

令和6年度
中小企業における金融支援策の政策効果検証事業
調査報告書



〒103-0013 東京都中央区日本橋人形町 2-26-5 NX 人形町ビル 7F

TEL : 03-6667-1753(企画) / 03-6667-1750(代表)

FAX : 03-6667-1755

要約

本報告書は、コロナ禍における実質無利子・無担保融資等(いわゆるコロナ融資)の全体像や効果について、定量的に示すことを目的とし、そこから得られる政策的含意を示す。データは、政府系金融機関及び全国の信用保証協会からのコロナ融資債権データと、CRD データを連係し、法人のほぼ全てのコロナ融資データをカバーしている。

コロナ融資は、借入が実施された時期や、政府系金融機関または民間金融機関による融資か、新規融資か追加融資かという違いにより、借入企業の属性が大きく異なる。データ期間は、2023年3月末までのコロナ融資を対象とするが、2021年3月末で民間コロナ融資申込が締め切られた時点までで、今次分析対象のほとんどを占める。コロナ融資の初期(2020年2月~2021年1月)の頃は、先行き不透明感が強かったため、様々な業種で予防的に借りた企業が多かった様子がうかがえる。その後、追加借入した企業は、コロナ禍の影響を強く受けた対面型サービス業に加え、コロナ前から借入や設備投資の多い製造業などが多く、継続的に資金を必要とした企業がコロナ融資を受けたと考えられる。民間コロナ融資終了後は、コロナ前から借入や設備投資が多い先や、対面型サービス業などが継続してコロナ融資を受けている。

コロナ融資の最も明確な効果は、今次分析期間におけるデフォルト抑制効果と、コロナ禍開始直後における期末従業員数の維持効果である。また、コロナ融資の初期に少額・短期で借り入れた企業群やコロナ禍前の低信用力先は、コロナ融資を受けた企業全体の平均比で政策効果(コロナ融資後の売上高等の財務状況やそれをベースにした信用力評価等の改善効果)が相対的に強い傾向が見られる。更に、コロナ禍の影響を最も受けたと考えられる対面型サービス業は、コロナ禍直後の業績悪化が著しかったものの、そこをデフォルトせずに乗り切った企業は2023年度には他業種と同程度の政策効果が見られる。この他、政策的には想定されていなかったコロナ融資の副次的な効果として、設備投資が促進された効果を確認した。但し、コロナ融資先におけるコロナ禍当初の業績の落込みは大きく、事前属性を入手可能な情報の範囲で揃えたとしても、直近の政策効果指標(主に売上高や収益面の指標等)でも概ねマイナスに留まった点には留意が必要である。また、コロナ融資を受けた企業の中で、特に追加借入(借換含む)をした企業や、民間コロナ融資終了後にも借入を行っている企業に対する政策効果は、コロナ融資を受けた企業全体の平均より低い傾向が確認された。

以上のように、コロナ融資は短期的には有効に機能した一方、運用が長期化する中で生じてきた課題も認められた。これらを踏まえて、本事業では定量化できなかった要素やデータ制約等により取り込めなかった要素があるということを勘案しつつも、今次分析は今後の緊急避難的な政策に関していくつかの含意を持っている。例えば、期間(融資期間や据置期間を含む)を区切った運用は、政策的リソースの効率的な活用につながる事が示唆された。更に、その枠組みの中で、特定のセグメント(例えばデフォルト抑制効果の高かった低信用

力先やショックの影響を強く受ける業種等）への集中的な資源投入を図ることの可能性が示された。また、コロナ融資が始まって半年程度経過して以降に多い追加借入や借換を受けた企業に対しては、事後的な回復が遅れている傾向が見られることから、金融機関等の支援機関による、より丁寧な審査の実施や融資実行後のモニタリングを実施するインセンティブを、制度の要件に付加することが望ましいことも示唆された。

目次

1	事業目的.....	4
2	実施内容.....	4
2.(1)	研究会の設立と運営.....	4
2.(2)	分析データ概観.....	6
2.(3)	分析テーマと手法.....	18
2.(3)a.	分析テーマ.....	18
2.(3)b.	分析手法.....	20
3	分析結果.....	24
3.(1)	どのような中小企業がコロナ融資を利用したのか？.....	24
3.(1)a.	分析の考え方、設定.....	24
3.(1)b.	分析結果.....	27
3.(2)	コロナ融資を受けた企業の事後的なパフォーマンスはコロナ融資を受けなかつた企業と比較してどう異なるのか？.....	41
3.(2)a.	分析の考え方、設定.....	41
3.(2)b.	分析結果.....	45
3.(3)	コロナ融資が中小企業の事業継続に資するものであったのか？.....	74
3.(3)a.	分析の考え方、設定.....	74
3.(3)b.	分析結果.....	74
4	総括.....	78

1 事業目的

コロナ禍における実質無利子・無担保融資等（以下、「コロナ融資」という。）について、令和2年度の補正予算以降、多額の予算を措置し、補助金・給付金等のその他コロナ支援策と合わせて実行してきたところ、2020年、2021年の倒産件数は低水準で推移しており、資金繰りDIも改善していることから中小企業の事業継続に一定程度資したと考えられる一方で、その効果に関して定量的に示した分析は少ない。

本事業は、上記課題意識に基づいて令和5年度に実施した「令和5年度中小企業における金融支援策の政策効果検証事業」の次段階として実施する事業である。令和5年度事業では、コロナ融資の全体像や効果について定量的に示すことができた。一方で、データ制約等により新型コロナが5類感染症に分類後の状況まで把握することができていない。また、令和5年度事業内で明らかとなった分析上の論点などの課題が山積しており、コロナ融資の政策効果を十分に明らかにできたとは言い難い。

そこで、令和6年度事業では、5類感染症分類後の令和5年度決算データを活用し、事後の状況を確認するとともに、令和5年度事業内で明らかとなった論点を踏まえ、コロナ融資の効果についてより具体的かつ定量的に分析を行った。その分析を行うに当たっては、今年度明らかとすべき分析内容の設定及びその分析手法に加え、分析の解釈、分析結果の報告、調査報告書案の提示等を行う、有識者を委員とした研究会を立ち上げ、運営した。

2 実施内容

2.(1)研究会の設立と運営

本事業では、既存分析の課題等を踏まえた適切な分析内容を検討するための研究会を設立し、2024年6月から2025年2月にかけて全6回開催した。下記の研究会委員は全員、令和5年度事業から継続して委員に就任いただいております。経済学的観点や統計手法に関して多岐にわたるアドバイスをいただいた。

【研究会委員（敬称略、五十音順）】

植杉威一郎 一橋大学 経済研究所 教授
滝澤 美帆 学習院大学 経済学部経済学科 教授
遠山 祐太 早稲田大学 政治経済学部 准教授
宮川 大介 早稲田大学 商学学術院 商学部 教授
家森 信善 神戸大学 経済経営研究所 教授（座長）

研究会オブザーバは、令和5年度事業と変わらず、以下のとおり。

【研究会オブザーバ（五十音順）】

沖縄振興開発金融公庫

商工組合中央金庫

全国信用保証協会連合会

中小企業基盤整備機構

日本政策金融公庫中小企業事業本部

日本政策金融公庫国民生活事業本部

※ 事業委託者の中小企業庁金融課、関係省庁の財務省、データ分析再委託先である
みずほ第一フィナンシャルテクノロジー(株)も参加。

実施した6回の研究会では、以下のようなテーマで議論を行った。

第1回研究会 2024年6月24日	・令和5年度事業の残課題整理 ・分析テーマの内容調整、優先順位付け
第2回研究会 2024年7月30日	・分析の方向性、手法の認識合わせ ・コロナ融資の実態把握分析結果の共有
第3回研究会 2024年10月1日	・更新後データによる令和5年度事業の再現分析結果の共有 ・コロナ融資を受けた企業群の属性に関する分析結果の共有
第4回研究会 2024年11月21日	・コロナ融資を受けた企業群の事後的なパフォーマンスに関する分析結果の共有
第5回研究会 2024年12月25日	・事後パフォーマンスの分析結果共有の続き ・最終報告書骨子及び要旨の共有
第6回研究会 2025年2月13日	・最終報告書表現に関する意見交換 ・残確認事項に係る分析結果の共有

2.(2)分析データ概観

分析用データは、令和5年度事業と同じく、CRD協会に蓄積されている決算書データベースと、下記協力先より提供を受けたコロナ融資関連情報を統合したものである。前者については前年度事業以降1年間に蓄積された決算書情報を更新したが、後者についての更新はない。

【決算書情報】一般社団法人 CRD 協会が信用保証協会および金融機関より収集・蓄積している中小企業決算データベース（CRD）を用いた。

→ データ件数が豊富で全国の中小企業の実態が詳細に把握可能な CRD を用いることで、信頼性の高い政策効果検証結果を得ることが可能。

※CRD における中小企業決算データの収集は匿名で実施。また、本事業では個人事業主の決算データは分析対象としていない。

<CRD データベース概要>

◆データの蓄積状況

	債務者数	(2024年12月末現在)
		決算書数 (1995年決算以降)
法人	3,100千件	28,315千件
うちデフォルトデータ	468千件	4,170千件

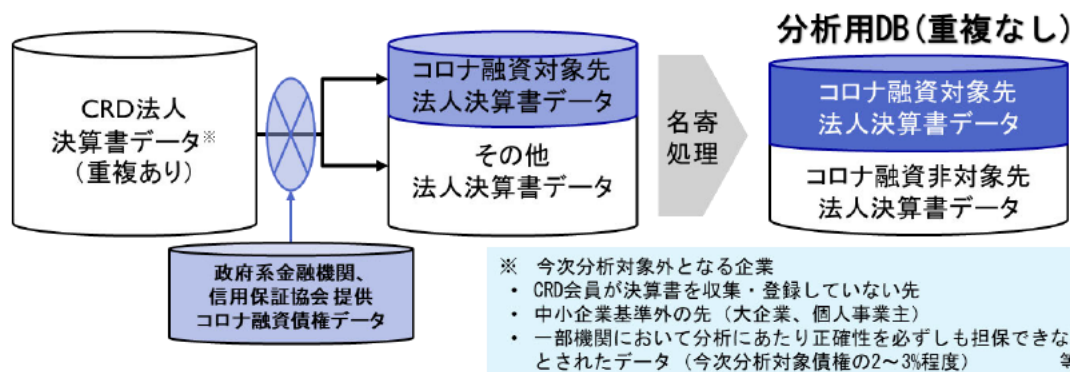
2001 年以降は年間 100 万社超のデータを蓄積

◆売上規模別構成比(2023年法人決算書)

売上高規模	構成比
1億円未満	49%
1億円以上3億円未満	26%
3億円以上10億円未満	16%
10億円以上	10%
総計	100%

【コロナ融資関連情報】コロナ融資対象先の特定および融資に関する各種情報（貸付実施年月・貸付期間等）は、政府系金融機関（日本政策金融公庫国民生活事業/中小企業事業・商工組合中央金庫・沖縄振興開発金融公庫）および全国の信用保証協会より提供を受けた。

本事業の分析用 DB は、CRD で収集・蓄積している中小法人決算データに対し、本事業において政府系金融機関および信用保証協会より提供を受けたコロナ融資債権データを突合し、名寄せ処理（同一企業データの集約）を実施して作成した。このうち、CRD で収集・蓄積している決算書データは、CRD 協会の会員である全国の信用保証協会と金融機関が収集している取引先の決算書情報であり、全ての中小企業のデータではないものの高い網羅率にある。また、コロナ融資債権データは政府系金融機関および信用保証協会より提供いただいたコロナ融資債権情報を利用している。なお、コロナ融資債権データを提供いただいた機関は全て CRD 会員であるため、その機関が決算書を収集・登録している取引先の決算書データは CRD に収集・蓄積されている。

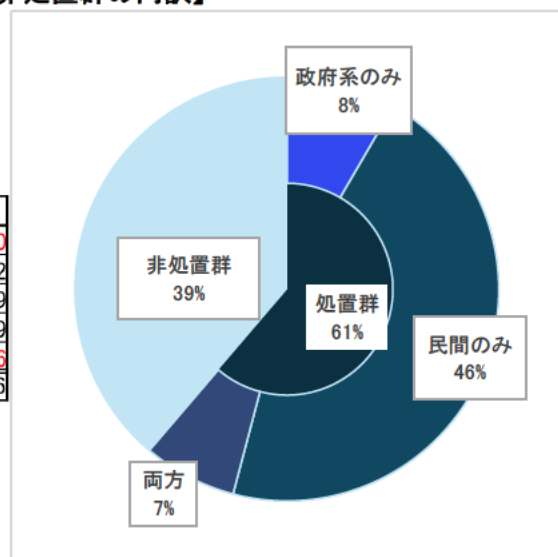


次に分析用 DB を用いて、2019 年度決算データ（決算年月が 2019 年 4 月～2020 年 3 月）をベースに、コロナ融資を受けた企業と受けなかった企業の構成比を確認した。その結果、2019 年度決算データ約 121 万件のうち、のちにコロナ融資を受けた企業のデータ（以後「処置群」と記載）が 60%強にあたる約 74 万社、コロナ融資を受けなかった企業（以後「非処置群」と記載）は 40%弱の約 47 万社となった。処置群のうち、政府系金融機関のみから融資を受けた企業が約 10 万社、民間金融機関経由でのみ融資を受けた企業が約 55 万社、政府系・民間両方から融資を受けた企業が約 9 万社となっている。

※ ここでの集計結果は、CRD の中小法人決算データを元に整備した上での集計であり、政府より公表されている各種集計とは、集計単位（企業数/債権数）や集計対象（個人事業主の包含の有無等）が異なる点に留意が必要。

【分析 DB における処置群と非処置群の内訳】

	社数
処置群：のちにコロナ融資を受けた企業	742,910
うち政府系金融機関のみから融資を受けた企業	101,752
うち民間金融機関経由でのみ融資を受けた企業	554,339
うち政府系・民間両方からの融資を受けた企業	86,819
非処置群：のちにコロナ融資を受けなかった企業	469,916
総計	1,212,826



本年度事業では、CRD データに関し、令和 5 年度事業以降の 1 年間に蓄積したデータを更新して利用した。令和 5 年度事業で利用したデータ数と、本年度事業で利用した更新後のデータ数は、【図表 1】のとおり。

【図表 1: 分析に用いた更新前後の CRD データ数】

決算年度	令和 5 年度事業		令和 6 年度事業	
	合計	うち処置群	合計	うち処置群
2018年度	1,182,883	674,938	1,188,264	676,252
2019年度	1,204,827	741,393	1,212,826	742,910
2020年度	1,068,098	653,979	1,082,310	657,206
2021年度	965,283	569,308	1,036,768	596,831
2022年度	747,426	441,941	989,567	555,972
2023年度	25,402	16,730	758,549	425,845

令和 5 年度事業では分析対象にできなかった 2023 年度決算書が分析対象にできる程度に蓄積されている。

なお、本年度事業では、更新後データに基づく令和 5 年度事業のトレース分析により、若干の数値変化は生じるものの、データ更新のみによる結論の変化は存在しないことを確認している。したがって、以降の分析結果において昨年度と異なる結論が導かれている要因は、主に分析対象データの範囲、計算式、分析手法等の変更によるものである。

令和 5 年度事業と令和 6 年度事業の主な差分は、前述の 2023 年度決算書を分析対象に加える点を含め、【図表 2】のとおり。

【図表 2: 令和5年度事業と令和6年度事業の主な差分】

	令和5年度事業	令和6年度事業
事後パフォーマンスの確認期間	2022 年度決算書まで	2023 年度決算書まで
コロナ融資の分析対象先	2020 年度中の初回借入のみ	追加や借換を含む 2022 年度借入まで拡大
分析切り口の追加・変更	2.(3)(p.18)参照	
DID 分析アウトカムの追加・変更	3.(2)a. (p.41) 及び【図表 35】 (p.42)参照	

■貸付回数

令和6年度事業では、コロナ融資の追加借入や借換有無も考慮して効果検証を行った。ここでは、追加借入の実態把握を行った。債務者毎のコロナ融資貸付回数は【図表3】のとおり、追加を受けず初回の貸付のみであった先が全体の65%弱、残りの35%強のうち、約26%が1回、約9%が2回、3%弱が3回以上の追加貸付を受けている。

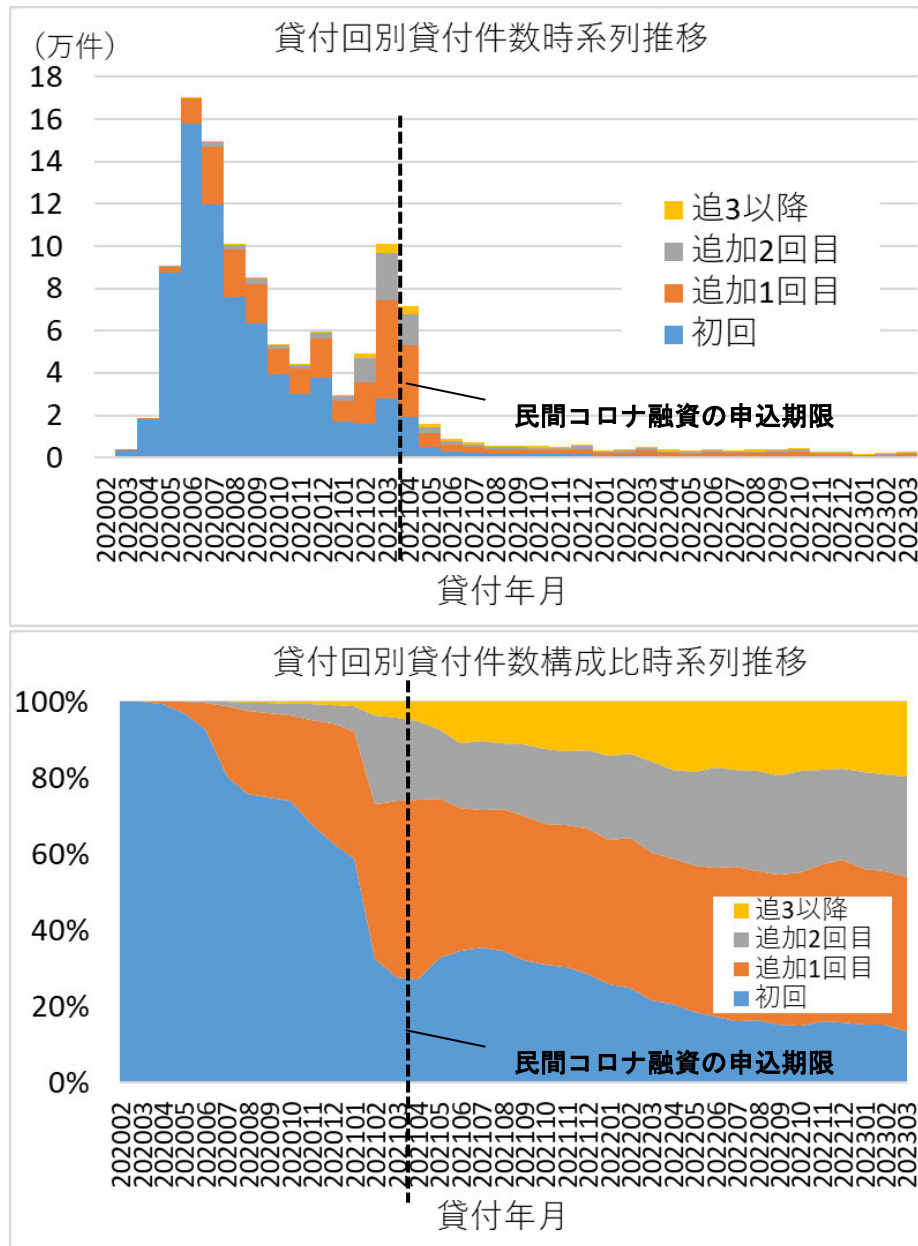
【図表 3:追加貸付回数の内訳】

追加貸付回数 (月単位)	社数集計		貸付回集計			
	件数	構成比	初回	追加1回目	追加2回目	追3以降
初回のみ(0回)	462,545	62.4%	462,545	0	0	0
追加貸付1回	191,900	25.9%	191,900	191,900	0	0
追加貸付2回	66,847	9.0%	66,847	66,847	66,847	0
追加貸付3回以上	20,101	2.7%	20,101	20,101	20,101	26,774
合計	741,393	100.0%	741,393	278,848	86,948	26,774

一債務者の同一貸付年月における貸付は1件とカウントする（追加融資とみなさない）。なお、一債務者の同一貸付年月における複数債権の割合は、全体の1.7%程度。
完済月の同額貸付債権は借換とみなし、追加貸付の件数にカウントしない。ただし、増額貸付債権は増額分を追加貸付としてカウントする。

貸付年月別債務者毎のコロナ融資貸付回数は【図表4】のとおり。2020年中は初回貸付が大宗であり、民間コロナ融資の終了が近づいた2021年に入って追加借入の構成比が増えている。民間コロナ融資終了後は、追加借入が大宗を占めている。

【図表 4: 貸付回数別件数(上段)・構成比(下段)時系列推移】



また、追加貸付1回の債務者毎のコロナ融資貸付パターン（【図表 5】）は、「初回の貸付は民間金融機関経由⇒追加貸付も民間金融機関経由」のパターンが約 66%と最も多く、続いて「初回の貸付は政府系金融機関経由⇒追加貸付も政府系金融機関経由」というパターンが約 14%となっている。初回貸付と追加貸付の間隔はパターンによって異なり、追加貸付が政府系のパターンでは13カ月以上の割合が約半数を占める。これは民間コロナ融資が終了後も政府系コロナ融資が継続されていたためである。

【図表 5:追加貸付1回の債務者毎のコロナ融資貸付パターン】

パターン		社数	構成比
初回	追加		
政府系	政府系	27,390	14%
政府系	民間	10,775	6%
政府系	両方	427	0%
民間	政府系	22,061	11%
民間	民間	127,026	66%
民間	両方	730	0%
両方	政府系	1,696	1%
両方	民間	1,685	1%
両方	両方	110	0%
合計		191,900	100%

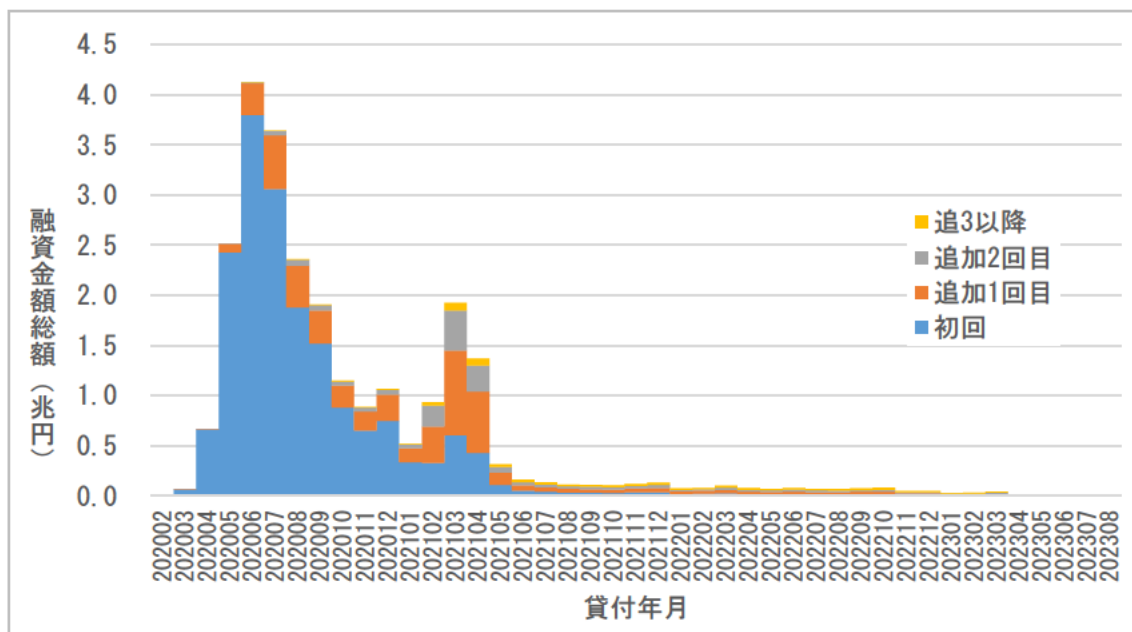
間隔(月)	社数	構成比
1カ月(翌月)	16,092	8%
2カ月	12,762	7%
3カ月	11,788	6%
4カ月	10,784	6%
5カ月	12,125	6%
6カ月	15,475	8%
7カ月	18,207	9%
8カ月	20,629	11%
9カ月	21,037	11%
10カ月	14,838	8%
11カ月	6,931	4%
12カ月	3,446	2%
13カ月以上	27,786	14%
合計	191,900	100%

間隔(月)	パターン (構成比: タテ)									
	政⇒政	政⇒民	政⇒両	民⇒政	民⇒民	民⇒両	両⇒政	両⇒民	両⇒両	
1カ月(翌月)	1%	29%	16%	11%	8%	17%	3%	10%	3%	
2カ月	1%	19%	8%	5%	7%	11%	1%	7%	2%	
3カ月	1%	13%	8%	4%	7%	8%	1%	8%	3%	
4カ月	1%	9%	5%	4%	7%	7%	1%	5%	2%	
5カ月	2%	6%	3%	3%	8%	6%	1%	5%	5%	
6カ月	2%	5%	6%	4%	10%	10%	1%	8%	6%	
7カ月	3%	4%	6%	4%	12%	11%	2%	11%	13%	
8カ月	4%	4%	8%	4%	14%	11%	3%	12%	17%	
9カ月	5%	4%	8%	4%	14%	10%	4%	16%	18%	
10カ月	6%	3%	11%	4%	9%	8%	5%	12%	21%	
11カ月	7%	2%	10%	3%	3%	2%	5%	5%	9%	
12カ月	7%	1%	7%	4%	0%	1%	6%	1%	1%	
13カ月以上	59%	0%	1%	48%	0%	0%	66%	0%	0%	
合計	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	

■貸付金額

貸付年月毎の融資金額(総額)は下図のとおり。追加貸付においても一定水準のボリュームの金額があり、初回貸付だけでなく、追加貸付を含めた分析の必要性が確認された。

【図表 6: 貸付回数別融資金額時系列推移】



【図表 7】では、貸付金額を区分化し、貸付回数ごとの分布を確認した(貸付金額区分の表記は[未満/以上])。

- 全体(政府系民間合算)のデータにおいては、初回貸付は3千万円以上4千万円未満の区分が最頻区分で、1千万円未満も同程度。追加貸付の1回目と2回目については、増額借換の増額分が含まれることもあり高額の貸付金額区分の構成比は低い、1千万円以上3千万円未満のゾーンの構成比が高い。
- 政府系金融機関のみから融資を受けた先のデータ(以後〔政府系〕と記載)においては、初回でも追加貸付でも少額融資が最頻値となっている一方、5千万円以上の高額貸付も一定程度変わらず存在。
- 民間金融機関のみから融資を受けた先のデータ(以後〔民間〕と記載)においては、初回は3千万円以上4千万円未満の区分が多く、追加貸付では初回と比較して相対的に少額の区分に偏っている。

【図表 7:貸付金額区分・貸付回数別件数】

◆全体							◆政府系のみ							◆民間のみ						
貸付回 (月単位)	貸付金額区分 (円: 以上/未満)						貸付金額区分 (円: 以上/未満)						貸付金額区分 (円: 以上/未満)							
	～1千万	1千万～	2千万～	3千万～	4千万～	5千万～	～1千万	1千万～	2千万～	3千万～	4千万～	5千万～	～1千万	1千万～	2千万～	3千万～	4千万～	5千万～		
初回	171,811	160,593	95,934	173,198	102,195	37,662	47,684	35,260	17,616	14,135	5,713	24,997	126,881	128,138	79,779	163,936	97,874	9,752		
追加1回目	67,931	101,167	58,905	29,231	10,721	10,893	30,555	15,965	7,088	4,792	2,234	9,252	38,182	86,445	52,246	24,890	8,573	1,223		
追加2回目	21,547	20,981	33,761	4,472	1,780	4,407	13,558	6,824	3,138	1,999	936	4,085	8,445	14,550	30,877	2,516	804	217		
追3以降合計	5,549	4,434	4,425	1,667	775	3,251	5,346	3,282	1,669	1,116	495	2,818	1,539	2,206	4,316	523	101	77		
合計	266,838	287,175	193,025	208,568	115,471	56,213	97,143	61,331	29,511	22,042	9,378	41,152	175,047	231,339	167,218	191,865	107,352	11,269		
貸付回 (月単位)	貸付金額区分 (円: 以上/未満)						貸付金額区分 (円: 以上/未満)						貸付金額区分 (円: 以上/未満)							
	～1千万	1千万～	2千万～	3千万～	4千万～	5千万～	～1千万	1千万～	2千万～	3千万～	4千万～	5千万～	～1千万	1千万～	2千万～	3千万～	4千万～	5千万～		
初回	23.2%	21.7%	12.9%	23.4%	13.8%	5.1%	32.8%	24.2%	12.1%	9.7%	3.9%	17.2%	20.9%	21.1%	13.2%	27.0%	16.1%	1.6%		
追加1回目	24.4%	36.3%	21.1%	10.5%	3.8%	3.9%	43.7%	22.8%	10.1%	6.9%	3.2%	13.2%	18.0%	40.9%	24.7%	11.8%	4.1%	0.6%		
追加2回目	24.8%	24.1%	38.8%	5.1%	2.0%	5.1%	44.4%	22.3%	10.3%	6.5%	3.1%	13.4%	14.7%	25.3%	53.8%	4.4%	1.4%	0.4%		
追3以降合計	27.6%	22.1%	22.0%	8.3%	3.9%	16.2%	36.3%	22.3%	11.3%	7.6%	3.4%	19.1%	17.6%	25.2%	49.3%	6.0%	1.2%	0.9%		
合計	23.7%	25.5%	17.1%	18.5%	10.2%	5.0%	37.3%	23.5%	11.3%	8.5%	3.6%	15.8%	19.8%	26.2%	18.9%	21.7%	12.1%	1.3%		

(貸付金額区分の表記は未満/以上)

(貸付金額区分の表記は未満/以上)

次に、コロナ融資貸付金額区分構成比を、貸付年月別に〔政府系〕に関して確認した(【図表 8】)。初回貸付については、2020 年度前半に 5 千万円以上の構成比が高く、徐々に 1 千万円未満の小口融資の構成比が高くなっている。追加融資については、初回からそれぞれ 1 ヶ月ずつ遅れて構成比が変化している。

【図表 8:貸付金額区分構成比時系列推移〔政府系〕】

(貸付金額区分の表記は未満/以上)

