

新型コロナ危機下における企業の財務柔軟性の価値

頭士 奈加子

一、はじめに

企業は、いざという時に備えて、負債の調達余力を残したり、現金保有やペイアウト政策の調整を通じてキャッシュフローを企業内に留めたりすることで、財務柔軟性を確保しようとすることがある。例えば、佐々木ほか「二〇一五」が行った負債調達余力に関するサーベイ調査によると、日本企業が財務柔軟性を重視していることが分かっている。

新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済危機（以下、「新型コロナ危機」という。）は、この「いざという時」の典型と言えるであろう。新型コロナウイルスの感染拡大は、人の移動の制限を通じて、急激な経済活動の縮小をもたらした。突如の売上げ減少や休業等を経験した企業も少なくない。しかし、企業への影響の大きさは、その企業の財務柔軟性によって異なる可能性がある。

本稿では、新型コロナ危機のような経済危機下における企業の財務柔軟性が企業価値に及ぼす影響について、先行研究を紹介しながら、考察す

る。なお、財務柔軟性の定義は文献により異なることがあるが、以降では、米国における先行研究である *Fahlenbrach et al. [2020]* に倣い、負債比率の低さや現金保有の多さを財務柔軟性の高さとして捉える。本稿の構成は次の通りである。第二節では、二〇二〇年二月から四月にかけての新型コロナウイルス危機の影響、米国と日本の経済対策及び株式市場の反応について振り返る。第三節では、新型コロナウイルス危機下における企業の財務柔軟性の価値について述べる。第四節は本稿のまとめである。

二、新型コロナウイルス危機の影響

新型コロナウイルスは、リーマンショックによる世界的な金融危機（以下、「世界金融危機」という。）とはいくつかの点で異なる。世界金融危機は金融業界に端を発したものが、新型コロナウイルス

危機は金融業界に端を発したのではない。また、新型コロナウイルス危機は、多くの企業に対して突然の売上減少、休業等の実体的な影響をもたらすものであり、世界金融危機がもたらした実体的な影響よりもはるかに劇的である。新型コロナウイルスでは二〇二〇年三月に金融市場が逼迫する状況に発展し、二〇二〇年四月時点で日米欧のPMIは世界金融危機における最悪月よりも悪化するに至った。

新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、米国では、二〇二〇年三月中旬に米政権と連邦議会が二兆ドル（約二二〇兆円）規模の経済対策（*Coronavirus, Aid, Relief and Economic Security (CARES) Act*）について調整を進めた。しかし、三月二日に上院で反対票が投じられ、法案の採決は不透明となった。三月二三日には、連邦準備制度と連邦公開市場委員会が米国債等を大量

購入する量的緩和を無制限で実施することを、市場が開かれる前に発表した。こうした対策は二〇〇八年の対策を超えるものであったが、三月二三日の株式市場は下落して反応した。三月二四日に民主党と共和党が二兆ドルの経済対策で合意に近づいていると伝わると、株式市場はこれを好感し二〇〇八年以来最高の上げ幅となった。その後、二兆ドル規模の経済対策は、三月二五日に民主党と共和党が合意、三月二七日米下院で可決され、トランプ大統領が署名して成立した。

日本でも、二〇二〇年三月一六日に日本銀行（日銀）が金融政策決定会合においてETFの購入目標額を一二兆円に倍増することを決定、公表した。基本的な買い入れペースが従来通りとされたため一六日の日経平均株価は続落して終えた。しかし、翌一七日に日銀がETFを一日分として過去最大の約一二〇〇億円を買い入れていること

