を貸し出すことはあり得ないと推察される。従って、銀行が考える需要曲線は、シフト後の需要曲線と元の需要曲線との間に存在することとなり、その結果、均衡点は図1の⑤と⑥を結ぶ線上の点に移動、貸出量は増加する。

本稿は、このような整理を前提として、貸出に関する均衡点の移動について、供給曲線の左方シフト

で示される「貸し渋り」以外の要因を検討する。先ず、需要曲線の左方シフトの幅、即ち企業のなかで「通常の」審査等では貸出が難しい先がどの程度存在するのか、換言すれば借入の不良化の度合いを推計・算出する。そして、それを踏まえて、不良化した先に貸出を行う場合、リスクプレミアムとしての金利の引き上げ幅ないし供給曲線の傾きの変化を検討していく。こうした分析を行うには、不良化の度合いを推定することが決定的に重要となる。

現実には銀行貸出が低迷を続けていることに関しては、資金供給態度の抑制で示される「貸し渋り」的な影響は依然としてみられ、分析例も多い。他方、中小企業をはじめとして業況不振が長期化していることの影響もかなり大きくなっているが、ミクロ的なデータの少なさも加わり、分析例は少ない。近年の貸出の低迷は、需要・供給何れにも要因があることは事実であるが、資金供給サイドの影響がやや後退しているようにみられる一方で、需要サイドである企業の業況不振の影響が大きく、銀行サイドでは通常の審査基準では貸出を実行し得ない案件ないし取引先が多くなっているといった状況を分析する必要が強まっている。その意味でも、ミクロデータを利用しつつ、企業の不良化の程度を突き止め、上記のような貸出に関する需要曲線の左方シフトの度合いについて目途をつけていくことが重要となる。

#### (信用リスクに関する共通尺度)

一般に、満期に至る期間が同一の債券は、格付会社の格付ランクに応じて信用リスクを表すリスクプレミアムが上乘せされて発行され、流通する。これは、取引の対象となる社債自体が市場型取引の典型であり、格付情報機関による格付等を基に評価が行われ、その内容や取引単位が規格化されていること等を表すものである。

一方、銀行貸出は典型的に相対取引で行われるだけに、融資先に関する情報が必ずしも貸し出した銀行全体に均霑していないケースがあり得る。勿論、主要な情報は、主取引銀行であるメインバンクからの情報あるいは各銀行自身の調査によって共有されていると考えられる。しかし、自身の情報による判断であるだけに、当該企業に関する内部的な信用リスクに関する格付ないし評価は、審査能力や先行き判断等を含めて銀行間である程度のバラツキが生ずることは避けられない。また、巷間取り沙汰されているように、貸出の償却負担を軽減する意味合い(ないしは業況の先行きに関する希望的観測)が加わる場合には、信用リスク度合いを小さく判断する傾向が生ずる可能性は否定出来ないところである。このような傾向は、金融庁の検査や日本銀行の考査等によって、業況判断等に関する大きな格差は是正されてきており、特に上場企業等については相当程度実態が反映されるようになってきているとも考えられる。しかし、そもそも取引銀行数の少ない中堅以下の企業について、公的な検査・考査時に1件毎のリスク度合いを各銀行に共通した度合いでチェックすることは極めて難しい。このことは、公的当局が各金融機関に一斉に検査・考査を行うことが出来ないことのほか、当局間で情報ギャップが存在することも考えられる。また、時点が異なれば企業の業況自体が変化することから、当該企業の信用リスクについてさえ、同一の尺度が成立するとは考え難いことから明らかであろう。こうした点を勘案すると、各金融機関が公表した計数のみによって、その時点に於ける不良債権の実

態を正確に把握することが出来ると判断することは難しい。

もっとも、銀行の抱える不良債権に関する計数は、各銀行の公表資料、あるいはそれを纏めた金融庁等の資料以外には入手することは難しい。ここに、不良債権問題の規模に関して「霧が晴れない」大きな要因が存在する。こうした現状を踏まえれば、貸出供給サイドである銀行の資料ではなく、資金の調達者である企業サイドに関する調査資料を基に信用リスクの程度を考えていくことが求められるのである。そして、企業の財務内容等を基に信用リスク度合いを判断するには、格付け機関ないしは信用調査機関のデータを利用することが必要となる。そこでつけられている評点ないし格付の低い先を、不良化の度合いの大きい先として認定し、当該企業の借入額(殆どが銀行借入である)を集計することによって、銀行毎の判断のブレを含まない統一された共通の尺度に基づいた不良債権の総額を算出していく。

なお、企業の実態を表す指標として、株価も有力な指標となり、その水準を利用しつつ不良債権の規模を測定することは、ある程度可能である。但し、その場合には株価が企業情報を相対的に正確に反映していることが大前提であり、必ずしも正確な反映がない場合には、そのまま利用することは難しい。更に、こうした指標は上場企業に限られ、中堅以下の企業には適用出来ないといった弱点がある。本稿では、株価に留意しつつも、それだけで信用リスクが決定される訳ではないことから、やはり企業に関する格付けを利用することが必要であると考えている。

#### (民間調査機関の信用格付の利用)

民間調査機関のデータを利用する場合のポイントは、そうした格付けが企業全体に行われており、且つ企業の外部資金調達、就中借入金の明細が各企業規模に亘って利用可能であるか否かである。データ等が豊富である上場企業については、例えば鈴木・竹田(2001)は、Altman(1968)が考案した「Zスコア」(5つの財務関連指標を使用)に基づいた倒産危険度を算出している。また、オックス情報社の「アラーム管理システム」(同10指標を使用)に基づいた倒産警報格付評点も行われている<sup>2)</sup>。それらの試算によって倒産危険度が高いと指摘された企業のうち既に倒産した企業も発生しており、実用性が高いと考えられる。しかし、非上場企業について、個々の研究者がこうした指標を作成し使用することは事実上不可能である。各々のデータ量は少ないにせよ、非上場企業ないし中小企業を含めた、よりサンプル数の多い統計ないし調査情報を利用することが必要となる。

我が国に於ける代表的な企業情報(信用調査)の発信先としては、帝国データバンク(TDB)および東京商工リサーチ(TSR)があり、点数(評点)形式で信用格付けが行われている。ただ、何れも企業の評価についてはほぼ全ての階層を網羅しているのに対し、借入金のデータは企業サイドが明らかにしないケースがあるため、特に小規模の企業(資本金10百万円以下や個人企業)については、借入データがないケースが多いといった問題がある。逆に、やや大きめの株式会社および財団法人等についてはその殆どをカバーしている<sup>3)</sup>。勿論、我が国の不良債権の規模といった観点からみる限りでは、零細な企

2) 例えば、東洋経済(2001)では「アラーム管理システム」を利用して、「倒産警報」ランキングをつけており、この上位には既に倒産した企業も多く、その意味では有用性をもつと判断される。

業(例えば個人企業等)については借入を行っているとしても、全体としてみればその額は相対的に小さいと考えられる。この点については、全数調査は無理であるだけに、零細先についてはある程度割り切って除外せざるを得ない。

本稿では、TDBの企業概要ファイルである「COSMOS 2 (レイアウト B)」のうち、東京に本社を構え、且つ借入金データのある先75千社のデータを購入し、それら企業について借入金の不良化度合いを検討した(一部の評点のない企業は除外している)。このなかには、上場企業で2001年度以降経営破綻等から上場廃止となった17社が含まれている。本来的には、全国の全企業あるいは東京都内についても全ての企業を対象とすべきである。しかし、データ購入費用の制約のほか、分析の目的とする企業借入金データが全ての企業については入手が難しいといった事情を考慮せざるを得ず、従って悉皆調査に基づいた集計ではない。

本稿では、上場企業については日経NEEDSの借入金データが利用可能であることから全社を対象とし、非上場企業については東京都内に所在する資本金10百万円以上の企業のうち、借入金および評点の両者が存在する先を取り挙げた。計数は、上場企業については2000/4月～2001/3月期の決算を使用した。他の企業については、2002年3月を基準としたが、調査時点がそれ以前のケースが多く、実際には1年程度のズレもみられ、この点は同一時点の調査として扱っている。分析の対象とする社数は、資本金10百万円超の先39千社、同10百万円の先37千社で、その総借入金残高は、176.8兆円である。勿論、これには政府系金融機関やノンバンクからの借入金も含まれ、一部で重複が生ずることは避けられない<sup>4)</sup>。しかし、2001年3月末時点で見ると、東京都内に店舗を有する農協以外の預金取扱金融機関の貸出総額が203.1兆円である。この計数には、東京都以外の地域に本社を有する企業の支店等に対する貸出や、個人向け貸出等が含まれている。このことを考慮すると、本稿が対象とするデータについては、カヴァレッジは極めて高いと判断することが出来る。