	初回						追加1回目						追加2回目						追3以降					
	1 千 万 円 以 上	1 千 万 円 以 上	2 千 万 円 以 上	3 千 万 円 以 上	4 千 万 円 以 上	5 千 万 円 以 上	1 千 万 円 以 上	1 千 万 円 以 上	2 千 万 円 以 上	3 千 万 円 以 上	4 千 万 円 以 上	5 千 万 円 以 上	1 千 万 円 以 上	1 千 万 円 以 上	2 千 万 円 以 上	3 千 万 円 以 上	4 千 万 円 以 上	5 千 万 円 以 上	1 千 万 円 以 上	1 千 万 円 以 上	2 千 万 円 以 上	3 千 万 円 以 上	4 千 万 円 以 上	5 千 万 円 以 上
2020m2	47%	41%	8%	1%	-	3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020m3	41%	28%	13%	7%	3%	8%	100%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020m4	25%	23%	14%	12%	5%	21%	33%	21%	15%	8%	4%	19%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020m5	21%	21%	13%	13%	5%	27%	16%	17%	10%	10%	2%	44%	20%	40%	20%	-	-	20%	-	-	-	-	-	-
2020m6	23%	23%	13%	14%	4%	23%	15%	20%	12%	17%	5%	31%	21%	25%	13%	5%	5%	31%	-	-	-	-	-	-
2020m7	25%	22%	12%	12%	4%	25%	15%	18%	13%	17%	6%	33%	16%	25%	10%	10%	4%	36%	14%	29%	-	-	57	-
2020m8	28%	23%	11%	10%	6%	22%	17%	19%	11%	13%	6%	33%	15%	16%	7%	9%	6%	46%	19%	22%	5%	10%	10%	35
2020m9	32%	25%	12%	9%	5%	18%	24%	21%	12%	11%	7%	25%	16%	20%	11%	13%	6%	33%	18%	20%	9%	7%	4%	42
2020m10	38%	26%	12%	7%	5%	11%	27%	23%	13%	10%	6%	21%	23%	19%	12%	10%	7%	29%	21%	21%	5%	7%	6%	39
2020m11	40%	26%	11%	7%	4%	12%	31%	24%	13%	9%	5%	18%	22%	20%	14%	9%	6%	29%	27%	19%	10%	5%	3%	36
2020m12	45%	27%	11%	5%	4%	8%	36%	27%	12%	7%	5%	13%	32%	23%	12%	8%	6%	19%	34%	23%	8%	3%	2%	28
2021m1	45%	26%	11%	6%	4%	8%	39%	24%	12%	7%	6%	13%	31%	24%	11%	10%	5%	20%	47%	19%	4%	6%	1%	22
2021m2	47%	27%	11%	6%	3%	6%	45%	24%	11%	6%	4%	9%	40%	26%	10%	7%	4%	12%	41%	27%	9%	6%	3%	14
2021m3	49%	27%	11%	6%	3%	5%	49%	24%	11%	5%	3%	8%	44%	24%	12%	7%	3%	10%	42%	25%	12%	6%	2%	13
2021m4	49%	26%	11%	5%	2%	7%	50%	23%	10%	6%	3%	10%	45%	23%	9%	7%	4%	12%	39%	20%	11%	7%	3%	19
2021m5	51%	25%	10%	6%	2%	6%	55%	20%	8%	5%	2%	10%	49%	19%	9%	7%	3%	14%	36%	18%	13%	8%	3%	22
2021m6	51%	25%	10%	6%	2%	5%	58%	20%	8%	3%	2%	10%	49%	19%	9%	7%	3%	14%	36%	18%	13%	8%	3%	20
2023m1	49%	28%	15%	3%	2%	2%	57%	25%	8%	4%	1%	4%	53%	22%	9%	5%	2%	8%	46%	21%	10%	5%	2%	16
2023m2	47%	33%	10%	5%	1%	3%	56%	27%	9%	3%	1%	3%	57%	25%	7%	4%	3%	4%	46%	25%	11%	6%	2%	12
2023m3	49%	29%	12%	5%	2%	4%	62%	23%	7%	3%	1%	4%	58%	22%	9%	4%	2%	5%	48%	23%	8%	5%	2%	13

コロナ融資金額区分構成比を、貸付年月別に〔民間〕に関して確認した（【図表 9】）。初回貸付については、当初は3千万円台が中心で、その後、段階的に4千万円台、5千万円以上の区分の構成比が高くなる一方、1千万円未満の少額区分の構成比が徐々に上昇した。追加融資については、1千万円台や2千万円台の相対的に少額の融資が中心となっており、上限まで借りている先が多いのではないかと推量される※。

※民間コロナ融資は融資上限が時期および地域によって異なる。

【図表 9: 貸付金額区分構成比時系列推移〔民間〕】

（貸付金額区分の表記は未満/以上）

	初回						追加1回目						追加2回目						追加3以降					
	1千万以下	1千万以上2千万以下	2千万以上3千万以下	3千万以上4千万以下	4千万以上5千万以下	5千万以上	1千万以下	1千万以上2千万以下	2千万以上3千万以下	3千万以上4千万以下	4千万以上5千万以下	5千万以上	1千万以下	1千万以上2千万以下	2千万以上3千万以下	3千万以上4千万以下	4千万以上5千万以下	5千万以上	1千万以下	1千万以上2千万以下	2千万以上3千万以下	3千万以上4千万以下	4千万以上5千万以下	5千万以上
	1千万以下	1千万以上2千万以下	2千万以上3千万以下	3千万以上4千万以下	4千万以上5千万以下	5千万以上	1千万以下	1千万以上2千万以下	2千万以上3千万以下	3千万以上4千万以下	4千万以上5千万以下	5千万以上	1千万以下	1千万以上2千万以下	2千万以上3千万以下	3千万以上4千万以下	4千万以上5千万以下	5千万以上	1千万以下	1千万以上2千万以下	2千万以上3千万以下	3千万以上4千万以下	4千万以上5千万以下	5千万以上
2020m5	14%	19%	13%	53%	0%	0%	13%	19%	12%	55%	-	0%	17%	-	-	83%	-	-	-	-	-	-	-	-
2020m6	17%	20%	13%	47%	3%	0%	15%	33%	11%	38%	2%	0%	13%	32%	11%	40%	5%	-	-	50%	50%	-	-	-
2020m7	18%	20%	13%	26%	23%	0%	10%	68%	7%	8%	7%	0%	10%	71%	7%	6%	6%	0%	7%	76%	12%	5%	-	-
2020m8	21%	21%	13%	16%	29%	0%	13%	65%	9%	5%	9%	0%	15%	67%	6%	4%	8%	0%	21%	61%	7%	4%	8%	-
2020m9	23%	21%	14%	12%	30%	0%	18%	58%	10%	4%	9%	0%	22%	59%	9%	3%	7%	0%	29%	58%	6%	1%	5%	1%
2020m10	25%	22%	14%	10%	29%	0%	22%	53%	13%	4%	8%	0%	29%	52%	10%	3%	6%	0%	38%	47%	7%	1%	7%	-
2020m11	27%	23%	14%	10%	26%	0%	24%	56%	12%	3%	5%	0%	32%	51%	9%	3%	5%	-	45%	44%	7%	1%	3%	1%
2020m12	29%	24%	14%	9%	24%	0%	27%	55%	11%	2%	4%	0%	39%	48%	9%	2%	3%	-	54%	34%	8%	1%	3%	0%
2021m1	31%	24%	14%	8%	22%	0%	29%	53%	12%	3%	3%	0%	40%	43%	12%	1%	3%	-	50%	38%	9%	0%	2%	-
2021m2	31%	23%	14%	9%	11%	11%	17%	23%	43%	15%	1%	1%	8%	16%	72%	3%	0%	0%	14%	20%	63%	2%	0%	0%
2021m3	31%	23%	13%	10%	6%	17%	18%	20%	43%	16%	1%	1%	12%	17%	66%	4%	0%	0%	17%	25%	53%	4%	1%	0%
2021m4	31%	23%	13%	10%	5%	18%	19%	21%	42%	16%	1%	1%	15%	20%	59%	5%	0%	1%	21%	31%	43%	4%	1%	0%
2021m5	28%	23%	13%	11%	6%	19%	19%	22%	39%	16%	2%	2%	13%	23%	56%	6%	1%	1%	25%	28%	39%	7%	1%	0%

■融資期間

貸付回毎にコロナ融資期間を集計した（【図表 10】）。追加貸付3回目以降は、便宜上、最短の融資期間を採用している。政府系は60ヵ月超120ヵ月未満が、民間では120ヵ月が最頻区分である。政府系、民間いずれも追加融資回数が増えるほど、やや長期化している。

【図表 10: 貸付回数別コロナ融資期間】

貸付回 (月単位)	◆全体					◆政府系のみ					◆民間のみ				
	36ヵ月以下	36ヵ月超 60ヵ月未満	60ヵ月超 120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超	36ヵ月以下	36ヵ月超 60ヵ月未満	60ヵ月超 120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超	36ヵ月以下	36ヵ月超 60ヵ月未満	60ヵ月超 120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超
初回	48,892	88,132	154,351	419,942	30,076	7,850	17,352	73,371	13,505	33,327	41,228	71,168	82,229	411,735	0
追加1回目	15,568	26,875	57,014	160,902	18,489	2,905	7,394	34,727	5,485	19,375	12,710	19,579	22,562	156,708	0
追加2回目	4,260	7,144	18,933	47,227	9,384	1,273	2,904	14,099	2,454	9,810	3,005	4,259	4,916	45,229	0
追加3以降合計	1,258	2,181	8,015	9,345	5,975	801	1,562	7,213	1,802	6,139	461	630	831	7,705	0
合計	69,978	124,332	238,313	637,416	63,924	12,829	29,212	129,410	23,246	68,651	57,404	95,636	110,538	621,377	0
貸付回 (月単位)	◆全体					◆政府系のみ					◆民間のみ				
	36ヵ月以下	36ヵ月超 60ヵ月未満	60ヵ月超 120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超	36ヵ月以下	36ヵ月超 60ヵ月未満	60ヵ月超 120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超	36ヵ月以下	36ヵ月超 60ヵ月未満	60ヵ月超 120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超
初回	6.6%	11.9%	20.8%	56.6%	4.1%	5.4%	11.9%	50.5%	9.3%	22.9%	6.8%	11.7%	13.6%	67.9%	0.0%
追加1回目	5.6%	9.6%	20.4%	57.7%	6.6%	4.2%	10.6%	49.7%	7.8%	27.7%	6.0%	9.3%	10.7%	74.1%	0.0%
追加2回目	4.9%	8.2%	21.8%	54.3%	10.8%	4.2%	9.5%	46.2%	8.0%	32.1%	5.2%	7.4%	8.6%	78.8%	0.0%
追加3以降合計	4.7%	8.1%	29.9%	34.9%	22.3%	4.6%	8.9%	41.2%	10.3%	35.0%	4.8%	6.5%	8.6%	80.0%	0.0%
合計	6.2%	11.0%	21.0%	56.2%	5.6%	4.9%	11.1%	49.1%	8.8%	26.1%	6.5%	10.8%	12.5%	70.2%	0.0%

コロナ融資貸付期間区分構成比を、貸付年月別に〔政府系〕に関して確認した（【図表 11】）。初回貸付については、2020 年度前半は 120 ヶ月超の超長期融資が比較的存在したが、徐々に短期化している。追加融資も徐々に短期化しているが、120 ヶ月超の構成比は初回到比べると一貫して高い。

同様に、コロナ融資貸付期間区分構成比を、貸付年月別に〔民間〕に関して確認した（【図表 12】）。民間はいずれの貸付回も 120 ヶ月が最頻区分であるが、2020 年 5、6 月や 2021 年 4、5 月に当該区分の構成比がやや高くなっている。それ以外は目立った変動は見られない。

【図表 11:コロナ融資期間区分構成比時系列推移〔政府系〕】

	初回					追加1回目					追加2回目					追加3以降				
	36ヵ月以下	60ヵ月以下	120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超	36ヵ月以下	60ヵ月以下	120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超	36ヵ月以下	60ヵ月以下	120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超	36ヵ月以下	60ヵ月以下	120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超
2020m2	3%	31%	67%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020m3	2%	14%	64%	5%	15%	-	-	100%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020m4	4%	10%	50%	12%	25%	6%	9%	49%	14%	22%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020m5	5%	8%	43%	14%	30%	4%	5%	31%	25%	35%	-	40%	-	20%	40%	-	-	-	-	-
2020m6	6%	9%	43%	13%	30%	4%	5%	36%	18%	38%	2%	2%	37%	19%	39%	-	-	-	-	-
2020m7	7%	11%	45%	12%	25%	5%	6%	38%	18%	32%	4%	5%	29%	20%	42%	14%	-	21%	14%	50
2020m8	7%	11%	47%	11%	23%	6%	8%	36%	19%	31%	6%	6%	29%	22%	37%	3%	2%	35%	17%	43
2020m9	7%	11%	51%	10%	22%	5%	9%	43%	14%	30%	6%	5%	34%	18%	37%	4%	3%	41%	18%	33
2020m10	6%	13%	56%	7%	18%	5%	8%	46%	12%	29%	5%	8%	35%	16%	37%	6%	5%	35%	21%	33
2020m11	7%	13%	55%	7%	18%	5%	9%	47%	12%	27%	7%	7%	38%	18%	30%	8%	3%	40%	17%	32
2020m12	6%	13%	59%	5%	17%	5%	9%	52%	8%	27%	4%	8%	43%	13%	32%	5%	4%	40%	17%	33
2021m1	5%	13%	59%	6%	17%	4%	8%	49%	11%	28%	3%	7%	42%	14%	34%	1%	7%	49%	12%	30
2021m2	5%	13%	58%	6%	19%	3%	7%	52%	7%	31%	2%	4%	46%	10%	37%	3%	6%	42%	7%	42
2021m3	4%	13%	61%	4%	18%	2%	7%	50%	6%	35%	3%	5%	42%	8%	42%	2%	3%	39%	11%	45
2021m4	4%	14%	58%	4%	19%	3%	8%	49%	6%	33%	3%	5%	45%	8%	40%	2%	5%	36%	12%	46
2021m5	5%	15%	61%	4%	15%	2%	8%	49%	6%	35%	4%	7%	41%	7%	41%	4%	6%	35%	12%	43
2021m6	5%	17%	59%	3%	17%	3%	8%	51%	5%	32%	4%	6%	43%	7%	41%	3%	6%	38%	11%	42
中略																				
2023m1	5%	20%	66%	2%	7%	4%	20%	68%	3%	13%	5%	15%	57%	5%	18%	6%	22%	41%	0%	17
2023m2	3%	25%	60%	2%	10%	6%	20%	62%	2%	9%	4%	20%	58%	4%	13%	6%	18%	50%	5%	21
2023m3	4%	22%	63%	2%	10%	5%	21%	58%	3%	13%	4%	15%	60%	3%	18%	5%	17%	50%	6%	22

【図表 12:コロナ融資期間区分構成比時系列推移〔民間〕】

	初回					追加1回目					追加2回目					追加3以降				
	36ヵ月以下	60ヵ月以下	120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超	36ヵ月以下	60ヵ月以下	120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超	36ヵ月以下	60ヵ月以下	120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超	36ヵ月以下	60ヵ月以下	120ヵ月未満	120ヵ月	120ヵ月超
2020m5	3%	9%	14%	73%	0%	2%	4%	12%	82%	0%	6%	6%	22%	67%	0%	-	-	-	-	-
2020m6	5%	11%	14%	70%	0%	3%	7%	13%	77%	0%	2%	7%	9%	82%	0%	50%	-	-	50%	0%
2020m7	6%	12%	14%	68%	0%	6%	10%	11%	73%	0%	5%	8%	11%	77%	0%	5%	10%	10%	76%	0%
2020m8	7%	12%	13%	68%	0%	6%	9%	12%	73%	0%	5%	7%	11%	77%	0%	3%	10%	13%	74%	0%
2020m9	8%	12%	13%	66%	0%	6%	10%	11%	72%	0%	5%	7%	11%	76%	0%	5%	14%	12%	69%	0%
2020m10	9%	13%	13%	66%	0%	7%	10%	11%	72%	0%	6%	10%	12%	72%	0%	4%	10%	12%	74%	0%
2020m11	9%	14%	13%	64%	0%	7%	11%	12%	71%	0%	6%	8%	12%	74%	0%	6%	11%	13%	70%	0%
2020m12	10%	14%	14%	62%	0%	7%	11%	12%	71%	0%	6%	9%	11%	74%	0%	6%	8%	13%	73%	0%
2021m1	9%	14%	13%	63%	0%	6%	10%	12%	72%	0%	5%	8%	11%	76%	0%	7%	11%	9%	74%	0%
2021m2	10%	14%	13%	63%	0%	7%	10%	10%	72%	0%	7%	9%	8%	76%	0%	5%	8%	9%	79%	0%
2021m3	10%	14%	13%	62%	0%	7%	9%	10%	75%	0%	5%	7%	8%	79%	0%	5%	6%	9%	80%	0%
2021m4	8%	13%	12%	66%	0%	5%	8%	9%	78%	0%	4%	6%	7%	82%	0%	5%	5%	8%	82%	0%
2021m5	6%	11%	9%	74%	0%	4%	6%	7%	82%	0%	3%	5%	6%	86%	0%	3%	5%	5%	87%	0%

■据置期間

貸付回毎にコロナ融資据置期間を集計した（【図表 13】）。貸付期間と同様、追加貸付 3 回目以降は最短の融資期間を採用している。政府系は貸付回に関わらず、6 ヶ月未満が最頻区分であるが、追加貸付の回数が増える毎に 36 ヶ月以上 60 ヶ月未満の区分構成比が上昇する。民間は、初回は 6 ヶ月未満が最頻区分であるが、追加 1 回目以降は 36 ヶ月以上 60 ヶ月未満が最頻区分であり、追加回数が増える毎に 60 ヶ月以上の区分も構成比が上昇しており、元本据置期間は伸びる傾向が窺える。コロナ融資制度において利子補給期間を 3 年間で設定した影響により、元本据置期間が 36 カ月近傍のデータの割合が全体の 30% 近くを占めている。下表の元本据置期間区分「36 カ月以上」の大半がこのデータに該当する。

【図表 13: 貸付回数別コロナ融資据置期間】

貸付回 (月単位)	◆全体							◆政府系のみ							◆民間のみ						
	元本据置期間区分							元本据置期間区分							元本据置期間区分						
	6ヵ月 未満	6ヵ月 以上	12ヵ月 以上	24ヵ月 以上	36ヵ月 以上	60ヵ月 以上	不明 (欠損)	6ヵ月 未満	6ヵ月 以上	12ヵ月 以上	24ヵ月 以上	36ヵ月 以上	60ヵ月 以上	不明 (欠損)	6ヵ月 未満	6ヵ月 以上	12ヵ月 以上	24ヵ月 以上	36ヵ月 以上	60ヵ月 以上	不明 (欠損)
初回	307,457	19,940	116,361	66,959	194,558	35,299	819	53,503	9,887	40,594	19,462	20,354	1,605	0	255,772	10,314	77,832	48,950	177,902	34,762	828
追加1回目	102,388	5,402	35,918	27,450	90,117	17,021	552	26,928	2,929	15,242	11,420	12,688	679	0	75,894	2,520	21,096	16,386	78,482	16,624	557
追加2回目	28,795	1,655	10,731	9,515	30,044	6,053	155	11,051	1,121	6,137	5,351	6,564	316	0	17,873	549	4,715	4,278	23,969	5,866	159
追加3以降合計	8,642	665	3,992	3,811	8,207	1,420	37	6,015	580	3,178	3,096	4,356	292	0	2,660	88	857	769	4,025	1,191	37
合計	447,282	27,662	167,002	107,735	322,926	59,793	1,563	97,497	14,517	65,151	39,329	43,962	2,892	0	352,199	13,471	104,500	70,383	284,378	58,443	1,581
貸付回 (月単位)	元本据置期間区分							元本据置期間区分							元本据置期間区分						
	6ヵ月 未満	6ヵ月 以上	12ヵ月 以上	24ヵ月 以上	36ヵ月 以上	60ヵ月 以上	不明 (欠損)	6ヵ月 未満	6ヵ月 以上	12ヵ月 以上	24ヵ月 以上	36ヵ月 以上	60ヵ月 以上	不明 (欠損)	6ヵ月 未満	6ヵ月 以上	12ヵ月 以上	24ヵ月 以上	36ヵ月 以上	60ヵ月 以上	不明 (欠損)
初回	41.5%	2.7%	15.7%	9.0%	26.2%	4.8%	0.1%	36.8%	6.8%	27.9%	13.4%	14.0%	1.1%	0.0%	42.2%	1.7%	12.8%	8.1%	29.3%	5.7%	0.1%
追加1回目	36.7%	1.9%	12.9%	9.8%	32.3%	6.1%	0.2%	38.5%	4.2%	21.8%	16.3%	18.2%	1.0%	0.0%	35.9%	1.2%	10.0%	7.7%	37.1%	7.9%	0.3%
追加2回目	33.1%	1.9%	12.3%	10.9%	34.6%	7.0%	0.2%	36.2%	3.7%	20.1%	17.5%	21.5%	1.0%	0.0%	31.1%	1.0%	8.2%	7.5%	41.8%	10.2%	0.3%
追加3以降合計	32.3%	2.5%	14.9%	14.2%	30.7%	5.3%	0.1%	34.3%	3.3%	18.1%	17.7%	24.9%	1.7%	0.0%	27.6%	0.9%	8.9%	8.0%	41.8%	12.4%	0.4%
合計	39.4%	2.4%	14.7%	9.5%	28.5%	5.3%	0.1%	37.0%	5.5%	24.7%	14.9%	16.7%	1.1%	0.0%	39.8%	1.5%	11.8%	8.0%	32.1%	6.6%	0.2%

コロナ融資据置期間区分構成比を、貸付年月別に「政府系」に関して確認した（【図表 14】）。いずれの貸付回でも、据置期間 6 ヶ月の区分構成比が徐々に上昇している一方で、12 ヶ月以上 60 ヶ月未満の幅広い範囲の構成比が一定程度存在する。初回と追加貸付の関係では、追加回が増えるほど据置期間は若干伸びる傾向が見られる。

【図表 14: コロナ融資据置期間区分構成比時系列推移〔政府系〕】

	初回							追加1回目							追加2回目							追加3回目						
	6ヵ月未満	6ヵ月以上	12ヵ月以上	24ヵ月以上	36ヵ月以上	60ヵ月以上	不明(欠損)	6ヵ月未満	6ヵ月以上	12ヵ月以上	24ヵ月以上	36ヵ月以上	60ヵ月以上	不明(欠損)	6ヵ月未満	6ヵ月以上	12ヵ月以上	24ヵ月以上	36ヵ月以上	60ヵ月以上	不明(欠損)	6ヵ月未満	6ヵ月以上	12ヵ月以上	24ヵ月以上	36ヵ月以上	60ヵ月以上	不明(欠損)
2020m2	97%	-	3%	-	-	-	0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020m3	46%	22%	25%	4%	2%	1%	0%	100%	-	-	-	-	-	0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020m4	30%	13%	38%	10%	8%	1%	0%	19%	17%	38%	17%	8%	1%	0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020m5	22%	7%	38%	16%	14%	2%	0%	14%	6%	36%	18%	23%	3%	0%	-	-	100%	-	-	-	0%	-	-	-	-	-	-	-
2020m6	26%	6%	33%	16%	17%	2%	0%	20%	5%	31%	21%	22%	2%	0%	14%	10%	32%	24%	19%	1%	0%	-	-	-	-	-	-	-
2020m7	33%	5%	27%	16%	18%	1%	0%	26%	5%	24%	18%	25%	3%	0%	18%	1%	28%	19%	29%	4%	0%	21%	7%	7%	36%	29%	-	0%
2020m8	36%	4%	24%	15%	19%	1%	0%	27%	4%	22%	17%	28%	3%	0%	25%	2%	22%	15%	32%	3%	0%	19%	-	22%	19%	35%	5%	0%
2020m9	38%	4%	23%	14%	20%	1%	0%	31%	4%	21%	17%	25%	2%	0%	22%	3%	21%	17%	33%	3%	0%	26%	2%	13%	21%	34%	3%	0%
2020m10	42%	5%	23%	13%	17%	1%	0%	33%	3%	22%	17%	24%	1%	0%	28%	3%	17%	18%	31%	3%	0%	19%	7%	24%	22%	24%	5%	0%
2020m11	46%	4%	21%	13%	15%	1%	0%	35%	4%	21%	15%	23%	2%	0%	29%	4%	20%	16%	29%	2%	0%	25%	9%	23%	12%	29%	1%	0%
2020m12	47%	4%	21%	12%	15%	1%	0%	35%	5%	23%	15%	21%	1%	0%	29%	4%	23%	17%	26%	2%	0%	30%	3%	21%	19%	25%	2%	0%
2021m1	43%	4%	23%	14%	15%	0%	0%	39%	4%	21%	18%	23%	1%	0%	24%	4%	22%	18%	31%	1%	0%	21%	3%	32%	20%	22%	2%	0%
2021m2	42%	5%	23%	14%	16%	0%	0%	29%	4%	25%	19%	21%	1%	0%	22%	4%	23%	21%	29%	1%	0%	25%	3%	21%	22%	28%	1%	0%
2021m3	44%	4%	23%	14%	15%	0%	0%	27%	4%	25%	20%	24%	1%	0%	21%	3%	22%	22%	32%	1%	0%	18%	2%	21%	22%	36%	1%	0%
2021m4	45%	4%	21%	14%	15%	0%	0%	29%	3%	22%	21%	23%	1%	0%	23%	3%	21%	21%	31%	1%	0%	19%	2%	18%	23%	35%	2%	0%
2021m5	48%	4%	20%	14%	13%	0%	0%	26%	3%	25%	22%	22%	1%	0%	26%	2%	20%	23%	27%	1%	0%	25%	2%	16%	22%	32%	3%	0%
2021m6	48%	4%	21%	13%	14%	0%	0%	30%	3%	25%	22%	19%	0%	0%	25%	3%	21%	26%	1%	0%	0%	21%	3%	20%	21%	33%	2%	0%
中略																												
2023m2	73%	6%	11%	7%	3%	-	0%	68%	7%	14%	7%	3%	0%	0%	64%	5%	17%	8%	6%	0%	0%	60%	5%	17%	11%	7%	1%	0%
2023m3	78%	5%	8%	5%	4%	-	0%	70%	6%	13%	7%	4%	0%	0%	61%	5%	16%	10%	8%	0%	0%	56%	4%	18%	12%	10%	0%	0%

コロナ融資据置期間区分構成比を、貸付年月別に〔民間〕に関して確認した(【図表 15】)。民間の場合、初回貸付では6ヵ月未満の短い据置期間が最頻区分であるが、36ヵ月以上60ヵ月未満の区分も一定程度存在する。あまり明確な変動傾向は見られない。追加貸付の方において据置期間が若干伸びている傾向は政府系と同じで、特に2021年2月以降の民間コロナ融資終盤でその傾向が顕著に見られる。

【図表 15: コロナ融資据置期間区分構成比時系列推移〔民間〕】

	初回							追加1回目							追加2回目							追加3回目						
	6ヵ月未満	6ヵ月以上	12ヵ月以上	24ヵ月以上	36ヵ月以上	60ヵ月以上	不明(欠損)	6ヵ月未満	6ヵ月以上	12ヵ月以上	24ヵ月以上	36ヵ月以上	60ヵ月以上	不明(欠損)	6ヵ月未満	6ヵ月以上	12ヵ月以上	24ヵ月以上	36ヵ月以上	60ヵ月以上	不明(欠損)	6ヵ月未満	6ヵ月以上	12ヵ月以上	24ヵ月以上	36ヵ月以上	60ヵ月以上	不明(欠損)
2020m5	95%	2%	19%	11%	24%	8%	0%	24%	3%	24%	14%	24%	11%	0%	28%	6%	22%	17%	22%	6%	-	-	-	-	-	-	-	-
2020m6	99%	2%	16%	10%	27%	7%	0%	29%	2%	19%	12%	28%	10%	0%	21%	4%	19%	13%	28%	16%	-	50%	-	50%	-	-	-	-
2020m7	42%	2%	13%	8%	29%	6%	0%	33%	2%	11%	8%	36%	10%	0%	28%	1%	15%	10%	32%	13%	0%	21%	-	14%	12%	40%	12%	
2020m8	43%	1%	12%	7%	31%	6%	0%	34%	1%	11%	8%	35%	10%	0%	29%	2%	14%	11%	31%	12%	0%	25%	-	17%	10%	32%	15%	
2020m9	44%	1%	10%	7%	32%	5%	0%	37%	1%	11%	8%	34%	8%	0%	33%	2%	13%	10%	31%	11%	1%	36%	3%	9%	8%	29%	15%	
2020m10	46%	1%	10%	6%	31%	5%	0%	40%	1%	10%	8%	33%	7%	0%	38%	3%	12%	8%	31%	7%	1%	33%	4%	14%	8%	30%	10%	
2020m11	48%	1%	9%	6%	31%	4%	0%	41%	2%	10%	7%	34%	6%	1%	38%	2%	11%	9%	32%	6%	1%	34%	1%	18%	9%	32%	6%	
2020m12	49%	1%	9%	6%	31%	4%	0%	41%	1%	10%	7%	35%	5%	0%	39%	1%	11%	9%	32%	7%	1%	34%	3%	13%	13%	31%	6%	
2021m1	48%	1%	9%	6%	32%	4%	0%	41%	1%	10%	7%	35%	6%	1%	38%	1%	12%	9%	32%	7%	1%	32%	2%	13%	10%	35%	7%	
2021m2	48%	1%	10%	7%	31%	4%	0%	38%	1%	8%	6%	39%	7%	0%	32%	1%	7%	6%	45%	10%	0%	29%	1%	7%	8%	43%	11%	
2021m3	47%	1%	9%	6%	32%	4%	0%	35%	1%	8%	7%	41%	8%	0%	30%	1%	7%	7%	44%	10%	0%	26%	1%	9%	8%	43%	13%	
2021m4	44%	1%	9%	6%	35%	4%	0%	34%	1%	8%	7%	42%	8%	0%	30%	1%	7%	7%	44%	11%	0%	28%	1%	9%	7%	43%	13%	
2021m5	39%	1%	9%	6%	38%	6%	0%	29%	1%	7%	8%	44%	11%	0%	29%	0%	6%	9%	43%	13%	0%	23%	1%	7%	9%	43%	17%	

2.(3)分析テーマと手法

2.(3) a. 分析テーマ

令和6年度事業でも、令和5年度事業と同様、大別すると2種類のテーマに沿って分析を進めた。一つは、コロナ融資を受けた企業のコロナ融資前の特徴を分析したものであり、もう一つは、コロナ融資を受けた企業のコロナ融資後の業績を分析したものである。

令和5年度事業との差分として、【図表 2】記載内容の他、融資時期、融資金額、融資期間、据置期間や追加融資有無等の要素を新たに考慮している。すなわち、大きな分析テーマは、以下ようになった。

分析テーマ1： 特定の融資時期、融資金額、融資期間、据置期間及び追加融資有無の要素を持つコロナ融資を受けた企業は、どのような特徴を持つのか。

分析テーマ2： 特定の融資時期、融資金額、融資期間、据置期間及び追加融資有無の要素を持つコロナ融資を受けた企業は、事後的なパフォーマンスがどの程度変わっているか。

上記の大テーマの下、令和6年度事業では、分析用データベースの一部を抽出して細分化したサブサンプルを定義し、令和5年度事業より多数の検証作業を行った。サブサンプルの定義については、第3章で分析結果を示す際に合わせて示す。

