

# 経済危機における劣後ローン導入の問題点

中野 瑞彦

## はじめに

猛威を振るう新型コロナウイルス感染症への緊急対策として、日本政府は2020年6月に第二次補正予算を成立させた。その中で総額62兆円にのぼる財政投融资枠を確保し、強力な金融対策を打ち出した。このうち今回特に注目すべきは、日本政策金融公庫に資本性劣後ローンの資金枠が1.2兆円設定されたことである。

本稿では、劣後ローンをめぐるこれまでの経緯を検証した上で、国による今回の資本性劣後ローンの推奨に焦点をあて、その問題点を探ることとする。

## I. 新型コロナウイルス感染症に対する金融支援策

まず、今般の新型コロナウイルス感染症（以下、「新型コロナ」）への金融対策を俯瞰する。貸付等の主たる窓口は、日本政策金融公庫（以下、「日本公庫」）、商工組合中央金庫、日本政策投資銀行（以下、「DBJ」といった政策金融機関である。政府は第二次補正予算（2020年6月成立）後の財政投融资総額として62.8兆円を確保し、これにより当初予算の5倍近くに膨れ上がる規模となった。このうち主な政策金融機関への割り当ては、日本公庫50.6兆円、DBJ1.2兆円である。ちなみに2019年度の財政投融资要求額は12.6兆円であり、うち日本公庫4.1兆円、DBJ7800億円の割り当てであっ

---

キーワード：劣後ローン、資本性資金、金融検査、日本政策金融公庫、  
新型コロナウイルス感染症対策

た。これらの財源に基づく政策金融機関別の金融対応策概要は第1表の通りである。

#### (1) 日本公庫

日本公庫は新型コロナ対策として、通常枠以外に国民生活事業及び中小企業事業を対象に「新型コロナウイルス感染症特別貸付」（国民生活事業、中小企業事業）と「新型コロナウイルス対策マル経貸出」を設定した。今回の特徴は、貸出金額の上限の大幅な緩和、返済期間の長期化、据え置き期間3年、金利水準ゼロ、無担保貸出などの点である。緊急事態であることを反映して、いずれの条項も債務者にとって非常に借りやすい設定となっているが、こうした債務者側のメリットは債権者側の負担につながるものであり、回収可能性の点では懸念が残る仕組みである。

#### (2) 日本政策投資銀行

DBJは新型コロナ対策として、従来から設定している「危機対応貸出」枠に日本公庫から今回供与されて資金分を加えて対応している。加えて、DBJ独自のプログラムとして設定している「地域緊急対策プログラム」の中で「危機対応業務を補完するもの」として新型コロナに対応することとしている。DBJは近年では一般的な貸出よりも投資と組み合わせた投融资や、事業再生・支援を狙いとした「特定投資業務」を中心に業務を行っている。

#### (3) 日本銀行

日本銀行は、新型コロナ対応特別オペによって金融機関に必要な資金を無利息で貸出すとともに、貸出相当額の預金残高を日銀当座預金残高のマクロ残高に加えるなど、金融機関の資金面をサポートしている。同時に、CP市場、外国為替市場、株式市場で積極的な買入を行い、金融市場の安定化に注力している。

#### (4) 金融庁

金融庁は金融機関のバック・ストップとして、金融機関が公的資金を申請するための金融機能強化法改正法の期限を2022年3月から2026年3月まで延長した（2020年6月）。同時に、政令、内閣府令で新型コロナ特例を設置

し、公的資金申請のための条件を大幅に緩和した。

上記のように今回の金融支援の枠組みは、日本公庫やDBJなどが個人事業主や民間企業に貸出や保証を行うとともに、民間金融機関の貸出等を日本銀行や金融庁が間接的に支えるという総がかりの支援体制となっている。貸出条件についても、貸出金額を売上金額でベースに算定するほか、貸出金利は実質無利子、貸出期間は最長15年（運転資金）、担保は不要など、諸条件が大幅に緩和された緊急性の色濃い内容となっている。

第1表. 日本の主な金融対策

**日本政策金融公庫及び沖縄金融公庫**（※第2次補正予算により増枠）

1. 「新型コロナウイルス感染症特別貸付」国民生活事業
  - ・貸出限度額：8,000万円（別枠）※
  - ・利率(年)：4,000万円を限度に貸出後3年目までは基準利率-0.9%、  
実質無利子化
  - ・返済期間：設備資金 20年以内（うち据置期間5年以内）、  
運転資金 15年以内（同上）
  - ・その他：無担保
2. 「新型コロナウイルス感染症特別貸付」中小企業事業
  - ・貸出限度額：直接貸付 6億円※
  - ・利率(年)：2億円※を限度に貸出後3年目まで基準利率-0.9%、  
一部は実質無利子化
  - ・返済期間：設備資金20年以内、運転資金15年以内（ともに据置期間5年以内）
  - ・その他：無担保
3. 「新型コロナウイルス対策マル経貸出」小規模事業者対象
  - ・貸出限度額：1000万円
  - ・利率(年)：基準利率1.21%、当初3年間は-0.9%
4. その他

<ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 特別利子補給制度（実質無利子化）</li> <li>(2) 民間金融機関の信用保証協会保証貸出（別枠）</li> <li>(3) 民間金融機関における実質無利子・無担保貸出</li> </ul>
<p><b>日本政策投資銀行</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1. 危機対応業務「新型コロナウイルス感染症に関する事案」</li> <li>2. 地域緊急対策プログラム：危機対応業務を補完するもの</li> </ul>
<p><b>日本銀行</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1. 企業等の資金繰り支援：特別プログラム（総枠 140 兆円 + <math>\alpha</math>） <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) CP・社債買入：20 兆円</li> <li>(2) 新型コロナ対応特別オペ：120 兆円（期間 1 年以内、貸付金利 0%）</li> </ul> </li> <li>2. 金融市場安定化のための円・外貨供給：国債買入ドルオペ、無制限</li> <li>3. ETF等買い入れ（年間約 12 兆円） <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) ETF：当面、年間約 12 兆円ペース</li> <li>(2) J-REIT：当面、年間約 1800 億円ペース</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>金融庁</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1. 金融機能強化法改正法に係る政令や内閣府令 <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 経営強化計画に数値目標を定めず「地域経済の再生に資する方策」を求める</li> <li>(2) 公的資金返済期限 15 年以内を「返済財源の確保」に緩和</li> </ul> </li> </ul> <p>(注) 各機関の公表資料により筆者作成。</p>

## Ⅱ. 劣後ローンとは何か

### (1) 劣後ローンの定義

今回の金融対策で特徴的なことは、資本性劣後ローン（以下、「劣後ローン」）が推奨されている点である。第二次補正予算により、日本公庫の資本性劣後ローン対応枠として 1.2 兆円が計上された。日本公庫は「新型コロナウイルス感染症対策挑戦支援資本強化特別貸付制度」として、既存の「資本性劣後ローン」の中に「新型コロナ対応（2020 年 8 月制度開始）」を設け

た。また、DBJは危機対応貸出の中で、劣後ローンを取り扱うとしている。

劣後ローン（Subordinate Loan）とは、一般金融債務に比べて返済順位が劣後する借入債務である。即ち、債務者はまず一般金融債務を返済した上で劣後債務を返済することになっている。また、劣後ローンは一般的に期限一括返済となっているので、償還期限までの分割返済はない。このため、金融債権者にとっては、相応の理由がなければ劣後ローンを引き受ける経済合理性を見出すことができない。相応の理由とは、第一に劣後ローンを引き受けることによって、債務者の金融・財務状況が好転し事業運営が改善すると見込まれることである。第二に、第一の結果として一般金融債務を返済した後も劣後ローンを十分に返済できるだけの資力があると見込まれることである。第三に、劣後ローンを引き受けるに見合うだけのメリットを債権者が確保できることである。具体的には、劣後ローンの金利水準が一般金融債務を十分に上回る水準に設定されている必要がある。

以上の点に照らして考えれば、劣後ローンは債務者にとって金利支払い負担は高まるものの、分割返済を伴わないことから総合的に金融債務の返済負担が軽減できるメリットがある。他方、債権者にとって回収リスクが高まるものの、高い金利収入など相応のメリットが享受できるメリットがある。但し、企業が償還期限まで破綻しないことが大前提であり、この点において超長期の劣後ローンはリスクが高いものであることは言うまでもない。

## (2) 新型コロナ対応の劣後ローンの特徴

日本金融公庫が今般新設した新型コロナ対策資本金劣後ローン（以下、「新劣後ローン」）と既存の資本金劣後ローン（以下、「既存劣後ローン」）を比較してみたい（表2）。両者の共通点は、無担保・無保証である他、約定分割弁済のない期限一括返済であること、法的破綻時の償還劣後性が確保されていることなど、既述した劣後ローンの基本的なスキームに関する点である。