以下では、本調査によって示される計数自体を東京都内に於ける企業全体を表す計数として考えており、カヴァレッジによる修正は行っていない。

## 2. 信用格付けの限界と修正

### (TDBの評点の仕組みと限界)

信用リスクに関しては、資本充実度や収益・資金繰り状況のほか、経営者に代表される組織としての

---

3) TDBの調査には公団等の政府関係機関のほか、預金取扱金融機関も含まれているが、本稿では銀行以外の民間企業を対象とする趣旨から、何れも除外している。なお、集計対象範囲の選定等については、一般的な業種を基準とし、金融業については著者の判断で行っている。

4) ノンバンクをはじめ、大手商社等では、調達した資金の多くを企業向けに転貸している。従って、企業サイドの借入額を全て合算した場合には、銀行の貸出総額を上回ることとなる。これは、本稿が企業をベースとして、業況が悪化した先の負債(借入額)を対象に集計しているのに対して、通常不良債権は銀行サイドで不良先と判断した額を集計するといった集計対象の相異が影響している。もっとも、ノンバンク等の貸出先や不良化度合い等に関する情報はなく、また必ずしも調達資金の全てが転貸される訳でもないことから、本稿ではノンバンク等も除外することなく集計対象に含めている。

力等も評価の際の対象となると考えられる。民間調査機関の評点は、概ねこうした項目を取り入れて作成されている。帝国データバンク (TDB) の「調査報告書」については、その読み方を解説した書籍が出版されており、そのなかで評点の解説も行われている (例えば『別冊宝島』(660号))。それらを見ると、評点は「業歴」(長い場合は得点が高い、百点満点中最大5点)、「資本構成」(同12点)、「規模」(年商、上場区分等、同19点)、「損益」(同10点)、「資金現況」(資金繰りに関する判断、同20点)、「経営者」(経営手腕の評価、同15点)、「企業活力」(同19点)、およびこれらを集計後に別途行われる加点(同5点)・減点(同-10点)といった、各「信用要素」から成り立っている。「資本構成」は自己資本比率、「損益」は過去数期間の利益状況、「資金現況」は売上や回収状況、「経営者」は人物・業界経験、「企業活力」は人材や生産・販売力等を基に判断している模様である。「規模」以外の項目は、信用リスクの程度を表す指標として一般に利用されているものであり、企業の信用リスクないし不良化の度合いを表す指標と判断することが出来よう。

因みに、TDBでは信用程度の目途として、評点が86～100点の先をA、66～85点をB、51～65点をC、36～50点をD、35点以下をEとしている。その限りでは、Cランクに相当する企業は、信用状態が普通の先と判断することも可能である。表1をみると、東京都内の上場企業1,646社の評点は、平均で65.5点と、Cクラスの上ないしBクラスの下に相当する。

もともと、2001年後半～2002年前半にかけて倒産した株式上場企業の評点を取り出すと、50点前後となっている先が大半であり、なかには60点以上の企業も含まれている。こうした結果をみると、Cクラス(特に60点未満)の企業は、信用状態が平均よりも悪く、企業の信用リスクを判断する場合には、金融機関の自己査定に於ける債権分類基準の区分のなかの「正常先」ではなく、概ね「要注意先」に該当すると考えるべきである。ここで、同社が算出した累積倒産確率をみていこう。図2は、基準年以降に倒産した企業の割合を累積値として示した倒産確率を表示したものである。これをみると、1991年以降の10年間でみた場合(上段の図)、評点が50点未満の先は1割以上が倒産している一方、70点台前半の企業は1%程度とかなり低い。しかし、60点台前半の企業では3%近くである(50点台後半の先は4%を上回る)。また、1996年以降の5年間の累積値でみると(同図下段)、60点台後半の先でも1%程度の企業が倒産している。こうした累積倒産確率からみると、信用リスクの観点では60点台であっても問題を抱えている先が多いと判断すべきであろう。因みに、代表的な格付け機関である米系のMoody's、

表1 資本金規模別の平均評点とその修正

(単位 点)

対象企業数	資本金 10百万円 (36,738)	10百万円超 1億円未満 (30,066)	1億円以上 10億円未満 (5,920)	10億円以上 (1,334)	上場企業 (1,646)
TDBの評点	46.4	50.0	54.8	60.3	65.5
修正評点	43.3	42.2	45.6	50.0	52.3

- (注) 1. TDBが作成した評点から、規模の大小によって生ずる評点格差を除去した値が「修正評点」である。  
 2. 上場企業については、2001/4月以降の子会社化による上場廃止および倒産先(17社)を除く。  
 3. 修正については、一部推計を含む。



図2 基準年データ

図1991年基準年データ

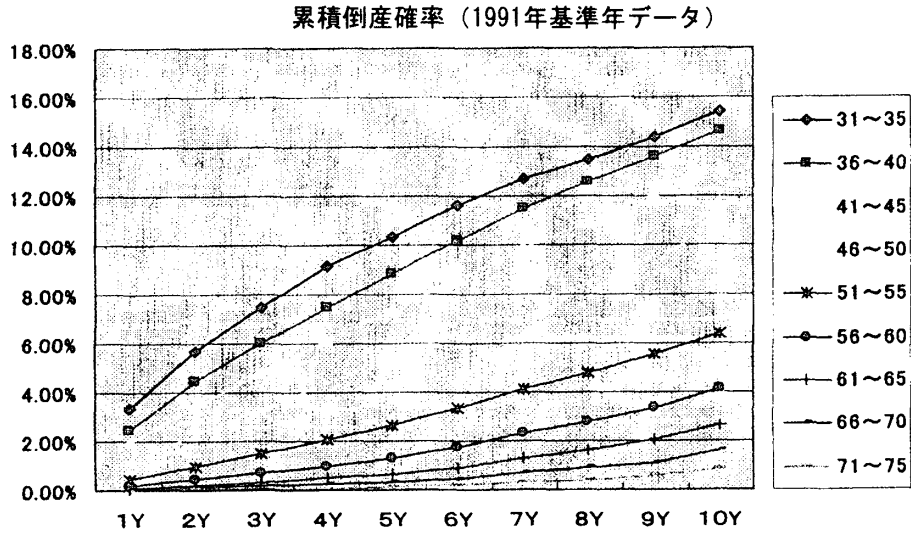
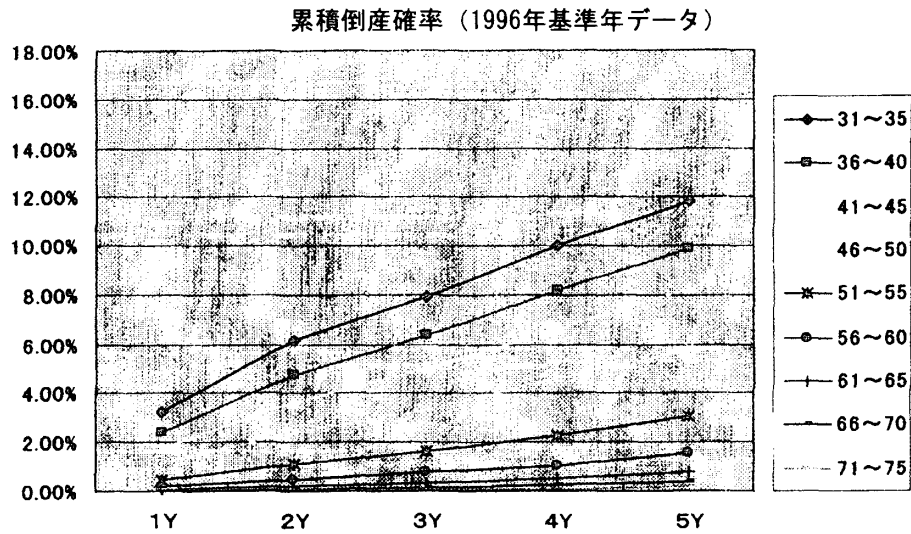


図1996年基準年データ



(注) 帝国データの公表資料による。

S&P、および我が国のR&I(日本格付投資情報センター)の格付別累積デフォルト率をみると、投資適格の最下級といわれているBaaないしBBBについては、5年間の累積で1.3~1.8%、10年間の累積で2.8~4.6%である(BaないしBB以下になると、10年の累積では二桁のデフォルトが発生している。荒木他(1998)および各社ホームページ)。

また、2001年末の株価が100円割れとなっている先についても、例えば鉄鋼や商社関連のNKK、日本製鋼所、日新製鋼、丸紅、高島等は、評点がかかなり高い水準にある。勿論、こうした問題はTDBのデータ全体からみればごく一部であるとみられる。また、株価自体は、その時点に於ける市場の需給等によっても大きく変動し、更に株価が100円といった水準には絶対的な意味はなく、1つの目安となるに留まる。しかし、それまで高い水準を続けていた株価が額面の2倍を割り込む水準に低落することは、当該企業に大きな問題があると市場が判断していることを表している。その意味では、株価が余りにも大き

く低下した状態が続くことは、当該企業の信用リスクがそれだけ高まり、資金調達面で問題が生じていること表すと推察出来、上場企業については評点が甘めとなっている面があるといわざるを得ない。