融資時期、融資金額、融資期間、据置期間及び追加融資有無の定義については、2.(2)の分析データ概要の結果を受けて決定した。以下、順次定義を示す。

■ 融資時期

分析で確認する融資時期は、以下の3区分とした。

期間1：融資実行 2021 年 1 月まで

⇒ 初回借入の多い、コロナ禍初期の時期の貸付。

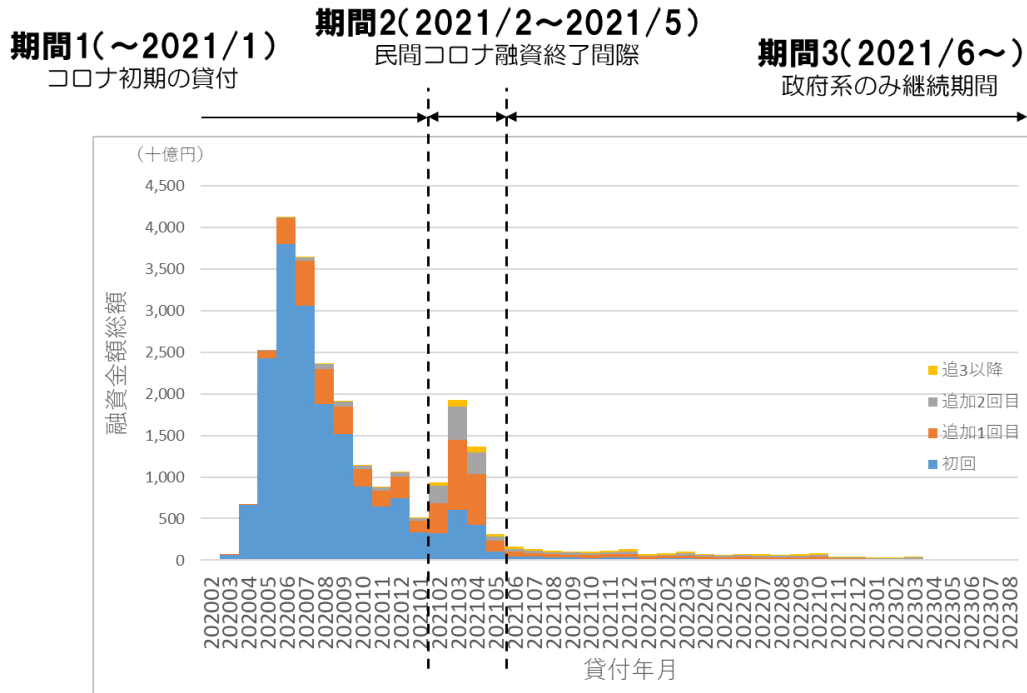
期間2：融資実行 2021 年 2 月から 2021 年 5 月まで

⇒ 追加借入が増える、民間コロナ融資終了間際の貸付。

期間3：融資実行 2021 年 6 月以降

⇒ 民間コロナ融資終了後の貸付。政府系金融機関のみによる融資期間。

【図表 16:融資時期区分】



■ 融資金額、融資期間、据置期間

融資金額、融資期間、据置期間については、分布状況を見ながらサンプル数が概ね均等化されるよう、閾値を以下のように定義した

指標	3区分	サブサンプル抽出定義
融資金額	大	3000万 ≤ 融資金額
	中	1000万 ≤ 融資金額 < 3000万
	小	融資金額 < 1000万
融資期間	長	120ヵ月 ≤ 融資期間
	中	60ヵ月 < 融資期間 < 120ヵ月
	短	融資期間 ≤ 60ヵ月
据置期間	長	24ヵ月 ≤ 据置期間
	中	6ヵ月 ≤ 据置期間 < 24ヵ月
	短	据置期間 < 6ヵ月

■ 追加借入、借換

本年度事業では、追加借入と借換を新たに考慮したが、その定義は次のとおり。

追加借入：完済情報無しの2回目以降の貸付、もしくは、完済情報と同年月における2回目以降の貸付(ただし増額分のみ)

借換：完済情報と同年月の2回目以降の貸付(増額、同額、減額含む)

2.(3)b. 分析手法

■ 分析テーマ1について

分析テーマ1では、ロジスティック回帰分析（後述）を用いて目的変数の「1」を処置群（コロナ融資を受けた企業のデータ）／「0」を非処置群（コロナ融資を受けなかった企業）とし、以下を説明変数として特性の計測を実施した。いずれも2019年度決算時点のデータを元に算出している。なお、説明変数は、令和5年度事業を踏襲している。

【図表 17:ロジスティック回帰分析で使用した説明変数】

説明変数一覧	備考(操作について)等
売上高[営業収益] (対数変換)	0 値データ補完のため対数変換前に全データに対し 1(千円)を加算。
期末従業員数 (対数変換)	0 値データ補完のため対数変換前に全データに対し 1(名)を加算。期末従業員数の定義については p14 を参照。
営業利益 (NegLog 変換)	負の値となるケースも存在するため、通常対数変換ではなく符号反転に対応した NegLog 関数を採用し変換している。
売上高 前年比率	2019 年度における売上高の前年比率。中小企業における売上高前年比率は同一企業においても観測のタイミングによって大きく異なるため、中長期的な成長性を示すものではない点に注意。
総資産 対現預金比率	決算データにおける現金預金÷総資産(資産合計)で算出。
借入金依存度 (対数変換)	決算データより、以下の数式にて算出。 (長短借入金合計+受取手形割引高)÷(負債資本合計+受取手形割引高+受取手形裏書譲渡高)
設備投資額 (NegLog 変換)	決算データより、以下の数式にて算出。 有形固定資産[2019 年度]-有形固定資産[2018 年度]+減価償却実施額
一人当たり 付加価値額	決算データより、以下の数式にて算出。 (営業利益+減価償却実施額+労務費+賃借料+租税公課+人件費)÷(期末従業員数+1)
CRD モデル3評点	信用保証協会の保証料率決定に利用されている中小法人向けモデル「CRD モデル3」の評点。0～100 の値を取り値が大きくなるほど信用力が高いことを示す。
業種(フラグ[10])	日本標準産業分類をベースに定義した 10 区分業種について作成したフラグ。
都道府県 (フラグ[47])	企業の所在地の都道府県情報を元に作成したフラグ。分析の解釈対象外とする。
後継者の有無 (フラグ[3])	後継者の有無に関する情報を元に作成したフラグ。
低インカバ基準 フラグ	BIS により、企業維持の健全性について議論するために設けられた指標。 具体的には、インタレストカバレッジレシオ(営業利益/支払利息)が 3 年間連続 1 未満 & 業歴 10 年以上の企業、となる。
低支払利息基準 フラグ	Caballero, Hoshi, and Kashyap(2008)において、企業維持の健全性について議論するために設けられた指標。実際の支払利息が必要最低支払利息を下回っている企業。
低 EBIT 基準 フラグ	Fukuda and Nakamura(2011)において、企業維持の健全性について議論するために設けられた指標。上記の低支払利息基準フラグの条件に加え、EBIT が必要最低支払利息を下回っておりかつ負債比率が 0.5 を超える企業。

ロジスティック回帰分析とは、2群（今回はコロナ融資を「受けた企業」と「受けなかった企業」）に分けられるデータに対し、ロジスティック関数と呼ばれる数式を用いて、その判別に利用できる要素（説明変数：どのような要素を有しているとコロナ融資を「受けた企業」になるのか）について分析する手法である。

3.(1)において分析結果を示す際には、要素に対する「標準化係数」のみ表示しているが、その係数がどの程度の信頼性を有するのかを示す「信頼区間」及び係数が0である可能性を示す「P値」も計算した。しかしながら、信頼区間はどのサブサンプルでも比較的狭く、係数のみを確認することで、属性の違いを概ね説明することができたことから、3.(1)では見やすさを優先して信頼区間は割愛した。また、P値については、本年度事業では標準化係数の有意性だけでなく、サブサンプル間における標準化係数の大きさの比較を行うことで、ある特定の時期や金額等でコロナ融資を受けた企業が、どのように特性の違いが出るのかに主眼を置いたため、重要度が低くなった。そのため、標準化係数のみを示している。なお、今次分析における標準化係数とは、各説明変数の分布を平均0、分散1となるように標準化した後に回帰分析を行った際の係数を意味する。標準化係数の大きさを絶対値で見ること、各説明変数がコロナ融資を受ける企業となる可能性に与える影響の大小を確認できる。すなわち、標準化係数とは、2群の判別に対してその要素が及ぼした影響の方向性と大きさを示す。コロナ融資を受けた企業を“1”／受けなかった企業を“0”としてロジスティック回帰分析を実施した場合、係数が+の値であれば、その要素が大きい値をとる企業はコロナ融資を受けた傾向にあったことを表す。

令和5年度事業では、これに加えて「平均限界確率効果：AMPE」を示していたが、本年度事業では使用しなかった。これは、標準化係数を示すことで、AMPEと同様に基準を揃えて各説明変数の目的変数に与える影響度合いを示すことができるだけでなく、AMPEのような平均値周りの効果だけで何らかの説明を行う必要性が低かったからである。

■ 分析テーマ2について

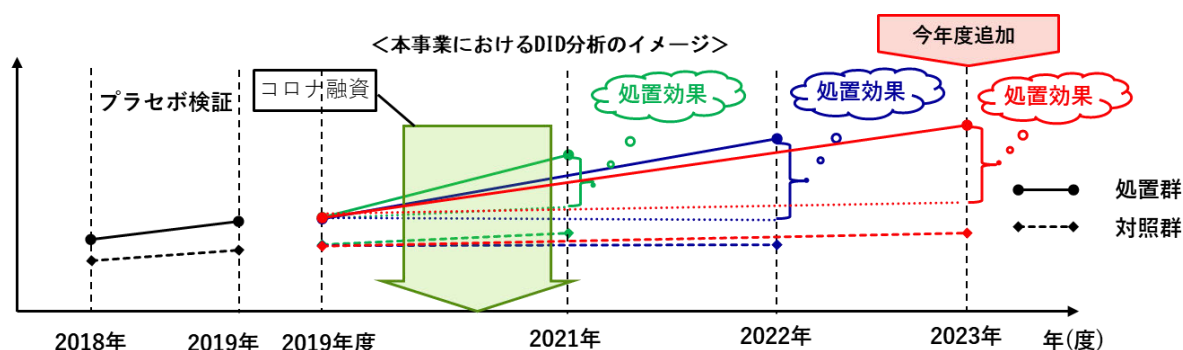
分析テーマ2においては、主に3.(2)で結果を示す差分の差分分析(DID)と、3.(3)で結果を示すデフォルト分析の2つの方法論がある。

➤ 差分の差分分析 (DID : Difference In Difference)

DID分析では、アウトカムとして指定した指標の処置前と処置後の差が、処置群と対照群の間において有意に発生しているか否かを分析することで、特定の処置の効果を確認することができる。このときの処置群に対する平均的な処置効果を、ATT : Average Treatment effect on Treated と言い、本事業ではコロナ融資によってもたらされた効果という意味になる。なお、ここで対照群とは、非処置群のうち、DID分析の際に処置群との比較対象となった企業群を指す。本事業では、次段落で説明するように、逆確率重み付け法(IPW)を用いて処置群と対照群の事前の属性分布を揃えているため、外れ値処理の過程を除けば非処置

群と対照群は同義であるが、DID 分析の文脈では対照群という用語を用いている。本事業における DID 分析のイメージは、【図表 18】のとおり。

【図表 18:DID 分析イメージ】



上記のように処置群と対照群で処置効果 ATT を計算する際、処置群と対照群の事前の属性の分布が揃っていることが望ましい。事前属性の分布が揃っていない場合、その属性の違いによる影響が事後的な効果に影響を及ぼしている可能性を排除できないからである。事前の属性分布を揃える方法として、逆確率重み付け法(IPW: Inverse Probability Weighting)と傾向スコアマッチング(PSM: Propensity Score Matching)が一般的に知られている。PSM は計算負荷が重いため、データ数が非常に大きい本事業では、IPW を用いて事前属性を揃えた。具体的には、2 群(処置群と対照群)の間でロジスティック回帰分析を行うことで出た値から求められる値(傾向スコア)を用いた重み付けを行うことで、対象となる 2 群の間の属性の相違を緩和した。なお、主要な結果については PSM も用いて DID 分析を行い、IPW-DID と比べて ATT の数値は多少変化するが、結論は概ね変わらないことを確認している。

なお、上記プラセボ検証については、コロナ禍前の 2018 年の決算書の数値と 2019 年の決算書の数値の変化率(もしくは変化分)を、処置群と対照群で比較している。プラセボ検証の結果、処置群と対照群で差が見られなかった場合、入手可能な情報の範囲で事前の属性は揃っていると考えられる。

後段 3.(2)では、ATT の計算結果を一覧表で示しており、表の見方も説明しているが、ATT は平均値の点推定量であり、標準誤差を含んでいる点に留意が必要である。本来であれば、標準誤差を併記もしくは信頼区間を示す方が厳密であるが、本資料では見やすさを重視して、ロジスティック回帰分析において標準化係数のみを示すように、ATT も平均値のみを示すこととする。なお、3.(2)で示すように、ATT が 0 であるという帰無仮説を 5% 有意水準で棄却できない場合は、表中で赤塗として最低限区別できるようにしている。

➤ デフォルト分析

3.(3)で結果を示すデフォルト分析では、分析用データベースにおいて 2019 年度の決算データが存在する企業について、処置群（コロナ融資を受けた企業のデータ）／非処置群（コロナ融資を受けなかった企業）毎に、2020 年度・2021 年度・2022 年度におけるデフォルト発生割合を集計した。その際、集計結果を処置群と非処置群で比較した。処置群と非処置群による単純な集計では 2 群の属性の違いによる影響が表れることとなるため、テーマ 1 でロジスティック回帰分析を実施した際に求められる傾向スコアの上位 50%データ（よりコロナ融資を受ける確率が高かった企業）に絞り集計している。

デフォルトの定義は、各年度における 実質破綻 or 破綻 or 代位弁済 の発生とした。また、デフォルトの観測期間は以下のとおり。

- ① 2020 年度（202004～202103）にデフォルトが発生した企業
- ② 2021 年度（202104～202203）にデフォルトが発生した企業
- ③ 2022 年度（202204～202303）にデフォルトが発生した企業
- ④ 2023 年度（202304～202403）にデフォルトが発生した企業

その他、集計のために以下の条件を適用している。

- 上記②③④における、それ以前の観測期間におけるデフォルト企業の除外。
すなわち、①でデフォルトした企業は②③④の集計対象に入らず、①②でデフォルトした企業は③④の集計対象に入らず、①②③でデフォルトした企業は④の集計対象に入らない。
- 2019 年度の決算年月以前は非デフォルト状態だが 2019 年度中にデフォルトした企業の除外。
【例】4 月決算の企業で 2019 年 4 月の決算データは存在するが、2019 年 12 月に破綻した企業。
- 処置群のうち、初回の貸付年月以前にデフォルトした企業の除外。
これは、実質破綻後に経営支援を受けていた中で融資を受けたケース等を想定。特殊事例として分析から除外した。

3 分析結果

3.(1) どのような中小企業がコロナ融資を利用したのか？

本節では、2.(3)a.で説明した分析テーマ1「どのような中小企業がコロナ融資をしようしたのか？」という点に関し、2.(3)b.で示したロジスティック回帰分析という手法を用いて分析を進める。

3.(1) a. 分析の考え方、設定

本節ではまず、分析テーマをより具体化し、その具体化された分析テーマに沿って分析グループを考えた。さらに分析グループを細分化し、借入時期等の注目ポイントを適切に切り出すことができるようにデータをセグメント化し、サブサンプルとして抽出した。なお、サブサンプル化は処置群のみとし、比較対象となる非処置群は全体データとしている。この点は、3.(2)の DID 分析でも同様である。

分析グループの考え方とサブサンプルの対応関係は【図表 19】に一覧化した。また、各サブサンプルの考え方は【図表 20】に、同じく抽出条件は【図表 21】に一覧化した。

【図表 19:分析グループの考え方一覧】

分析グループ	サブサンプル No.	アプローチ
-	0	全体
1	1～5	初期(期間 1)の借入のみに注目。
2	6～9	初期(期間 1)の借入に加えて期間 2 や期間 3 での追加借入(借換)に注目。
3	10～12	期間 1 に借入が無い企業の期間 2 や期間 3 での借入に注目。
4	13,14	期間 3 の借入有無のみに注目。
5	15,16,19	追加借入有無のみに注目。
6	17,18,20	借換有無のみに注目。
7	21_1～21_9	期間 1 の政府系からの借入に関し、融資金額、融資期間、据置期間に注目。
8	22_1～22_9	期間 1 の民間からの借入に関し、融資金額、融資期間、据置期間に注目。
9	23_1～23_9	期間 2 の政府系からの借入に関し、融資金額、融資期間、据置期間に注目。
10	24_1～24_9	期間 2 の民間からの借入に関し、融資金額、融資期間、据置期間に注目。

【図表 20: サブサンプルの考え方一覧】

No.	注目ポイント
1	コロナ融資開始初期にのみ借入を行い、その後当初の申し込み期限(202012)以降には追加借入を実施しなかった先はどのような企業か？
2	コロナ融資開始初期にのみ、政府系金融機関/政府系&民間系から借入を行い、その後当初の申し込み期限(202012)以降には追加借入を実施しなかった先はどのような企業か？
3	コロナ融資開始初期にのみ、政府系金融機関から借入を行い、その後当初の申し込み期限(202012)以降には追加借入を実施しなかった先はどのような企業か？
4	コロナ融資開始初期にのみ、民間系金融機関/政府系&民間系から借入を行い、その後当初の申し込み期限(202012)以降には追加借入を実施しなかった先はどのような企業か？
5	コロナ融資開始初期にのみ、民間系金融機関から借入を行い、その後当初の申し込み期限(202012)以降には追加借入を実施しなかった先はどのような企業か？
6	コロナ融資開始初期及びコロナ融資の期間延長後/(一部地域での)コロナ融資上限引上後に借入を実施し、民間終了後には借入をしていない先。15よりは財務的に厳しい集団か？
7	コロナ融資の期間延長後/(一部地域での)コロナ融資上限引上後に、民間金融機関から追加の借入を実施している先はどのような企業か？ 15よりは財務的に厳しい集団か？
8	コロナ融資開始初期から継続的に借入を実施しており、また民間終了後にも追加借入を実施している先はどのような企業か？(一番苦しそう。この辺りに飲食店とかが入っているという直感あり)
9	コロナ融資開始初期から継続的に借入を実施している先で、202012以降には民間金融機関から借入を実施し、かつ民間終了後にも追加借入を実施している先はどのような企業か？(一番苦しそう。この辺りに飲食店とかが入っているという直感あり)
10	コロナ融資開始初期は借入を実施していないが、コロナ融資の期間延長後/(一部地域での民間コロナ融資上限引上後)に借入を実施している先。
11	コロナ融資開始初期は借入を実施していないが、コロナ融資の期間延長後/(一部地域での民間コロナ融資上限引上後)に民間金融機関から借入を実施している先。
12	コロナ融資開始初期は借入を実施していないが、コロナ融資の期間延長後/(一部地域での民間コロナ融資上限引上後)に民間金融機関から借入を実施しており、更に民間終了後も借入を実施している先。
13	民間終了後には借入を実施していない先。
14	民間終了後に借入を実施している先。サブサンプル 13 との比較を想定しているだろう。恐らくかなり経営が厳しい集団なのでは。
15	追加借り入れを実施していない先。
16	追加借り入れを実施している先。サブサンプル 15 との比較を想定しているだろう。15よりは経営が厳しい集団なのでは？
17	借換を実施していない先。
18	借換を実施していない先。追加借り入れを実施している先。サブサンプル 17 との比較を想定しているだろう。17よりは経営が厳しい集団なのでは？
19	民間終了前に追加借入を実施している先。駆け込み先の想定。あまり必要無いが取り敢えず借りている可能性あり？
20	民間終了前に借換を実施している先。駆け込み先の想定。限界まで借入期間を延ばしている。

【図表 21: サブサンプルの定義一覧】

No.	定義
1	期間 1 に借入があり、期間 2,3 に借入が無い企業群。
2	期間 1 に政府系金融機関もしくは両方（政府系及び民間）から借入があり、期間 2,3 に借入が無い企業群。
3	期間 1 に政府系金融機関のみから借入があり、期間 2,3 に借入が無い企業群。
4	期間 1 に民間金融機関もしくは両方（政府系及び民間）から借入があり、期間 2,3 に借入が無い企業群。
5	期間 1 に民間金融機関のみから借入があり、期間 2,3 に借入が無い企業群。
6	期間 1 及び期間 2 に借入があり、期間 3 に借入が無い企業群。
7	期間 1 に借入があり、期間 2 に民間金融機関からのみ借入があり、期間 3 に借入が無い企業群。
8	期間 1,2,3 いずれにも借入がある企業群。
9	期間 1,2,3 いずれにも借入があり、期間 2 は民間金融機関のみからの借入である企業群。
10	期間 1 に借入が無く、期間 2 に借入がある企業群。
11	期間 1 に借入が無く、期間 2 に民間金融機関からのみ借入がある企業群。
12	期間 1 に借入が無く、期間 2 及び期間 3 に借入がある企業群。
13	期間 3 に借入が無い企業群。
14	期間 3 に借入がある企業群。
15	追加借入が無い企業群。
16	追加借入がある企業群。
17	借換が無い企業群。
18	借換がある企業群。
19	期間 2 に追加借入をした企業群。
20	期間 2 に借換をした企業群。

3.(1)b. 分析結果

《分析グループ 1(サブサンプル No.0～5)》

分析グループ 1 では、期間 1 のみに借入した企業は、コロナ融資先全体と比較してどのような企業か？という点に関し、期間 1 全データだけでなく、政府系金融機関、民間金融機関別に注目して標準化係数の特徴を確認した。計算結果は【図表 22】のとおり。特徴的な標準化係数には赤点線枠を付けているが、この結果から示唆される点は以下のとおり。

- ① 期間 1 の民間は、全体と比較して相対的に、売上規模が小さく、借入金依存度は若干低く、評点(信用力)がやや高い。対面型サービス業は若干少なめ。
- ② 期間 1 の政府系または両方の企業は、全体と比較して相対的に、規模(売上・従業員数)が大きく、借入金依存度がやや高く、評点が低い。建設業が少なく対面型サービス業が多い。
- ③ 期間 1 の政府系のみ企業は、全体と比較して相対的に、売上規模は平均的だが従業員数は多く、借入金依存度がやや低く、評点が低い。低インカバ基準に該当する企業が多く、建設業・製造業は少なく対面型サービス業が多い。

【図表 22:グループ 1 の標準化係数】

サブサンプル	0: 全体		1: 期間1のみ借入あり			
	標準化係数	標準化係数	政府系または両方 標準化係数	政府系 標準化係数	民間または両方 標準化係数	民間 標準化係数
説明変数						
売上高営業収益(対数)	0.44	0.36	0.59	0.42	0.35	0.32
期末従業員数人(対数)	-0.14	-0.14	0.07	0.14	-0.16	-0.17
営業利益(NegLog)	-0.07	-0.08	0.00	0.00	-0.09	-0.09
売上高前年比率	0.03	0.01	0.07	0.05	0.01	0.01
総資産対現金預金比率	0.07	0.07	0.04	-0.02	0.08	0.07
借入金依存度(対数)	0.31	0.27	0.38	0.18	0.27	0.27
設備投資額(NegLog)	0.07	0.06	0.11	0.05	0.06	0.05
一人当たりの付加価値額(NegLog)	-0.07	-0.07	-0.05	0.01	-0.07	-0.07
累積3年評点(モデル3)	0.09	0.16	-0.14	-0.15	0.18	0.20
低インカバ基準フラグ	0.05	0.03	0.46	0.45	0.01	-0.02
低支払利息基準フラグ	-0.32	-0.23	-0.39	-0.22	-0.23	-0.22
低EBIT基準フラグ	0.02	0.03	-0.01	-0.04	0.03	0.03
01_建設業	0.49	0.49	0.09	-0.13	0.53	0.53
02_製造業	0.59	0.58	0.56	0.31	0.59	0.57
03_情報通信業	0.24	0.29	0.05	-0.12	0.31	0.31
04_卸売業	0.28	0.31	0.23	0.09	0.33	0.32
05_小売業	0.19	0.21	0.20	0.12	0.22	0.21
06_不動産業_物品賃貸業	-0.41	-0.38	-0.09	-0.55	-0.37	-0.41
07_非対面型サービス業	0.22	0.25	0.23	0.14	0.26	0.25
08_対面型サービス業	-0.66	-0.58	-0.95	-0.84	-0.57	-0.52
09_医療_福祉	-0.66	-0.60	-0.69	-0.55	-0.60	-0.59
10_その他						

《分析グループ 2(サブサンプル No.6～9)》

分析グループ 2 では、初期(期間 1)の借入に加えて期間 2 や期間 3 での追加借入(借換)に注目した。この際、期間 3 で借り入れているかいないかに注目してサブサンプルを分けている。計算結果は【図表 23】のとおり。この結果から示唆される点は以下のとおり。

- ① 期間 2 以降にも借りている企業は、コロナ禍前の売上規模が比較的大きく、借入金依存度も高く、対面型サービス業が多い。これは、コロナの影響を強く受け、元々借入に依存気味の企業が資金繰りに厳しくなり、民間コロナ融資終了間際に追加融資を受けたものと推測される。
- ② 期間 3 にも借り入れた企業は、上記特徴に加えて、コロナ禍前に売上高成長率が高く、設備投資を積極的に行い、評点が低い。また、低 EBIT 基準該当企業が多い。業種については対面型サービス業が更に多く、製造業も相対的に多い。これは、借入で設備投資を行ってきた製造業が、継続して資金を必要としたと推測される。ただし、支払能力に難がある企業も一部含まれている。

【図表 23:グループ 2 の標準化係数】

サブサンプル	1: 期間1のみ借入あり	期間1, 2両方で借入あり				
		6: 期間3の借入なし	7: 期間3借入無し 期間2は民間	8: 期間3にも借入あり	9: 期間3にも借入あり 期間2は民間	
説明変数	標準化係数	標準化係数	標準化係数	標準化係数	標準化係数	
売上高営業収益(対数)	0.36	0.82	0.85	0.60	0.64	
期末従業員数人(対数)	-0.14	-0.09	-0.09	0.00	0.01	
営業利益(NegLog)	-0.08	-0.08	-0.09	0.03	0.02	
売上高前年比率	0.01	0.05	0.05	0.09	0.08	
総資産対現金預金比率	0.07	0.06	0.06	0.01	0.01	
借入金依存度(対数)	0.27	0.55	0.56	0.75	0.82	
設備投資額(NegLog)	0.06	0.14	0.14	0.21	0.22	
一人当たりの付加価値額(NegLog)	-0.07	-0.06	-0.06	-0.04	-0.03	
累積3年評点(モデル3)	0.16	0.12	0.16	-0.13	-0.10	
低インカバ基準フラグ	0.03	0.14	0.15	0.21	0.22	
低支払利息基準フラグ	-0.23	-0.53	-0.52	-0.89	-0.94	
低EBIT基準フラグ	0.03	0.00	0.00	0.12	0.12	
01_建設業	0.49	0.59	0.61	0.35	0.40	
02_製造業	0.58	0.64	0.63	0.69	0.67	
03_情報通信業	0.29	0.12	0.10	0.12	0.02	
04_卸売業	0.31	0.27	0.27	0.30	0.29	
05_小売業	0.21	0.02	-0.01	0.20	0.17	
06_不動産業_物品賃貸業	-0.38	-0.28	-0.31	-0.11	-0.14	
07_非対面型サービス業	0.25	0.11	0.07	0.12	0.07	
08_対面型サービス業	0.58	0.86	0.76	1.10	0.99	
09_医療_福祉	-0.60	-1.13	-1.20	-1.03	-1.10	
10_その他						

《分析グループ 3(サブサンプル No.10~12)》

分析グループ 3 では、期間 1 に借入が無い企業の期間 2 や期間 3 での借入に注目した。一般的に、期間 1 に借入をしなかった企業は、相対的に事前の経営に余裕があったのではないかと推測された。計算結果は【図表 24】のとおり。この結果から示唆される点は以下のとおり。

- ① 期間 1 に借入がない企業の特徴は、期間 2 に民間から貸付を受けた企業が大半であり、全体と民間のみでほぼ同じ傾向となっている。
- ② 期間 2 にのみ借入がある企業群の特徴としては、規模や借入金依存度が比較的小さい。また、製造業や小売業は相対的に少ない。すなわち、元々借入金に依存しておらず、民間コロナ融資終了間際にとりあえず融資を受けた先が多いと推測される。
- ③ 期間 2 と期間 3 に借入がある企業群の特徴は、②で述べた特徴と概ね近いが、借入金依存度については相対的に高めになっている。

【図表 24:グループ 3 の標準化係数】

サブサンプル	1: 期間1のみ 借入あり	10: 期間2に借入有り 期間3に借入無し	11: 期間2に民間のみ 期間3に借入無し	12: 期間2と期間3に 借入有り
説明変数	標準化係数	標準化係数	標準化係数	標準化係数
売上高営業収益(対数)	0.36	0.22	0.24	0.14
期末従業員数人(対数)	-0.14	-0.20	-0.21	-0.15
営業利益(NegLog)	-0.08	-0.06	-0.06	-0.03
売上高前年比率	0.01	0.04	0.03	0.09
総資産対現金預金比率	0.07	0.05	0.05	0.02
借入金依存度(対数)	0.27	0.17	0.17	0.45
設備投資額(NegLog)	0.06	0.04	0.04	0.11
一人当たりの付加価値額(NegLog)	-0.07	-0.07	-0.08	-0.05
累積3年評点(モデル3)	0.16	0.14	0.17	-0.02
低インカバ基準フラグ	0.03	-0.01	-0.02	0.04
低支払利息基準フラグ	-0.23	-0.10	-0.08	-0.50
低EBIT基準フラグ	0.03	0.06	0.06	0.23
01_建設業	0.49	0.48	0.51	0.40
02_製造業	0.58	0.30	0.31	0.21
03_情報通信業	0.29	0.21	0.23	0.01
04_卸売業	0.31	0.15	0.17	-0.04
05_小売業	0.21	0.03	0.02	0.00
06_不動産業_物品賃貸業	-0.38	-0.61	-0.60	-1.00
07_非対面型サービス業	0.25	0.12	0.12	-0.03
08_対面型サービス業	0.58	0.42	0.45	0.06
09_医療_福祉	-0.60	-0.49	-0.53	-0.16
10_その他				

《分析グループ 4(サブサンプル No.13, 14)》

分析グループ 4 では、期間 3 の借入有無のみに注目した。期間 3 に借入した企業群は、元々経営が相当厳しい先であったのではないかと推測された。計算結果は【図表 25】のとおり。この結果から示唆される点は以下のとおり。

- グループ 2②の傾向と類似（売上規模は相対的にやや小さく、成長率は高く、借入金依存度は高く、設備投資を積極的に行い、評点が低い）しているが、業種の特徴はあまり見られない。すなわち、期間 3 に借入がある企業は、元々経営が厳しかったというより、基本的にはグループ 2②と同じく、借入で設備投資を行ってきた製造業が、継続して資金を必要としたと推測される。

【図表 25:グループ 4 の標準化係数】

サブサンプル	説明変数	期間3借入なし 標準化係数	期間3借入あり 標準化係数
サブサンプル No.13	売上高営業収益(対数)	0.45	0.31
	期末従業員数人(対数)	-0.14	-0.08
	営業利益(NegLog)	-0.08	-0.01
	売上高前年比率	0.02	0.08
	総資産対現金預金比率	0.08	0.02
	借入金依存度(対数)	0.30	0.59
	設備投資額(NegLog)	0.07	0.13
	一人当たりの付加価値額(NegLog)	-0.07	-0.04
	累積3年評点(モデル3)	0.12	-0.09
サブサンプル No.14	低インカバ基準フラグ	0.04	0.12
	低支払利息基準フラグ	-0.28	-0.70
	低EBIT基準フラグ	0.02	0.08
サブサンプル No.15	01_建設業	0.51	0.33
	02_製造業	0.59	0.52
	03_情報通信業	0.24	0.22
	04_卸売業	0.29	0.21
	05_小売業	0.17	0.26
	06_不動産業_物品賃貸業	-0.39	-0.39
	07_非対面型サービス業	0.22	0.19
	08_対面型サービス業	0.64	0.70
	09_医療_福祉	-0.68	-0.53
	10_その他		