これに対し、両者の異なる点は、利用資格、貸付利率、利用限度額、返済期間である。このうち、貸付利率の上限は新劣後ローンのほうが低く、利用

限度額の上限は同大きく、返済期間も同長くなっており、いずれも債務者にとって条件が緩和された内容である。さらに、利用資格には大きな相違点が見いだせる。既存劣後ローンでは、技術やノウハウ等の新規性や経営多角化・事業転換などやや抽象的な表現にとどまっている。なお、既存劣後ローンの利用資格は、日本公庫の定義によれば国民生活事業と中小企業事業とではより詳細に分かれている。国民生活事業では、「創業・新事業展開・海外展開・事業再生等に取り組む中小企業・小規模事業者であって、地域経済の活性化のために、一定の雇用効果が見込まれる事業、地域社会にとって不可欠な事業、技術力の高い事業などに取り組む方<sup>1)</sup>」となっており、更にこの劣後ローンを適用できる具体的な融資制度として、「新規開業資金」や「女性・若者/シニア起業家支援資金」、「再挑戦支援資金（再チャレンジ支援資金）」などが挙げられている。同時に、適用条件として、「地域経済の活性化にかかる事業を行うこと」と「税務申告を1期以上行っている場合、原則として所得税を完納していること」となっている。つまり、既存劣後ローンは、他の融資制度を利用する債務者にとってその融資を強化できる建付けとなっている。具体的には、分割弁済が期限一括返済となったり、貸付期間が長くなったりするなど債務者にとってのメリットが生じることになる。

中小企業事業の既存劣後ローンも同じ建付けである。既存劣後ローンの利用資格は、「直接貸付において、新企業育成貸付、企業活力強化貸付（一部の制度を除く。）または企業再生貸付（一部の制度を除く。）を利用し、地域経済の活性化のために、一定の雇用効果（新たな雇用または雇用の維持）が認められる事業、地域社会にとって不可欠な事業、技術力の高い事業などに取り組む方<sup>2)</sup>」となっており、やはり既存の貸付制度を強化する建付けになっている。なお、中小企業事業では、融資制度と貸付期間によって、1年ごとに直近決算の業績に応じて適用される貸付金利が異なっている。例えば、新

---

1) 日本公庫ホームページ「国民生活事業/その他の融資制度/挑戦支援資本強化特例制度（資本金）ローン」<https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/index.html>

2) 注1に同じ。

企業育成貸付又は企業活力強化貸付にこの劣後ローン制度を適用した場合には、期間7年では4.65%、3.15%、0.45%のいずれかが適用される。他方、企業再生貸付にこの劣後ローンを適用した場合には、同じ期間7年で5.45%、3.25%、0.45%のいずれかが適用される。金利条件で企業再生貸付のほうが厳しい水準となっているのは、企業再生のほうがより高いレベルでの経営努力が求められることを反映していると考えられる。

一方、新劣後ローンの利用資格は、第2表にある通りJ-Startupの選定や中小企業基盤整備機構の認定ファンドの出資受け入れ事業者、中小再生支援協議会の支援ないし関与を受けている事業者、相応の支援機関からの指導や民間金融機関の支援を受けている事業者など、第三者機関の関与が認められる事業者となっている。つまり、新劣後ローンを利用するにはまずこうした機関などと交渉しなくてはならず、時間的にも制度的にも厳しいものとなっている。この理由は、新劣後ローンが既存貸付制度の貸付枠とは別枠であること、かつ貸付金額の上限が大きいことが指摘できよう。これは新劣後ローンを安易に活用させないという意図の反映だろうが、これが果たして緊急を要する危機対策資金として有益なのかどうかを検討すべきである。

第2表. 日本政策金融公庫の新劣後ローン

1. 既存の資本性ローンとの共通点

担保・保証人	無担保・無保証人
返済方法	期限一括償還
償還順位	法的倒産手続きの開始決定が裁判所によってなされた場合、全ての債務に劣後する
その他	金融機関は資産査定上、自己資本とみなすことができる