### (TDB評点の問題点)

TDB評点の「信用要素」のなかで大きな問題であるとみられるのは、上場企業について甘めであることに一端がみられるように、企業規模の大小からくる評点格差である。大企業と中小企業とを「規模」に関連した項目のみで比較すると、最大限17点(評価は2点~19点)の格差が発生する。因みに、TDBが作成した評点を資本金規模別に算出すると(表1)、上述のように上場企業は平均が65.5点に達しているのに対し、資本金10百万円企業は平均で46.4点と20点近くの格差が存在する。勿論、現在の局面では中小企業について経営内容が悪い先が多いだけに、評点が低めになることは否定出来ない。また、90年代半頃までの時期では、上場企業ないし大企業は相対的に倒産が生じ難いといった事情があったことは事実である。しかし、90年代末以降は、東証1部上場企業でも経営不振から倒産ないし系列の子会社となり、上場廃止となるケースが目につく状況にある(子会社化しても財務上親会社の大きな負担となることは避けられない)。因みに、2001年末に株価が100円<sup>5)</sup>を割り込んでいた上場会社(店頭上場を含む)381社(借入総額20.4兆円)のうち、2002年8月末には34社が解散等によって上場廃止となっている(2001年4月以降の倒産先を含む。借入金総額は2.3兆円)。その意味では、特に中小企業と対比した場合には、上場企業ないし大手企業といえども、業界でのそうした地位自体が経営破綻を回避し得る要素となるとみなすことは難しくなっている。米系の有力格付会社であるMoody'sや、我が国でもR&Iでは、キャッシュフローや自己資本比率、インタレストカヴァレッジ、あるいは経常収支比率等が基本的に重視されており、上場の有無や企業規模等は判断材料としては含まれていないようである(各社ホームページ資料等)。

これらの点を考慮すると、不良債権問題といった観点から評点を利用する場合には、TDBが作成した値をそのまま使用するのではなく、大企業と中小企業との「規模」に起因する評点格差を修正することが前提となる。また、既にみたような大型倒産の発生状況を基にすれば、不良先の目途としては評点がある程度の水準にある企業、ないしTDBの分類ではCクラスにある企業も対象とする必要がある。なお、上場企業については、東京都内企業の株価水準と評点との関係を利用して、東京以外に本社を構える上場企業の評点を推定することも試みる事が出来よう。

### (TDB評点の修正)

本稿では、TDBの評点の「信用要素」のなかの「規模」に相当する項目は、年商と従業員数の規模、年商の業界内順位、および上場の有無より成り立っていると考え、これらの項目について以下のように推計した点数を控除して、規模以外の項目からなる評点を算出した。まず、年商および従業員数の規模については、それらを4段階に分けて点数を推計し、その分を除外した。また、年商の業界内順位は、当該

---

5) 平成13年改正商法で額面株式は廃止されたが、本稿では同一の基準で株価を比較する必要から、額面株式については50円株式に換算して使用している

業種の全国ランキングを基に推計し、同様にその分を差し引いた。一方、株式の上場場所に関しても、1部・2部・店頭・非上場の区分からつけられたとみられる点数を差し引いた<sup>6)</sup>。このように修正を施して算出した評点を、以下では「修正評点」と表示する<sup>7)</sup>。

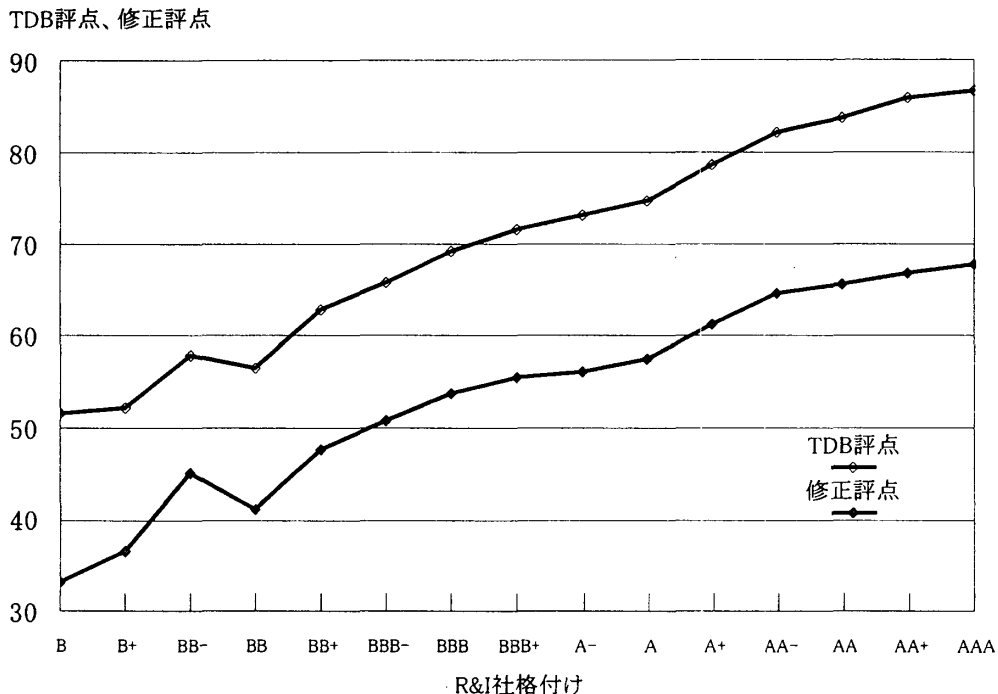
「修正評点」を元の評点と比較したものが前出の表1の下段である。これをみると、TDB作成の評点は、例えば資本金10百万円の企業が46.4点であるのに対して、上場企業は65.6点と20点近くの開きがあるなど、資本金規模によりかなりの格差が存在する。そして、資本金規模が大きいほど評点が高くなるといった傾向が明白である。これに対して「修正評点」でみると、規模格差はなお残るとはいえ、同様に資本金規模10百万円企業と上場企業との格差を取り挙げても、それは9点と大幅に縮小する。そして、いわゆる中堅(資本金規模10億円未満)以下の企業については、平均でみる限り評点の格差はほぼ解消する。資本金10億円以上企業と上場企業との評点格差も殆ど解消する(60.3点 $\leftrightarrow$ 65.5点 $\rightarrow$ 50.0点 $\leftrightarrow$ 52.3点)。また、最近の倒産企業について「修正評点」を別途試算すると、TDBの元の評点が50点前後であったのが35点程度に低下し、なかには20点台半ばに落ち込む先もみられる。こうした事実を基にすれば、企業の信用リスクを判断するに際しては、規模による評点の影響を取り除いた「修正評点」が、不良債権問題といった視点を基にした場合には、経営の実態をより正確に表していると考えられる。

なお、大企業に関する国内有力格付け機関の格付との対応については、TDBでは概ね評点が70点前後でBBB格、60点強でBB格、50点強はB格に相当するとみているようであり、その意味では60点台以下の企業は信用リスクがかなり大きくなると認識しているようにも推察される。そこで、TDB評点および「修正評点」について、国内の有力格付け機関であるR&I(日本格付投資情報センター)の格付とを対応させ、評点の客観性を得る手掛かりを考えてみよう。図3は、都内に本社を構える上場企業のうち、社債等を発行しR&I社の格付を取得している389社について、R&I社の格付のランク毎にTDB評点および「修正評点」の対応をみたものである。この図では、R&I社の格付が上昇するとともに、TDB評点および「修正評点」が上昇するといった関係が窺われる。但し、BBおよびBB- 格のクラスについては、若干ながら「逆転」現象がみられる。全体として、上場企業のみ、且つ限られたサンプル数から得られた結果であることや、とくにBB+以下のサンプル数は全体で63社に留まっており、特定の企業の格付が影響している可能性も考慮する必要がある。もっとも、「逆転」は1ランクのみであり、BB+以下のクラス全体を取り上げる場合には大きな問題は生じないと判断した。注目すべきは、平均でみればいわゆる投資不適格ないし投機対象とされるBB+以下のクラスが、「修正評点」で50点未満に対応していることである。従って、「修正評点」が50点未満の先に対する債権については、不良化している可能性が極めて高いことを示唆しているといえよう。

6) 推計は、宝島社(2002)等を基に著者が独自に行ったものであり、実際にTDBが算出している計数とは異なることも考えられる。年商、従業員数、および上場の有無については、上位クラス(最高)が3点、下位クラス(最低)は0点とみて点数を配分した(規模に関する配点19点のうち計9点)。当該業種に於ける年商の全国ランキングについては、残りの点数10点を割り当て、業界内の順位が上位10%未満を10点、10%以上30%未満を8点、30%以上50%、未満を6点、50%以上70%未満を4点、70%以上は2点とみて配点した。この限りでは、業界内順位の影響は最大8点存在することを前提としている。