が観測されると、この日の日経平均株価は反発して反応した。加えて、四月六日夕方に日本政府が一〇八兆円規模の緊急経済対策を表明し、翌七日夕方に緊急事態宣言の発令とともに緊急経済対策の閣議決定を発表した。これに対し、七日、八日の日経平均株価は続伸して反応した。なお、緊急経済対策の予算案は、四月二〇日に組み替えられ一一七兆規模で再決定し、四月三〇日の参院本会議で可決、成立した。さらに、四月二七日に日銀が金融政策決定会合において国債購入の上限撤廃、企業の資金繰り支援として社債やコマーシャルペーパーの買い入れ枠増加等の追加金融緩和を決定し、公表した。これに対し、四月二七日の日経平均株価は反発して反応した。図表1は米国と日本における経済対策をまとめたものである。

ここで、新型コロナ危機による日本企業の株価パフォーマンスへの影響を確認する。まず、統計

図表1 2020年3月から4月に行われた主な新型コロナ危機に対する経済対策

パネルA：米国

日付	対応
3月中旬	米政権と連邦議会が2兆ドル規模の経済対策（CARES Act）について調整
3月22日	上院で反対票が投じられ、法案の採決は不透明に
3月23日	連邦準備制度と連邦公開市場委員会が米国債等を大量購入する量的緩和を無制限で実施することを発表
3月24日	2兆ドルの経済対策について与野党で合意間近と報道
3月25日	米与野党、2兆ドルの経済対策で合意
3月27日	米下院で2兆ドルの経済対策の法案を可決し、トランプ大統領が署名して成立

パネルB：日本

日付	対応
3月16日	日銀がETFの購入目標額を12兆円に倍増することを公表
3月16日	日銀がETFを1日分として過去最大の約1200億円を買い入れていることが観測される
4月6日	政府が108兆円規模の緊急経済対策を表明
4月7日	政府が緊急事態宣言の発令とともに緊急経済対策の閣議決定を発表
4月20日	政府が緊急経済対策の予算案を組み替え117兆規模で再決定
4月27日	日銀が国債購入の上限撤廃、企業の資金繰り支援として社債やコマーシャルペーパーの買い入れ枠増加等の追加金融緩和を決定し、公表
4月30日	参院本会議で緊急経済対策が可決、成立

分析のためのサンプルを収集する。本稿のサンプル企業は国内上場企業のうち、直近一年間の財務データが取得できた企業を初期サンプルとする。そこから、金融業、公益企業、本社が日本以外の企業、現金及び短期投資のデータが無い企業、株主資本がマイナスの企業、株価データがない企業、一株当たりの株価が平均一〇〇円未満の企業を除き、最終サンプルは三、四九八社で構成されている。なお、企業情報、株価データはFactSetから取得した。サンプルの選定過程を図表2にまとめる。

図表3の各線は、それぞれ日経平均株価、TOPIXと本稿のサンプル企業の株価に関する二〇二〇年二月三日から四月三〇日までの累積日次超過リターンの推移を示している。なお、超過リターンは、指標・株価のリターンと無担保コールレート一か月物月平均金利との差とする。指標・

図表2 サンプル選定プロセス

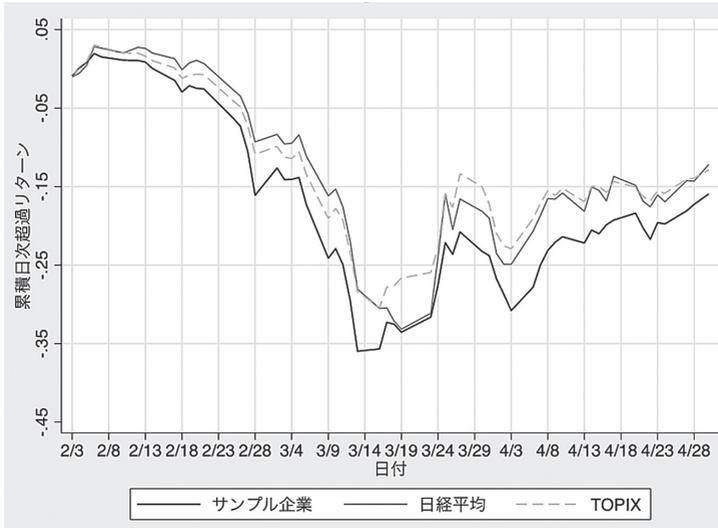
(1) 直近1年間の財務データが取得できた国内企業	3,965社
(2) 以下、除外	
・ 金融業、公益事業	323社
・ 本社が日本以外にある企業	23社
・ 現金及び短期投資のデータが無い企業	1社
・ 株主資本がマイナスの企業	11社
・ 株価データがない企業	52社
・ 一株当たりの株価が平均100円未満の企業	57社
(3) 最終サンプル	3,498社