## 2. 既存の資本性ローンとの相違点（主なもの）

新型コロナ対策資本性劣後ローン	既存の資本性劣後ローン
<p><b>利用資格</b></p> <p>1. J-Startup選定又は中小基盤整備機構が出資するファンドから出資を受けた事業者</p> <p>2. (国民生活事業) 中小企業再生支援協議会の支援を受けて事業の再生を図る事業者（注1）        (中小企業事業) 中小企業再生支援協議会の関与のもとで事業再生を行う事業者（注1）</p> <p>3. 上記①及び②に該当しない事業者であって、        (国民生活事業) 原則として認定経営革新等支援機関の指導を受けて新たな取り組みを行う事業計画を策定し、民間金融機関等との協調支援により事業の発展又は継続を図る事業者        (中小企業事業) 事業計画書を策定し、民間金融機関等による支援を受ける等の支援対策が構築されている事業者</p>	<p>・技術・ノウハウ等に新規性が見られる事業者</p> <p>・経営多角化・事業転換を行う事業者</p> <p>・認定経営革新等支援機関の指導を受けて新たな取り組みを行う事業者</p> <p>・中小企業再生支援協議会等の支援を受けて事業の再生を図る事業者        (国民生活事業)        創業・新事業展開・海外展開・事業再生等に取り組む中小企業・小規模事業者であって、地域経済の活性化のために、一定の雇用効果が見込まれる事業、地域社会にとって不可欠な事業、技術力の高い事業などに取り組む事業者        (中小企業事業)        直接貸付において、新企業育成貸付、企業活力強化貸付（一部の制度を除く。）または企業再生貸付（一部の制度を除く。）を利用し、地域経済の活性化のために、一定の雇用効果（新たな雇用または雇用の維持）が認められる事業、地域社会にとって不可欠な事業、技術力の高い事業などに取り組む事業者</p>
<p><b>利率</b></p> <p>0.5% ～2.95%（注2）</p>	<p>0.45% ～5.5%（注3）</p>
<p><b>利用限度額</b></p> <p>(国民生活事業) 7200万円        (中小企業事業) 7億2000万円</p>	<p>(国民生活事業) 4000万円        (中小企業事業) 3億円</p>
<p><b>返済期間</b></p> <p>5年1か月、10年、20年のいずれか</p>	<p>5年1か月以上、7年、10年又は15年</p>

(注1) 中小企業再生支援協議会が行う「新型コロナウイルス感染症特例リスケジュール支援」又は「再生計画策定支援」を受けている事業者

(注2) 当初3年間は0.5%、4年目以降は直近決算の業績に応じて、貸付期間ごとに2区分の利率が適用される。

(注3) 貸付実行後1年ごとに、直近決算の業績に応じて、貸付期間ごとに3区分の利率が適用される。

(資料) 財務省「【中小企業事業】新型コロナウイルス感染症対策挑戦支援資本強化特別貸付(新型コロナ対策資本性劣後ローン)に関するQ&A」



### (3) その他の資本性資金

日本公庫以外の政策金融機関等による資本性劣後ローンやその他の資本性資金は、第3表の通りである。中小企業基盤整備機構は、中小企業経営力強化ファンドと中小企業再生ファンドを準備し、中小企業の経営体質の強化を図っている。このうち、中小企業再生ファンドは各都道府県の中小企業再生支援協議会と連携し、同協議会版の資本的借入金（資本性劣後ローンと同様の貸付）を提供することになっている。但し、中小企業経営力強化ファンドは一般から出資を募っており、また中小企業再生ファンドは民間金融機関との協調のもとに進める仕組みとなっている。このため、資本性資金に対する一般投資家や民間金融機関などの理解が不可欠であり、この点が大きな課題である。

日本政策投資銀行は、優先株式、劣後ローン、ハイブリッド・ファイナンスの手段により、資本性資金を供給している。日本政策投資銀行は従来からこうした資金スキームを提供しており、また積極的に取り組んでいる機関である。しかし、同機関の政策上の制約により対象企業の範囲は限られている。民間金融機関との協調や民間金融機関の資金の呼び水となることが期待されているが、資本性資金はリスクが大きいために、民間金融機関独自の取り組みがどこまで拡大するかは不明である。

金融庁は、既述した通り東日本大震災や急激な円高を契機に2011年11月に業績の悪化した中小企業に対し資本性借入金（劣後ローンと同義）を推奨し、金融検査マニュアルの運用を明確化した。以前は劣後ローンについて特定の貸付制度を例示したにとどまっていたが、「明確化」後は以下の3条件について条件を直接明記した。即ち、償還条件は5年超、金利水準は株式事務に係る「事務コスト相当の金利」の設定も可能とし、劣後性は必ずしも「担保の解除」を必要としないとした。従来は、担保付既存借入は返済順位の劣後性が確保できないため、劣後ローンとみなすことが困難であるとしていたが、この明確化により必ずしも担保を解除する必要がなくなった。

更に、金融庁は今回の金融対策の一環として、「総合的な監督指針」等の

一部を2020年5月に改正し、劣後ローンの条件を明確化した。それによれば、債務者や債権者の属性や資金用途等ではなく、基本的には償還条件、金利設定、劣後性といった観点から判断することとしている。具体的には、償還期間が5年超、期限一括償還返済であること、金利設定は資本に準じ配当可能利益に応じた金利設定で業績連動型が原則であるとしている。更に、最も重要な劣後性については、法的破綻時の劣後性が確保されていることとなっている。これは2011年の「明確化」から更に踏み込んで内容を緩和したものであり、業態・業種、企業規模、既存借入・新規借入を問わず劣後ローンを幅広く推進するという金融庁の意図を反映している。