7) なお、「修正評点」が50点以上であっても、2001年末の株価が100円を割り込んでいる先(12社、計2.1兆円)については、40点台後半の区分に加えている。

図3 評点と格付との関係



これは、国内の有力な格付け機関であるとはいえ、R&I社との対応をみたものに過ぎず、これで「修正評点」の客観性が十分に担保されるわけではない。しかし、他の調査機関の格付とも対応していることは、「修正評点」を利用した分析が概ね事実に近い結果となることを表わすと考えることが出来る。こうした判断を踏まえ、「修正評点」を用いて東京都内企業について債務者区分による不良化の度合いを判断していく。

### 3. 都内企業の不良化の程度

#### (債務者区分との対応)

以上のようにして算出した「修正評点」を基に、企業債務の不良化度合いを集計・判断していく場合、幾つかの留意すべき点がある。第1は、評点はあくまで企業を単位に算出しており、当該企業の債務が優良担保や保証を付されたものであるか否かについては考慮していない点である。従って、評点によるランク付けは、金融機関が行う自己査定の債務者区分に該当する。債務者区分では、破綻先、実質破綻先、破綻懸念先、要注意先(うち要管理先)、そして正常先といった実質5段階に分けている<sup>8)</sup>。こうした自己査定の方式と同様に、ここでは「修正評点」が30点未満の先を破綻先・実質破綻先、同30点台の企業を破綻懸念先、そして同40点台の先を要注意先、それ以外を正常先といった、4ランクに分けて集計していく。不良債権のうち要注意先について40点台とやや高めともみられる企業を含めることについては、やや厳し目の判断とも考えられる。しかし、既にみたように「修正評点」のベースでは大企業でも40点台は平均以下であり、また50点台の企業でも倒産等が発生していること等から、評点が平均的な

水準である先についても、その度合いは別としても業況悪化等から不良化した先も多いと判断していく必要がある。

第2は、企業データが限られているだけに、対象とする債務は借入金に限定していることである。金融機関が行う自己査定の対象となる債権には、借入金以外の有価証券等も含まれている。しかし、非上場企業に関する有価証券等のウエイトは、小さいと推察される。また、上場企業については社債やCP等を含めることが出来るが、借入金は各金融機関毎に集計することが可能である一方、社債やCPはその保有者毎に不良債権を集計することが難しい。そこで、本稿では集計が可能である場合にも借入金以外の債務については、参考までに計算するに留めている。なお、借入金には預金取扱金融機関以外の金融機関、例えば生保・損保のほかノンバンクや政府系金融機関、あるいは親会社等からの借入額も含まれる。

第3は、前述のように企業を評価(評点をつけた)時点と借入金残高を入手出来る時点が必ずしも一致していないことである。借入金は個々の決算書を基に計上されるため、一般的には評点よりも古い時点となることは否めない。もっとも、データとしては最新のものを利用している。

こうした点を考慮しつつ、評点ランク毎に集計を行った<sup>9)</sup>。

### (不良債権総額の推計)

東京都内企業の不良化度合い毎に借入額を集計した結果は表2に示される。金融機関の自己査定基準に於ける「要注意先」以下の不良債権に該当するとみられる借入金総額は、108.1兆円である。この額は、調査対象とした75千社の借入金総額の61.1%を占め、その社数は65千社である。このうち、44点以下は「要管理先」以下に該当すると考えられ、その額を集計すると64.4兆円で、借入総額の36.4%に相当する。評点が50点未満～40点台後半の先については、一般的には不良化の度合いが軽いケースも考えられる。しかし、例えば上場企業について、「修正評点」が50点台ないし40点台後半である1,029社の

---

8) 自己査定は、各金融機関が適正な償却・引当を行うための内部手続きであり、金融庁が公表している資産査定的基本的な考え方を参考としつつ、各金融機関が策定した査定基準に基づき行われる。決算に於いて公認会計士の外部監査を経ているが、その結果は公表不良債権のような客観的、統一的、画一的基準により整理されているものではなく、各金融機関がそれぞれ適切と考える判断が加味されている。金融庁の金融検査マニュアルによる定義は次の通りである(金融庁の1年(平成13事務年度版)による)。本稿では、①と②を合算して示している。

- ①破綻先：法的・形式的な経営破綻の事実が発生している先をいい、例えば破産、清算、会社整理、会社更生、手形交換所の取引停止処分などの事由により経営破綻に陥っている債務者
- ②実質破綻先：法的・形式的な経営破綻の事実が発生していないものの、深刻な経営難の状態にあり、再建の見通しが無い状態にあると認められるなど実質的に経営破綻に陥っている債務者
- ③破綻懸念先：現状、経営破綻の状況にはないが、経営難の状態にあり、経営改善計画等の進捗状況が芳しくなく、今後、経営破綻に陥る可能性が大きいと認められる債務者
- ④要注意先：金利減免・棚上げを行っているなど貸し出し条件に問題のある債務者、元本返済若しくは利息支払いが事実上延滞しているなど履行状況に問題がある債務者のほか、業況が低調ないしは不安定な債務者又は財務内容に問題がある債務者など今後の管理に注意を要する債務者
- ④'うち要管理先：要注意先債務者のうち「3カ月以上延滞債権」にかかる債務者又は「貸出条件緩和債権」にかかる債務者
- ⑤正常先：業況が良好であり、かつ、財務内容にも特段の問題がないと認められる債務者。

この区分を基にみると、要注意先のうちの要管理先は、概ね40～44点台の層に該当すると判断することも出来る。なお、債務者区分とリスク管理債権および金融再生法開示債権との関係については、堀江(2001)第Ⅱ部を参照されたい。

うち、株価が100円を割り込んでいる先を取り出すと、35社に達している(借入金額は2.7兆円)。こうした事実を基にすれば、40点台後半の先についても不良化がかなり進行しており、「重傷」ではないとしても不良債権であると判断すべきであろう。

このようにして算出した不良債権の総額については、いくつかの留意点がある。まず、この計数には政府系金融機関等からの借入金も含まれており、必ずしも預金取扱金融機関からの借入金のみを取り出している訳ではない。また、「要注意先」に対する貸出債権は、「要管理先」への債権を除くと、問題を抱えつつも現時点では回収不能となる惧れは低い。更に、集計した額の一部はいわゆるⅢ分類ないしⅣ分類として既に個別貸倒引当金を引き当て済みの債権、あるいは優良担保等で回収が可能な債権が含まれている。

そうした留保条件をつけつつ、都内企業向け貸出の不良化率から全国の預金取扱金融機関の不良債権を考えてみよう。各種の前提を置いた試算結果は、表3に示され、最下段にあるように、都内企業向け貸出の割合は全国ベースでみると4割弱であり<sup>10)</sup>、仮にその比率をその儘適用すると全国ベースでは299.8兆円となる。但し、前述のように、このなかには業況が悪化したノンバンク等が一般の企業向けに転貸している額も含まれている。また、不良債権は東京を中心とする首都圏および大阪といった大都市圏に集中しており、地方圏ではそれほど悪化した状態にはないと考えられる。従って、東京都について推計した額を貸出シェアで全国に適用すると、不良債権額が実態以上に膨れる危険がある。他方、大阪および首都圏3県の企業は東京の企業と同程度痛んでいるとも考えられ、それらの貸出ウエイトだけでも東京の6割弱に相当する(更に北海道および兵庫県を加えると約2/3に相当する)。

表3で示したように、③の184兆円は過小であり、不良債権の総額は全国ベースでは220兆円前後と推計される。この値は、全国に於ける不良債権総額の半分が東京に集中しているといった前提を置いた場合とほぼ同一の額であり、2001年度の名目GDPの43%に相当する水準である(東京都内のみの場合は21.6%に相当する)。因みに、後述のように東京以外に本社を構える上場会社について、株価を利用して推計した50点未満の不良債権額は、計23.3兆円である。これらを併せて勘案すれば、要注意先以下に対する融資総額を135兆円とした2002/3月末時点の金融庁の調査結果<sup>11)</sup>は、明らかに過小である。

9) 本稿で算出する不良債権額は、上記の通り債務者区分に基づくものである。債務者区分と自己査定との関係を2002/3月末の全国銀行のベースで示すと、下図の通りである(『日本銀行調査月報』2002/8月号を修正して使用した)。自己査定で算出される不良債権は、同図の□で示される範囲に分類される値であり、優良担保や引当が行われた部分については非分類となる。本稿が対象とする不良債権は、債務者区分のうち正常先を除く□で示される部分であり、引当や優良担保等で非分類となる額を含む概念である。

債務者区分	分類	非分類	Ⅱ分類	Ⅲ分類	Ⅳ分類
破綻先・実質破綻先	兆円 7.4	引当・優良担保等 2.9	一般担保・保証 4.5	全額引当 0	全額償却引当 0
破綻懸念先	19.3	引当・優良担保等 8.9	一般担保・保証 7.2	必要額を引当 3.3	
要管理先	...	...	...		
要注意先	80.2	24.1	56.1		
正常先	393.4	393.4			