《分析グループ 5(サブサンプル No.15, 16, 19)》

分析グループ 5 では、追加借入有無のみに注目した。追加借入がある企業は、追加借入がない企業と比較して元々の経営状況が厳しかったことが想定されるが、その中でも特に、期間 2 の民間コロナ融資終了間際に追加借入をした企業はどのような企業か、という点を確認した。計算結果は【図表 26】のとおり。この結果から示唆される点は以下のとおり。

- ① 追加借入なしの係数は、グループ 1 の“期間 1 のみに借入した企業”と概ね同じ。
- ② 追加借入がある企業は、ない企業と比較して相対的に、売上規模が大きく、借入金依存度も高く、設備投資も多かったが、評点については若干低めの傾向。業種は対面型サービス業や製造業が多い。すなわち、元々経営状況が厳しかったというより、比較的借入により設備投資を行っていた製造業や対面型サービス業が、コロナ禍で継続して資金が必要となり、追加融資を受けたと推測される。
- ③ 民間コロナ融資終了間際に追加借入をした企業群は、②の傾向と類似しているが、評点は低くなく、業種の特徴も比較的小さい。すなわち、借入により設備投資を比較的積極的に行っていた企業が、民間コロナ融資の終了間際に追加融資を受けたと推測される。

【図表 26:グループ 5 の標準化係数】

サブサンプル	追加借入なし	追加借入あり	民間終了前追加借入あり
説明変数	標準化係数	標準化係数	標準化係数
売上高営業収益(対数)	0.29	0.67	0.90
期末従業員数人(対数)	-0.16	-0.09	-0.10
営業利益(NegLog)	-0.08	-0.06	-0.07
売上高前年比率	0.01	0.06	0.05
総資産対現金預金比率	0.07	0.05	0.06
借入金依存度(対数)	0.23	0.53	0.61
設備投資額(NegLog)	0.04	0.13	0.16
一人当たりの付加価値額(NegLog)	-0.07	-0.07	-0.06
累積3年評点(モデル3)	0.17	0.05	0.14
低インカバ基準フラグ	-0.01	0.15	0.14
低支払利息基準フラグ	-0.18	-0.57	-0.54
低EBIT基準フラグ	0.03	0.01	-0.01
01_建設業	0.48	0.52	0.60
02_製造業	0.49	0.67	0.59
03_情報通信業	0.27	0.20	0.11
04_卸売業	0.27	0.29	0.20
05_小売業	0.19	0.14	-0.03
06_不動産業_物品賃貸業	-0.46	-0.29	-0.23
07_非対面型サービス業	0.22	0.18	0.05
08_対面型サービス業	0.52	0.84	0.67
09_医療_福祉	-0.54	-0.92	-1.29
10_その他			

《分析グループ 6(サブサンプル No.17, 18, 20)》

分析グループ 6 では、借換有無のみに注目した。追加借入と借換で特徴に違いがあるのかについて、特に確認した。計算結果は【図表 27】のとおり。この結果から示唆される点は以下のとおり。

- ① 借換有無の相違は、分析グループ 5②で見た追加借入有無の相違と類似している。追加借入と比較すると、売上規模が若干小さく、対面型サービス業が相対的に多い。すなわち、元々信用力の低かった対面型サービス業が、追加借入ではなく借換になったものと推測される。
- ② 民間コロナ融資終了間際の借換も、グループ 5③で見た追加借入の結果と類似しているが、売上規模は相対的に高く、評点は低くない。すなわち、民間コロナ融資終了前に借換した企業は、全期間を通しての借換企業と比較して、相対的に資金繰りに余裕のあった企業が多かったものと推測される。

【図表 27:グループ 6 の標準化係数】

サブサンプル	借換なし 標準化係数	借換あり 標準化係数	民間終了前 借換あり 標準化係数
説明変数	標準化係数	標準化係数	標準化係数
売上高営業収益(対数)	0.42	0.55	0.70
期末従業員数人(対数)	-0.14	-0.09	-0.06
営業利益(NegLog)	-0.07	-0.06	-0.08
売上高前年比率	0.02	0.06	0.05
総資産対現金預金比率	0.07	0.04	0.06
借入金依存度(対数)	0.30	0.53	0.56
設備投資額(NegLog)	0.07	0.12	0.13
一人当たりの付加価値額(NegLog)	-0.07	-0.06	-0.05
累積3年評点(モデル3)	0.11	0.02	0.13
低インカバ基準フラグ	0.04	0.16	0.20
低支払利息基準フラグ	-0.28	-0.62	-0.59
低EBIT基準フラグ	0.02	0.06	0.05
01_建設業	0.49	0.48	0.59
02_製造業	0.56	0.68	0.71
03_情報通信業	0.24	0.25	0.10
04_卸売業	0.26	0.39	0.40
05_小売業	0.16	0.26	0.08
06_不動産業_物品賃貸業	-0.41	-0.33	-0.37
07_非対面型サービス業	0.21	0.24	0.12
08_対面型サービス業	0.57	1.16	1.04
09_医療_福祉	-0.66	-0.75	-0.98
10_その他			

《分析グループ 7(サブサンプル No.21-1~21-3)》

分析グループ 7 では、期間 1 の政府系金融機関からの借入に関し、融資金額の大小の相違に注目した。計算結果は【図表 28】で、この結果から示唆される点は以下のとおり。

- 想定されたように、売上規模の要素が最も目立つが、それ以外では借入金依存度が高い先や対面型サービス業で融資金額が大きい傾向が見受けられる。すなわち、コロナ前から借入に依存していた企業やコロナ禍の影響を最も大きく受けた対面型サービス業に融資が行き渡ったものと考えられる。
- ※ なお、分析グループ 9 の期間 2 における政府系の借入に関する融資金額の相違による企業特性の違いは、分析グループ 7 と類似しているため割愛した。

【図表 28:グループ 7(融資金額)の標準化係数】

term	グループ7-全体	融資金額-大	融資金額-中	融資金額-小
売上高営業収益(対数)	0.32	0.97	0.14	-0.71
期末従業員数人(対数)	0.02	0.26	-0.22	-0.38
営業利益(NegLog)	-0.01	-0.06	-0.12	-0.05
売上高前年比率	0.07	0.01	0.10	0.10
総資産対現金預金比率	-0.01	-0.04	-0.02	-0.02
借入金依存度(対数)	0.28	0.36	0.31	0.19
設備投資額(NegLog)	0.06	0.09	0.03	-0.06
一人当たりの付加価値額(NegL	-0.02	0.08	-0.01	0.05
累積3年評点(モデル3)	-0.16	-0.03	-0.10	-0.08
低インカバ基準フラグ	0.28	0.23	0.34	0.28
低支払利息基準フラグ	-0.34	-0.43	-0.61	-0.38
低EBIT基準フラグ	0.00	-0.03	-0.05	0.09
01_建設業	-0.05	-0.27	-0.07	0.35
02_製造業	0.38	0.40	0.08	0.32
03_情報通信業	0.08	-0.11	-0.02	0.52
04_卸売業	0.16	0.07	-0.08	0.41
05_小売業	0.24	0.08	0.09	0.59
06_不動産業 物品賃貸業	-0.53	-0.20	-0.78	-0.74
07_非対面型サービス業	0.21	0.09	0.10	0.54
08_対面型サービス業	1.01	1.34	0.74	1.00
09_医療 福祉	-0.50	-0.68	-0.41	0.23
10_その他				

《分析グループ 8(サブサンプル No.22-1～22-3)》

分析グループ 8 では、期間 1 の民間金融機関からの借入に関し、融資金額の大小の相違に注目した。計算結果は【図表 29】のとおり。この結果から示唆される点は以下のとおり。

- ① 規模の他、借入金依存度が高い先の融資金額が大きい、という傾向は、政府系と同じ。
- ② モデル評点(信用力)の高い企業は、融資金額が相対的に小さい傾向が見られる。
- ③ 対面型サービス業で相対的に融資金額が小さい傾向は、政府系と異なる特徴。

以上の結果から、ある程度余裕のある企業は、それほど大きい融資を受けなかった可能性がある。

【図表 29:グループ 8(融資金額)の標準化係数】

term	グループ8-全体	融資金額-大	融資金額-中	融資金額-小
売上高営業収益(対数)	0.43	1.13	0.10	-0.83
期末従業員数人(対数)	-0.14	-0.05	-0.26	-0.44
営業利益(NegLog)	-0.08	-0.11	-0.16	-0.15
売上高前年比率	0.02	0.02	0.03	0.02
総資産対現金預金比率	0.08	0.07	0.05	0.05
借入金依存度(対数)	0.32	0.43	0.33	0.19
設備投資額(NegLog)	0.07	0.12	0.02	-0.05
一人当たりの付加価値額(NegL	-0.07	-0.05	-0.03	0.00
累積3年評点(モデル3)	0.15	0.22	0.29	0.26
低インカバ基準フラグ	0.02	0.08	0.00	-0.04
低支払利息基準フラグ	-0.31	-0.49	-0.41	0.03
低EBIT基準フラグ	0.02	-0.06	0.03	0.05
01_建設業	0.55	0.53	0.63	0.84
02_製造業	0.60	0.48	0.60	0.93
03_情報通信業	0.25	0.09	0.37	0.69
04_卸売業	0.30	0.14	0.32	0.73
05_小売業	0.17	-0.10	0.26	0.83
06_不動産業 物品賃貸業	-0.41	-0.32	-0.45	-0.35
07_非対面型サービス業	0.21	0.01	0.29	0.71
08_対面型サービス業	0.55	0.40	0.61	1.04
09_医療 福祉	-0.71	-1.09	-0.43	0.21
10_その他				

《分析グループ10(サブサンプル No.24-1~24-3)》

分析グループ 10 では、期間 2 の民間金融機関からの借入に関し、融資金額の大小の相違に注目した。計算結果は【図表 30】のとおり。この結果から示唆される点は以下のとおり。

- ① 期間 1 の結果(グループ 8)と同様、借入金依存度の高い先の融資金額が大きく、対面型サービス業で相対的に融資金額が小さい傾向が見られる。
- ② 一方、融資金額の多寡にモデル評点(信用力)の大小はあまり関係なくなっている。

以上の結果から、民間コロナ融資の終了間際には、余裕有無にかかわらず、規模に応じた借入が行われたものと推察される。

【図表 30:グループ 10(融資金額)の標準化係数】

term	グループ10-全体	融資金額-大	融資金額-中	融資金額-小
売上高営業収益(対数)	0.66	1.06	0.77	-0.47
期末従業員数人(対数)	-0.12	-0.04	0.14	-0.38
営業利益(NegLog)	-0.07	-0.11	-0.09	-0.09
売上高前年比率	0.05	0.05	0.05	0.04
総資産対現金預金比率	0.07	0.07	0.05	0.04
借入金依存度(対数)	0.44	0.51	0.52	0.28
設備投資額(NegLog)	0.11	0.14	0.13	0.01
一人当たりの付加価値額(NegL)	-0.08	-0.06	-0.06	0.00
累積3年評点(モデル3)	0.12	0.19	0.16	0.18
低インカバ基準フラグ	0.10	0.17	0.09	0.10
低支払利息基準フラグ	-0.42	-0.53	-0.50	-0.24
低EBIT基準フラグ	0.02	-0.04	0.01	0.09
01_建設業	0.57	0.56	0.60	0.74
02_製造業	0.58	0.46	0.54	0.85
03_情報通信業	0.14	0.04	0.10	0.52
04_卸売業	0.25	0.18	0.18	0.53
05_小売業	0.03	0.11	0.06	0.55
06_不動産業 物品賃貸業	-0.38	-0.39	-0.35	-0.37
07_非対面型サービス業	0.11	-0.04	0.05	0.53
08_対面型サービス業	0.71	0.71	0.61	1.02
09_医療 福祉	-0.97	-1.16	-1.05	-0.09
10_その他				

《分析グループ 7(サブサンプル No.21-4～21-6)》

ここでは、期間 1 の政府系金融機関からの借入に関し、融資期間の長短の相違に注目した。計算結果は【図表 31】のとおり。この結果から示唆される点は以下のとおり。

- 融資期間の短い企業は、相対的に、借入金依存度が低く、評点は高い。また、低インカバ基準フラグには該当しない先が相対的に多い。業種別には、対面型サービス業で融資期間が長めとなっている点が特徴的。

すなわち、元々資金繰りに余裕があり、コロナの影響が少ない企業ほど、融資期間を短くしたことが推察される。

※ 融資金額と同様、分析グループ 9 の期間 2 における政府系の借入に関する融資期間の相違による企業特性の違いは、分析グループ 7 と類似しているため割愛した。

【図表 31:グループ 7(融資期間)の標準化係数】

term	グループ7-全体	融資期間-長	融資期間-中	融資期間-短
売上高営業収益(対数)	0.32	0.51	0.04	0.47
期末従業員数人(対数)	0.02	0.11	-0.12	0.10
営業利益(NegLog)	-0.01	-0.01	-0.05	0.02
売上高前年比率	0.07	0.07	0.08	-0.02
総資産対現金預金比率	-0.01	-0.05	0.00	-0.05
借入金依存度(対数)	0.28	0.38	0.31	0.03
設備投資額(NegLog)	0.06	0.09	0.03	0.04
一人当たりの付加価値額(NegL	-0.02	-0.01	-0.01	-0.03
累積3年評点(モデル3)	-0.16	-0.22	-0.09	0.00
低インカバ基準フラグ	0.28	0.36	0.26	-0.01
低支払利息基準フラグ	-0.34	-0.61	-0.43	0.30
低EBIT基準フラグ	0.00	0.04	0.01	-0.10
01_建設業	-0.05	-0.11	0.05	-0.31
02_製造業	0.38	0.54	0.17	0.24
03_情報通信業	0.08	0.13	0.17	-0.34
04_卸売業	0.16	0.20	0.05	0.14
05_小売業	0.24	0.40	0.22	-0.19
06_不動産業 物品賃貸業	-0.53	-0.12	-0.68	-1.39
07_非対面型サービス業	0.21	0.33	0.23	-0.21
08_対面型サービス業	1.01	1.52	0.70	0.33
09_医療 福祉	-0.50	-0.20	-0.43	-1.65
10_その他				

《分析グループ 8(サブサンプル No.22-4~22-6)》

ここでは、期間 1 の民間金融機関からの借入に関し、融資期間の長短の相違に注目した。計算結果は【図表 32】のとおり。この結果から示唆される点は以下のとおり。

- 基本的には政府系のケースと同じ特徴を挙げることができ、その傾向は政府系より明確となっている。すなわち、相対的に融資期間が短い先は、借入金依存度が低く、評点が高く、低インカバ基準フラグ該当先が少ない。また、対面型サービス業が少ない。すなわち、政府系と同様、元々資金繰りに余裕があり、コロナの影響が少なかった企業ほど融資期間を短くしたことが推察される。

※ 分析グループ 10 の期間 2 における民間金融機関の借入に関する融資期間の相違による企業特性の違いは、分析グループ 8 と類似しているため割愛した。

【図表 32: グループ 8(融資期間)の標準化係数】

term	グループ8-全体	融資期間-長	融資期間-中	融資期間-短
売上高営業収益(対数)	0.43	0.47	0.27	0.38
期末従業員数人(対数)	-0.14	-0.13	-0.18	-0.21
営業利益(NegLog)	-0.08	-0.10	-0.09	-0.04
売上高前年比率	0.02	0.04	-0.01	-0.05
総資産対現金預金比率	0.08	0.07	0.03	0.09
借入金依存度(対数)	0.32	0.39	0.36	0.07
設備投資額(NegLog)	0.07	0.09	0.04	0.03
一人当たりの付加価値額(NegL)	-0.07	-0.07	-0.05	-0.06
累積3年評点(モデル3)	0.15	0.10	0.32	0.40
低インカバ基準フラグ	0.02	0.03	-0.01	-0.10
低支払利息基準フラグ	-0.31	-0.47	-0.19	0.35
低EBIT基準フラグ	0.02	0.03	0.03	0.01
01 建設業	0.55	0.57	0.48	0.41
02 製造業	0.60	0.63	0.54	0.40
03 情報通信業	0.25	0.24	0.42	0.21
04 卸売業	0.30	0.27	0.33	0.31
05 小売業	0.17	0.19	0.14	-0.01
06 不動産業_物品賃貸業	-0.41	-0.24	-0.84	-0.83
07 非対面型サービス業	0.21	0.25	0.16	0.03
08 対面型サービス業	0.55	0.69	0.38	-0.04
09 医療_福祉	-0.71	-0.59	-0.92	-1.29

《分析グループ 7(サブサンプル No.21-7~21-9)》

ここでは、期間 1 の政府系金融機関からの借入に関し、据置期間の長短の相違に注目した。計算結果は【図表 33】のとおり。この結果から示唆される点は以下のとおり。

- ① 信頼区間が全く重複しない結果だけを見ると、据置期間の長い先については、売上高や従業員数の大きい先が相対的に多いという特徴がある。
- ② 据置期間の短い先については、借入金依存度が高い、評点が高い、対面型サービス業が少ない、などが特徴として挙げられる。

以上の結果から、プロファイリングは難しいが、規模の大きい先やコロナの影響が大きかった先は据置期間を長く設定した可能性がある。また、元々借入に依存していた先や、財務状態が悪くない先も据置期間は短く設定し(され)ていたと推察される。

※ 融資金額・融資期間と同様、分析グループ 9 の期間 2 における政府系の借入に関する据置期間の相違による企業特性の違いは、分析グループ 7 と類似しているため割愛した。

【図表 33:グループ 7(据置期間)の標準化係数】

term	グループ7-全体	据置期間-長	据置期間-中	据置期間-短
売上高営業収益(対数)	0.32	0.51	0.18	0.24
期末従業員数(対数)	0.02	0.12	-0.03	-0.03
営業利益(NegLog)	-0.01	-0.02	-0.01	-0.01
売上高前年比率	0.07	0.06	0.08	0.05
総資産対現金預金比率	-0.01	-0.04	0.00	-0.02
借入金依存度(対数)	0.28	0.24	0.27	0.36
設備投資額(NegLog)	0.06	0.07	0.06	0.05
一人当たりの付加価値額(NegL)	-0.02	-0.01	-0.01	-0.03
累積3年評点(モデル3)	-0.16	-0.17	-0.22	-0.03
低インカバ基準フラグ	0.28	0.33	0.27	0.20
低支払利息基準フラグ	-0.34	-0.34	-0.49	-0.23
低EBIT基準フラグ	0.00	0.06	0.02	-0.07
01_建設業	-0.05	-0.17	-0.05	-0.01
02_製造業	0.38	0.56	0.42	0.09
03_情報通信業	0.08	0.16	0.22	-0.16
04_卸売業	0.16	0.22	0.23	0.01
05_小売業	0.24	0.33	0.41	-0.06
06_不動産業 物品賃貸業	-0.53	-0.28	-0.48	-0.86
07_非対面型サービス業	0.21	0.33	0.40	-0.14
08_対面型サービス業	1.01	1.49	1.24	-0.07
09_医療 福祉	-0.50	-0.39	-0.27	-0.87
10_その他				

《分析グループ 8(サブサンプル No.22-7~22-9)》

ここでは、期間 1 の民間金融機関からの借入に関し、据置期間の長短の相違に注目した。計算結果は【図表 34】のとおり。この結果から示唆される点は以下のとおり。

- ① 据置期間が長い先の特徴として、売上規模の大きい先が多いという点は政府系と同じ。
- ② 一方で据置期間が短い先として、評点の高い先が多く、対面型サービス業が比較的少ないという傾向が見られる。

以上の結果から、規模の大きい先やコロナの影響が大きかった先は据置期間を長く設定した可能性がある。一方、財務状態が良い先は据置期間を短く設定していたと推察される。

※ 分析グループ 10 の期間 2 における民間金融機関の借入に関する据置期間の相違による企業特性の違いは、分析グループ 8 と類似しているため割愛した。

【図表 34:グループ8(据置期間)の標準化係数】

term	グループ8-全体	据置期間-長	据置期間-中	据置期間-短
売上高営業収益(対数)	0.43	0.55	0.29	0.35
期末従業員数人(対数)	-0.14	-0.12	-0.10	-0.20
営業利益(NegLog)	-0.08	-0.10	-0.10	-0.07
売上高前年比率	0.02	0.01	0.04	0.02
総資産対現金預金比率	0.08	0.07	0.02	0.08
借入金依存度(対数)	0.32	0.31	0.35	0.35
設備投資額(NegLog)	0.07	0.09	0.06	0.07
一人当たりの付加価値額(NegL)	-0.07	-0.08	-0.03	-0.05
累積3年評点(モデル3)	0.15	0.14	0.08	0.27
低インカバ基準フラグ	0.02	0.04	0.01	-0.01
低支払利息基準フラグ	-0.31	-0.27	-0.45	-0.27
低EBIT基準フラグ	0.02	0.02	0.07	0.03
01_建設業	0.55	0.47	0.40	0.61
02_製造業	0.60	0.73	0.62	0.37
03_情報通信業	0.25	0.27	0.46	0.17
04_卸売業	0.30	0.37	0.34	0.17
05_小売業	0.17	0.19	0.25	0.07
06_不動産業 物品賃貸業	-0.41	-0.13	-0.42	-0.70
07_非対面型サービス業	0.21	0.24	0.34	0.08
08_対面型サービス業	0.55	0.79	0.96	-0.03
09_医療 福祉	-0.71	-0.66	-0.47	-0.91
10_その他				

■ 3.(1)の主要結果まとめ

ここまでで、様々なサブサンプルの下、コロナ融資を受けた企業の特徴を見てきたが、主要な結果をまとめると以下のとおり。

- (ア) コロナ融資の初期の頃は、先行きの不透明感が強かったため、様々な業種で予防的に借りた企業が多かった様子がうかがえる。
- (イ) その後、追加借入（借換含む）した企業は、コロナの影響を強く受けた対面型サービス業に加え、コロナ前から借入を原資にした設備投資の多い製造業などが多く、継続的に資金を必要とした企業がコロナ融資を受けたと考えられる。
- (ウ) (ア)に関連して、コロナ融資の初期の頃は、他の条件を一定とすれば、信用力の高い企業は融資金額が少なく、融資期間も短い傾向がある。

次節以降の 3.(2)及び 3.(3)では、これらの特性を持った各サブサンプルのコロナ融資を受けた企業群が、事後的にどのようなパフォーマンスを見せているかについて、非処置群との対比で示す。

3.(2) コロナ融資を受けた企業の事後的なパフォーマンスはコロナ融資を受けなかった企業と比較してどう異なるのか？

本節では、2.(3)a.で説明した分析テーマ2「コロナ融資を受けた企業の事後的なパフォーマンスはコロナ融資を受けなかった企業と比較してどう異なるのか？」という点に関し、2.(3)b.で示した IPW-DID という手法を用いて分析を進める。

3.(2) a. 分析の考え方、設定

事後的なパフォーマンスについて、2023 年度事業と同じく、政策効果分析で一般的に使用される差分の差(DID)分析を用いて確認する(DID の考え方は 2.(3)参照)。前年度事業と本年度事業の差分は以下のとおり。

- ① 本年度事業では、2023 年度の決算書情報による事後パフォーマンスの確認を追加した。
- ② 前年度事業は処置効果として 2020 年度中の初回コロナ融資に限定していたが、本年度事業では 2021 年度以降のコロナ融資まで拡大するとともに、追加借入や融資金額、融資期間、据置期間等を考慮したサブサンプルで、様々な仮説を検証・比較できるようにした。
- ③ 処置効果の解釈を容易にするため、いくつかのアウトカム指標を追加した。
- ④ アウトカム変数(売上高等)のプレトレンド(コロナ禍前の傾向)を取り込むことで、DID を計算する際の処置群と対照群の属性を、前年度事業より揃えた。
- ⑤ 前年度事業では時間的制約により実施できなかったアウトカム指標毎の外れ値処理を実施し、極端な数値に引っ張られ過ぎないように配慮した。

本年度事業におけるアウトカムは、上記③記載の追記分を含め、【図表 35】のとおり。なお、【図表 35】No.10 の人件費については、令和 5 年度事業ではゼロ値をそのまま分析に含めていたが、ゼロ値には欠損を意味するケースも一定程度含まれることを考慮して、本年度事業ではゼロ値を欠損値扱いとし、人件費の ATT を計算する際の分析対象から除外している。その結果、令和 5 年度事業では 2021 年度の ATT はプラスの効果が主に確認されていたが、後述のように、本年度事業ではほとんどのサブサンプルでマイナスの効果に転じた。

【図表 35: DID 分析アウトカム一覧】

番号	アウトカム	index	年度	備考
1	売上高	変化率 (対数差分)	2021-2023	
2	営業利益	変化率 (対数差分)	2021-2023	
3	一人当たり付加価値額	変化率 (対数差分)	2021-2023	
4	経費率	差分	2021-2023	新規追加。企業努力が早期に反映されやすい指標。
5	総資産対現預金比率	差分	2021-2023	
6	借入金依存度	差分	2021-2023	
7	CRDモデル3評点	差分	2021-2023	
8	デフォルトフラグ	差分	2021-2023	新規追加。DF分析の結果を他のアウトカム指標と横並びで確認。
9	期末従業員数	変化率 (対数差分)	2021-2023	
10	人件費	変化率 (対数差分)	2021-2023	2024年度事業では、ゼロ値を欠損値扱いに変更。
11	短期借入金	変化率 (対数差分)	2021	新規追加。コロナ融資により既存の短期借入金が長期借入金に振り替えられたかどうかを確認。
12	長期借入金	変化率 (対数差分)	2021	
13	有形固定資産	変化率 (対数差分)	2021-2023	新規追加。コロナ融資が設備投資を促進したかどうかの確認。

上記④⑤を踏まえ、本年度事業における IPW-DID によるサブサンプルごとの ATT 算出フローは、【図表 36】のような手順で進めた。

【図表 36:ATT 算出フロー】

番号	処理	処理内容
1	サブサンプルの抽出	DB0より抽出条件に基づきサブサンプルを抽出
2	共通の説明変数の外れ値処理	アウトカムに依らず共通となる説明変数の外れ値・欠損値を除外
3	プレトレンドの外れ値処理*	プレトレンドの外れ値・欠損値を除外
4	傾向スコアの算出	3で作成したデータを基にlogitモデルを構築し、傾向スコアを算出
5	IPWの重みの算出	4で算出した傾向スコアからIPWの重みを計算
6	アウトカムの欠損値処理	アウトカムの欠損値を除外
7	アウトカムの外れ値処理*	アウトカムの外れ値を除外
8	ATT及びATEの算出	7で作成したデータからアウトカムのATTとATEを回帰により算出
9	アウトカムの統計量算出	7で作成したデータでアウトカムの処置群・非処置群別の統計量を計算
10	アウトカム毎にループ	3~9の処理を全てのアウトカムに対して繰り返す
11	サブサンプル毎のループ	1~10の処理を全てのサブサンプルに対して行う

* アウトカムがデフォルトフラグの場合は実施しない

【図表 36】の外れ値処理の設定は、【図表 37】のとおり。

【図表 37:外れ値処理設定】

	変数	外れ値処理	処理フロー番号※
説明変数（連続量）	売上高営業収益(対数)	上下1%	2
	期末従業員数人(対数)	上下1%	2
	借入金依存度(対数)	上下1%	2
	営業利益(NegLog)	上下1%	2
	売上高前年比率	上下1%	2
	総資産対現金預金比率	上下1%	2
	設備投資額(NegLog)	上下1%	2
	一人当たりの付加価値額(NegLog)	上下1%	2
	累積3年評点(モデル3)	無し	2
プレトレンド	デフォルトフラグ以外	上下1%	3
	デフォルトフラグ	無し	3
アウトカム	デフォルトフラグ以外	上下1%	7
	デフォルトフラグ	無し	7

なお、【図表 36】に記載のとおり、DID における処置群と対照群の属性を揃える方法として、計算負荷の小さい逆確率重み付け法(IPW: Inverse Probability Weighting)を本年度事業でも採用する。IPW は、傾向スコアの逆数で重み付けをして処置群と対照群の分布を近づける方法である。なお、主結果については傾向スコアマッチング(PSM: Propensity Score Matching)による DID を実施し、結論が変わるほどに両者の計算結果に相違が出ないことを確認している。

分析の切り口としては、3.(1)の事前属性分析で利用したグループ1～10の切り口に加え、業種別、信用力別、規模別の三つの切り口を追加している。すなわち、【図表 38】のような13グループの分析を行った。

【図表 38:DID 分析の切り口一覧】

分析 グループ	サブサンプル No.	アプローチ
-	0	全体
1	1～5	初期(期間1)の借入のみに注目。
2	6～9	初期(期間1)の借入に加えて期間2や期間3での追加借入(借換)に注目。
3	10～12	期間1に借入が無い企業の期間2や期間3での借入に注目。
4	13,14	期間3の借入有無のみに注目。
5	15,16,19	追加借入有無のみに注目。
6	17,18,20	借換有無のみに注目。
7	21_1～21_9	期間1の政府系からの借入に関し、融資金額、融資期間、据置期間に注目。
8	22_1～22_9	期間1の民間からの借入に関し、融資金額、融資期間、据置期間に注目。
9	23_1～23_9	期間2の政府系からの借入に関し、融資金額、融資期間、据置期間に注目。
10	24_1～24_9	期間2の民間からの借入に関し、融資金額、融資期間、据置期間に注目。
11	25_1～25_7	業種の違いに注目。
12	26_1～26_3	信用力の違いに注目。
13	27_1～27_4	売上規模の違いに注目。

3. (2) b. 分析結果

《全体データ(サブサンプル No.0)》

グループ（もしくはサブサンプル）毎の結果を確認する前に、全体データの結果を【図表 39】で示し、合わせて結果一覧の見方を説明する。

【図表 39: 全体データの ATT 結果一覧】

サブサンプル	プラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
0_売上高営業収益	0.13%	-5.93%	-4.22%	-2.28%
0_営業利益	-0.53%	-223.60%	-166.16%	-119.40%
0_一人当たりの付加価値額	-0.70%	-20.34%	-14.38%	-7.83%
0_経費率	0.00%	3.33%	1.98%	1.12%
0_総資産対現預金比率	0.04%	4.45%	2.65%	1.45%
0_借入金依存度	-0.12%	8.86%	9.06%	8.67%
0_CRD評点	0.05	-2.42	-2.02	-1.91
0_デフォルトフラグ		-0.53%	-0.33%	0.00%
0_期末従業員数	0.03%	0.51%	-0.01%	-0.02%
0_人件費	0.11%	-0.98%	-1.23%	-0.85%
0_短期借入金	-0.46%	-28.42%		
0_長期借入金	1.83%	52.22%		
0_有形固定資産	0.05%	4.33%	5.39%	5.84%