以上のように、過去10年にわたって政策金融機関は劣後ローンを含む資本性資金の提供拡大を目指してきた。その背景には、金融庁が2011年11月に示したように日本の経済状況の悪化がある。こうした環境下での事業者の経済再生や新規事業支援のためには、貸付期間が5年程度で分割弁済を要するような従来の貸出形態が十分ではないといったことが指摘できる。このため、今回の新型コロナにおいても資本性劣後ローンの導入が推奨されているのである。その前提として、長期間をかければ事業が発展ないし改善することが期待されているが、資金の供給者は当然のことながら回収の保証がないまま長期間にわたって貸付リスクを負担することになる。劣後ローンの導入にあたっては、この点を十分に検討しなくてはならない。

第3表. その他の資本性資金など

中小企業基盤整備機構（中小機構）

1. 中小企業経営力強化支援ファンド

- ・官民連携のファンドを通じて出資・経営改善等
- ・各都道府県の「事業引継ぎ支援センター」と連携、出資先企業の第三者承継を促進

2. 中小企業再生ファンド

- ・過大債務の中小企業再生のため官民連携のファンド経由で債権買取や出

資等を実施、経営改善のハンズオン支援、中小機構と民間金融機関等が有限責任のもと投資会社が無限責任者の投資ファンドに出資、この投資ファンドが中小企業に金融支援を実施

- ・各都道府県の中小企業再生支援協議会と連携、再生計画の策定と事業再生を促進

中小企業再生支援協議会版「資本的借入金」（日本公庫資本性劣後ローンとの協調型）

### 日本政策投資銀行

1. 優先株式：配当支払い、残余財産分配が普通株に優先、議決権なし、高配当率。エクイティ・キッカー（新株予約権、普通株転換権）付与のケースあり。議決権変更が不要、定款変更の手続き必要、節税効果なし
2. 劣後ローン：返済順位、清算時の配当順位が他債権に劣後
3. ハイブリッド・ファイナンス：格付機関から一定の資本認定が取得可能な劣後ローン、優先株式

### 金融庁

#### 1. 中小企業向け劣後ローンの推奨

- ・対象：東日本大震災や急激な円高の進行等により、資本不足に直面しているが、将来性があり、経営改善の見通しがある企業
- ・償還条件：5年超
- ・金利設定：「事務コスト相当の金利」設定可能、劣後性：担保解除不要
- ・メリット：①資金繰り改善（期限一括返済）、業況悪化時は借入金利低下  
②財務内容改善、新規貸付容易可

#### 2. 総合的な監督指針（新型コロナウイルス感染症を受けて令和2年5月27日改正）

- ・資本類似性は、あくまでも借入金の実態的な性質に着目して判断。債務者の属性（企業の規模等）、債権者の属性（金融機関、事業法人、個人等）や資金使途等により左右されるものではなく、基本的には、償還条件、金利設定、劣後性といった観点から判断

- ・償還条件：償還期間が5年超、期限一括償還（又は同等の長期据置期間の設定）
- ・金利設定：資本に準じ、配当可能利益に応じた金利設定、業績連動型が原則  
債務者が厳しい状況にある期間は、これに応じ金利負担抑制の仕組みが必要
- ・劣後性：法的破綻時の劣後性が確保されていること（又は、少なくとも法的破綻に至るまでの間において、他の債権に先んじて回収されない仕組みが備わっていること）

（注）各機関の公表資料により筆者作成。

### Ⅲ. 劣後ローンの問題点

#### （1）擬似資本としての性格

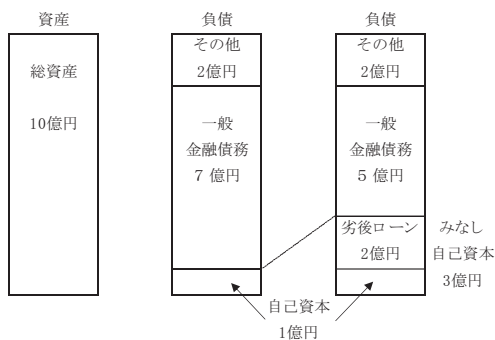
債務者にとっての劣後ローンないし劣後債務のメリットは、返済条件以外では金融検査において自己資本（純資産）とみなされる点である。国が債務者に劣後ローンを推奨する理由は、この金融検査上の擬似資本性にある。これにより債務者のみなし自己資本比率が向上し、債務者区分が上位遷移することが期待できる。

劣後ローンの一部ないし全部が資本とみなされる理由は以下の通りである。劣後ローンはあくまでも負債なので貸借対照表上は債務に分類されるが、金融債権者が長期間かつ期限一括返済の条件を許容していることから、劣後ローンは資本に近い性格と位置付けられる。例えば、ある企業の財務状況について、総資産10億円に対し、一般債務2億円、金融債務7億円、自己資本1億円の場合、自己資本比率は10%である（図1）。この企業の当期純利益が仮に1億円の損失であるとする、自己資本は払底し、債務超過寸前の状態となる。そこで事前に金融債務のうち2億円を劣後ローンに転換し全額が自己資本に認定されたとする、みなし自己資本額は3億円となり、自己資本比率は30%に上昇する。その後当期損失1兆円を処理した場合、