10) 預金取扱金融機関(全銀、信金、信組、労金、農協)が東京都内で行った貸出残高(2001/3月末)は、204.5兆円である。全国のお同計数は566.7兆円であり、36.1%を占める。因みに、大阪府は59.9兆円、首都3県(千葉・埼玉・神奈川)は56.2兆円で、それぞれ東京の29.3%、27.5%に相当する。また、不況色が強いとみられる北海道および兵庫県は計32.3兆円、同15.8%である。

表2 都内所在企業の不良化度合い

(資本金規模別借入額、単位10億円)

(企業数)	資本金 10百万円 (36,738)	10百万円超 1億円未満 (30,066)	1億円以上 10億円未満 (5,920)	10億円以上 (1,334)	上場企業 (1,663)	合計 (75,721)
45～49点	2,317	5,331	8,187	13,269	9,655	38,720
40～44点	1,530	6,775	6,447	8,859	4,414	28,026
30～39点	2,548	4,624	5,034	4,192	15,729	32,128
29点以下	2,028	3,058	1,778	1,336	1,083	9,283
45点未満計	6,107	14,458	13,259	14,387	21,226	64,437
不良化率(%)	72.5	62.0	47.1	32.1	29.9	36.4
50点未満計	8,424	19,789	21,446	27,656	30,881	108,197
不良化率(%)	86.4	84.9	76.2	61.6	43.4	61.1
赤字先借入額	6,091	10,256	9,394	12,525	12,616	50,884

(注) 1. TDB作成の評点ではなく、「修正評点」を使用した。

2. 不良化率は、問題先の借入金額を当該資本金規模別の借入総額で除した値である。赤字先借入額は、直近の税引後利益が赤字となった企業の借入額である。

3. 上場企業には、2001/4月以降の子会社化による上場廃止および倒産先を含む。

(資本金別・業種別の特徴)

資本金規模別にみると表2の通りで、不良債権額は資本金10百万円の零細企業で8.4兆円と調査対象企業の借入金総額の86.4%、中小企業(同10百万円超1億円未満)は19.8兆円、84.9%、中堅企業(同1億円以上10億円未満)は21.4兆円、76.2%、大企業(同10億円以上)は27.6兆円、61.6%である。そして、上場企業については30.8兆円(同43.4%)である。不良化の度合いは、企業規模が小さくなるにつれて大きくなり、資本金1億円未満の中小・零細企業では、8割以上が不良化しているといった結果となる。因みに、「修正評点」が50点未満の不良化先のうち、赤字先の借入額のみを別途取り出すと、総額で50.8兆円に達し、不良債権総額の47.0%を占める。これを資本金規模別にみると、零細企業では7割強を占めるが、次第に低下し大企業(10億円以上)では45%で上場企業については約4割である。この点は、巷間取り上げられている中小・零細企業の業況不振と対応している。

なお、前述のように「要管理先」以下の不良債権額を示す指標として、「修正評点」が45点未満の先を取り出すと、50点未満の場合と比べれば小さくなるとはいえ、64.4兆円で借入総額の36.4%に達する。

11) 金融庁では、預金取扱金融機関が抱える2002/3月時点の不良先向け債権のうち、II分類以下の債権が86.1兆円で、これに優良な担保や保証が付いた48.9兆円を加えて135兆円、総与信の21.7%に相当するとしている。計数は、以下の通りである(単位:兆円)。なお、2002/3月末時点の全国銀行のベースでみた不良債権総額は、106.9兆円である(前出注9に示される)。

破綻・実質破綻先	11.2(6.4)	
破綻懸念先	23.8(12.9)	( )内はII分類以下の債権である。
要注意先	100.0(66.8)	
正常先	487.3	

表3 不良債権の規模に関する各種試算 (全国ベース、単位：兆円)

前提等	不良債権額	推計上の留意点
①東京都内企業で「修正評点」が50点未満の企業を対象	108.1	対象は都内企業のみ。以下はこの額をベースとしている。
②地銀・第2地銀および協同組織金融機関のリスク管理債権額を①に加えた場合	161.2	地銀以下の業態については都内企業向け貸出の一部を二重に計算。他方、都長銀・信託については都外貸出の不良化分を含めておらず、過小推計。
③都内以外に本社を構える上場企業で「修正評点」が50点未満の先の借入額を②に加えた場合	184.5	地銀等は上場企業向け貸出がないと仮定。逆に都長銀・信託は東京都外では上場企業のみ貸し出すと仮定しており、過小推計の可能性。
④千葉・埼玉・神奈川県と大阪府・兵庫県内の企業向け貸出が都内と同程度不良化していると仮定	179.2	対象を東京都以外では5府県に限定し、その他の道府県を含めておらず、過小推計の可能性。
⑤東京都以外の道府県では企業の不良化度合いが都内の半分程度と仮定	204.0	都道府県別の貸出額シェアを基にしているが、大都市圏では東京都内並みとも予想されるなど、不良化の度合いに関する根拠が弱い。
⑥不良化の度合いを千葉・埼玉・神奈川県と大阪府・兵庫県内では都内の2/3程度、その他道府県では半分程度と仮定	215.8	都道府県別の貸出額シェアを基にしつつ、大都市圏を別に考慮しているが、不良化の度合いに関する前提の客観性が不足。
⑦不良化の度合いを首都圏等の企業は都内と同程度、他の道府県内の企業については都内の半分程度と仮定	239.5	大都市圏については⑥よりも深刻化の度合いを考慮しているが、他の道府県を含めて不良化に関する前提には客観性が不足。
⑧全国ベースの貸出に占める東京都内の貸出シェアを使用(対象は全銀、信金・信組・労金・農協)	299.8	道府県については東京都内ほど企業向け貸出が不良化していないとみられ、過大推計となっている公算。

(注) 1. ②・③は、①にリスク管理債権を加えて算出し、④～⑧は①をベースに道府県の貸出シェアを適用して算出した。  
 2. 不良債権額(2002/3月末)と借入額(2000年度)は、金融庁調査および日経NEEDS調査を使用し、都道府県別の貸出額(2002/3月末)は金融ジャーナル社「金融マップ2002年版」を使用した。  
 3. ②・③については、金融機関側の資産査定が厳格且つ同じ企業については同一の分類に区分されているといった仮定が加わる。

不良化率は、資本金10億円以上の大企業および上場企業では3割前後であるが、中堅企業は5割弱、中小零細企業は6～7割と、かなり高い。これをみる限り、中小・零細企業は不良化の度合いが深刻となっている先がかなり大きな割合を占めると推察される。一方、資本金10億円以上の大企業については、「要注意先」までを対象とした場合には6割が不良債権化しているとはいえ、その度合いは相対的に軽い先が多く、「要管理先」以下に該当するとみられる不良化の度合いが深刻な部分は、そのうちの半分強に留まっている。

次に、主要業種別にみると(表4)、建設業は約8兆円と同業種の借入総額の83%が「要注意先」以下の不良債権に該当する。また、不動産業は24兆円で同じく80%が該当し、両業種で不良債権総額の3割を占める。「要管理先」以下に相当する「重傷先」の割合も、25兆円で総額の4割に達しており、不良化の



表4 主要業種でみた不良化度合い

(借入金、単位10億円)

	建設	不動産	卸・小売	金融	運輸・倉庫	製造業
45～49点	1,550	5,237	5,381	4,235	1,654	8,207
40～44点	1,386	5,921	6,147	1,945	1,808	4,881
30～39点	4,604	8,082	6,217	6,207	712	3,348
29点以下	458	4,999	1,672	868	15	467
45点未満計	6,447	19,002	14,037	9,019	2,535	8,697
不良化率(%)	67.2	62.7	42.4	36.0	25.4	28.9
50点未満計	7,998	24,240	19,418	13,524	4,189	16,904
不良化率(%)	83.3	80.0	58.7	52.9	42.0	56.2

(注) 1. TDB作成の評点ではなく、「修正評点」を使用した。  
 2. 不良化率は、問題先の借入金額を当該資本金規模別の借入総額で除した値である。  
 3. 上場企業には、2001/4月以降の子会社化による上場廃止および倒産先を含む。

度合いが深刻であることを表している。

卸・小売、金融(ノンバンク等)および製造業も、総借入額の5割強が不良化している。但し、製造業は金額的には16.9兆円と多いとはいえ、「軽度」の悪化先が多く、45点未満の先の借入総額は全体の3割弱に留まっている。運輸・倉庫業についても、悪化度合いは相対的に軽いように窺われる。他方、不動産および建設に卸・小売および金融業を併せた4業種で65.1兆円と、総額の60.2%を占める。「修正評点」が45点未満の「重傷先」も、これら4業種で48.5兆円と、全体の75.3%に達している。