※赤枠部分は5%水準で非有意。

表中左列には、アウトカム名が並んでいる。アウトカム名の左の“0_”はサブサンプル番号で、0 は全体データを表す。表中の数値は各アウトカムに関する ATT を表し、赤枠は ATT の結果が5%有意水準を満たさなかった（すなわち“ATT が0(処置群と対照群に差が無い)”という帰無仮説を棄却できなかった）ことを示す。

プラセボは2018年度の決算書から2019年度の決算書への変化であり、有意水準を満たさない方が望ましい。というのも、コロナ融資の処置効果（ATT）を見る場合、コロナ融資前の事前の属性は処置群と対照群で差が無いことが理想的であり、それはすなわち有意差が無いことを意味する。結果一覧でも、プラセボは有意水準を満たさないケースが多く、有意差が出ていたとしても、コロナ融資後の ATT の水準感に比べるとかなり小さいことが確認できる。つまり、コロナ融資前の事前の属性は概ね揃っていると言える。なお、2019年度時点でデフォルトしていない企業のみを対象として分析のため、デフォルトフラグに関するプラセボ検証は不可能であり、空欄となっている。

次に、コロナ融資後の2021年度、2022年度、2023年度の ATT であるが、いずれも2019年度の決算書対比の変化率もしくは差分の数値である。令和5年度事業では2022年度の結果までを確認したが、今年度事業では2023年度の数値を追加している。また、既述のとおり、分析切り口等をいくつかの追加・変更している。全体データにおける ATT

の結果は、他の各サブサンプルでも多く見られる傾向が出ているため、ここでその傾向についてやや詳細に説明しておく。

まず、売上高や営業利益、一人当たりの付加価値額等の PL 系の指標については、ATT がマイナスになっており、処置群の方が対照群より低いという結果になった。これは、事前属性を入手可能な情報の範囲で揃えたが、その情報の範囲では捉えられない（コロナ禍によって業績が悪化しそうという）情報を有する企業ほど、コロナ融資を受けたことによる結果と考えられる。この結果は令和 5 年度事業でも見られていたが、そのマイナス幅は年々縮小してきていることが確認された。なお、経費率は企業努力が最も反映される指標として本年度事業で追加した指標であり、ATT がマイナス（すなわち処置群の方が経費率を相対的に引き下げた）を期待していた。しかしながら、売上高の ATT がマイナスであることの影響が強いと思われるが、経費率の ATT はプラスとなった。

BS 系の現預金比率と借入金依存度について説明する。現預金比率はコロナ融資を受けたことによって 2021 年度に ATT がプラスになっていたが、2023 年度には縮小している。借入金依存度も 2021 年度に ATT がやや大きなプラスとなり、2023 年度にはやや縮小しているが、比較的高い水準を維持している。上記のような BS/PL の推移から、企業の信用力を表す CRD 評点の ATT も、マイナス値となっている。マイナス幅については、徐々に縮小している。

デフォルト発生状況については、3.(3)で別の分析切り口でも説明するが、その結果と概ね整合的で、2021 年度の実績デフォルト率は 0.53%抑制され、2022 年度でも 0.33%抑制されたという計算結果となっている。近年の実績デフォルト率水準が 1%前後であることを考慮すると、比較的大きなデフォルト抑制効果と言える。

次に雇用関係の期末従業員数と人件費について説明する。期末従業員数は 2021 年度には ATT がプラスとなったが、2022 年度以降は有意差が見られなくなった。すなわち、期末従業員数の面では、コロナ融資は短期的な雇用維持効果が見られたと言える。一方、人件費については、ATT が分析期間を通してマイナスであり、2021 年度については、コロナ融資を受けた企業群では、人件費を抑制しながら雇用は維持されたものと解釈される。

長短借入金については、コロナ融資直後に借入構造がどのように変化したかを確認するために、本年度事業で新たに追加したアウトカム指標である。その動向を見ると、処置群の方が非処置群より短期借入金を有意に減らし、長期借入金を有意に増やしている。これは、コロナ融資の長期借入により資金繰余力が生まれた半面、既存短期借入金は約定弁済が進行したことによるものと推察される。なお、後段のサブサンプル毎の分析でも長短借入金の ATT は計算しているが、サブサンプル毎の違いがあまり出なかったため、後段では割愛している。

最後に、有形固定資産であるが、これも借入金と同じく、コロナ融資が設備投資(有形固定資産の変化)にどのような影響を与えたかを確認するために、本年度事業で新たに追加したアウトカム指標である。設備投資に関して、処置群は対照群より、コロナ融資直後から

2023 年度まで設備投資を確保していることが確認された。コロナ融資は本来、設備投資用資金ではないが、コロナ融資によって資金繰りに目途がついたことで、設備投資に回す資金が確保できたことによる結果と考えられ、コロナ融資の副次的な効果と言える。

以上が全データの結果と、その結果一覧表の見方である。以降では、【図表 38】に示したテーマに基づく分析グループ毎に、順次その結果を確認していく。なお、アウトカムのうち、短期借入金、長期借入金、有形固定資産については、コロナ融資の効果ではあるものの、事後的パフォーマンスという意味合いではなく、コロナ融資の資金使途という文脈で分析を実施したものであるため、グループ毎の事後パフォーマンス結果とは別に、グループ 1～10、グループ 11～13 をまとめて示すこととする。また、コロナ融資の金融資産への使途という分析については、DID は実施していないものの、別手法で実施した分析結果を本節最後に示す。

《分析グループ 1(サブサンプル No.1～5)》

分析グループ 1 では、初期(期間 1)の借入のみに注目し、5 つのサブサンプル毎に ATT を計算した。5 つのサブサンプル（以下 SS と表記）の定義は、3.(1)と同じである。計算結果は【図表 40】のとおり。この結果から示される点は以下のとおり。

- ① 全体(SS0)と期間 1(SS1)にのみ借入を行ったケースを比較すると、売上高の ATT マイナス等の符号は変わらないものの、後者の方が全ての指標において良好なパフォーマンスを見せている。
- ② 政府系(SS2,3)と民間(SS4,5)を比較すると、PL 系指標については政府系の方が良好な回復傾向を見せる一方、BS 系指標については民間の方が良好な回復傾向となっている。また、デフォルトに関しては、政府系の方は 2021 年度時点においても引き下げ効果が小さく、2023 年度には処置群でデフォルトが多く発生している。民間は 2023 年度時点でもデフォルト抑制効果は有意に効いている。

【図表 40:グループ1のATT結果一覧】

サブサンプル	プラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
0 売上高営業収益	0.13%	-5.93%	-4.22%	-2.28%
1 売上高営業収益	0.00%	-4.80%	-3.54%	-2.23%
2 売上高営業収益	0.26%	-5.10%	-1.16%	1.00%
3 売上高営業収益	0.18%	-5.29%	-1.72%	-0.18%
4 売上高営業収益	0.00%	-4.78%	-3.61%	-2.25%
5 売上高営業収益	-0.02%	-4.79%	-3.76%	-2.48%
0 営業利益	-0.53%	-223.60%	-166.16%	-119.40%
1 営業利益	0.01%	-170.17%	-120.77%	-88.56%
2 営業利益	1.91%	-180.14%	-97.73%	-78.17%
3 営業利益	2.75%	-141.34%	-69.31%	-63.95%
4 営業利益	0.37%	-171.53%	-123.04%	-89.80%
5 営業利益	0.07%	-170.34%	-123.29%	-91.19%
0 一人当たりの付加価値額	-0.70%	-20.34%	-14.38%	-7.83%
1 一人当たりの付加価値額	-0.69%	-13.09%	-9.04%	-4.95%
2 一人当たりの付加価値額	-0.37%	-16.98%	-6.45%	-2.33%
3 一人当たりの付加価値額	-0.07%	-11.74%	-0.28%	-0.13%
4 一人当たりの付加価値額	-0.74%	-13.12%	-9.48%	-5.05%
5 一人当たりの付加価値額	-0.79%	-12.35%	-9.12%	-4.91%
0 経費率	0.00%	3.33%	1.98%	1.12%
1 経費率	0.01%	2.41%	1.33%	0.79%
2 経費率	0.04%	3.59%	1.43%	0.76%
3 経費率	0.07%	2.98%	1.02%	0.60%
4 経費率	0.01%	2.38%	1.33%	0.78%
5 経費率	0.01%	2.29%	1.29%	0.76%
0 総資産対現預金比率	0.04%	4.45%	2.65%	1.45%
1 総資産対現預金比率	0.04%	4.40%	2.89%	1.69%
2 総資産対現預金比率	0.05%	3.31%	1.75%	0.64%
3 総資産対現預金比率	0.03%	2.43%	1.18%	0.38%
4 総資産対現預金比率	0.04%	4.49%	2.97%	1.74%
5 総資産対現預金比率	0.03%	4.51%	3.01%	1.79%
0 借入金依存度	-0.12%	8.86%	9.06%	8.67%
1 借入金依存度	-0.05%	7.52%	7.20%	6.66%
2 借入金依存度	0.05%	8.63%	8.05%	7.96%
3 借入金依存度	0.16%	8.02%	7.18%	6.84%
4 借入金依存度	-0.07%	7.50%	7.19%	6.60%
5 借入金依存度	-0.06%	7.38%	7.07%	6.44%
0 累積3年評点	0.05	-2.42	-2.02	-1.91
1 累積3年評点	0.04	-1.67	-1.24	-1.14
2 累積3年評点	0.00	-2.42	-1.66	-1.84
3 累積3年評点	0.00	-2.14	-1.42	-1.58
4 累積3年評点	0.04	-1.64	-1.22	-1.12
5 累積3年評点	0.04	-1.57	-1.17	-1.05
0 デフォルトフラグ		-0.53%	-0.33%	0.00%
1 デフォルトフラグ		-0.37%	-0.29%	-0.05%
2 デフォルトフラグ		-0.14%	0.00%	0.35%
3 デフォルトフラグ		-0.05%	0.19%	0.42%
4 デフォルトフラグ		-0.38%	-0.31%	-0.07%
5 デフォルトフラグ		-0.38%	-0.31%	-0.08%
0 期末従業員数	0.03%	0.51%	-0.01%	-0.02%
1 期末従業員数	0.00%	0.61%	-0.08%	-0.07%
2 期末従業員数	0.10%	1.32%	0.75%	1.32%
3 期末従業員数	-0.07%	-0.12%	-0.65%	0.44%
4 期末従業員数	0.02%	0.60%	-0.10%	-0.15%
5 期末従業員数	0.01%	0.47%	-0.25%	-0.35%
0 人件費	0.11%	-0.98%	-1.23%	-0.85%
1 人件費	0.02%	-1.25%	-1.36%	-1.03%
2 人件費	0.24%	-1.33%	-1.01%	-0.30%
3 人件費	0.19%	-1.89%	-1.60%	-1.11%
4 人件費	0.01%	-1.23%	-1.36%	-1.03%
5 人件費	0.00%	-1.25%	-1.41%	-1.14%

※赤枠部分は5%水準で非有意。

《分析グループ 2(サブサンプル No.6~9)》

分析グループ 2 では、初期(期間 1)の借入に加えて期間 2 や期間 3 での追加借入(借換)に注目している。計算結果は【図表 41】のとおり。

【図表 41:グループ2の ATT 結果一覧】

サブサンプル	プラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
1 売上高営業収益	0.00%	-4.80%	-3.54%	-2.23%
6 売上高営業収益	0.32%	-8.54%	-5.25%	-2.20%
7 売上高営業収益	0.28%	-8.15%	-5.03%	-2.13%
8 売上高営業収益	0.17%	-12.42%	-9.27%	-4.89%
9 売上高営業収益	0.10%	-11.74%	-8.85%	-4.60%
1 営業利益	0.01%	-170.17%	-120.77%	-88.56%
6 営業利益	0.82%	-317.99%	-222.70%	-153.80%
7 営業利益	0.90%	-311.77%	-219.93%	-152.24%
8 営業利益	-4.75%	-433.22%	-364.79%	-251.63%
9 営業利益	-3.98%	-435.50%	-369.01%	-261.54%
1 一人当たりの付加価値額	-0.69%	-13.09%	-9.04%	-4.95%
6 一人当たりの付加価値額	-0.35%	-30.40%	-19.18%	-10.21%
7 一人当たりの付加価値額	-0.31%	-27.34%	-17.88%	-9.45%
8 一人当たりの付加価値額	-0.03%	-47.07%	-32.36%	-14.28%
9 一人当たりの付加価値額	-0.11%	-43.75%	-32.88%	-14.74%
1 経費率	0.01%	2.41%	1.33%	0.79%
6 経費率	0.01%	4.75%	2.62%	1.48%
7 経費率	0.00%	4.37%	2.44%	1.40%
8 経費率	0.08%	8.34%	5.39%	2.75%
9 経費率	0.08%	7.74%	5.16%	2.83%
1 総資産対現預金比率	0.04%	4.40%	2.89%	1.69%
6 総資産対現預金比率	0.00%	5.66%	3.25%	1.83%
7 総資産対現預金比率	0.01%	5.85%	3.41%	1.95%
8 総資産対現預金比率	0.02%	3.03%	0.37%	-0.68%
9 総資産対現預金比率	0.02%	3.24%	0.51%	-0.66%
1 借入金依存度	-0.05%	7.52%	7.20%	6.66%
6 借入金依存度	-0.08%	11.51%	11.63%	11.05%
7 借入金依存度	-0.04%	11.25%	11.30%	10.69%
8 借入金依存度	-0.07%	13.36%	16.61%	17.32%
9 借入金依存度	-0.08%	12.85%	16.23%	16.87%
1 CRD 評点	0.04	-1.67	-1.24	-1.14
6 CRD 評点	0.08	-3.76	-3.02	-2.71
7 CRD 評点	0.08	-3.69	-2.95	-2.61
8 CRD 評点	0.02	-4.38	-4.36	-4.13
9 CRD 評点	0.03	-4.31	-4.33	-4.09
1 デフォルトフラグ		-0.37%	-0.29%	-0.05%
6 デフォルトフラグ		-0.65%	-0.28%	0.11%
7 デフォルトフラグ		-0.64%	-0.35%	0.02%
8 デフォルトフラグ		-1.21%	-0.29%	0.72%
9 デフォルトフラグ		-1.22%	-0.47%	0.53%
1 期末従業員数	0.00%	0.61%	-0.08%	-0.07%
6 期末従業員数	-0.04%	0.51%	0.17%	0.03%
7 期末従業員数	-0.06%	0.58%	0.23%	0.08%
8 期末従業員数	-0.28%	0.23%	-0.29%	-0.40%
9 期末従業員数	-0.24%	0.42%	-0.09%	-0.13%
1 人件費	0.02%	-1.25%	-1.36%	-1.03%
6 人件費	0.28%	-0.93%	-1.19%	-0.27%
7 人件費	0.28%	-0.78%	-1.02%	-0.16%
8 人件費	0.39%	-0.60%	-1.47%	-1.87%
9 人件費	0.28%	-0.47%	-1.29%	-1.57%

※赤枠部分は 5%水準で非有意。

この結果から示される点は以下のとおり。

- ① 期間 1 にのみ借入を行った企業(SS1)と比較して、期間 2 でも借りた企業(SS6,7)は、2021 年度の業績は相対的に悪いが、2023 年度の売上高は同程度まで回復している。ただし、それ以外の指標はかなり回復傾向を見せているものの、SS1 には及ばない状況。
- ② 期間 1 に加えて期間 2 及び 3 にも借りた企業(SS8,9)は、SS6,7 と比較しても 2021 年度の業績が更に悪い。2023 年度には PL 系指標はある程度回復しているが、現預金比率の ATT はマイナスとなっており、借入金依存度も高止まりし、信用力の良化傾向はあまり見られない。
- ③ 期間 2 でも借りた企業(SS6,7)は、人件費がマイナスになっている。

《分析グループ 3(サブサンプル No.10~12)》

分析グループ 3 では、期間 1 に借入が無い企業の期間 2 や期間 3 での借入に注目している。計算結果は【図表 42】のとおり。この結果から示される点は以下のとおり。

- ① 期間 1 ではコロナ融資を借りずに期間 2 で借りた企業(SS10,11)の業績は、期間 1(SS1)にのみコロナ融資借入を行った企業と比較して、あまり違いが無い。
- ② 一方、期間 2 以降に初めてコロナ融資借入を行い、期間 3 にもコロナ融資を借り入れた企業(SS12)は、期間 1,2,3 いずれでもコロナ融資を借り入れたグループ 2 の SS8,9 と比較して事後パフォーマンスは若干良いが、SS10,11 と比較すると相当悪い。

【図表 42:グループ3の ATT 結果一覧】

サブサンプル	ブラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
1 売上高営業収益	0.00%	-4.80%	-3.54%	-2.23%
10 売上高営業収益	0.03%	-5.30%	-3.84%	-2.26%
11 売上高営業収益	0.05%	-5.28%	-3.99%	-2.32%
12 売上高営業収益	-0.12%	-6.01%	-4.47%	-2.90%
1 営業利益	0.01%	-170.17%	-120.77%	-88.56%
10 営業利益	-2.14%	-188.49%	-145.05%	-91.33%
11 営業利益	-1.61%	-186.41%	-146.50%	-92.88%
12 営業利益	-1.84%	-284.43%	-286.21%	-204.14%
1 一人当たりの付加価値額	-0.69%	-13.09%	-9.04%	-4.95%
10 一人当たりの付加価値額	-0.73%	-13.20%	-11.92%	-3.46%
11 一人当たりの付加価値額	-0.72%	-12.55%	-12.10%	-4.04%
12 一人当たりの付加価値額	0.61%	-33.03%	-27.11%	-13.79%
1 経費率	0.01%	2.41%	1.33%	0.79%
10 経費率	-0.01%	3.21%	2.00%	0.95%
11 経費率	0.00%	3.10%	2.00%	0.93%
12 経費率	0.09%	4.60%	4.02%	3.08%
1 総資産対現預金比率	0.04%	4.40%	2.89%	1.69%
10 総資産対現預金比率	0.00%	4.53%	2.26%	1.62%
11 総資産対現預金比率	-0.01%	4.77%	2.50%	1.76%
12 総資産対現預金比率	0.04%	1.81%	-0.82%	-0.71%
1 借入金依存度	-0.05%	7.52%	7.20%	6.66%
10 借入金依存度	0.01%	8.29%	8.68%	8.20%
11 借入金依存度	0.02%	8.19%	8.49%	8.11%
12 借入金依存度	-0.10%	9.82%	14.24%	14.74%
1 CRD評点	0.04	-1.67	-1.24	-1.14
10 CRD評点	0.00	-1.82	-1.56	-1.38
11 CRD評点	0.00	-1.80	-1.52	-1.37
12 CRD評点	0.11	-2.69	-3.30	-2.94
1 デフォルトフラグ		-0.37%	-0.29%	-0.05%
10 デフォルトフラグ		-0.43%	-0.23%	0.09%
11 デフォルトフラグ		-0.43%	-0.26%	0.03%
12 デフォルトフラグ		-0.91%	-0.44%	0.48%
1 期末従業員数	0.00%	0.61%	-0.08%	-0.07%
10 期末従業員数	-0.41%	0.73%	0.07%	-0.35%
11 期末従業員数	-0.39%	0.75%	0.05%	-0.36%
12 期末従業員数	-0.74%	-0.04%	0.22%	-1.84%
1 人件費	0.02%	-1.25%	-1.36%	-1.03%
10 人件費	0.09%	-0.44%	-0.93%	-1.33%
11 人件費	0.08%	-0.42%	-0.88%	-1.38%
12 人件費	0.16%	1.33%	1.23%	1.58%

※赤枠部分は 5%水準で非有意。

《分析グループ 4(サブサンプル No.13,14)》

分析グループ 4 では、期間 3 の借入有無のみに注目している。計算結果は【図表 43】のとおり。この結果から示される点は以下のとおり。

- ① 期間 3 にコロナ融資を借りていない企業(SS13)の業績は、全体(SS0)と概ね同じ結果。
- ② 一方、期間 3 にコロナ融資を受けている企業 (SS14)は、SS8,9 や SS12 と同様、事後パフォーマンスは悪く、概ね SS8,9 と SS12 の間の値を取っている。

【図表 43:グループ4の ATT 結果一覧】

サブサンプル	プラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
13 売上高営業収益	0.10%	-5.74%	-3.91%	-2.08%
14 売上高営業収益	0.22%	-7.74%	-7.06%	-3.70%
13 営業利益	0.13%	-210.03%	-148.47%	-107.42%
14 営業利益	-3.44%	-324.77%	-311.40%	-216.99%
13 一人当たりの付加価値額	-0.74%	-18.82%	-12.69%	-6.55%
14 一人当たりの付加価値額	-0.36%	-30.53%	-24.50%	-12.82%
13 経費率	0.00%	3.02%	1.69%	0.95%
14 経費率	0.06%	5.75%	4.48%	2.59%
13 総資産対現預金比率	0.04%	4.80%	2.97%	1.74%
14 総資産対現預金比率	-0.01%	1.78%	0.09%	-0.82%
13 借入金依存度	-0.09%	8.61%	8.42%	7.90%
14 借入金依存度	-0.21%	10.68%	14.35%	15.56%
13 CRD評点	0.05	-2.31	-1.82	-1.69
14 CRD評点	-0.01	-3.01	-3.41	-3.48
13 デフォルトフラグ		-0.46%	-0.30%	-0.03%
14 デフォルトフラグ		-1.12%	-0.51%	0.37%
13 期末従業員数	0.04%	0.64%	0.01%	0.03%
14 期末従業員数	-0.08%	-0.22%	-0.14%	0.08%
13 人件費	0.08%	-1.11%	-1.30%	-0.82%
14 人件費	0.20%	0.46%	-0.36%	-0.72%

※赤枠部分は 5%水準で非有意。

《分析グループ5(サブサンプル No.15,16,19)》

分析グループ5では、追加借入有無のみに注目している。計算結果は【図表 44】のとおり。この結果から示される点は以下のとおり。

- ① コロナ融資の追加借入のない企業(SS15)の業績は、期間1にのみコロナ融資を受けている企業(SS1)とほぼ同じ結果。
- ② 一方、追加借入のある企業(SS16,19)の事後的なパフォーマンスは、ない企業(SS15)と比較して、PL系指標の2021年度の業績は相対的に悪いが、2023年度はあまり変わらない水準となっている。ただし、借入依存の状態が見られ、信用力は相対的に低い。

【図表 44:グループ5の ATT 結果一覧】

サブサンプル	ブラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
15 売上高営業収益	0.00%	-4.79%	-3.83%	-2.46%
16 売上高営業収益	0.28%	-7.53%	-4.87%	-2.05%
19 売上高営業収益	0.28%	-7.46%	-4.54%	-1.73%
15 営業利益	-0.92%	-161.94%	-120.16%	-85.17%
16 営業利益	-0.62%	-305.50%	-228.23%	-161.13%
19 営業利益	1.30%	-313.17%	-222.07%	-153.93%
15 一人当たりの付加価値額	-0.83%	-11.70%	-8.66%	-4.40%
16 一人当たりの付加価値額	-0.41%	-30.18%	-19.90%	-10.51%
19 一人当たりの付加価値額	-0.33%	-25.21%	-16.03%	-8.20%
15 経費率	0.01%	2.31%	1.37%	0.78%
16 経費率	0.02%	4.78%	2.81%	1.60%
19 経費率	0.02%	4.14%	2.39%	1.35%
15 総資産対現預金比率	0.03%	4.27%	2.77%	1.67%
16 総資産対現預金比率	0.02%	4.66%	2.47%	1.18%
19 総資産対現預金比率	-0.01%	5.26%	2.79%	1.31%
15 借入金依存度	-0.04%	7.12%	7.01%	6.44%
16 借入金依存度	-0.18%	10.98%	11.57%	11.23%
19 借入金依存度	-0.01%	10.88%	11.04%	10.32%
15 CRD評点	0.03	-1.53	-1.17	-1.07
16 CRD評点	0.06	-3.48	-2.98	-2.83
19 CRD評点	0.06	-3.57	-2.91	-2.65
15 デフォルトフラグ		-0.39%	-0.30%	-0.06%
16 デフォルトフラグ		-0.74%	-0.36%	0.13%
19 デフォルトフラグ		-0.70%	-0.33%	0.08%
15 期末従業員数	0.00%	0.56%	-0.26%	-0.16%
16 期末従業員数	0.00%	0.52%	0.36%	0.22%
19 期末従業員数	-0.08%	0.61%	0.21%	0.08%
15 人件費	-0.01%	-1.21%	-1.47%	-1.32%
16 人件費	0.31%	-0.58%	-0.82%	-0.15%
19 人件費	0.30%	-0.25%	-0.52%	0.21%

※赤枠部分は5%水準で非有意。

《分析グループ6(サブサンプル No.17,18,20)》

分析グループ6では、借換有無のみに注目している。計算結果は【図表 45】のとおりであるが、結果的に分析グループ5(追加借入)において言及できる内容とほぼ同じとなった。

【図表 45:グループ6の ATT 結果一覧】

サブサンプル	プラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
17 売上高営業収益	0.08%	-5.13%	-3.70%	-2.01%
18 売上高営業収益	0.27%	-11.39%	-7.74%	-3.93%
20 売上高営業収益	0.19%	-11.36%	-7.39%	-3.97%
17 営業利益	-0.06%	-201.05%	-147.39%	-106.89%
18 営業利益	-2.27%	-361.68%	-283.48%	-192.86%
20 営業利益	-0.92%	-356.00%	-264.71%	-182.75%
17 一人当たりの付加価値額	-0.72%	-15.94%	-11.42%	-5.84%
18 一人当たりの付加価値額	-0.57%	-42.61%	-27.99%	-14.36%
20 一人当たりの付加価値額	-0.41%	-38.00%	-25.45%	-13.47%
17 経費率	0.00%	2.76%	1.64%	0.95%
18 経費率	0.02%	7.04%	4.21%	2.28%
20 経費率	-0.01%	6.24%	3.53%	2.00%
17 総資産対現預金比率	0.04%	4.36%	2.65%	1.46%
18 総資産対現預金比率	-0.01%	4.87%	2.53%	1.39%
20 総資産対現預金比率	-0.02%	5.97%	3.60%	2.31%
17 借入金依存度	-0.08%	8.16%	8.15%	7.60%
18 借入金依存度	-0.21%	13.38%	15.03%	15.65%
20 借入金依存度	-0.09%	12.68%	13.64%	13.80%
17 CRD評点	0.05	-2.13	-1.71	-1.60
18 CRD評点	0.04	-3.98	-3.60	-3.44
20 CRD評点	0.05	-4.06	-3.39	-3.05
17 デフォルトフラグ		-0.48%	-0.33%	-0.05%
18 デフォルトフラグ		-0.80%	-0.25%	0.43%
20 デフォルトフラグ		-0.69%	-0.31%	0.13%
17 期末従業員数	0.02%	0.61%	0.04%	0.09%
18 期末従業員数	0.04%	-0.13%	-0.45%	-0.56%
20 期末従業員数	-0.04%	0.13%	-0.32%	-0.42%
17 人件費	0.07%	-0.85%	-1.06%	-0.69%
18 人件費	0.28%	-1.72%	-2.29%	-1.61%
20 人件費	0.22%	-1.92%	-2.37%	-1.42%

※赤枠部分は5%水準で非有意。

《分析グループ7(サブサンプル No.21-1~9)》

分析グループ7では、期間1の政府系金融機関からの借入に関し、融資金額、融資期間、据置期間に注目している。なお、分析グループ7~10では、政府系金融機関と民間金融機関を分けて分析している。これは、第2章で見たように、融資金額や融資期間が政府系金融機関と民間金融機関で異なる傾向が見られたからである。計算結果は【図表46】のとおり。この結果から示される点は以下のとおり。

- ① グループ7では、コロナ融資期間の短い(5年以下)企業に特徴が表れている。売上高を除けば、各アウトカム指標で2021年度から2023年度にかけて、他の融資期間より事後的なパフォーマンスは良く、一人当たり付加価値額については2023年度にATTが有意にプラスに転じている。また、デフォルト抑制効果は2023年度にも残っている。
- ② 据置期間の短い企業についても1.と同様のことが言える(ただし一人当たり付加価値額のATTはマイナス)。

上記の結果は、コロナ禍の影響が少なく済みそうな企業が融資期間や据置期間を短くし、事後的なパフォーマンスも良くなったものと考えられる。

【図表 46:グループ7の ATT 結果一覧】

(次ページに続き、上から順に融資金額、融資期間、据置期間の表)

サブサンプル	▼ プラセボ ▼	▼ 2021年度 ▼	▼ 2022年度 ▼	▼ 2023年度 ▼
21_融資金額大_売上高営業収益	-0.06%	-10.22%	-6.49%	-3.44%
21_融資金額中_売上高営業収益	0.24%	-6.77%	-3.88%	-1.87%
21_融資金額小_売上高営業収益	0.05%	-7.22%	-3.78%	-1.86%
21_融資金額大_営業利益	-0.02%	-232.89%	-151.47%	-125.73%
21_融資金額中_営業利益	-1.56%	-300.85%	-234.30%	-177.56%
21_融資金額小_営業利益	-1.39%	-255.84%	-217.63%	-131.24%
21_融資金額大_一人当たりの付加価値額	-1.36%	-19.43%	-8.70%	-4.74%
21_融資金額中_一人当たりの付加価値額	0.31%	-16.06%	-8.48%	0.22%
21_融資金額小_一人当たりの付加価値額	-0.10%	-24.40%	-7.66%	-5.62%
21_融資金額大_経費率	0.07%	4.24%	1.76%	0.96%
21_融資金額中_経費率	-0.05%	5.58%	3.33%	2.06%
21_融資金額小_経費率	0.02%	6.33%	4.31%	2.17%
21_融資金額大_総資産対現預金比率	-0.08%	2.98%	1.61%	0.65%
21_融資金額中_総資産対現預金比率	-0.04%	2.03%	0.27%	-0.55%
21_融資金額小_総資産対現預金比率	-0.12%	1.38%	-0.01%	-0.82%
21_融資金額大_借入金依存度	0.16%	9.71%	9.21%	8.91%
21_融資金額中_借入金依存度	0.14%	11.60%	12.76%	14.82%
21_融資金額小_借入金依存度	0.21%	12.21%	14.09%	15.45%
21_融資金額大_CRD評点	-0.06	-3.14	-2.24	-2.31
21_融資金額中_CRD評点	-0.06	-2.47	-2.40	-2.47
21_融資金額小_CRD評点	0.03	-1.90	-1.81	-2.31
21_融資金額大_デフォルトフラグ		-0.20%	0.23%	0.45%
21_融資金額中_デフォルトフラグ		-0.51%	0.23%	0.93%
21_融資金額小_デフォルトフラグ		-0.54%	0.53%	1.33%
21_融資金額大_期末従業員数	-0.10%	-0.95%	-1.97%	-1.16%
21_融資金額中_期末従業員数	-0.33%	-2.40%	-2.91%	-2.62%
21_融資金額小_期末従業員数	-0.33%	-3.66%	-3.59%	-2.25%
21_融資金額大_人件費	0.24%	-3.70%	-3.75%	-2.91%
21_融資金額中_人件費	0.12%	-0.18%	-0.59%	-0.96%
21_融資金額小_人件費	-0.12%	-0.06%	-0.59%	-2.06%