株価データはFactSetから、無担保コールレート
 一か月物月平均金利は日銀のホームページから取
 得した。また、変数は上下一％で異常値処理して
 いる。サンプル企業の株価リターンは均等加重平
 均したものを表示している。図表3によると、サ
 ンプル企業の株価パフォーマンスの変化は、二つ
 の株価指標のそれと概ね一致している。

図表4はサンプル企業の特徴を示している。サ
 ンプル企業の総資産は平均約二、六八一億円、現
 金保有比率（現金及び短期投資÷総資産）は平均
 二五・四％、短期借入金比率（一年返済予定長期
 債務を含む短期借入金÷総資産）は平均八・
 〇％、長期借入金比率（長期借入金÷総資産）は
 平均九・八％であった。なお、これらの変数も上
 下一％で異常値処理している。

次に、主なイベントごとの株価のパフォーマンスを確認する。日銀がETFの購入目標額を一二

図表3 新型コロナ危機による株価パフォーマンスへの影響



兆円に倍増することを公表した二〇二〇年三月一六日前後の株価パフォーマンスは、二月三日から三月一三日までの累積日次超過リターンは平均してマイナス三六・〇％、三月一六日の日次超過リターンは〇・三％であった。米国内で経済対策が合意した直後三月二五日の日次超過リターンは平均して五・四％であった。日本政府が一〇兆円規模の緊急経済対策を表明した翌日四月七日の日次超過リターンは平均して二・八％、日銀が追加金融緩和を公表した四月二七日の日次超過リターンは平均して一・七％であった。表には記載していないが、日経平均株価を見ると、二月三日から三月一三日までの累積日次超過リターンはマイナス二八・一％、三月一六日の日次超過リターンはマイナス二・五％、三月二五日の日次超過リターンは八・〇％、四月七日の日次超過リターンは二・七％であった。これらの結果は、新型コロナ

図表4 サンプル企業の特徴（企業数=3,498社）

	平均値	標準偏差	p25	p50	p75
日銀ETF購入目標額倍増公表 (3/16昼)前後の 株価パフォーマンス					
2/3から3/13までの 累積日次超過リターン	-0.360	0.164	-0.465	-0.356	-0.253
3/16の日次超過リターン	0.003	0.037	-0.019	0.001	0.023
米国経済対策合意直後3/25の 日次超過リターン	0.054	0.037	0.027	0.050	0.080
緊急経済対策表明翌日4/7の 日次超過リターン	0.028	0.031	0.007	0.026	0.046
日銀追加金融緩和公表日4/27の 日次超過リターン	0.017	0.026	0.001	0.014	0.029
企業の特徴					
総資産(百万円)	268,063	1,529,436	9,266	29,165	98,302
現金保有比率	0.254	0.186	0.115	0.205	0.345
短期借入金比率	0.080	0.093	0.009	0.049	0.119
長期借入金比率	0.098	0.121	0.003	0.050	0.152

危機やそれに対する日米の経済対策が、日本企業の株価パフォーマンスに対して及ぼした平均的な影響を表している。

三、財務柔軟性の違いによる新型コロナウイルス危機の影響や経済政策の違い

米国の先行研究では、外部資金調達に制約のある企業は、そのような制約のない企業と違い、予期せぬマクロ経済のショックに伴う需要の減少等に対応するため、獲得したキャッシュフローを内部資金に回す傾向があることがわかっている(Almeida *et al.* [2004])。