このように、不良債権は特定の4業種に集中して発生している。これらは、何れも問題企業が多いことが指摘されてきたとはいえ、特に中小企業について厳しい状況を表している。例えば、零細企業の代表として資本金100万円の企業をみると、建設および不動産については借入総額の90%以上、卸・小売でも87%が不良化しているといった結果となる(計表は省略)。その限りでは、巷間取り沙汰されている金融機関による中小企業に対する融資態度の慎重化、いわゆる「貸し渋り」<sup>12)</sup>については、資金供給サイドの金融機関側の要因とともに、需要サイドの企業側に於ける業況不振→不良債権化といった側面を、より強く指摘する必要がある。

#### 4. 株価と信用リスク

##### (株価と評点)

以上は、東京都内に本社を構える企業について得られる分析結果であり、東京都以外の道府県を本拠とする企業を含めた不良債権の総額は、あくまでも1つの試算を示すに過ぎない。ただ、全体として

12) 既にみたように、「貸し渋り」について資金需要サイドにも問題があることは、堀江(2001)で指摘済みである。また、大企業への追貸・債権放棄の影響については堀江(2002)も参照されたい。

表5 「修正評点」と株価との関係

2001年末株価 (対数値)	自己資本 比率	直近2期の 配当率	定数項	自由度調整済 決定係数	F値
(16.8) 5.518***	(7.6) 0.068***	(7.6) 0.204***	(10.1) 15.742***	0.521	341.3***
(28.1) 7.658***			(6.2) 8.961***	0.456	788.0***

(注) 1. 被説明変数は、都内に所在する上場企業の「修正評点」である。

2. \*\*\*は、1%水準で有意であることを示す。

の目途をつけるには、東京都以外を本拠とする企業の少なくとも一部については不良債権化の度合いを推定することも必要である。このうち、比較的推計が行い易いグループは、株式を上場している企業である。即ち、株式の都内の上場企業について得られる「修正評点」と株価との関係を基に、格付としての評点を推計し、それをを用いて企業別の不良化の度合いを推定するのである。但し、株価がかなり高いと判断される企業は、業況がそれだけよく、信用リスクが小さいと考えられるところから、計測に際してはサンプルより除外すべきであろう。このような考えに従いつつ、本稿では次のような推計を行った。

東京都内に本社を構えている上場企業で2001年末の株価が例えば500円未満の先は、939社である(前出注5を参照)。この939社の「修正評点」と株価との関係を利用する。但し、一般的には株価は先行き収益の割引現在価値として捉えられている。信用リスク全般を表す評点との関係を見るには、内部留保の状況を表わす自己資本比率の水準や、これまでの配当状況を併せてみていく必要がある。そこで、①2001年末の株価(50円株に換算後)、②自己資本比率、③最近2期間の平均配当率、の3つを説明変数とし、「修正評点」を被説明変数とした計測を行った。計測結果は表5に示され、説明変数は全て1%水準で有意である。

この計測結果を東京都内以外に本社を構える上場企業に当てはめていく。データは、日経NEEDSを利用した。2001年度以降の倒産企業を含めて、「修正評点」が50点未満で捉えた「要注意先」以下の不良債権は、計23.3兆円と上場企業の借入金総額の67.7%に相当し、都内所在の企業よりも不良化率が高い結果となる(計表は省略した)。都内上場企業については30.8兆円(同43.4%)であり、上場企業全体では54.1兆円に達する。一方、45点未満の「要管理先」以下の深刻化した債権は8.4兆円と24.5%であり、都内所在企業(29.9%)より低く、東京都以外に本拠を構える企業については、不良化した債権が多いとはいえ、相対的に「軽傷」の部分が大きいことを窺わせる。なお、「要管理先」以下の不良債権は、上場企業全体のベースでは29.7兆円に達する。このなかには、既に引当て済みないし優良担保等がついており、不良債権としては非分類となる部分も含まれているが、上場企業といえどもかなりの先が不良化していることが推察されよう。

但し、こうした計測結果を用いた推定は、あくまでも参考に留まる。将来的には、東京都の場合と同様のベースで「修正評点」を作成し、より精密な不良化の度合いを把握することが求められる。

### (株価100円割れの企業)

次に、我が国に於ける上場企業のうち、株価が低い先をピックアップしてみよう。株式は、これまで1株当たり50円として発行されてきており、以下では50円株に換算している。この株価がどの程度になれば、信用不安が強まっていると判断すべきかについては、客観的な指標はない。例えば、倒産した企業をみると、大半の先では株価が大きく落ち込んだ状態が長く続く、即ち収益力ないしキャッシュフローの落ち込みから、市場でも当該企業の信用不安の噂が広まり、その結果株価が低迷するといったケースが一般的といえる。しかし、その水準の目途は明確ではない。但し、株価が額面を割り込むと信用リスクが高まる、ないし当該企業の資本金部分がそれだけ負債の穴埋めに使用されるといった格好をなす。その意味では、例えば額面の2倍である100円が1つの目途となるとも考えられる。

そこで、2001年末の株価が100円を割り込んでいる先を取り出すと、上場企業全体で381社となる。日経NEEDSの借入金データを用いて整理すると(表6)、その借入金総額は200/1月期<sup>13)</sup>で20.4兆円であり、2年前と比べて1.6兆円程度減少している。これは建設業を中心とする債権放棄が影響しており、その影響を除くと増加が続いていると判断される。業種別には、TDBのデータを利用した東京都内企業の場合と同様に、上場企業についても不良化した先は建設業、不動産業、卸・小売業が大きい。この3業種で、12.7兆円と全体の6割を占める。借入先別の金額に関しては、一部不明の部分があるが、判明している先等について分類すると、地銀・第2地銀や生保は農林系を含めて4兆円弱である一方、都長銀・信託は12兆円に達しており、上場企業に関する不良債権の負担の重さは上位業態に集中して表れている。

なお、これら2001年末に100円割れであった企業のうち、1983年以降のデータが入手可能な267社について株価の単純平均値を算出し、日経平均株価と対比したのが図4である(1983/1月末=100とした)。これをみると、100円割れとなった企業の株価は日経平均と比べてバブル期にはより大幅に上昇し、90年代入り後に急落した後は概ね同水準で推移していた。しかし、97年以降は更に大きく低下し、日経平均株価の変動と大きく乖離した状態となっている。97年以降は、都銀等をはじめとする金融機関の倒産が多発し、不良債権問題が深刻化するなかで、これら企業の信用不安が強まって株価が急落し、それが株価全体を下押しした可能性が大きい。こうした現象の解明は、統計的なチェックを含めて今後の課題としたい。

## 5. 借入金利と評点の関係

### (借入金利の分析)

次に、不良化の度合いを決める基準となった「修正評点」と、借入金利との関係を考えてみよう。一般に、銀行の貸出金利は、資金調達利回りに経費を上乗せして得られる資金調達コストを基準とし、それに貸出先毎の信用度合いに応じた上乗せ、即ちリスク・プレミアムを加えて算出されていると考えられる。但し、これがその儘貸出金利となる訳ではなく、各々の企業向け貸出に際して、各銀行がそうし

13) 決算期は企業により異なるため、本稿では、2000/4月～2001/3月に到来した決算を2001/3月期決算としている。他の年度も同様である。

表6 株価100円割れ企業の借入金

(単位10億円)

		2001/3月期	2000/3月期	1999/3月期	1998/3月期
借入金総額		20,424	21,132	22,055	21,647
主要業種別	建設業	4,516	5,354	4,966	4,916
	不動産業	1,640	1,682	1,745	1,811
	卸・小売	6,576	6,328	7,331	7,181
	製造業	6,492	6,495	6,687	6,378
	鉄鋼	2,488	2,503	2,766	2,535
金融機関業態別	民間金融機関計	16,554	17,362	18,472	17,337
	都銀	8,178	8,083	8,266	7,768
	長銀・信託	4,239	4,716	4,867	4,408
	地銀	1,683	1,687	1,993	2,030
	第2地銀	228	252	279	273
	農協系	583	578	800	723
	生保	1,298	1,559	1,834	1,805
	政府系金融機関系	807	954	1,108	697

- (注) 1. 全上場企業のうち、2001/12月末の株価が100円割れとなった381社を抽出した。2000/4～2001/3月の決算を2001/3月期と表示している。  
 2. 日経NEEDSを利用したが、一部不明分については推定した。  
 3. 長銀には新生銀行およびあおぞら銀行を含む。  
 4. 業態分類には、民間金融機関と政府系金融機関のほか、関連会社からの借入、不明分等がある。

図4 2001年末100円割れ企業の株価推移

(83/1月末=100)