※赤枠部分は5%水準で非有意。

サブサンプル	▼	ブラセボ	▼	2021年度	▼	2022年度	▼	2023年度	▼
21 融資期間長 売上高営業収益		0.06%		-11.08%		-6.20%		-2.69%	
21 融資期間中 売上高営業収益		0.20%		-6.14%		-3.92%		-1.78%	
21 融資期間短 売上高営業収益		-0.09%		-6.55%		-3.79%		-2.23%	
21 融資期間長 営業利益		-1.25%		-275.88%		-196.29%		-145.08%	
21 融資期間中 営業利益		0.88%		-257.80%		-202.92%		-124.33%	
21 融資期間短 営業利益		-1.14%		-93.77%		-53.07%		-62.67%	
21 融資期間長 一人当たりの付加価値額		0.03%		-27.02%		-14.60%		-6.14%	
21 融資期間中 一人当たりの付加価値額		-0.45%		-20.83%		-10.67%		-8.92%	
21 融資期間短 一人当たりの付加価値額		-0.75%		-13.01%		-2.25%		4.64%	
21 融資期間長 経費率		0.04%		6.56%		3.23%		1.65%	
21 融資期間中 経費率		0.00%		4.96%		3.07%		1.65%	
21 融資期間短 経費率		0.10%		2.67%		1.13%		0.91%	
21 融資期間長 総資産対現預金比率		-0.03%		2.76%		1.19%		0.31%	
21 融資期間中 総資産対現預金比率		-0.07%		2.03%		0.37%		-0.60%	
21 融資期間短 総資産対現預金比率		-0.09%		1.30%		0.44%		-0.11%	
21 融資期間長 借入金依存度		0.13%		12.57%		13.13%		13.34%	
21 融資期間中 借入金依存度		0.30%		10.95%		11.96%		13.07%	
21 融資期間短 借入金依存度		-0.13%		5.42%		4.52%		4.22%	
21 融資期間長 CRD評点		-0.03		-3.64		-2.96		-3.06	
21 融資期間中 CRD評点		-0.02		-2.21		-2.13		-2.39	
21 融資期間短 CRD評点		-0.05		-1.30		-0.80		-0.90	
21 融資期間長 デフォルトフラグ				-0.34%		0.36%		1.04%	
21 融資期間中 デフォルトフラグ				-0.58%		0.21%		0.80%	
21 融資期間短 デフォルトフラグ				-0.37%		-0.14%		-0.08%	
21 融資期間長 期末従業員数		-0.31%		-1.15%		-1.72%		-0.98%	
21 融資期間中 期末従業員数		-0.18%		-1.29%		-1.71%		-0.55%	
21 融資期間短 期末従業員数		-0.19%		-0.19%		-0.10%		0.21%	
サブサンプル	▼	ブラセボ	▼	2021年度	▼	2022年度	▼	2023年度	▼
21 据置期間長 売上高営業収益		0.00%		-11.76%		-6.74%		-3.35%	
21 据置期間中 売上高営業収益		0.28%		-8.67%		-5.37%		-2.05%	
21 据置期間短 売上高営業収益		0.00%		-3.82%		-1.96%		-1.04%	
21 据置期間長 営業利益		-2.85%		-256.32%		-169.14%		-119.91%	
21 据置期間中 営業利益		2.94%		-288.09%		-218.04%		-157.48%	
21 据置期間短 営業利益		-1.37%		-146.51%		-117.36%		-74.61%	
21 据置期間長 一人当たりの付加価値額		0.26%		-27.55%		-13.17%		-2.34%	
21 据置期間中 一人当たりの付加価値額		-0.35%		-26.85%		-14.17%		-12.36%	
21 据置期間短 一人当たりの付加価値額		-0.56%		-10.88%		-5.74%		-2.91%	
21 据置期間長 経費率		0.06%		6.20%		2.80%		1.37%	
21 据置期間中 経費率		-0.01%		6.53%		3.42%		1.80%	
21 据置期間短 経費率		0.07%		2.70%		2.04%		1.35%	
21 据置期間長 総資産対現預金比率		-0.06%		3.28%		1.77%		0.89%	
21 据置期間中 総資産対現預金比率		0.00%		1.70%		0.14%		-0.84%	
21 据置期間短 総資産対現預金比率		-0.09%		1.42%		0.12%		-0.53%	
21 据置期間長 借入金依存度		0.21%		12.17%		12.75%		12.90%	
21 据置期間中 借入金依存度		0.17%		12.30%		12.57%		13.82%	
21 据置期間短 借入金依存度		0.00%		6.69%		7.46%		7.72%	
21 据置期間長 CRD評点		-0.03		-3.58		-2.92		-2.76	
21 据置期間中 CRD評点		0.00		-2.84		-2.55		-3.09	
21 据置期間短 CRD評点		-0.07		-1.22		-1.08		-1.24	
21 据置期間長 デフォルトフラグ				-0.45%		0.18%		0.89%	
21 据置期間中 デフォルトフラグ				-0.37%		0.63%		1.15%	
21 据置期間短 デフォルトフラグ				-0.51%		-0.22%		0.15%	
21 据置期間長 期末従業員数		-0.12%		-1.08%		-1.70%		-1.09%	
21 据置期間中 期末従業員数		-0.20%		-1.60%		-1.62%		-1.40%	
21 据置期間短 期末従業員数		-0.47%		0.11%		-0.31%		1.20%	

※赤枠部分は5%水準で非有意。

《分析グループ8(サブサンプル No.22-1~9)》

分析グループ8では、期間1の民間金融機関からの借入に関し、融資金額、融資期間、据置期間に注目している。計算結果は【図表 47】のとおり。この結果から示される点は以下のとおり。

- グループ8では、コロナ融資金額の小さい企業群、コロナ融資期間の短い企業群、据置期間の短い企業群に同様の特徴が表れている。すなわち、売上高を除き、各アウトカム指標で2021年度から2023年度にかけて、上記企業群の事後的なパフォーマンスは相対的に良い。特に融資金額の小さい企業群は、2023年度の一人当たり付加価値額のATTが有意にプラスになっている。また、融資期間の短い企業群は信用力(CRDモデル評点)のATTが2022年度以降プラスとなっている。更に、融資期間中・短と据置期間短の企業群は、2023年度においてもデフォルト抑制効果が有意に見られる。

上記の結果も、コロナ禍の影響が少なく済みそうな企業が融資金額を少なくしたり、融資期間や据置期間を短くしたりし、事後的なパフォーマンスも良くなったものと考えられる。

【図表 47:グループ8の ATT 結果一覧】

(次ページに続き、上から順に融資金額、融資期間、据置期間の表)

サブサンプル	ブラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
22_融資金額大_売上高営業収益	0.15%	-6.24%	-4.90%	-3.25%
22_融資金額中_売上高営業収益	0.12%	-5.95%	-4.51%	-2.91%
22_融資金額小_売上高営業収益	0.18%	-6.86%	-5.79%	-4.68%
22_融資金額大_営業利益	2.43%	-249.59%	-186.45%	-139.70%
22_融資金額中_営業利益	-0.58%	-236.09%	-179.93%	-134.36%
22_融資金額小_営業利益	-3.54%	-198.48%	-159.21%	-108.64%
22_融資金額大_一人当たりの付加価値額	0.24%	-22.15%	-16.48%	-11.20%
22_融資金額中_一人当たりの付加価値額	-0.82%	-10.51%	-5.80%	-3.07%
22_融資金額小_一人当たりの付加価値額	-1.69%	-1.49%	0.56%	2.91%
22_融資金額大_経費率	-0.01%	2.94%	1.81%	1.17%
22_融資金額中_経費率	-0.01%	3.19%	1.89%	1.12%
22_融資金額小_経費率	0.11%	2.80%	1.83%	1.05%
22_融資金額大_総資産対現預金比率	-0.08%	5.40%	3.49%	1.96%
22_融資金額中_総資産対現預金比率	0.03%	5.12%	3.18%	1.81%
22_融資金額小_総資産対現預金比率	0.13%	2.61%	1.48%	0.72%
22_融資金額大_借入金依存度	0.11%	9.67%	9.44%	8.91%
22_融資金額中_借入金依存度	-0.16%	9.06%	9.57%	9.52%
22_融資金額小_借入金依存度	-0.77%	5.33%	6.25%	6.62%
22_融資金額大_CRD評点	0.07	-2.88	-2.15	-1.91
22_融資金額中_CRD評点	0.05	-1.90	-1.59	-1.45
22_融資金額小_CRD評点	0.06	-0.88	-0.75	-0.71
22_融資金額大_デフォルトフラグ		-0.35%	-0.21%	0.08%
22_融資金額中_デフォルトフラグ		-0.48%	-0.25%	0.05%
22_融資金額小_デフォルトフラグ		-0.48%	-0.25%	-0.06%
22_融資金額大_期末従業員数	-0.41%	0.35%	0.01%	0.00%
22_融資金額中_期末従業員数	0.03%	-0.80%	-1.92%	-2.28%
22_融資金額小_期末従業員数	0.22%	-1.10%	-2.94%	-3.27%
22_融資金額大_人件費	-0.01%	-1.03%	-1.26%	-0.61%
22_融資金額中_人件費	0.13%	-0.90%	-1.25%	-1.16%
22_融資金額小_人件費	0.29%	-1.51%	-2.57%	-3.40%

※赤枠部分は5%水準で非有意。

サブサンプル	プラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
22 融資期間長 売上高営業収益	0.18%	-5.62%	-3.73%	-1.78%
22 融資期間中 売上高営業収益	-0.07%	-5.65%	-4.63%	-3.11%
22 融資期間短 売上高営業収益	-0.15%	-5.70%	-5.59%	-4.32%
22 融資期間長 営業利益	-0.40%	-240.16%	-180.50%	-132.89%
22 融資期間中 営業利益	0.90%	-191.16%	-134.11%	-92.92%
22 融資期間短 営業利益	-1.39%	-111.51%	-77.60%	-52.90%
22 融資期間長 一人当たりの付加価値額	-0.51%	-20.81%	-13.93%	-7.04%
22 融資期間中 一人当たりの付加価値額	-0.88%	-8.99%	-7.05%	-4.83%
22 融資期間短 一人当たりの付加価値額	-0.77%	-6.34%	-5.85%	-2.37%
22 融資期間長 経費率	0.01%	3.33%	1.99%	1.22%
22 融資期間中 経費率	0.03%	2.38%	1.28%	0.64%
22 融資期間短 経費率	0.02%	1.33%	0.78%	0.35%
22 融資期間長 総資産対現預金比率	0.05%	5.41%	3.43%	2.00%
22 融資期間中 総資産対現預金比率	-0.01%	3.61%	2.16%	1.11%
22 融資期間短 総資産対現預金比率	-0.01%	2.49%	1.36%	0.54%
22 融資期間長 借入金依存度	-0.15%	9.81%	10.13%	9.61%
22 融資期間中 借入金依存度	-0.13%	6.99%	6.53%	5.82%
22 融資期間短 借入金依存度	-0.10%	3.62%	2.05%	0.72%
22 融資期間長 CRD評点	0.05	-2.72	-2.32	-2.18
22 融資期間中 CRD評点	0.07	-1.55	-1.03	-0.87
22 融資期間短 CRD評点	0.00	-0.51	0.10	0.30
22 融資期間長 デフォルトフラグ		-0.57%	-0.38%	-0.01%
22 融資期間中 デフォルトフラグ		-0.49%	-0.36%	-0.24%
22 融資期間短 デフォルトフラグ		-0.31%	-0.29%	-0.26%
22 融資期間長 期末従業員数	0.01%	0.94%	0.37%	0.44%
22 融資期間中 期末従業員数	-0.11%	-0.09%	-0.74%	-1.24%
22 融資期間短 期末従業員数	0.04%	-0.09%	-1.26%	-1.79%
22 融資期間長 人件費	0.19%	-0.69%	-0.82%	-0.22%
22 融資期間中 人件費	0.00%	-0.75%	-1.41%	-1.45%
22 融資期間短 人件費	-0.07%	-1.75%	-2.45%	-2.08%

サブサンプル	プラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
22 据置期間長 売上高営業収益	0.10%	-7.68%	-5.79%	-3.63%
22 据置期間中 売上高営業収益	-0.02%	-7.32%	-4.95%	-3.15%
22 据置期間短 売上高営業収益	0.04%	-3.19%	-2.46%	-1.02%
22 据置期間長 営業利益	-0.99%	-236.17%	-175.10%	-124.72%
22 据置期間中 営業利益	0.29%	-261.19%	-188.17%	-146.08%
22 据置期間短 営業利益	0.87%	-172.27%	-126.99%	-89.99%
22 据置期間長 一人当たりの付加価値額	-0.54%	-23.90%	-17.19%	-9.43%
22 据置期間中 一人当たりの付加価値額	-0.38%	-19.57%	-8.66%	-2.95%
22 据置期間短 一人当たりの付加価値額	-0.68%	-7.70%	-6.75%	-3.60%
22 据置期間長 経費率	0.02%	3.66%	2.13%	1.25%
22 据置期間中 経費率	0.02%	4.17%	2.36%	1.38%
22 据置期間短 経費率	-0.01%	1.76%	1.04%	0.65%
22 据置期間長 総資産対現預金比率	0.03%	5.95%	4.32%	2.73%
22 据置期間中 総資産対現預金比率	0.05%	4.23%	2.04%	0.86%
22 据置期間短 総資産対現預金比率	-0.01%	3.41%	1.69%	0.75%
22 据置期間長 借入金依存度	-0.05%	9.88%	10.31%	9.77%
22 据置期間中 借入金依存度	-0.03%	9.90%	10.65%	10.50%
22 据置期間短 借入金依存度	-0.05%	6.52%	5.90%	5.28%
22 据置期間長 CRD評点	0.05	-2.80	-2.34	-2.13
22 据置期間中 CRD評点	0.04	-2.42	-2.03	-1.94
22 据置期間短 CRD評点	0.03	-1.36	-0.94	-0.87
22 据置期間長 デフォルトフラグ		-0.49%	-0.31%	0.03%
22 据置期間中 デフォルトフラグ		-0.42%	-0.18%	0.25%
22 据置期間短 デフォルトフラグ		-0.48%	-0.38%	-0.21%
22 据置期間長 期末従業員数	-0.09%	0.77%	0.08%	0.06%
22 据置期間中 期末従業員数	-0.17%	0.43%	-0.13%	-0.34%
22 据置期間短 期末従業員数	0.10%	0.25%	-0.43%	-0.73%
22 据置期間長 人件費	0.13%	-1.96%	-2.22%	-1.84%
22 据置期間中 人件費	0.18%	-1.29%	-1.74%	-1.47%
22 据置期間短 人件費	0.03%	0.20%	-0.01%	0.65%

※赤枠部分は5%水準で非有意。

《分析グループ9(サブサンプル No.23-1~9)》

分析グループ9では、期間2の政府系金融機関からの借入に関し、融資金額、融資期間、据置期間に注目している。計算結果は【図表 48】のとおり。この結果から示される点は以下のとおり。

- ① グループ9でも、融資期間及び据置期間に関して、グループ7と概ね同様の傾向が見られる。
- ② 一方、コロナ融資金額に関し、融資金額の小さい企業の方がPL系指標は相対的に良好傾向が見られるが、現預金比率はATTの相対的な減少幅が大きく、2022年度以降の相対的なデフォルト発生が多い。

グループ7とグループ9の事前属性にそれほど大きな違いは見られない(売上規模小、借入金依存度低)が、デフォルト発生状況には比較的大きな違いが出ている。期間2で借りた企業は、コロナが長引いた影響をより受けた企業が多かったものと考えられる。

【図表 48:グループ9の ATT 結果一覧】

(上から順に融資金額、融資期間、据置期間の表)

サブサンプル	ブラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
23 融資金額大 売上高営業収益	0.05%	-13.81%	-8.36%	-3.79%
23 融資金額中 売上高営業収益	0.26%	-11.23%	-6.94%	-5.33%
23 融資金額小 売上高営業収益	-0.18%	-14.05%	-10.01%	-5.47%
23 融資金額大 営業利益	-1.79%	-325.37%	-230.41%	-176.61%
23 融資金額中 営業利益	-6.47%	-381.35%	-267.92%	-153.57%
23 融資金額小 営業利益	-0.08%	-330.77%	-223.48%	-106.56%
23 融資金額大 一人当たりの付加価値額	-2.01%	-33.80%	-16.85%	-11.86%
23 融資金額中 一人当たりの付加価値額	0.71%	-44.87%	-17.52%	-11.63%
23 融資金額小 一人当たりの付加価値額	-1.16%	-41.12%	-8.42%	9.23%
23 融資金額大 経費率	0.13%	6.61%	3.48%	2.22%
23 融資金額中 経費率	-0.04%	8.44%	4.60%	2.50%
23 融資金額小 経費率	-0.13%	9.59%	5.26%	1.82%
23 融資金額大 総資産対現預金比率	-0.07%	2.21%	0.73%	0.06%
23 融資金額中 総資産対現預金比率	0.08%	2.20%	0.49%	-0.18%
23 融資金額小 総資産対現預金比率	0.08%	1.56%	-0.60%	-1.35%
23 融資金額大 借入金依存度	-0.02%	12.10%	12.15%	12.00%
23 融資金額中 借入金依存度	0.26%	14.86%	16.71%	18.51%
23 融資金額小 借入金依存度	-0.12%	16.21%	19.61%	18.21%
23 融資金額大 CRD評点	-0.04	-4.17	-3.38	-3.44
23 融資金額中 CRD評点	-0.07	-3.46	-2.81	-2.52
23 融資金額小 CRD評点	0.09	-2.93	-2.82	-2.61
23 融資金額大 デフォルトフラグ		-0.18%	0.38%	1.00%
23 融資金額中 デフォルトフラグ		-0.44%	0.75%	1.36%
23 融資金額小 デフォルトフラグ		-0.54%	1.38%	2.23%
23 融資金額大 期末従業員数	0.06%	-0.46%	0.00%	-0.99%
23 融資金額中 期末従業員数	-0.57%	-1.70%	-3.10%	-4.15%
23 融資金額小 期末従業員数	-0.40%	-2.91%	-4.46%	-5.21%
23 融資金額大 人件費	0.38%	-5.02%	-4.76%	-3.42%
23 融資金額中 人件費	0.39%	-0.77%	-1.58%	-3.30%
23 融資金額小 人件費	-0.07%	-2.92%	-4.94%	-4.12%

※赤枠部分は5%水準で非有意。

サブサンプル	プラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
23 融資期間長 売上高営業収益	0.21%	-18.38%	-11.75%	-7.67%
23 融資期間中 売上高営業収益	0.02%	-9.04%	-5.42%	-1.96%
23 融資期間短 売上高営業収益	0.22%	-7.68%	-5.47%	-4.73%
23 融資期間長 営業利益	0.86%	-399.49%	-284.74%	-181.45%
23 融資期間中 営業利益	-4.75%	-326.21%	-225.24%	-119.66%
23 融資期間短 営業利益	-1.97%	-158.11%	-50.99%	-13.05%
23 融資期間長 一人当たりの付加価値額	-1.15%	-60.49%	-30.74%	-22.35%
23 融資期間中 一人当たりの付加価値額	-0.12%	-38.32%	-8.75%	3.68%
23 融資期間短 一人当たりの付加価値額	-1.30%	-7.60%	-3.70%	-6.77%
23 融資期間長 経費率	-0.05%	11.12%	6.23%	3.10%
23 融資期間中 経費率	0.00%	7.32%	4.00%	1.90%
23 融資期間短 経費率	0.11%	3.04%	0.77%	0.49%
23 融資期間長 総資産対現預金比率	-0.02%	2.27%	0.57%	-0.31%
23 融資期間中 総資産対現預金比率	0.06%	2.09%	0.20%	-0.50%
23 融資期間短 総資産対現預金比率	0.15%	0.43%	-0.76%	-0.61%
23 融資期間長 借入金依存度	0.08%	16.25%	18.23%	20.22%
23 融資期間中 借入金依存度	0.18%	14.42%	16.23%	15.78%
23 融資期間短 借入金依存度	-0.29%	6.32%	5.62%	2.75%
23 融資期間長 CRD評点	-0.03	-4.71	-3.91	-3.95
23 融資期間中 CRD評点	0.03	-3.01	-2.77	-2.48
23 融資期間短 CRD評点	-0.17	-1.46	-0.84	-0.56
23 融資期間長 デフォルトフラグ		-0.48%	1.04%	2.00%
23 融資期間中 デフォルトフラグ		-0.43%	0.84%	1.26%
23 融資期間短 デフォルトフラグ		-0.42%	-0.22%	0.64%
23 融資期間長 期末従業員数	-0.45%	-1.56%	-2.24%	-3.16%
23 融資期間中 期末従業員数	-0.29%	-0.49%	-1.16%	-2.44%
23 融資期間短 期末従業員数	-0.27%	0.51%	-0.83%	0.74%
23 融資期間長 人件費	0.22%	-4.26%	-5.16%	-4.26%
23 融資期間中 人件費	0.38%	-1.18%	-1.92%	-2.54%
23 融資期間短 人件費	0.25%	-2.20%	-2.59%	-2.68%

サブサンプル	プラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
23 据置期間長 売上高営業収益	-0.03%	-19.56%	-12.82%	-7.92%
23 据置期間中 売上高営業収益	0.41%	-13.08%	-7.18%	-3.83%
23 据置期間短 売上高営業収益	0.02%	-4.04%	-2.61%	-1.06%
23 据置期間長 営業利益	-4.02%	-385.09%	-288.10%	-172.62%
23 据置期間中 営業利益	2.36%	-394.39%	-278.19%	-138.30%
23 据置期間短 営業利益	-4.97%	-230.17%	-116.13%	-66.10%
23 据置期間長 一人当たりの付加価値額	-1.27%	-62.94%	-26.36%	-13.48%
23 据置期間中 一人当たりの付加価値額	-0.05%	-54.64%	-26.03%	-14.86%
23 据置期間短 一人当たりの付加価値額	-0.28%	-11.83%	-0.45%	2.06%
23 据置期間長 経費率	-0.07%	11.63%	6.36%	3.11%
23 据置期間中 経費率	0.07%	9.79%	5.69%	2.87%
23 据置期間短 経費率	0.02%	3.48%	1.46%	0.68%
23 据置期間長 総資産対現預金比率	0.01%	2.79%	1.19%	-0.09%
23 据置期間中 総資産対現預金比率	0.09%	1.35%	-0.54%	-1.27%
23 据置期間短 総資産対現預金比率	0.03%	1.38%	-0.41%	-0.27%
23 据置期間長 借入金依存度	0.16%	17.23%	19.19%	20.51%
23 据置期間中 借入金依存度	-0.07%	17.21%	19.90%	18.70%
23 据置期間短 借入金依存度	0.19%	8.44%	8.96%	8.79%
23 据置期間長 CRD評点	-0.01	-4.73	-3.97	-3.94
23 据置期間中 CRD評点	0.00	-4.03	-3.57	-3.33
23 据置期間短 CRD評点	-0.05	-1.63	-1.40	-1.14
23 据置期間長 デフォルトフラグ		-0.46%	1.07%	1.75%
23 据置期間中 デフォルトフラグ		-0.40%	1.82%	2.89%
23 据置期間短 デフォルトフラグ		-0.44%	-0.27%	0.14%
23 据置期間長 期末従業員数	-0.62%	-0.37%	-2.59%	-2.70%
23 据置期間中 期末従業員数	-0.13%	-1.76%	-0.82%	-2.48%
23 据置期間短 期末従業員数	-0.20%	-0.40%	-0.49%	-1.35%
23 据置期間長 人件費	0.08%	-5.79%	-5.81%	-5.98%
23 据置期間中 人件費	0.41%	-2.00%	-2.75%	-1.90%
23 据置期間短 人件費	0.44%	1.25%	-0.41%	-0.82%

※赤枠部分は5%水準で非有意。

《分析グループ 10(サブサンプル No.24-1~9)》

分析グループ 10 では、期間 2 の民間金融機関からの借入に関し、融資金額、融資期間、据置期間に注目している。計算結果は【図表 49】のとおり。この結果から示される点は以下のとおり。

- グループ 10 については、期間 1 の民間金融機関の結果(グループ 8)に類似しており、コロナ融資金額の小さい企業群、コロナ融資期間の短い企業群、据置期間の短い企業群の事後的なパフォーマンスは相対的に良い。ただし、その相対的な良さはグループ 8 に比べて小さく、一人当たり付加価値額や CRD モデル評点の ATT がプラスとなっているサブサンプルは存在しない。

グループ 8 とグループ 10 の事前属性に大きな違いは存在しないが、事後的なパフォーマンスが異なるという点に関しては、状況が相対的に好転しない企業が期間 2 にも借入を行ったものと考えられる。

【図表 49:グループ 10 の ATT 結果一覧】

(次ページに続き、上から順に融資金額、融資期間、据置期間の表)

サブサンプル	ブラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
24 融資金額大 売上高営業収益	0.25%	-8.52%	-5.89%	-2.99%
24 融資金額中 売上高営業収益	0.18%	-7.30%	-4.47%	-1.92%
24 融資金額小 売上高営業収益	0.02%	-9.78%	-6.78%	-4.64%
24 融資金額大 営業利益	-0.61%	-310.35%	-240.58%	-165.92%
24 融資金額中 営業利益	0.66%	-300.31%	-212.26%	-148.92%
24 融資金額小 営業利益	-1.70%	-286.45%	-218.44%	-150.26%
24 融資金額大 一人当たりの付加価値額	-0.48%	-27.46%	-21.09%	-11.97%
24 融資金額中 一人当たりの付加価値額	-0.35%	-23.78%	-15.60%	-7.61%
24 融資金額小 一人当たりの付加価値額	-0.66%	-18.15%	-9.37%	-2.24%
24 融資金額大 経費率	0.00%	4.23%	2.53%	1.52%
24 融資金額中 経費率	0.00%	4.05%	2.35%	1.34%
24 融資金額小 経費率	0.00%	6.02%	3.53%	1.84%
24 融資金額大 総資産対現預金比率	-0.05%	6.22%	3.79%	2.35%
24 融資金額中 総資産対現預金比率	0.00%	5.33%	2.88%	1.53%
24 融資金額小 総資産対現預金比率	0.01%	3.47%	1.14%	0.54%
24 融資金額大 借入金依存度	0.11%	11.52%	11.72%	11.30%
24 融資金額中 借入金依存度	0.00%	10.60%	10.93%	10.22%
24 融資金額小 借入金依存度	-0.18%	9.87%	11.64%	12.30%
24 融資金額大 CRD 評点	0.05	-3.74	-3.03	-2.67
24 融資金額中 CRD 評点	0.02	-3.37	-2.75	-2.48
24 融資金額小 CRD 評点	0.02	-1.81	-1.70	-1.67
24 融資金額大 デフォルトフラグ		-0.50%	-0.28%	0.08%
24 融資金額中 デフォルトフラグ		-0.64%	-0.32%	0.06%
24 融資金額小 デフォルトフラグ		-0.63%	-0.10%	0.35%
24 融資金額大 期末従業員数	-0.31%	0.49%	0.27%	0.34%
24 融資金額中 期末従業員数	-0.04%	0.20%	-0.22%	-0.79%
24 融資金額小 期末従業員数	-0.18%	-1.13%	-3.13%	-2.99%
24 融資金額大 人件費	0.12%	-1.31%	-1.54%	-0.67%
24 融資金額中 人件費	0.26%	-0.33%	-0.63%	-0.10%
24 融資金額小 人件費	0.22%	-1.06%	-1.99%	-2.89%

※赤枠部分は 5%水準で非有意。

サブサンプル	▼ プラセボ ▼	▼ 2021年度 ▼	▼ 2022年度 ▼	▼ 2023年度 ▼
24 融資期間長 売上高営業収益	0.33%	-8.08%	-4.83%	-1.85%
24 融資期間中 売上高営業収益	-0.09%	-7.47%	-5.19%	-3.35%
24 融資期間短 売上高営業収益	-0.02%	-6.11%	-5.25%	-3.29%
24 融資期間長 営業利益	-0.69%	-321.04%	-237.66%	-166.72%
24 融資期間中 営業利益	1.80%	-250.08%	-180.59%	-102.18%
24 融資期間短 営業利益	-0.88%	-164.04%	-111.06%	-75.00%
24 融資期間長 一人当たりの付加価値額	-0.60%	-30.55%	-20.88%	-10.44%
24 融資期間中 一人当たりの付加価値額	-0.78%	-13.52%	-10.50%	-4.27%
24 融資期間短 一人当たりの付加価値額	-0.46%	-7.44%	-6.28%	-2.90%
24 融資期間長 経費率	0.01%	4.86%	2.82%	1.61%
24 融資期間中 経費率	0.00%	3.41%	1.96%	0.85%
24 融資期間短 経費率	0.03%	1.87%	1.01%	0.43%
24 融資期間長 総資産対現預金比率	0.02%	5.99%	3.37%	1.95%
24 融資期間中 総資産対現預金比率	-0.05%	4.10%	2.05%	1.06%
24 融資期間短 総資産対現預金比率	-0.04%	3.19%	1.41%	0.74%
24 融資期間長 借入金依存度	-0.08%	11.82%	12.50%	12.08%
24 融資期間中 借入金依存度	-0.23%	8.73%	8.59%	7.76%
24 融資期間短 借入金依存度	-0.14%	5.52%	4.07%	2.41%
24 融資期間長 CRD評点	0.04	-3.83	-3.28	-3.03
24 融資期間中 CRD評点	0.03	-2.49	-1.84	-1.57
24 融資期間短 CRD評点	0.04	-1.38	-0.74	-0.28
24 融資期間長 デフォルトフラグ		-0.73%	-0.36%	0.12%
24 融資期間中 デフォルトフラグ		-0.53%	-0.34%	-0.21%
24 融資期間短 デフォルトフラグ		-0.37%	-0.34%	-0.25%
24 融資期間長 期末従業員数	0.01%	0.79%	0.49%	0.35%
24 融資期間中 期末従業員数	-0.13%	-0.13%	-0.65%	-1.07%
24 融資期間短 期末従業員数	-0.23%	0.37%	-0.68%	-0.86%
24 融資期間長 人件費	0.32%	-0.63%	-0.86%	-0.11%
24 融資期間中 人件費	0.23%	-0.34%	-1.24%	-1.33%
24 融資期間短 人件費	0.06%	-0.79%	-1.10%	-0.93%
サブサンプル	▼ プラセボ ▼	▼ 2021年度 ▼	▼ 2022年度 ▼	▼ 2023年度 ▼
24 据置期間長 売上高営業収益	0.31%	-10.53%	-7.25%	-4.12%
24 据置期間中 売上高営業収益	0.02%	-9.58%	-5.84%	-2.72%
24 据置期間短 売上高営業収益	0.13%	-3.38%	-1.38%	0.61%
24 据置期間長 営業利益	-0.14%	-327.89%	-240.04%	-164.86%
24 据置期間中 営業利益	-0.94%	-338.25%	-242.38%	-173.93%
24 据置期間短 営業利益	-1.29%	-226.96%	-167.29%	-112.18%
24 据置期間長 一人当たりの付加価値額	-0.71%	-34.21%	-24.68%	-14.16%
24 据置期間中 一人当たりの付加価値額	0.29%	-27.83%	-12.93%	-4.47%
24 据置期間短 一人当たりの付加価値額	-0.62%	-11.09%	-7.36%	-1.04%
24 据置期間長 経費率	0.02%	5.34%	3.06%	1.69%
24 据置期間中 経費率	0.03%	6.10%	3.31%	1.88%
24 据置期間短 経費率	-0.01%	2.40%	1.48%	0.77%
24 据置期間長 総資産対現預金比率	0.01%	6.15%	3.97%	2.59%
24 据置期間中 総資産対現預金比率	0.03%	4.35%	1.47%	0.27%
24 据置期間短 総資産対現預金比率	-0.04%	4.45%	1.79%	0.66%
24 据置期間長 借入金依存度	-0.04%	11.94%	12.70%	12.39%
24 据置期間中 借入金依存度	-0.09%	12.73%	13.79%	13.98%
24 据置期間短 借入金依存度	0.00%	8.28%	7.82%	6.96%
24 据置期間長 CRD評点	0.05	-4.00	-3.29	-3.03
24 据置期間中 CRD評点	0.03	-3.57	-3.15	-2.90
24 据置期間短 CRD評点	0.04	-2.17	-1.70	-1.43
24 据置期間長 デフォルトフラグ		-0.63%	-0.32%	0.13%
24 据置期間中 デフォルトフラグ		-0.69%	-0.12%	0.53%
24 据置期間短 デフォルトフラグ		-0.62%	-0.38%	-0.15%
24 据置期間長 期末従業員数	-0.11%	0.40%	-0.18%	-0.21%
24 据置期間中 期末従業員数	-0.07%	-0.09%	-0.21%	-1.06%
24 据置期間短 期末従業員数	-0.02%	0.95%	0.47%	0.16%
24 据置期間長 人件費	0.24%	-1.98%	-2.46%	-1.83%
24 据置期間中 人件費	0.26%	-0.74%	-1.65%	-1.43%
24 据置期間短 人件費	0.28%	1.34%	1.44%	2.05%