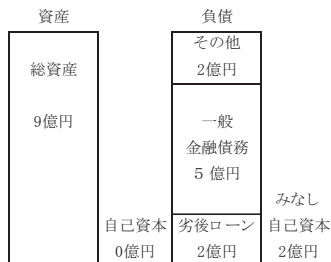
貸借対照表上の自己資本はゼロとなるがみなし自己資本は2億円であり、自己資本比率は22.2%となる。損失処理により当該企業の債務者区分が破綻懸念先ないし要管理先に下位遷移する場合には、この劣後ローンの導入による自己資本比率の改善を受けて、要注意先にとどまる可能性が高まる。もちろん、債務者区分は財務条項だけで決まるわけではないのであくまでも可能性にすぎないが、仮にとどまれば借入金利の引き下げ交渉や金融機関からの新規借入が容易になる。

しかし、劣後ローンといえども債務である以上、期限には返済しなくてはならない。つまり、返済期限までに業況が改善し、劣後ローンを除いた部分で自己資本比率が上昇していなければ、劣後ローンによる自己資本比率の改善はただの見せかけにすぎないということになる。つまり、劣後ローンを導入する企業は、返済期限までに業況が大きく改善すると期待できる企業に限定して適用すべきであるということになる。

第1図. 劣後ローンの導入による自己資本比率改善の効果



当期純損失1億円処理後（資産1億円を処分した場合）



## (2) 劣後ローン導入の事例

劣後ローンの直近の事例では、全日本空輸(株)が2020年10月に劣後特約付シンジケート・ローンをDBJとメガ・バンク3行とで締結し、4000億円の資金調達を行った。DBJは供与する1300億円のうちの一部を今回の新型コロナウイルス枠から拠出する予定である。また、イオン(株)は2020年11月にDBJの特定投資業務により、みずほ銀行などを含め劣後特約付きローンで約600億円を調達した。このうち300億円が資本と認定される見込みである。

中小企業でも劣後ローンの事例が見られる。例えば、名古屋銀行は「めいぎん資本性ローン」を日本公庫の劣後ローンとの組み合わせで実施している。また、信用金庫でも朝日信用金庫(東京・台東区)が新型コロナ対策の資本性ローンとして「朝日救急ローン」を設定した<sup>3)</sup>。その内容は、1企業1億円以内、貸出金利0.99%、予算規模は最大10億円である。

メガ・バンクなどは従来から劣後ローンに取り組んでおり、例えば三井住友銀行は企業の優先株式や劣後ローンを引き受けるメザニン・ファンドをDBJと共同で組成してきた。この場合には、大企業を中心とする事業再生の一環で劣後ローンが用いられており、金融機関が再生可能と判断した場合に限られている。また一方で、新型コロナ以前は、劣後ローンの利回り水準の高さや政策保有株式の持合いの代替手段としての位置づけなど資金運用の面から、メガ・バンクが劣後ローンに取り組んできた。この経緯を見る限り、劣後ローンは一般借入金を実質的に代替する手段ではない。ましてや今回は劣後ローンとしての償還条件や金利条件を緩和しており、債権者である金融機関にとっての負担がかなり重いと云わざるを得ない。

## (3) 事業再生と劣後ローン

事業再生の観点から劣後ローンの活用状況を確認すると、例えばDBJが事業再生関連で取り組み内容を公表している特定投資業務27案件のうち資本性劣後ローンが確認できたのは、高松琴平電気鉄道(株)、三木特殊製紙(株)、み

3) 日本経済新聞 2020年10月6日朝刊記事

のまちや(株)、(株)シェルターの4件であった。むしろ、出資をした案件が多く見受けられた。

つまり、事業再生絡みでの資本性劣後ローンの活用はあるが、事例そのものは必ずしも多くない。その理由は、本来は返済が必要である負債でありながら金融検査では資本とみなすため、債権者としての立場が不明確となるからであろう。また、株主であれば事業再編等に当事者として関与できるが、劣後ローンでは立場が債権者にとどまるため、劣後ローンを資本に切り替える(Debt Equity Swap)ないしは経営者・株主に強く働きかけるといった段階を踏まなくてはならない。

金融機関など債権者にとっては、劣後ローンが債権という意味で貸出と同一のカテゴリーである以上、少なくとも同等の金利・保全条件を設定すべきである。言い換えれば、十分に再生可能と判断できる企業へ劣後ローンを適用することは可能だが、それ以外の場合には現実的ではない。超長期の貸出期間であり且つ期限一括返済という条件設定では、回収の実現性に疑問が残るだけでなく与信管理上も対応が困難である。