(注) 2001年末に100円を割り込んだ企業のうち時系列データが入手可能な267社の平均株価である。

た上乗せ分をどの程度と考えるかについては、このようなリスク・プレミアムに相当する部分の変動要因として、取引内容(貸出期間や担保の有無)のほか、relationship banking としての付き合い状況や、総合的な取引の深耕度合い等によっても影響されると考えられる。しかし、これらを推測することは、データ利用上の制約もあり難しく、研究例も多くはない。藪下・武士俣(2002)や鈴木・藪下(2002)、中小企業白書(2002)は、中小企業に関するマイクロデータを使用して、金利スプレッド決定因や分布状況メインバンクとの関係等を探っている。特に鈴木・藪下(2002)は、担保の有無や企業規模、メインバンクの影響等を指摘した、貴重な分析例である。もっとも、中小企業には情報の非対称性が存在している点や、多重共線性を含めて、定式化等に問題無しとしない。

本稿では、図1で示したように、通常の審査では貸出が難しい問題企業に対して、銀行がどの程度金利を上乗せして貸出を行うかといった問題意識の下で分析を行う。そして、基本的には「修正評点」が信用リスクを表す指標であり、その値が小さい場合にはそれだけ信用リスクプレミアムないし金利の上乗せ分(安全資産との対比でみたスプレッド)が大きくなると考えて定式化している。但し、金利スプレッドは信用リスク以外にも、このようにその市場に於ける企業の地位(売上シェア、成長率、上場の有無等)や、当該銀行とのそれまでの総合的な取引状況等によっても左右されると考えられる。後者は、外部から観察することは難しいため、ここでは前者の要因について、それが具体的には売上高の規模および外部資金調達総額に占める借入金の比率に表れていると考える。売上高の増加は、取引動機の資金需要を増加させ、借入金利の上昇要因となると考えられる。また、調達総額に占める借入金の比率が高いことは、資金調達経路がそれだけ制約されていることを意味し、同様に金利上昇となる。他方、上場企業の場合、例えば東証1部に上場している場合には、店頭上場等と比べて資金調達面では有利となることが考えられ、こうした要因も織り込む必要がある。なお、各変数のインパクトについては、産業別にはかなりのバラツキがあることが想像される。そこで、主要業種にダミーを含めた計測を併せて行っている。但し、資金供給サイドの要因や金融機関同士の競争状態に関する要因は含めていない。こうした考えの下に、(1)式のように定式化している。

中堅以下の企業に関しては、金利関係のデータの利用が困難であり、以下では東京都内に本社を有する上場企業を対象に分析する。

$$\text{INTEREST} = F(\text{POINT}, \text{B/D}, \text{SALES}(\text{ASSET}), \text{SLIST}, \text{DUM}) \cdots \cdots (1)$$

INTEREST:借入金利水準、POINT:「修正評点」、B/D:借入負債比率、

SALES(ASSET):売上規模(資産規模)の順位、

SLIST:株式上場の場所、DUM:業種別ダミー

被説明変数であるINTERESTについては、金融費用のうちの借入金関係費用と借入金残高を用いて算出していることもあり、金融機関側の債権放棄や期末の借入返済等の影響から、借入金利が10%を越すような先も存在する。一方、金利減免を受けた先等については、金利が不自然に低くなる可能性もある。こうした「特殊な」値となる企業については、サンプルから除外せざるを得ない。なお、金利の期間構造の影響、即ち短期資金のみで調達する場合と長期間の調達を主体とする場合では、金利に格差が生じ、両者の割合如何が金利水準に影響することが考えられるが、利用可能なデータは借入金ないし

負債総額と金融費用であり、期間の長短の区分は難しい。この点については、金融が大幅に緩和された状態が長期化しているだけに、こうした借入期間の相異からくる影響が小さいと前提せざるを得ない。とはいえ、金利が極めて高い企業等が生じてくる原因はこうした面にも存在することを考慮する必要がある。

#### (計測結果と解釈)

計測結果は、表7に示される。まず、「修正評点」、売上高、借入金対総調達比率および上場場所ダミーで計測した結果は、当てはまりは高くなく、「修正評点」の符号はマイナスとなる(高い評点先は金利が低い)が、有意性は高くない。これには、各変数が業種別にかなり異なったインパクトを及ぼしている可能性を示唆している。そこで、主要な7業種についてダミーを加えた計測も行うと、当てはまりが改善するほか、「修正評点」以下の説明変数は全て符号条件を満たし有意性も高い結果となる。主要業種別ダミーも全て有意、且つ符号は全てマイナスである。これらの業種については、他の業種と比べて相対的に借入金利を押し下げている要因が作用していると考えられる(不良先への金利減免あるいは優良先への低い金利の適用等の影響)。なお、不良債権が多いといわれる建設、不動産および卸売についても計測した。結果をみると、建設については信用リスクのインパクトは大きく且つ有意であるが、借入金対総調達比率は有意ながら符号はマイナスとなる。これは、建設業については業況不振から他の資金調達手段が限られることもあり、借入金依存度が高く、且つ債務免除や追貸等を受けている業者が多いことが響いていると推察される。不動産についても同様の傾向がある(「修正評点」の影響は有意ではない)。卸売の計測結果については、全産業の場合と同様の傾向が窺われる。

この、ダミーを含む全産業ベースの計測結果を用いて、「修正評点」と借入金利との関係を考えてみよう。「修正評点」が、例えば50点(正常先の最下位クラス)から40点(要管理先の最下位クラス)に低下すると借入金利は上昇するが、その幅は0.08%程度である。40点から30点(破綻懸念先の最下位クラス)に低下しても上昇幅は0.10%であり、30点から20点(実質破綻先クラス)となっても、借入金利は0.14%上昇するに留まる。勿論、本計測結果の対象は上場企業であり、中小企業についてはこれを上回る変化を想像することは十分可能である。しかし、全体としてみた場合には、信用リスクの高まりに応じた貸出金利が付されているとはいえ、その度合いは極めて緩やかなものと判断せざるをえない。この点、建設の場合には、40点から30点(30点から20点)に低下すると、借入金利は0.52%(0.73%)上昇し、同様に卸売では0.41%(0.58%)上昇する結果となり、その限りでは信用リスクがある程度織り込まれた金利形成となっていると考えられる(結果的な金利減免等は別である)。

このように、一部の不良先については、それなりに信用リスクに応じた金利形成が行われていると推察される。しかし、全体としてみる限り、信用リスクに応じた金利形成の傾向がみられるとはいえ、金利の変化度合いはかなり緩やかなものに留まっていると判断される<sup>14)</sup>。

#### (金利引き上げと収益)

このように、信用リスクに見合った金利設定が極めて不十分とみられることの背景には、金利引き

表7 「修正評点」と借入金利の関係

(カッコ内はt値)

		全産業 (1,336社)	建設(112)	不動産(45)	卸売(218)	
「修正評点」 (対数値)		(1.0) -0.1249	(2.3) -0.3608**	(4.9) -1.7967***	(0.6) 0.3740	(4.0) -1.4179***
売上高 (対数値)		(10.0) 0.1698***	(8.0) 0.1539***	(2.8) 0.1373***	(0.7) 0.0621	(3.3) 0.1414***
借入金対 総調達比率		(3.2) 0.0053***	(2.4) 0.0044**	(3.2) -0.0147***	(1.8) -0.0227*	(4.6) 0.0237***
上場場所 ダミー		(1.1) -0.0472	(2.1) -0.0882**	(1.5) -0.1046	(3.1) -0.3373***	(0.5) 0.0579
業 種 別 ダ ミ ー	建設		(3.8) -0.4896***			
	不動産		(5.4) -0.5796***			
	卸売		(3.7) -0.3371***			
	小売		(3.5) -0.5649***			
	製造業 (重工業)		(2.6) -0.2500***			
	製造業 (その他)		(2.6) -0.2590***			
	サービス		(12.7) -1.3922***			
自由度調整済 決定係数		0.092	0.198	0.225	0.331	0.395
F値		33.871***	30.046***	8.849***	6.325***	34.939***

- (注) 1. 上場場所ダミーは、東証1部を3、2部を2、その他を1とした。  
 2. 重工業は、鉄鋼・非鉄・金属および機械産業である。  
 3. \*\*\*は1%、\*\*は10%、\*は1%水準で有意であることを示す。

上げが企業収益の赤字をもたらし、その結果として倒産等に追い込むといった事態を銀行が怖れていることも響いているとみられる。それでは、東京都内に本社を構える企業75千社余りのうち、どの程度の割合の企業がどの程度の金利引き上げに耐えることが出来るであろうか。企業の利益状況を所与とした場合、銀行側が金利を引き上げることの出来る限度は、金利負担が増加しても企業収益が赤字には転落しない状態である。勿論、赤字転落がなければ利益額の全てを金利として徴求出来る訳ではなく、実際には銀行サイドが粘り強く交渉しても、1%以上の上昇はかなり難しいと判断されよう。

- 14) 因みに、日本証券業協会の「公社債店頭(基準)気配表」等によれば、A格とBaa格との利回り格差は、局面により異なるとはいえ0.2~0.4%ポイントである。これを基にみても、格付が更に低いとみられる不良先の借入金利の変幅としては、かなり小さいといえよう。