※赤枠部分は5%水準で非有意。

《分析グループ 11(サブサンプル No.25-1~7)》

分析グループ 11 では、業種の違いに注目している。全体データを 7 つの主要業種別にサブサンプルを作成し、DID 分析を実施した。計算結果は【図表 50】のとおり。この結果から示される点は以下のとおり。

- ① 後述 3.(3)におけるデフォルト分析で直近でもデフォルト抑制がされていた製造業と小売業に関して、一人当たり付加価値額については他業種より多少良い傾向が見られるが、あくまで ATT はマイナスであり、それほど特徴的な結果は見られない。
- ② その他の業種では、建設業の 2021 年度から 2023 年度の ATT に関し、売上高が他業種対比でマイナス幅が小さく、期末従業員数は比較的大きなプラスとなるなど、比較的事後パフォーマンスが良好である。
- ③ コロナ禍の影響をもっとも受けた対面型サービス業については、売上高等の PL 系指標に関し、2021 年度の ATT が他業種対比で最も低いのが、2023 年度は他業種とあまり変わらなくなっている。

上記の結果から、製造業と小売業でデフォルト抑制効果が強かった要因については、明確にはならなかった。

【図表 50:グループ11のATT結果一覧】

サブサンプル	プラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
0 売上高営業収益	0.13%	-5.93%	-4.22%	-2.28%
業種 建設業 売上高営業収益	0.02%	-3.16%	-1.21%	0.18%
業種 製造業 売上高営業収益	0.04%	-5.95%	-4.47%	-2.76%
業種 卸売業 売上高営業収益	0.01%	-5.56%	-4.07%	-2.73%
業種 小売業 売上高営業収益	0.00%	-4.25%	-3.01%	-1.30%
業種 サ ビス業(対面以外) 売上高営業収益	0.01%	-6.52%	-5.50%	-3.43%
業種 サ ビス業(対面) 売上高営業収益	-0.21%	-12.02%	-7.58%	-2.70%
業種 その他集約 売上高営業収益	0.58%	-6.44%	-5.72%	-4.29%
0 営業利益	-0.53%	-223.60%	-166.16%	-119.40%
業種 建設業 営業利益	2.17%	-198.35%	-149.74%	-93.21%
業種 製造業 営業利益	-11.03%	-239.15%	-166.63%	-122.99%
業種 卸売業 営業利益	-0.41%	-175.05%	-128.20%	-101.12%
業種 小売業 営業利益	-0.26%	-162.46%	-113.16%	-81.93%
業種 サ ビス業(対面以外) 営業利益	-3.33%	-251.65%	-201.64%	-149.12%
業種 サ ビス業(対面) 営業利益	-4.49%	-208.25%	-163.54%	-101.22%
業種 その他集約 営業利益	5.27%	-246.60%	-197.46%	-155.11%
0 一人当たりの付加価値額	-0.70%	-20.34%	-14.38%	-7.83%
業種 建設業 一人当たりの付加価値額	-0.19%	-17.64%	-13.69%	-7.09%
業種 製造業 一人当たりの付加価値額	-1.06%	-13.68%	-9.47%	-4.67%
業種 卸売業 一人当たりの付加価値額	-0.79%	-15.98%	-14.01%	-7.69%
業種 小売業 一人当たりの付加価値額	-1.04%	-12.34%	-6.86%	-1.95%
業種 サービス業(対面以外) 一人当たりの付加価値額	-0.66%	-19.24%	-15.39%	-11.12%
業種 サービス業(対面) 一人当たりの付加価値額	0.45%	-56.05%	-32.88%	-9.68%
業種 その他集約 一人当たりの付加価値額	-1.10%	-13.77%	-8.76%	-9.45%
0 経費率	0.00%	3.33%	1.98%	1.12%
業種 建設業 経費率	-0.06%	2.15%	1.48%	0.82%
業種 製造業 経費率	0.05%	2.93%	1.67%	1.11%
業種 卸売業 経費率	-0.01%	1.27%	0.73%	0.57%
業種 小売業 経費率	-0.01%	1.92%	1.05%	0.67%
業種 サ ビス業(対面以外) 経費率	0.01%	4.48%	3.03%	1.42%
業種 サ ビス業(対面) 経費率	0.06%	10.07%	5.41%	1.76%
業種 その他集約 経費率	-0.16%	3.73%	2.64%	2.05%
0 総資産対現預金比率	0.04%	4.45%	2.65%	1.45%
業種 建設業 総資産対現預金比率	0.06%	4.18%	2.22%	1.14%
業種 製造業 総資産対現預金比率	0.06%	3.70%	2.20%	1.01%
業種 卸売業 総資産対現預金比率	0.02%	3.97%	2.58%	1.35%
業種 小売業 総資産対現預金比率	0.04%	4.73%	3.01%	2.06%
業種 サ ビス業(対面以外) 総資産対現預金比率	0.11%	4.56%	2.53%	1.04%
業種 サ ビス業(対面) 総資産対現預金比率	0.03%	5.27%	3.44%	2.20%
業種 その他集約 総資産対現預金比率	0.07%	4.33%	2.49%	1.42%
0 借入金依存度	-0.12%	8.86%	9.06%	8.67%
業種 建設業 借入金依存度	-0.03%	10.53%	10.17%	9.36%
業種 製造業 借入金依存度	-0.16%	6.87%	7.05%	6.59%
業種 卸売業 借入金依存度	-0.09%	6.84%	6.41%	6.81%
業種 小売業 借入金依存度	0.02%	6.77%	7.05%	6.07%
業種 サ ビス業(対面以外) 借入金依存度	0.11%	11.99%	12.47%	12.10%
業種 サ ビス業(対面) 借入金依存度	-0.15%	9.22%	10.73%	9.87%
業種 その他集約 借入金依存度	-0.13%	7.82%	8.59%	8.72%
0 累積3年評点	0.05	-2.42	-2.02	-1.91
業種 建設業 累積3年評点	0.06	-2.97	-2.66	-2.35
業種 製造業 累積3年評点	0.04	-2.03	-1.55	-1.52
業種 卸売業 累積3年評点	0.04	-2.12	-1.63	-1.59
業種 小売業 累積3年評点	0.02	-1.23	-0.90	-0.93
業種 サ ビス業(対面以外) 累積3年評点	0.03	-3.78	-3.19	-2.92
業種 サ ビス業(対面) 累積3年評点	0.04	-2.31	-1.76	-1.34
業種 その他集約 累積3年評点	0.10	-1.77	-1.79	-1.97
0 デフォルトフラグ		-0.53%	-0.33%	0.00%
業種 建設業 デフォルトフラグ		-0.59%	-0.20%	-0.03%
業種 製造業 デフォルトフラグ		-0.50%	-0.52%	-0.38%
業種 卸売業 デフォルトフラグ		-0.60%	-0.48%	0.05%
業種 小売業 デフォルトフラグ		-0.61%	-0.53%	-0.13%
業種 サ ビス業(対面以外) デフォルトフラグ		-0.33%	-0.01%	0.13%
業種 サ ビス業(対面) デフォルトフラグ		-0.55%	-0.26%	0.37%
業種 その他集約 デフォルトフラグ		-0.27%	-0.09%	0.27%
0 期末従業員数	0.03%	0.51%	-0.01%	-0.02%
業種 建設業 期末従業員数	0.15%	1.51%	1.24%	1.54%
業種 製造業 期末従業員数	-0.02%	0.67%	0.29%	-0.54%
業種 卸売業 期末従業員数	0.05%	1.00%	0.70%	0.42%
業種 小売業 期末従業員数	-0.05%	1.20%	0.47%	-0.26%
業種 サービス業(対面以外) 期末従業員数	-0.14%	-1.14%	-2.02%	-1.76%
業種 サービス業(対面) 期末従業員数	-0.10%	0.74%	0.98%	1.20%
業種 その他集約 期末従業員数	-0.29%	-1.09%	-2.34%	-1.84%
0 人件費	0.11%	-0.98%	-1.23%	-0.85%
業種 建設業 人件費	0.05%	0.29%	0.22%	0.64%
業種 製造業 人件費	0.22%	-0.41%	-1.14%	-1.27%
業種 卸売業 人件費	-0.04%	-1.30%	-1.57%	-0.79%
業種 小売業 人件費	-0.04%	-1.19%	-1.29%	-1.06%
業種 サ ビス業(対面以外) 人件費	-0.04%	-0.95%	-1.59%	-1.18%
業種 サ ビス業(対面) 人件費	0.00%	-3.89%	-2.73%	-2.16%
業種 その他集約 人件費	0.26%	-1.20%	-2.00%	-1.61%

※赤枠部分は5%水準で非有意。

《分析グループ 12(サブサンプル No.26-1~3)》

分析グループ 12 では、信用力の違いに注目している。全体データを信用力別に 3 分割 (CRD モデル評点 49 点以下 (低信用力)、50 点以上 69 点以下 (中)、70 点以上 (高)) したサブサンプルで、DID 分析を実施した。計算結果は【図表 51】のとおり。この結果から示される点は以下のとおり。

- ① 後述 3.(3)のデフォルト分析において、デフォルト抑制効果が強かった低信用力先は、売上高の ATT マイナス幅が相対的に小さく、2023 年度には有意差が無くなっている。営業利益及び一人当たり付加価値額も、2023 年度の ATT はマイナスであるが、信用力の高い区分と比較してマイナス幅は小さい。
- ② この他、低信用力先は信用力の高い区分と異なり、評点、期末従業員数、人件費がプラスとなっている。

【図表 51:グループ 12 の ATT 結果一覧】

サブサンプル	プラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
0 売上高営業収益	0.13%	-5.93%	-4.22%	-2.28%
評点 49点以下 売上高営業収益	0.03%	-3.66%	-1.92%	0.25%
評点 50点以上69点以下 売上高営業収益	-0.05%	-7.50%	-5.70%	-4.09%
評点 70点以上 売上高営業収益	-0.20%	-8.07%	-6.52%	-4.73%
0 営業利益	-0.53%	-223.60%	-166.16%	-119.40%
評点 49点以下 営業利益	0.06%	-164.77%	-135.89%	-87.20%
評点 50点以上69点以下 営業利益	-1.62%	-242.85%	-171.87%	-121.77%
評点 70点以上 営業利益	-6.89%	-222.23%	-145.13%	-98.56%
0 一人当たりの付加価値額	-0.70%	-20.34%	-14.38%	-7.83%
評点 49点以下 一人当たりの付加価値額	-1.45%	-21.45%	-12.95%	-6.90%
評点 50点以上69点以下 一人当たりの付加価値額	-0.23%	-26.29%	-20.20%	-10.83%
評点 70点以上 一人当たりの付加価値額	-0.67%	-16.62%	-13.89%	-8.55%
0 経費率	0.00%	3.33%	1.98%	1.12%
評点 49点以下 経費率	0.10%	3.73%	2.26%	1.10%
評点 50点以上69点以下 経費率	0.00%	3.63%	2.12%	1.15%
評点 70点以上 経費率	0.00%	2.85%	1.66%	1.01%
0 総資産対現預金比率	0.04%	4.45%	2.65%	1.45%
評点 49点以下 総資産対現預金比率	0.07%	3.75%	1.99%	1.36%
評点 50点以上69点以下 総資産対現預金比率	0.00%	4.30%	2.57%	1.41%
評点 70点以上 総資産対現預金比率	0.01%	4.86%	3.34%	1.89%
0 借入金依存度	-0.12%	8.86%	9.06%	8.67%
評点 49点以下 借入金依存度	0.17%	4.85%	7.50%	8.43%
評点 50点以上69点以下 借入金依存度	0.01%	9.02%	9.75%	9.93%
評点 70点以上 借入金依存度	0.14%	11.61%	10.74%	9.81%
0 累積3年評点	0.05	-2.42	-2.02	-1.91
評点 49点以下 累積3年評点	0.09	0.23	0.12	0.08
評点 50点以上69点以下 累積3年評点	-0.05	-2.73	-2.30	-2.26
評点 70点以上 累積3年評点	-0.13	-4.79	-3.80	-3.35
0 デフォルトフラグ		-0.53%	-0.33%	0.00%
評点 49点以下 デフォルトフラグ		-0.96%	-0.67%	0.06%
評点 50点以上69点以下 デフォルトフラグ		-0.21%	0.06%	0.35%
評点 70点以上 デフォルトフラグ		-0.01%	0.07%	0.09%
0 期末従業員数	0.03%	0.51%	-0.01%	-0.02%
評点 49点以下 期末従業員数	0.18%	1.07%	0.95%	0.94%
評点 50点以上69点以下 期末従業員数	-0.22%	0.17%	-0.44%	-1.08%
評点 70点以上 期末従業員数	-0.30%	0.04%	-0.85%	-0.89%
0 人件費	0.11%	-0.98%	-1.23%	-0.85%
評点 49点以下 人件費	0.09%	0.60%	0.22%	1.31%
評点 50点以上69点以下 人件費	-0.02%	-1.89%	-2.14%	-2.32%
評点 70点以上 人件費	-0.08%	-2.97%	-3.44%	-3.52%

※赤枠部分は 5%水準で非有意。

《分析グループ 13(サブサンプル No.27-1~3)》

分析グループ 12 では、売上規模の違いに注目している。全体データを売上高別に 4 分割（売上高 5 千万円以下、5 千万円超 3 億円以下、3 億円超 10 億円以下、10 億円超）したサブサンプルで、DID 分析を実施した。計算結果は【図表 52】のとおり。この結果から示される点は以下のとおり。

- ① 小規模先はデフォルト抑制効果が強かったが、その後の回復経路としてはそれほど明確な効果は見られなかった。
- ② ただし、規模が小さいほど、売上高 ATT のマイナス幅は小さい傾向が見られ、従業員数や人件費の ATT はある程度プラスの傾向が見られた。

以上の結果から、コロナ融資によって、規模の小さい先において、一定程度の業績回復効果や雇用維持効果はあったものと考えられる。

【図表 52: グループ 13 の ATT 結果一覧】

サブサンプル	▼ プラセボ ▼	2021年度 ▼	2022年度 ▼	2023年度 ▼
0 売上高営業収益	0.13%	-5.93%	-4.22%	-2.28%
売上高 5000万円以下 売上高営業収益	0.29%	-4.56%	-2.43%	-0.24%
売上高 5000万円超3億円以下 売上高営業収益	0.18%	-5.33%	-3.49%	-1.22%
売上高 3億円超10億円以下 売上高営業収益	0.29%	-6.91%	-5.28%	-4.21%
売上高 10億円超 売上高営業収益	0.16%	-8.77%	-7.01%	-5.67%
0 営業利益	-0.53%	-223.60%	-166.16%	-119.40%
売上高 5000万円以下 営業利益	-2.32%	-181.22%	-148.87%	-94.38%
売上高 5000万円超3億円以下 営業利益	2.50%	-225.67%	-162.48%	-113.59%
売上高 3億円超10億円以下 営業利益	8.58%	-203.74%	-137.18%	-92.80%
売上高 10億円超 営業利益	12.94%	-232.30%	-137.72%	-87.47%
0 一人当たりの付加価値額	-0.70%	-20.34%	-14.38%	-7.83%
売上高 5000万円以下 一人当たりの付加価値額	-1.82%	-29.34%	-18.89%	-8.27%
売上高 5000万円超3億円以下 一人当たりの付加価値額	0.16%	-21.30%	-16.07%	-8.93%
売上高 3億円超10億円以下 一人当たりの付加価値額	-0.04%	-16.36%	-8.80%	-7.46%
売上高 10億円超 一人当たりの付加価値額	0.40%	-9.85%	-5.49%	-4.49%
0 経費率	0.00%	3.33%	1.98%	1.12%
売上高 5000万円以下 経費率	-0.04%	6.01%	3.79%	2.01%
売上高 5000万円超3億円以下 経費率	-0.01%	3.08%	1.87%	1.16%
売上高 3億円超10億円以下 経費率	-0.01%	1.72%	0.94%	0.59%
売上高 10億円超 経費率	-0.03%	1.21%	0.63%	0.34%
0 総資産対現預金比率	0.04%	4.45%	2.65%	1.45%
売上高 5000万円以下 総資産対現預金比率	0.06%	4.73%	2.61%	1.66%
売上高 5000万円超3億円以下 総資産対現預金比率	0.07%	5.23%	3.22%	1.81%
売上高 3億円超10億円以下 総資産対現預金比率	0.07%	2.67%	1.63%	0.66%
売上高 10億円超 総資産対現預金比率	-0.06%	1.19%	0.65%	0.41%
0 借入金依存度	-0.12%	8.86%	9.06%	8.67%
売上高 5000万円以下 借入金依存度	0.23%	7.56%	10.29%	11.37%
売上高 5000万円超3億円以下 借入金依存度	-0.27%	9.51%	9.57%	9.15%
売上高 3億円超10億円以下 借入金依存度	-0.06%	6.62%	6.51%	6.40%
売上高 10億円超 借入金依存度	-0.06%	4.38%	4.15%	3.96%
0 累積3年評点	0.05	-2.42	-2.02	-1.91
売上高 5000万円以下 累積3年評点	0.03	-1.26	-1.23	-1.34
売上高 5000万円超3億円以下 累積3年評点	0.08	-2.91	-2.45	-2.26
売上高 3億円超10億円以下 累積3年評点	0.08	-2.60	-2.11	-1.98
売上高 10億円超 累積3年評点	0.06	-1.95	-1.45	-1.24
0 デフォルトフラグ		-0.53%	-0.33%	0.00%
売上高 5000万円以下 デフォルトフラグ		-0.52%	-0.23%	0.12%
売上高 5000万円超3億円以下 デフォルトフラグ		-0.62%	-0.53%	-0.07%
売上高 3億円超10億円以下 デフォルトフラグ		-0.54%	-0.45%	-0.12%
売上高 10億円超 デフォルトフラグ		-0.14%	-0.11%	0.11%
0 期末従業員数	0.03%	0.51%	-0.01%	-0.02%
売上高 5000万円以下 期末従業員数	0.12%	1.43%	0.60%	0.19%
売上高 5000万円超3億円以下 期末従業員数	0.12%	1.49%	1.02%	1.35%
売上高 3億円超10億円以下 期末従業員数	0.14%	0.53%	0.82%	0.28%
売上高 10億円超 期末従業員数	-0.02%	0.31%	0.39%	-0.15%
0 人件費	0.11%	-0.98%	-1.23%	-0.85%
売上高 5000万円以下 人件費	0.01%	0.23%	0.00%	0.06%
売上高 5000万円超3億円以下 人件費	0.18%	-0.80%	-1.04%	-0.50%
売上高 3億円超10億円以下 人件費	0.29%	-2.15%	-2.44%	-1.46%
売上高 10億円超 人件費	-0.02%	-3.53%	-3.91%	-3.85%

※赤枠部分は 5%水準で非有意。

■ 補足分析：コロナ融資時期と事前の信用力によるクロス DID 分析

分析グループ 2, 3, 4 の結果から、期間 3 に借り入れた企業群の事後パフォーマンスが芳しくないことが確認された。これらの結果から、「制度の長い運用は避けた方がよい」という政策的示唆が導かれる。一方、分析グループ 12 では、コロナ禍前に低信用力先である企業群がコロナ融資を受けた場合、受けなかった企業と比較して事後パフォーマンスが相対的に良かったことが確認された。この結果は、低信用力先への優先的な資源配分の可能性を示唆するものである。

しかしながら、上記二つの結果については、事前に低信用力であった企業が多い民間コロナ融資終了後のコロナ融資の ATT が低かった点と矛盾する。そこで、補足分析として、コロナ融資時期と信用力のクロスで DID 分析を実施することで、「制度の長い運用は避けた方がよい」と「低信用力先へのコロナ融資の効果が強い」ということが独立に生じうるのかを確認した。そのために、下表のような 9 つのサブサンプルを作成して、DID 分析を実施した。

		CRDモデル評点		
		49点以下	50点以上 69点以下	70点以上
		低信用力	中信用力	高信用力
コロナ融資 実行時期	期間1	①	②	③
	期間2	④	⑤	⑥
	期間3	⑦	⑧	⑨

以上の整理の下で、DID 分析結果が、 $[(①②③) > (④ \sim ⑨)]$ かつ $[(①④⑦) > (②⑤⑧, ③⑥⑨)]$ であれば、「制度の長い運用は避けた方がよい」と「低信用力先へのコロナ融資の効果が強い」は独立と考えられる。分析結果は【図表 53】のとおり。なお、【図表 53】では、主要なアウトカムのみを表示している。また、カラスケールは、アウトカム毎に設定（青：相対的良、赤：相対的不良）している。

【図表 53:融資時期と信用力別の ATT 結果一覧】

指標	期間	2021年度			2022年度			2023年度		
		低信用力	中信用力	高信用力	低信用力	中信用力	高信用力	低信用力	中信用力	高信用力
売上高営業収益	期間1	-3.8%	-7.7%	-8.3%	-1.9%	-5.8%	-6.7%	0.2%	-4.1%	-4.9%
売上高営業収益	期間2	-5.5%	-9.6%	-10.5%	-2.5%	-6.6%	-7.9%	0.7%	-4.2%	-5.2%
売上高営業収益	期間3	-3.2%	-11.1%	-14.1%	-3.6%	-10.0%	-12.8%	0.0%	-7.2%	-8.5%
一人当たりの付加価値額	期間1	-22.3%	-27.3%	-16.9%	-12.8%	-20.5%	-14.1%	-7.0%	-11.1%	-9.3%
一人当たりの付加価値額	期間2	-34.0%	-33.4%	-22.0%	-19.4%	-25.1%	-17.7%	-10.6%	-12.3%	-9.8%
一人当たりの付加価値額	期間3	-21.0%	-42.7%	-29.1%	-19.4%	-34.4%	-27.0%	-7.8%	-19.5%	-16.2%
累積3年評点	期間1	0.2	-2.8	-4.9	0.1	-2.3	-3.8	0.1	-2.3	-3.4
累積3年評点	期間2	-0.4	-3.9	-6.6	-0.4	-3.2	-5.4	-0.5	-3.0	-4.7
累積3年評点	期間3	-0.4	-4.2	-8.0	-0.9	-4.5	-8.2	-1.1	-4.6	-7.7
デフォルトフラグ	期間1	-0.9%	-0.2%	0.0%	-0.7%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.1%
デフォルトフラグ	期間2	-1.3%	-0.3%	0.0%	-0.6%	0.2%	0.1%	0.2%	0.5%	0.1%
デフォルトフラグ	期間3	-1.6%	-0.4%	0.0%	-1.0%	0.3%	0.4%	0.2%	1.1%	0.5%
期末従業員数	期間1	1.2%	0.2%	0.0%	1.1%	-0.4%	-0.9%	1.0%	-1.1%	-0.9%
期末従業員数	期間2	1.1%	-0.1%	0.0%	0.9%	-0.5%	-0.7%	1.1%	-1.4%	-0.9%
期末従業員数	期間3	0.5%	-0.6%	-2.5%	0.4%	-0.7%	-1.8%	1.0%	-1.5%	-2.0%
人件費	期間1	0.6%	-2.0%	-3.1%	0.3%	-2.3%	-3.6%	1.4%	-2.4%	-3.5%
人件費	期間2	1.0%	-1.8%	-3.3%	0.5%	-2.1%	-3.8%	1.9%	-2.2%	-3.8%
人件費	期間3	2.2%	-1.4%	-3.9%	1.4%	-2.7%	-5.3%	1.7%	-3.6%	-6.4%
有形固定資産	期間1	5.3%	3.8%	2.1%	6.3%	4.7%	2.8%	6.2%	4.6%	2.6%
有形固定資産	期間2	6.2%	5.5%	4.7%	7.0%	7.1%	6.4%	6.8%	7.5%	6.3%
有形固定資産	期間3	6.1%	4.8%	5.9%	7.1%	6.4%	8.6%	7.2%	5.5%	7.0%

上記結果から、いずれの時期においても低信用力先の ATT は他の信用力区分対比で良好な結果となっていると同時に、いずれの信用力区分においても期間 1（もしくは期間 2）は期間 3 と比較して良好な結果となっている。すなわち、「制度の長い運用は避けた方がよい」と「低信用力先へのコロナ融資の効果が強い」は独立に言えることが確認された。

《有形固定資産の DID 分析》

ここでは、有形固定資産の DID 分析結果について、全ての分析グループをまとめて示す。結果一覧は【図表 54】のとおり。この結果から確認できることは、以下のとおり。

- ① ほとんどのサブサンプルにおいて、有形固定資産の ATT はプラスとなっている。すなわち、処置群は対照群よりコロナ融資直後から 2023 年度まで、設備投資を確保している。
- ② その傾向は、民間終了後も融資を受けている企業群（サブサンプル 6～9, 14, 16, 18～20）で顕著である。

これらの結果は、コロナ融資は本来、設備投資用資金ではないが、コロナ融資によって資金繰りに目途がついたことで、設備投資に回す資金が確保できたことによる結果と考えられ、コロナ融資の副次的な効果と言える。

【図表 54:有形固定資産の ATT 結果一覧】

サブサンプル	プラセボ	2021年度	2022年度	2023年度
0_有形固定資産	0.05%	4.33%	5.39%	5.84%
1_有形固定資産	-0.11%	3.28%	4.09%	4.67%
2_有形固定資産	0.02%	5.30%	6.67%	6.62%
3_有形固定資産	0.16%	4.01%	5.09%	5.10%
4_有形固定資産	-0.18%	3.17%	3.96%	4.52%
5_有形固定資産	-0.23%	2.91%	3.63%	4.18%
6_有形固定資産	0.80%	7.00%	8.88%	9.58%
7_有形固定資産	0.79%	7.00%	8.99%	9.65%
8_有形固定資産	0.47%	7.30%	8.51%	8.50%
9_有形固定資産	0.38%	7.09%	8.57%	8.57%
10_有形固定資産	0.16%	4.17%	5.72%	6.77%
11_有形固定資産	0.11%	4.29%	5.89%	6.95%
12_有形固定資産	0.83%	5.03%	6.37%	4.77%
13_有形固定資産	0.03%	4.15%	5.21%	5.77%
14_有形固定資産	0.37%	6.49%	7.99%	7.88%
15_有形固定資産	-0.18%	2.73%	3.63%	4.18%
16_有形固定資産	0.66%	6.89%	8.46%	9.09%
17_有形固定資産	-0.06%	4.04%	5.05%	5.55%
18_有形固定資産	0.83%	6.71%	8.29%	8.70%
19_有形固定資産	0.65%	7.16%	9.15%	9.78%
20_有形固定資産	0.82%	6.13%	7.72%	8.12%
21_据置期間長_有形固定資産	0.17%	2.83%	3.99%	4.58%
21_据置期間中_有形固定資産	0.51%	7.26%	8.81%	9.09%
21_据置期間短_有形固定資産	0.01%	5.35%	6.30%	4.15%
22_据置期間長_有形固定資産	0.18%	2.79%	3.72%	4.02%
22_据置期間中_有形固定資産	0.53%	4.56%	5.51%	5.50%
22_据置期間短_有形固定資産	-0.08%	5.57%	7.00%	7.86%
23_据置期間長_有形固定資産	0.14%	5.29%	5.45%	6.05%
23_据置期間中_有形固定資産	1.64%	7.39%	8.11%	6.62%
23_据置期間短_有形固定資産	-0.02%	6.38%	7.66%	7.90%
24_据置期間長_有形固定資産	0.60%	4.72%	6.31%	6.50%
24_据置期間中_有形固定資産	0.85%	5.64%	6.85%	8.08%
24_据置期間短_有形固定資産	0.42%	8.69%	10.94%	12.02%
0_有形固定資産	0.05%	4.33%	5.39%	5.84%
業種_建設業_有形固定資産	0.26%	6.09%	7.03%	7.97%
業種_製造業_有形固定資産	0.70%	1.89%	2.51%	3.02%
業種_卸売業_有形固定資産	0.13%	3.39%	4.60%	6.17%
業種_小売業_有形固定資産	0.53%	4.33%	5.90%	7.18%
業種_サービス業(対面以外)_有形固定資産	-0.13%	4.45%	6.08%	2.20%
業種_サービス業(対面)_有形固定資産	-0.26%	3.46%	4.36%	5.01%
業種_その他集約_有形固定資産	-1.24%	4.40%	5.55%	7.04%
0_有形固定資産	0.05%	4.33%	5.39%	5.84%
評点_49点以下_有形固定資産	0.13%	5.27%	6.31%	6.34%
評点_50点以上69点以下_有形固定資産	-1.01%	3.67%	4.58%	4.56%
評点_70点以上_有形固定資産	-0.21%	1.98%	2.87%	2.69%
0_有形固定資産	0.05%	4.33%	5.39%	5.84%
売上高_5000万円以下_有形固定資産	-0.46%	6.60%	7.71%	9.47%
売上高_5000万円超3億円以下_有形固定資産	0.15%	4.61%	5.99%	6.67%
売上高_3億円超10億円以下_有形固定資産	0.59%	2.15%	2.94%	3.60%
売上高_10億円超_有形固定資産	0.24%	0.57%	1.01%	-0.14%

※赤枠部分は5%水準で非有意。

《長短借入金の DID 分析》

ここでは、長短借入金の DID 分析結果について、全ての分析グループをまとめて示す。

【図表 55】の左表は分析グループ1から6を、右表は分析グループ7から10を表示して

いる。また、【図表 56】は分析グループ 11～13 を示している。この結果を確認すると、全てのサブサンプルで、短期借入金の ATT はマイナスとなり、長期借入金の ATT はプラスとなっている（ただし、サブサンプル 12 のみ有意性は見られない）。すなわち、処置群の方が対照群より短期借入金を有意に減らし、長期借入金を有意に増やしている。これは、コロナ融資の長期借入により資金繰りに余力が生まれた半面、既存短期借入金は約定弁済が進行したことによるものと推察される。

【図表 55: 長短借入金の ATT 結果一覧】

(左表: 分析グループ 1～6、右表: 分析グループ 7～10)