#### IV. 経済危機における劣後ローンの位置づけ

##### (1) 金融危機時の公的資金による劣後ローン

日本において劣後ローンが広く認知されるようになったのは、1997年に始まる金融危機並びに銀行危機においてであった。1997年11月の山一証券の廃業に始まる金融危機はその後大手金融機関に飛び火し、翌1998年には日本長期信用銀行、日本債券信用銀行が立て続けに経営破綻した。こうした銀行危機を阻止すべく、政府は公的資金を投入したが、この時に劣後株式とともに用いられたのが劣後ローンと劣後債である。

劣後ローンや劣後債は返済順位が一般金融債務に劣後する。このように劣後債保有者はハンディを負うことになるので、それに見合うように配当率や金利を高く設定する必要がある。預金保険機構が1998年3月に公的資金を大手行に投入した時の劣後債の条件を見ると、永久劣後ローンの場合は、5

年目までは最低でもLIBOR<sup>4)</sup>プラス0.90%である(第4表)。6年目からは更に高い金利が設定されている。そもそもLIBORへの上乗せ金利部分が高水準である上に、期間リスクを反映して長期間(ここでは6年以上)になれば金利が高く上昇する建付けになっている。永久劣後債の場合は永久劣後ローンより適用金利が高く、5年目までは最低でもLIBORプラス1.10%に設定されている。例えば1998年3月に三和銀行(当時)、東海銀行(同)に投入された公的資金の形態を見てみよう。両行はその後合併し、持ち株会社であるUFJホールディングス傘下のUFJ銀行となる。三和銀行には10年間の期限付劣後債で1000億円が投入された。貸出利率は5年目までは円LIBORプラス0.55%、6年目以降は円LIBORプラス1.25%で設定された。東海銀行には永久劣後ローンで1000億円が投入された。貸出利率は5年目までは円LIBORプラス0.90%、6年目以降はLIBORプラス2.40%で設定された。東洋信託銀行もほぼ同水準である。他行を見ても、6年目以降はより高い金利水準である。

この例からわかる通り、劣後ローンや劣後債にはリスク相応の金利が設定されている上に、期間リスクを反映した金利の段階的上昇が織り込まれている。この金利負担が重いゆえに、債務者である金融機関には劣後ローンや劣後債を早く返済すべしという動機が働くことになる。言い換えれば、劣後ローンや劣後債は借り手にとって一時的な手段とすべき設計が組み込まれていることにより、債務者が真剣に経営再建に取り組むことになるのである。なお、第4表の劣後ローン・劣後債は全て期限前に返済されている。

## (2) 劣後ローン推奨の問題点

これまで見てきた劣後ローンの特性と事例に照らせば、劣後ローンは事業再生を前提とする場合に適用するのが妥当であることが明らかである。しかし、事業再生を判断するのは容易ではない。事業再生計画を策定する段階で、金融債権者は債権放棄や債務の株式への転換など相当の負担を強いられ

---

4) LIBORはLondon Interbank Offered Rate(ロンドン市場銀行間平均貸手金利)のこと。既に停止している。



るのが通例である。つまり、金融機関にとって劣後ローンは安易に受け入れられるスキームではない。もちろん、金融機関の経営にとって、当該債務者の位置づけが極めて重要である場合には、劣後ローンを引き受けることは総

第4表. 金融機能安定化法に基づく資本増強(劣後債・劣後ローン)の投入状況

金融機関名	金額 億円	利率(Lは6ヵ月物円LIBOR)		種類
		0~5年	6年目以降	
みずほFG(富士銀行)	1,000	L+1.10	L+2.60	永久劣後債
みずほFG(日本興業銀行)	1,000	L+0.55	L+1.25	期限付劣後債(10年)
みずほFG(安田信託銀行)	1,500	L+2.45	L+3.95	永久劣後債
三井住友FG(さくら銀行)	1,000	L+1.20	L+2.70	永久劣後債
三井住友FG(住友銀行)	1,000	L+0.90	L+2.40	永久劣後債
東京三菱銀行	1,000	L+0.90	L+2.40	永久劣後債
三菱信託銀行	500	L+1.10	L+2.60	永久劣後債
UFJ HD(三和銀行)	1,000	L+0.55	L+1.25	期限付劣後債(10年)
UFJ HD(東海銀行)	1,000	L+0.90	L+2.40	永久劣後ローン
UFJ HD(東洋信託銀行)	500	L+1.10	L+2.60	永久劣後債
りそなHD(あさひ銀行)	1,000	L+1.00	L+2.50	永久劣後ローン
りそなHD(大和銀行)	1,000	L+2.70 (注2)	L+2.70 (注2)	永久劣後ローン
住友信託銀行	1,000	L+1.10	L+2.60	永久劣後債
三井トラストHD(三井信託銀行)	1,000	L+1.45	L+2.95	永久劣後債
三井トラストHD(中央信託銀行)	280	L+2.45	L+3.95	永久劣後ローン
横浜銀行	200	L+1.10	L+2.60	永久劣後ローン
北陸銀行	200	L+2.45	L+3.95	永久劣後ローン
足利銀行	300	L+2.95	L+4.45	永久劣後債
新生銀行(日本長期信用銀行)	466	L+2.45	L+3.95	永久劣後ローン