本稿では、法人所得が赤字とまらない範囲内で、借入金利の引き上げが可能な企業を対象とする。そして、金利を引き上げる場合、全体のうちのどの程度の企業が対象となり得るか、またそうした企業の借入金利引き上げによって、全体としてどの程度の金利が上昇するのかについて試算した<sup>15)</sup>。金利の引き上げ幅は、0.100%~1.000%までの範囲内で4段階について設定した。結果は、表8に示される。これを見ると、既に不良化の度合いが大きく赤字先の多い零細企業である資本金10百万円のグループについては、2割強が引き上げに応じることが可能であるのに過ぎない。そうした先については、たとえ1%の引き上げが実現しても、借入金利全体(銀行側からみれば貸出金利である)としては0.358%上昇するに留まる。

資本金規模が10百万円超1億円未満の中小企業グループについては、引き上げ可能な企業割合は増加するが、5割強に留まる。但し、借入金額の大きい企業について引き上げが可能であるケースが多いこともあり、実現した場合の金利上昇幅は拡大する(0.5%の引き上げの場合、全体では0.323%上昇する)。資本金規模が1億円以上10億円未満の中堅企業グループについては、8割程度が可能である。但し、借入額の相対的に少ない先で可能であることから、全体としての引き上げ幅は中小企業の場合と同程度である(0.5%以上の場合)。資本金10億円以上の大企業グループの場合には、そうした傾向は更に強まっている(引き上げ可能な企業の割合は低下している)。上場企業については、殆どの企業で金利引き上げが可能、且つ全体としての引き上げ効果も8割以上といった結果となる。もっとも、借入額が相対的に小さな先で可能なケースが多いこともあり、全体としての金利上昇幅は企業数でみたほどではない。

このように、総じて資本金規模が大きくなるとともに借入金利の引き上げが可能な割合が増加する傾向がみられる。また、平均すれば概ね4割の企業が金利引き上げに応じる余力が存在するといった結果となる。そして、その引き上げ効果は6~7割であり、それなりの効果が見込まれよう。但し、これには、サンプル上相対的に余裕のある上場企業等の借入割合が大きいことが響いており、数の多い中小・零細企業(資本金1億円未満のクラス)については、実現はかなり難しいと考えられる。こうした点を考慮すると、全体として収益の改善を目指して、銀行側には借り手の信用リスクに見合った金利を設定していくといった姿勢が浸透しつつあるとはいえ、そのテンポは未だ緩やかであるとみられる。銀行サイドとしては、信用リスクを加算後のコストに見合った貸出金利の定着へと地道な努力を続けると同時に、その対象については相対的に余裕のある大手企業等から手掛けていくといった戦略も必要であろうと思われる<sup>16)</sup>。その場合、信用格付けによるチェックが最も重要である。

以 上

15) 本来的には、「修正評点」を目的として、各ランク内でどの程度の引き上げが可能かを試算すべきである。ここでは不良先だけではなく、正常先を含めた全体としての可能額に絞っている。

16) 足立・大澤(2000)では、新規貸出約定平均金利から調達金利指標を差し引いたスプレッドが近年は上昇していることが指摘されている。なお、横浜銀行について、97/3→2002/3月期の5年間で貸出金利鞘が0.29%改善した背景には、都銀等の「貸し渋り」といったプラス要因や、金利引き上げのための推進役の配置等が影響したと推察される。もっとも、東京都内では取引が解消されるケースも多発した模様である(「週間東洋経済」2002年7/20日号等を参照)。



表8 借入金利上げの可能性と効果

(資本金規模別、%)

金利の 引上げ幅 (企業数)	資本金 10百万円 (36,738)	10百万円超 1億円未満 (30,066)	1億円以上 10億円未満 (5,920)	10億円以上 (1,334)	上場企業 (1,646)	合計 (75,704)
0.100%	(22.2) 0.043	(52.6) 0.076	(80.8) 0.098	(69.4) 0.075	(98.8) 0.096	(41.3) 0.083
0.250%	(22.2) 0.102	(52.5) 0.174	(80.3) 0.150	(67.8) 0.167	(98.4) 0.219	(41.2) 0.183
0.500%	(22.1) 0.193	(52.3) 0.323	(79.4) 0.320	(65.4) 0.303	(97.6) 0.427	(41.0) 0.352
1.000%	(22.1) 0.358	(51.8) 0.570	(77.0) 0.532	(60.5) 0.474	(95.6) 0.780	(40.5) 0.611

(注) 1. 法人所得が赤字とまらない範囲内での借入金利引き上げが可能な企業について、金利を引き上げた場合、全体として借入金利がどの程度上昇するかを示した。( )内は、金利上げが可能な企業数の割合である。  
2. 企業数には、「正常先」を含み上場廃止先を除いている。

付記) 本研究は、平成13年度日本証券奨学財団および平成14年度科学研究費(基盤研究(A)(1)、課題番号14203008)による助成を受けて行われた成果の一部である。本稿作成の過程で、東京外国語大学 阿川裕里、大阪大学 我孫子勇一、摂南大学 加納正二、西南学院大学 及能正男、神戸商科大学 野間敏克の各氏より有益なコメントを戴いた。データ入力等に関して、九州大学大学院生 霍 茜君の協力を得た。

[参考文献]

- 足立正道・大沢 真(2000) 「中堅・中小企業ファイナンス市場の現状と課題」日本銀行金融市場局  
ワーキングペーパーシリーズ2000-J-10
- 荒木光二郎他(1998) 「格付けを利用した信用リスクの計測について」『証券アナリストジャーナル』  
Vol. 36 No. 4 日本証券アナリスト協会
- 北坂真一(2001) 『現代日本経済入門』 東洋経済新報社
- 金融庁(編、2002) 『金融庁の1年(平成13事務年度版)』 大蔵財務協会
- 小林慶一郎・加藤創太(2001) 『日本経済の罫』 日本経済新聞社
- 小林慶一郎・才田友美・関根敏隆(2002) 「いわゆる「追い貸し」について」 Working Paper 02-2 日本  
銀行調査統計局
- 斉藤 誠(編、2002) 『日本の「金融再生」戦略』 中央経済社
- 地主敏樹他(2001) 「1980年代後半以降の日本の金融政策」 三木谷良一・ポーゼン編 『日本の金融危  
機』 東洋経済新報社
- 白石佳子(1999) 『企業倒産予知情報の形成』中央経済社
- 杉原 茂・笛田郁子(2002) 「不良債権と追い貸し」 『日本経済研究』No. 44 日本経済研究センター
- 鈴木久美・藪下史郎(2002) 「中小企業の貸出金利に影響を与える要因の考察」 日本金融学会2002年  
春季大会報告論文

- 鈴木 豪・竹田孝洋(2001) 「倒産危険度ランキング」『週間ダイヤモンド』2001年11/10 日号  
宝島社(2002) 「私にもわかる帝国データバンク」『別冊宝島』660号  
辻 幸民(2002) 『企業金融の経済理論』 創成社  
東洋経済新報社(2001) 「倒産警報」ランキング『週間東洋経済』 2001年12月 8 日号  
日本銀行考査局(2001) 「全国銀行の平成12年度決算と経営上の課題」『日本銀行調査月報』2001年  
8 月  
古川 顕(1995) 「金融政策とクレジット・ビュー」『金融経済研究』 第9号  
星 岳雄(1997) 「資本市場の不完全性と金融政策の波及経路 -最近の研究成果の展望-」  
『金融研究』 第16巻 第1号  
星 岳雄(2000) 「なぜ日本は流動性の罠から逃れられないのか」  
堀江康熙(2001) 『銀行貸出の経済分析』 東京大学出版会  
堀江康熙(2002) 「金融政策と不良債権問題」堀江康熙・徳賀芳弘編『構造変化と金融・経済』九州大学  
出版会  
宮下俊郎・下田尚人(2002) 「信用格付けを活用した信用リスク管理体制の整備」『証券アナリスト  
ジャーナル』 Vol. 40 No. 3 日本証券アナリスト協会  
藪下史郎・武士俣友生編著(2002) 『中小企業金融入門』 東洋経済新報社  
山澤光太郎(2002) 「主要格付会社の特徴と評価」『証券アナリストジャーナル』 Vol. 40 No. 3  
日本証券アナリスト協会  
Altman, Edward I. (1968), "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of  
Corporate Bankruptcy," *Journal of Finance*, September 1968  
Bessis, Joel (2002), *Risk Management in Banking*, Second Edition Wiley  
John B. Caouette, Edward I. Altman, Paul Narayanan (1998), *Managing Credit Risk*, Wiley (高橋秀夫監  
訳『クレジットリスクマネジメント』、シグマベイスキャピタル  
Moody's Investors Service (1991), *Global Credit Analysis*, (日本興業銀行国際金融調査部訳『グロー  
バル格付分析』金融財政事情研究会)  
Sounders, Anthony (1999), *Credit Risk Measurement*, Wiley

[九州大学大学院経済学研究院教授]