サブサンプル	プラセボ	2021年度	サブサンプル	プラセボ	2021年度
0_短期借入金	-0.46%	-28.42%	21_据置期間長_短期借入金	-0.93%	-23.10%
1_短期借入金	-0.58%	-26.56%	21_据置期間中_短期借入金	-0.09%	-13.34%
2_短期借入金	-0.88%	-23.87%	21_据置期間短_短期借入金	-1.55%	-5.51%
3_短期借入金	-0.72%	-13.47%	21_据置期間長_長期借入金	0.94%	64.66%
4_短期借入金	-0.78%	-27.21%	21_据置期間中_長期借入金	2.23%	62.78%
5_短期借入金	-0.93%	-27.14%	21_据置期間短_長期借入金	0.47%	49.51%
6_短期借入金	2.63%	-41.36%	22_据置期間長_短期借入金	-0.35%	-42.32%
7_短期借入金	2.88%	-42.48%	22_据置期間中_短期借入金	0.20%	-26.10%
8_短期借入金	-0.34%	-31.05%	22_据置期間短_短期借入金	-0.57%	-18.76%
9_短期借入金	-0.10%	-33.58%	22_据置期間長_長期借入金	2.20%	70.97%
10_短期借入金	0.24%	-14.70%	22_据置期間中_長期借入金	1.89%	55.83%
11_短期借入金	0.64%	-15.61%	22_据置期間短_長期借入金	1.57%	47.35%
12_短期借入金	0.20%	-2.06%	23_据置期間長_短期借入金	-1.66%	-27.62%
13_短期借入金	-0.58%	-29.48%	23_据置期間中_短期借入金	-2.63%	-12.06%
14_短期借入金	0.32%	-19.74%	23_据置期間短_短期借入金	-4.05%	-9.88%
15_短期借入金	-0.87%	-22.26%	23_据置期間長_長期借入金	3.42%	61.39%
16_短期借入金	2.13%	-37.24%	23_据置期間中_長期借入金	3.76%	63.64%
17_短期借入金	-0.33%	-27.36%	23_据置期間短_長期借入金	1.22%	42.74%
18_短期借入金	-0.06%	-35.32%	24_据置期間長_短期借入金	2.19%	-44.11%
19_短期借入金	2.84%	-42.28%	24_据置期間中_短期借入金	-0.62%	-27.51%
20_短期借入金	0.20%	-39.75%	24_据置期間短_短期借入金	0.42%	-25.32%
0_長期借入金	1.83%	52.22%	24_据置期間長_長期借入金	3.24%	68.85%
1_長期借入金	1.17%	58.28%	24_据置期間中_長期借入金	2.82%	57.91%
2_長期借入金	1.75%	55.53%	24_据置期間短_長期借入金	2.89%	53.24%
3_長期借入金	0.68%	63.86%			
4_長期借入金	1.18%	58.50%			
5_長期借入金	1.10%	59.20%			
6_長期借入金	3.49%	59.13%			
7_長期借入金	3.53%	59.45%			
8_長期借入金	4.25%	44.73%			
9_長期借入金	4.34%	42.45%			
10_長期借入金	1.51%	80.59%			
11_長期借入金	1.60%	82.99%			
12_長期借入金	1.18%	43.27%			
13_長期借入金	1.76%	57.03%			
14_長期借入金	2.47%	37.61%			
15_長期借入金	0.98%	59.45%			
16_長期借入金	3.24%	52.07%			
17_長期借入金	1.60%	53.39%			
18_長期借入金	3.16%	56.18%			
19_長期借入金	3.49%	58.16%			
20_長期借入金	3.54%	57.99%			

※赤枠部分は 5%水準で非有意。

【図表 56:長短借入金の ATT 結果一覧】

(分析グループ 11~13)

サブサンプル	プラセボ	2021年度
0 短期借入金	-0.46%	-28.42%
業種 建設業 短期借入金	2.44%	-28.55%
業種 製造業 短期借入金	0.47%	-21.25%
業種 卸売業 短期借入金	0.30%	-34.72%
業種 小売業 短期借入金	-0.87%	-32.14%
業種 サービス業(対面以外) 短期借入金	-0.09%	-29.22%
業種 サービス業(対面) 短期借入金	0.89%	-22.27%
業種 その他集約 短期借入金	-1.12%	-26.28%
0 長期借入金	1.83%	52.22%
業種 建設業 長期借入金	2.53%	64.95%
業種 製造業 長期借入金	1.26%	42.98%
業種 卸売業 長期借入金	2.04%	48.30%
業種 小売業 長期借入金	1.15%	42.92%
業種 サービス業(対面以外) 長期借入金	1.38%	68.85%
業種 サービス業(対面) 長期借入金	1.46%	41.77%
業種 その他集約 長期借入金	0.63%	46.57%
0 短期借入金	-0.46%	-28.42%
評点 49点以下 短期借入金	-0.56%	-33.92%
評点 50点以上69点以下 短期借入金	0.62%	-26.01%
評点 70点以上 短期借入金	-0.77%	-21.02%
0 長期借入金	1.83%	52.22%
評点 49点以下 長期借入金	0.92%	27.74%
評点 50点以上69点以下 長期借入金	1.55%	43.94%
評点 70点以上 長期借入金	0.48%	107.48%
0 短期借入金	-0.46%	-28.42%
売上高 5000万円以下 短期借入金	-0.50%	-23.85%
売上高 5000万円超3億円以下 短期借入金	-0.84%	-30.19%
売上高 3億円超10億円以下 短期借入金	4.73%	-20.13%
売上高 10億円超 短期借入金	3.62%	-18.17%
0 長期借入金	1.83%	52.22%
売上高 5000万円以下 長期借入金	0.14%	54.58%
売上高 5000万円超3億円以下 長期借入金	1.70%	55.44%
売上高 3億円超10億円以下 長期借入金	0.12%	52.00%
売上高 10億円超 長期借入金	-0.68%	47.20%

※赤枠部分は 5%水準で非有意。

《証券投資のコロナ前後の変化》

コロナ融資の資金使途の確認分析として、最後に、証券投資についての確認結果を示す。証券投資については、DID 分析ではなくよりシンプルに、証券投資の増減企業比率について、コロナ融資を受けた企業群と受けなかった企業群で比較した。証券投資については、決算書項目のうち、短期(流動資産)の細項目である有価証券、長期(固定資産)の細項目である投資有価証券を用いた。また、個社のトレンドも加味する必要があるため、コロナ禍前の2018年度と2019年度に係る証券投資項目の差分の2倍対比で、2019年度と2021年度の差分が増加もしくは減少している企業の割合を計算した。その結果は【図表 57】のとおり。

【図表 57: 証券投資のコロナ前後の増減企業比率】

【個社トレンド考慮後】

指標名	処置群		非処置群	
	減少先割合	増加先割合	減少先割合	増加先割合
有価証券	2%	2%	2%	2%
投資有価証券	13%	13%	12%	12%

上記結果を見ると、処置群と非処置群との比較では、投資有価証券の増減割合の相違はほぼ見られない。これらのことから、コロナ融資が証券投資を促進したとは言い難い。

3.(3) コロナ融資が中小企業の事業継続に資するものであったのか？

本節では、コロナ融資によってどの程度中小企業のデフォルトが抑制されたのか、すなわち中小企業の事業継続に資するものであったのかに注目して、分析結果を示す。

3.(3) a. 分析の考え方、設定

3.(2)の DID 分析においても、“デフォルトフラグ”という項目でデフォルト抑制効果を確認したが、本節ではより分かりやすく、処置群と非処置群間の実績デフォルト率の差を確認するという方法で分析結果を示す。この際、3.(1)の結果を応用した傾向スコアを利用し、傾向スコア上位 50%を抽出して分析対象とするという、層化分析を行っている。

分析データベースとして、全体データその他、業種別、信用力別、売上規模別（DID 分析における分析グループ 11～13 に該当）に分析を行った。全体データの結果は、令和 5 年度事業でも算出しているが、2022 年度までの結果であったものを、本年度事業では 2023 年度まで延長している。

3.(3) b. 分析結果

《全体データ》

まず、全体データの結果であるが、属性相違を緩和させるため傾向スコア上位 50%を抽出した結果は【図表 58】のとおり。

【図表 58: 全体データ(傾向スコア上位 50%)の実績デフォルト率推移】

《デフォルト発生率》

	初期件数(分母)		DF件数(分子)		DF率	
	処置群	非処置群	処置群	非処置群	処置群	非処置群
2020年度	350,360	72,075	499	953	0.14%	1.32%
2021年度	349,861	71,122	1,506	720	0.43%	1.01%
2022年度	348,355	70,402	2,833	829	0.81%	1.18%
2023年度	345,522	69,573	3,968	866	1.15%	1.24%

この結果から確認できる点は以下のとおり。

- ① コロナ禍直後の 2020 年度における処置群の実績デフォルト率は 0.14%と極めて低く抑えられており、非処置群と比較しても 1.18%pt 低く抑えられており、強いデフォルト抑制効果が確認された。
- ② 処置群の実績デフォルト率は、2021 年度以降徐々に上昇して非処置群の水準に近付いているが、2023 年度においてもなお、非処置群を下回っている。

《業種別》

次に、業種別に実績デフォルト率を確認した。業種は 2019 年度時点の業種であり、業種区分については 3.(2)と同じである。その結果は、【図表 59】のとおり。

【図表 59:業種別(傾向スコア上位 50%)の実績デフォルト率推移】

傾向スコア上位50% (業種一部集約)		対象件数				うちDF数				DF率			
		2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
0 全体	処置群	351,875	351,375	349,868	347,032	500	1,507	2,836	3,972	0.14%	0.43%	0.81%	1.14%
	非処置群	72,315	71,362	70,642	69,813	953	720	829	868	1.32%	1.01%	1.17%	1.24%
1 建設業	処置群	103,230	103,121	102,734	101,962	109	387	772	1,133	0.11%	0.38%	0.75%	1.11%
	非処置群	19,722	19,491	19,309	19,125	231	182	184	211	1.17%	0.93%	0.95%	1.10%
2 製造業	処置群	66,717	66,643	66,407	65,978	74	236	429	581	0.11%	0.35%	0.65%	0.88%
	非処置群	12,709	12,533	12,407	12,246	176	126	161	163	1.38%	1.01%	1.30%	1.33%
3 卸売業	処置群	45,440	45,373	45,135	44,772	67	238	363	504	0.15%	0.52%	0.80%	1.13%
	非処置群	9,759	9,626	9,523	9,398	133	103	125	102	1.36%	1.07%	1.31%	1.09%
4 小売業	処置群	38,375	38,315	38,174	37,881	60	141	293	436	0.16%	0.37%	0.77%	1.15%
	非処置群	8,717	8,589	8,494	8,376	128	95	118	126	1.47%	1.11%	1.39%	1.50%
5 サービス業 (対面以外)	処置群	29,990	29,944	29,826	29,607	46	118	219	307	0.15%	0.39%	0.73%	1.04%
	非処置群	7,080	7,015	6,957	6,905	65	58	52	85	0.92%	0.83%	0.75%	1.23%
6 サービス業 (対面)	処置群	42,485	42,362	42,091	41,560	123	271	531	670	0.29%	0.64%	1.26%	1.61%
	非処置群	8,463	8,289	8,179	8,048	174	110	131	119	2.06%	1.33%	1.60%	1.48%
7 その他※	処置群	25,638	25,617	25,501	25,272	21	116	229	341	0.08%	0.45%	0.90%	1.35%
	非処置群	5,865	5,819	5,773	5,715	46	46	58	62	0.78%	0.79%	1.00%	1.08%

※DF件数が極めて少ない情報通信、不動産・物品賃貸、医療福祉はその他に集約した。

この結果から確認できる点は以下のとおり。

- ① 製造業と小売業は、2023 年度でも処置群の DF 率は相対的に抑えられている。
- ② 対面型サービス業は 2023 年度の処置群の DF 率が非処置群を上回っているが、当該業種は、2020 年度にコロナ融資以外の各種支援策により DF を大きく抑え込んでおり、その反動と考えられる。

《信用力別》

次に、信用力別に実績デフォルト率を確認した。信用力は 2019 年度時点の CRD モデル 3 累積 3 年モデルの評点を用いる。区分数については、3(2)よりやや細かく、70 点以上、60 点以上 69 点以下、50 点以上 59 点以下、40 点以上 49 点以下、39 点以下の 5 区分とした。その結果は、【図表 60】のとおり。

【図表 60:信用力区分別(傾向スコア上位 50%)の実績デフォルト率推移】

傾向スコア上位50%			対象件数				うちDF数				DF率			
			2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
0	全体	処置群	351,875	351,375	349,868	347,032	500	1,507	2,836	3,972	0.14%	0.43%	0.81%	1.14%
		非処置群	72,315	71,362	70,642	69,813	953	720	829	868	1.32%	1.01%	1.17%	1.24%
1	70～	処置群	110,930	110,881	110,796	110,602	49	85	194	293	0.04%	0.08%	0.18%	0.26%
		非処置群	22,682	22,663	22,637	22,607	19	26	30	33	0.08%	0.11%	0.13%	0.15%
2	60～69	処置群	68,677	68,627	68,482	68,190	50	145	292	479	0.07%	0.21%	0.43%	0.70%
		非処置群	13,334	13,297	13,253	13,198	37	44	55	65	0.28%	0.33%	0.42%	0.49%
3	50～59	処置群	81,391	81,276	80,969	80,355	115	307	614	1,020	0.14%	0.38%	0.76%	1.27%
		非処置群	14,769	14,631	14,526	14,412	138	105	114	130	0.93%	0.72%	0.78%	0.90%
4	40～49	処置群	57,015	56,893	56,457	55,626	122	436	831	1,077	0.21%	0.77%	1.47%	1.94%
		非処置群	11,330	11,119	10,950	10,742	211	169	208	235	1.86%	1.52%	1.90%	2.19%
5	～39	処置群	33,862	33,698	33,164	32,259	164	534	905	1,103	0.48%	1.58%	2.73%	3.42%
		非処置群	10,200	9,652	9,276	8,854	548	376	422	405	5.37%	3.90%	4.55%	4.57%

この結果から確認できる点は以下のとおり。

- ① 2023 年度に発生しているデフォルトの多くは、2019 年度時点で信用力の低かった企業が多い。
- ② ただし、処置群と非処置群の相対的なデフォルト発生状況を見ると、2019 年度時点に信用力の低かった企業の方が、デフォルト抑制効果が大きい。

《売上規模区分別》

次に、売上規模区分別に実績デフォルト率を確認した。売上高は 2019 年度時点の決算書の数値を用いる。区分数については、3(2)よりやや細かく、1500 万円以下、1500 万円超 3000 万円以下、3000 万円超 5000 万円以下、5000 万円超 1 億円以下、1 億円超 2 億円以下、2 億円超 3 億円以下、3 億円超 5 億円以下、5 億円超 10 億円以下、10 億円超の 9 区分とした。その結果は、【図表 61】のとおり。

【図表 61: 売上規模区分別(傾向スコア上位 50%)の実績デフォルト率推移】

傾向スコア上位50%			対象件数				うちDF数				DF率			
			2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
0	全体	処置群	351,875	351,375	349,868	347,032	500	1,507	2,836	3,972	0.14%	0.43%	0.81%	1.14%
		非処置群	72,315	71,362	70,642	69,813	953	720	829	868	1.32%	1.01%	1.17%	1.24%
1	1500万円以下	処置群	9,649	9,627	9,557	9,437	22	70	120	161	0.23%	0.73%	1.26%	1.71%
		非処置群	3,391	3,328	3,273	3,203	63	55	70	74	1.86%	1.65%	2.14%	2.31%
2	1500万円超 3000万円以下	処置群	27,156	27,105	26,941	26,637	51	164	304	467	0.19%	0.61%	1.13%	1.75%
		非処置群	7,116	6,980	6,867	6,770	136	113	97	130	1.91%	1.62%	1.41%	1.92%
3	3000万円超 5000万円以下	処置群	40,872	40,804	40,592	40,182	68	212	410	560	0.17%	0.52%	1.01%	1.39%
		非処置群	9,058	8,917	8,824	8,698	141	93	126	139	1.56%	1.04%	1.43%	1.60%
4	5000万円超 1億円以下	処置群	76,536	76,445	76,120	75,454	91	325	666	1,009	0.12%	0.43%	0.87%	1.34%
		非処置群	14,678	14,471	14,318	14,131	207	153	187	196	1.41%	1.06%	1.31%	1.39%
5	1億円超 2億円以下	処置群	79,329	79,231	78,952	78,350	98	279	602	832	0.12%	0.35%	0.76%	1.06%
		非処置群	13,310	13,132	13,002	12,847	178	130	155	150	1.34%	0.99%	1.19%	1.17%
6	2億円超 3億円以下	処置群	37,827	37,778	37,633	37,376	49	145	257	336	0.13%	0.38%	0.68%	0.90%
		非処置群	6,299	6,220	6,161	6,092	79	59	69	62	1.25%	0.95%	1.12%	1.02%
7	3億円超 5億円以下	処置群	34,394	34,346	34,231	34,020	48	115	211	296	0.14%	0.33%	0.62%	0.87%
		非処置群	5,911	5,841	5,781	5,728	70	60	53	47	1.18%	1.03%	0.92%	0.82%
8	5億円超 10億円以下	処置群	27,073	27,028	26,897	26,728	45	131	169	182	0.17%	0.48%	0.63%	0.68%
		非処置群	5,587	5,546	5,516	5,480	41	30	36	45	0.73%	0.54%	0.65%	0.82%
9	10億円超	処置群	19,039	19,011	18,945	18,848	28	66	97	129	0.15%	0.35%	0.51%	0.68%
		非処置群	6,965	6,927	6,900	6,864	38	27	36	25	0.55%	0.39%	0.52%	0.36%

この結果から確認できる点は以下のとおり。

- ① 2019 年時点で規模の小さかった企業の方が、2023 年度に多くデフォルトしている。
- ② ただし、処置群と非処置群の相対的な DF 発生状況を見ると、2019 年度時点に売上規模の小さかった企業の方が、DF 抑制効果が長続きしている。

4 総括

■ 事業概要

コロナ禍における実質無利子・無担保融資等(コロナ融資)について、中小企業の事業継続に一定程度資したと考えられる一方で、その効果に関して定量的に示した分析は少ない。本事業は、その課題認識に基づき実施した「令和5年度中小企業における金融支援策の政策効果検証事業(令和5年度事業)」の継続事業である。令和5年度事業では、法人に対するコロナ融資の全体像や効果について定量的に示すことができた一方、効果を検証するための直近データに関する制約や、時間制約により分析を深めることができなかった論点が残ったため、令和6年度事業として継続実施した。

事業形式としては、令和5年度事業と同じく、企業金融や効果検証に造詣の深い有識者を委員とした全6回の研究会において議論を深めながら進行した。利用データは、コロナ融資債権に係る情報は令和5年度事業と同じデータを利用する一方、企業業績の推移を確認するCRDデータは令和6年度事業から1年分更新したものを利用した。

取組内容については、令和6年度事業では主に次の点について新たに取り組んだ。①コロナ禍による混乱がピークアウトした以降の2023年度決算データを活用して事後の状況を確認した。②令和5年度事業内では2020年度中の初回借入のみを分析対象としたが、本年度事業では追加借入や借換(定義はp.19参照)を含む2022年度借入まで拡大した。③融資金額、融資期間、業種、規模等の様々な切り口でデータベースを細分化したサブサンプルを作成し、サブサンプル間の比較を行うことで、各切り口の特徴把握や効果の相違把握を容易にした。④今後の危機対応時における政策立案への示唆まで踏み込んで取りまとめた。

以上のような新たな取り組みを加え、分析手順としては令和5年度事業と同様、初めに、コロナ融資を受けた企業の“事前の属性”を、受けなかった企業と比較した。次に、“事前の属性”を利用可能な情報の範囲で揃えた上で、コロナ融資を受けた企業と受けなかった企業の“事後の状態”を比較し、いわゆる『コロナ融資の効果検証』を実施した。また、“事後の状態”の一つであるデフォルトの発生状況については、コロナ融資の最も明確な効果が表れており、別途切り出すことでより分かりやすい表現を試みた。

■ 分析 DB 概要

コロナ融資債権データの融資実行時期は、主に2020年度から2022年度にかけてのものであるが、民間金融機関へのコロナ融資申込は2021年3月末に締め切られ、今次分析対象のほとんど(95%超)はその時期までに申し込まれたものである。今次分析対象のコロナ融資債権データでは、民間融資が約75%を占め、残りが政府系金融機関による融資である。コロナ融資債権データをCRDデータと紐付けた結果、2019年度決算データ約121万件の60%強にあたる約74万件が、のちにコロナ融資を受けた企業であった。ここまでは令和5年度事業と同じである。以下、今年度事業で新たに確認した点を示す。

新規と追加借入の構成比については、時期によって大きく変化する。2020 年中において、追加借入の件数構成比は徐々に上昇していくが、20 年末でも 40%弱と少ない。しかし、民間コロナ融資終了間際(2021 年 2 月～2021 年 5 月※)の実行分は追加借入の件数構成比が急増し、2021 年 3 月には 70%を超える。民間コロナ融資終了後も追加借入の件数構成比は高い水準を維持し、2022 年度は約 80%で推移した。なお、追加借入回数は、1 回が大宗であるが、3 回以上の追加借入も、追加借入債権のうちの約 7%と、一定数存在する。

融資金額については、政府系と民間で上限額が異なり、上限額の引き上げも逐次実施されたため、一概に傾向を示すことは難しい。しかし、2020 年度上期は上限まで借り入れたと思われる先が相対的に多く、2020 年度下期以降は少額の借入先の構成比が増えている。

融資期間についても、政府系と民間で融資期間上限が異なる。民間では、時系列であまり大きな変動は見られず、初回貸付の 7 割前後が上限の 10 年(120 ヶ月)となっている。政府系は、2020 年度上期では 10 年超の構成比が約 30%を占めているが、下期以降は 10%台に低下し、5 年超 10 年未満の構成比が上昇し、60%前後となっている。

据置期間も政府系と民間でやや異なる傾向が見られる。政府系では、2020 年度初めは 12 ヶ月以上 24 ヶ月未満が最頻値であったが、徐々に短い案件の構成比が増え、2020 年度末には据置期間 6 ヶ月未満が約半数を占める。民間では、36 ヶ月以上 60 ヶ月未満(ほとんどが 36 ヶ月)が 3 割前後を占めるが、6 ヶ月未満も約 40%となっている。

※ 申込から実行まで時間がかかるため、民間コロナ融資申込締切は 2021 年 3 月末だが、民間コロナ融資実行は 2021 年 5 月までデータが存在している。

■ 事前属性

コロナ融資を受けた企業の事前属性の特徴確認は、サブサンプル毎に多変量ロジット回帰分析(解説は 2.(3)b.参照)を行い、その標準化回帰係数を比較することで確認した。多変量解析を行うことで、他の要因の影響を考慮した上で、各種要因のうちどの要因の影響がとりわけ大きな影響を与えているのか、という点を統計的に分析することができる。その結果をまとめると次のとおり。

まず、コロナ融資は、借入が実施された時期や、政府系か民間か、新規融資か追加融資かという違いにより、借入企業の属性が大きく異なることが確認された。すなわち、コロナ融資全体の議論だけでなく、セグメント化して分析を進めることの重要性が示唆された。

コロナ融資の初期(2020 年 3 月～2021 年 1 月)の頃は、比較的規模が小さく、借入金依存度は低く、信用力の高い先が多く、業種についても偏りは小さい。また、民間コロナ融資実行終了時(2021 年 5 月)までの融資先については、融資金額が少ないまたは融資期間が短い企業は、他の条件を一定とすれば、相対的に信用力の高い企業が多い傾向が見られた。したがって、この頃は先行き不透明感が強かったため、様々な業種で予防的に借りた企業が多かった様子がうかがえる。ただし、政府系コロナ融資に絞ると、予防的に借りたというより、コロナ禍の影響を強く受けた対面型サービス業を中心に緊急避難的に借りた様子がうかが

える。

コロナ融資の初期(2020年3月~2021年1月)の後、民間コロナ融資終了間際にも追加借入(借換含む)した企業は、コロナ禍の経済的影響を比較的大きく受けた対面型サービス業が多く、コロナ前から借入に依存して、相対的に規模が大きいという特徴が見られた。

なお、全期間をとおしての追加借入(借換含む)した企業の特徴として、対面型サービス業に加え製造業が多く、コロナ前から借入や設備投資が比較的多かったという点が見られ、継続的に資金を必要とした企業が追加借入(借換含む)を受けたと考えられる。

民間コロナ融資終了後のコロナ融資については、売上規模は相対的にやや小さく、借入金依存度は高く、設備投資を積極的に行い、CRDモデル評点(信用力)の低い先が多い。また、対面型サービス業もこの時期に継続してコロナ融資を受けている。

なお、令和5年度事業では、コロナ禍前における返済能力について、低支払利息基準を用いて言及していたが、今次分析では低EBIT基準も加味して検討し直した。その結果、コロナ融資を受けた企業の中で事前に支払い能力に難がある企業が多かったケースは極めて稀で、民間コロナ融資終了間際とそれ以降の両方で借入した状況以外に見られなかった。

■ 事後効果

事後効果の確認は、政策効果分析で一般的に利用される差分の差(DID)分析を実施した。DID分析では、サブサンプル毎に事前属性の確認分析で利用したロジット回帰分析から傾向スコア(処置群と属性が似ている度合いをスコア化したもの(解説は2.(3)b.参照))を算出し、逆確率重み付け法(IPW:傾向スコアの逆数で重み付けをして処置群と対照群(コロナ融資を受けなかった企業群)の分布を近づける方法(同2.(3)b.参照))からコロナ融資を受けた企業(処置群)への処置効果(ATT)を算出した。デフォルト分析は理解しやすさを重視して、IPWの他に傾向スコア上位50%を抽出した層化分析も行った。

上記分析の結果、コロナ融資の最も明確な効果は、今次分析期間におけるデフォルト抑制効果である。層化分析に基づき、処置群と対照群の各実績デフォルト率を比較すると、2020年度は処置群0.14%に対し対照群1.32%と、極めて強いデフォルト抑制効果が見られた。2021年度から2023年度にかけても、処置群の実績デフォルト率は対照群より低い状態が続いている。この傾向は、製造業や小売業で強く、事前の信用力が低いほど、また、事前の売上規模が小さいほど強くみられる。

また、IPW-DIDの結果、コロナ禍開始直後の2021年度における期末従業員数の維持効果は有意に確認された。この点は、令和5年度事業でも確認された点であるが、本年度事業で取り組んだサブサンプルでの細分化分析でもほぼ同様の結論となった。ただし、2022年度と2023年度については、ほとんどのサブサンプルにおいて処置効果がマイナスに転じており、コロナ融資は雇用維持の効果としては短期的な効果に終わったことが確認された。なお、令和5年度事業で期末従業員数と同様にプラスの処置効果が見られた人件費については、外れ値処理等をより厳格に行ったところ、2021年度から2023年度までのほとんどの

サブサンプルで処置効果がマイナスに転じた。すなわち、2021 年度については、コロナ融資を受けた企業群では、人件費を抑制しながら雇用は維持されたものと解釈される。

この他の事後的なパフォーマンス(財務状況・信用力等)について、処置群は対照群と比較して、事前属性を入手可能な情報の範囲で揃えたとしても、一部の指標（アウトカム）の処置効果についてはマイナスとなっている。すなわち、多くのサブサンプルにおける処置効果の傾向として、売上高や一人当たり付加価値額は 2023 年度決算書時点では、処置効果のマイナス幅は縮まっているが、預金比率のプラスの処置効果低下に比して借入金依存度は高止まりしており、結果的に CRD モデル評点で表される信用力の処置効果はマイナス方向である程度差がついたままである。

ただし、一部のサブサンプルに限定すると、処置効果が良好なケースも見られる。例えば、処置群のうち、特に民間融資の融資金額が小さい、融資期間または据置期間が短い企業群は、コロナ融資を受けることでコロナ直後の 2021 年度の業績指標は対照群より相対的に悪い場合でも、2023 年度には相対的に良くなっている指標も多い。同様に、政府系融資のうち、融資期間や据置期間の短い企業群は民間と同じ傾向が見られる。また、コロナ禍前の低信用力先については、事後的な信用力や一人当たり付加価値額で表される生産性の ATT がプラスとなっており、デフォルト抑制効果も他の信用力区分より強く見られる。最もコロナ禍の影響を受けたと考えられる対面型サービス業は、コロナ禍直後の業績悪化が著しかったものの、そこをデフォルトせずに乗り切った企業は 2023 年度には他業種と同程度の政策効果が見られる。

事後的な回復が遅れている企業群として、追加借入(借換含む)をした企業群や、民間コロナ融資終了後にも借入を行っている企業群が挙げられる。追加借入(借換含む)をした企業群は、事前属性では元々借入や設備投資が多かった企業群という特徴があり、コロナ禍で資金繰りが苦しくなり、追加借入(借換含む)を行ったが、マイナスの政策効果の改善が少なく、処置群の平均的な政策効果を下回る傾向が見られる。また、民間コロナ融資終了後にコロナ融資を受けた企業群では、売上は確保しつつも利益の回復が遅く、信用力が対照群より徐々に悪化する傾向が見られる。

■ 資金使途

本事業では、DID 分析等を実施して事後的な財務状況の推移を確認したことで、コロナ融資がどのように使われたのかを類推することができた。まず、設備投資に関して、処置群は対照群よりコロナ融資直後から 2023 年度まで、設備投資を確保している。その傾向は、民間終了後も融資を受けている企業群で顕著である。コロナ融資は本来、設備投資用資金ではないが、コロナ融資によって資金繰りに目途がついたことで、設備投資に回す資金が確保できたことによるものと考えられ、コロナ融資の副次的な効果と言える。

この他、コロナ融資直後の借入金の長短の動向を見ると、処置群の方が対照群より短期借入金を有意に減らし、長期借入金を有意に増やしている。コロナ融資の長期借入により資金

繰りに余力が生まれた半面、既存短期借入金は約定弁済が進行したことによるものと推察される。また、コロナ融資が金融資産への投資に利用されたとは言えない結果が確認された。

■ 政策立案への含意

以上のように、コロナ融資は短期的には有効に機能した一方、運用が長期化する中で生じてきた課題も認められた。これらを踏まえて、本事業では定量化できなかった要素やデータ制約等により取り込めなかった要素があるということを勘案しつつも、今次分析は今後の緊急避難的な政策に関していくつかの含意を持っている。例えば、期間（融資期間や据置期間を含む）を区切った運用は、政策的リソースの効率的な活用につながることを示唆された。更に、その枠組みの中で、特定のセグメント（例えばデフォルト抑制効果の高かった低信用力先※やショックの影響を強く受ける業種等）への集中的な資源投入を図ることが示された。また、コロナ融資が始まって半年程度経過して以降に多い追加借入や借換を受けた企業に対しては、事後的な回復が遅れている傾向が見られることから、金融機関等の支援機関による、より丁寧な審査の実施や融資実行後の金融機関等の支援機関による、モニタリングを実施するインセンティブを、制度の要件に付加することが望ましいことも示唆された。

※ ここでの低信用力先は、コロナ禍以前に CRD モデル評点が低かった企業群を指し、金融支援が無ければ返済が難しい企業群（例：低 EBIT 基準フラグ対象先）を指すものではない。本事業では、低 EBIT 基準フラグ対象先が多くコロナ融資を受けたという結果は一部のケースを除いて見られなかったことから、これらの企業群に注目した事後パフォーマンスに関する分析を行っているわけではない。

以上