(注)1. 公的資金の投入時期はすべて1998年3月。

2. 2008年7月1日以降 L+3.95、Lは円LIBOR3ヵ月物。

(出所)預金保険機構

合的な判断のもとで必要な選択である。例えば、既述したような全日本空輸(株)の場合である。しかし、そのような案件が数多いわけではなく、限定的である。特に、新型コロナのように収束時期が判然とせず先行きが展望できない場合や、少子高齢化で低成長が続くと予想される環境下では、金融機関が劣後ローンを引き受けるのは非常に困難である。

この点で金融庁が中小企業に対して劣後ローンを推奨することは必ずしも適切ではない。償還期限まで10年を超えるような劣後ローンを無担保で供与することには無理があるし、万一返済不能となれば金融機関の損失となって自己資本が毀損する。自己資本が万一基準に不足する場合には国による公的資金が準備されているが、公的資金を前提にリスクの高い劣後ローンを引き受けるのは正しい方向ではない。劣後ローンのみならず一般貸出にしても、まずは金融機関の自主判断に基づいて行われるべきものである。経済危機時の対策としても、劣後ローンというある意味で欺瞞的なスキームではなく、金融機関が一般貸出あるいは株式を引き受けるといった明確な立場のもとに厳格なモニタリングを行っていくことが必要である。

## 最後に

今般の新型コロナは日本経済並びに家計、企業に大打撃を与えている。これに対し、国が強力な金融対策を打ち出す必要があることは言うまでもない。しかしながら、経済合理性を著しく逸脱した対策は将来に大きな禍根を残すことになる。中でも国により今回推奨されている劣後ローンは長期にわたるものであるため安易に導入すべきものではなく、その適用に当たっては金融機関による支援を含め十分な体制を整えること留意すべきである。

以上

## 参考文献

1. 金融庁「資本性借入金関係FAQ」  
<https://www.fsa.go.jp/news/r1/ginkou/20200527/04.pdf>
2. 経済産業省「新型コロナウイルス感染症で影響を事業者の受ける皆様へ」  
<https://www.meti.go.jp/covid-19/pdf/pamphlet.pdf>
3. 日本銀行「日本銀行の新型コロナ対応」  
<https://www.boj.or.jp/about/bcp/corona/corona.pdf>
4. 日本政策金融公庫「新型コロナウイルス感染症特別貸付」  
国民生活事業 [https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/covid\\_19\\_m.html](https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/covid_19_m.html)  
中小企業事業 [https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/covid\\_19\\_t.html](https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/covid_19_t.html)
5. 日本政策投資銀行ホームページ  
「危機対応業務」 <https://www.dbj.jp/service/finance/crisis/>  
「特定投資業務」 <https://www.dbj.jp/service/invest/special/>
6. 預金保険機構ホームページ  
「金融機能安定化法（旧安定化法）に基づく資本増強実績一覧」  
[https://www.dic.go.jp/katsudo/page\\_001198.html](https://www.dic.go.jp/katsudo/page_001198.html)

(なかの・みつひこ/経済学部教授/2020年12月21日受理)

## Japan's Emergency Financial Package Against COVID-19 Crisis

NAKANO Mitsuhiro

Governments of most countries have been struggling against the economic downturn caused by COVID-19 and taking financial packages such as an expansion of official lending or interest subsidies for borrowing. Japanese government also has secured budget of 62 trillion yen of financial aids to domestic business entities.

One specific feature of the current package is an official initiative of launching a subordinate loan to private companies including small and medium sized ones. A subordinate loan is recognized as a kind of capital on the self-assessment of financial institutions though it is literally debt on a balance sheet. It contributes to an improvement of capital ratio of a company. But it should be noted that a subordinate loan is riskier for a creditor than an ordinary one because the loan has neither any division repayment nor collateral.

Given the weak economic growth of Japan in the rapid aging society an easy launch of a subordinate loan might result in the significant cause of later economic trouble. Both debtors and creditors should consider a negative impact of a subordinate loan.