新型コロナウイルス危機は、その性質上、企業に不特定の期間にわたる売上の減少をもたらすものとなった。突然の売上減少は、突然のキャッシュフロー

不足を伴う。そして、その影響は、企業の財務柔軟性によって異なる可能性がある (Fahlenbrach *et al.* [2020])。

負債の借入れ余力があり、現金保有が多い企業、すなわち財務柔軟性の高い企業は、予期せぬ売上減少による突然のキャッシュフロー不足に対して、比較的容易に対応できるだろう。例えば、流動性が豊富な無借金経営の企業を想像してほしい。彼らは、突然のキャッシュフロー不足に際して、負債の返済やロールオーバーに係るリスクに直面することはない。自社の保有する流動資産から資金繰りすれば、急いで資金調達する必要もないだろう。結果的に、財務柔軟性の高い企業は、突然のキャッシュフロー不足に際しても、株主価値を高めるために有望な投資機会を見逃ごすことなく投資を継続できる。

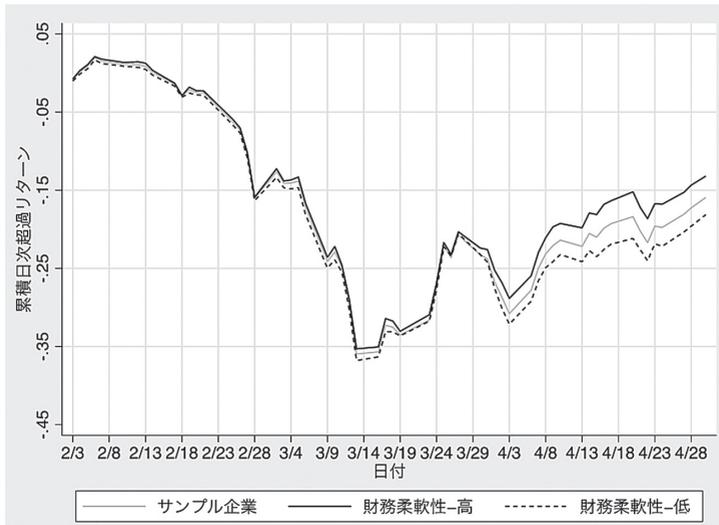
対照的に、財務柔軟性の低い企業は、予期せぬ

売上減少による突然のキャッシュフロー不足に對して、すぐさま財務困窮に陥ってしまうだろう。

負債の返済やロールオーバーに係るリスクが危ぶまれる状況となり、資金調達に奔走する必要がある。しかし、そのとき金融市場の資金は逼迫しているため、資金調達により多くのコストがかかる。資金調達が難航すれば、最適とは言えないコストカットや投資の中断を行っても資金を確保しなければならぬ。つまり、突然のキャッシュフロー不足に面すると、株主価値を高めるために有望な投資機会があっても見逃ごさざるを得なくなってしまう。

従って、企業の財務的柔軟性が高いほど、予期せぬ売上減少による突然のキャッシュフロー不足に對して、株式価値の損失を抑えられることが予想される。また、それゆえ、企業の財務的柔軟性が高いほど、経済対策に對して株価があまり反応

図表5 財務柔軟性の高低による影響の違い



しないことが予想される。

Fahlenbrach *et al.* [2020] は、米国企業を対象に、新型コロナウイルス危機における突然の大規模な売上減少に関して、現金保有比率と短期・長期の負債比率で測った財務柔軟性の違いによる企業ごとの株価やCDSスプレッドへの影響の違いを調査した実証研究である。彼らの結果は、新型コロナウイルス危機の影響による二月初めから三月二三日までの株価の下落局面において、財務柔軟性の高い企業が受けた影響は財務柔軟性の低い企業よりも少ないことを示している。加えて、財務柔軟性が高い企業ほど三月二四日の経済対策合意に対するポジティブな反応が少ないことを示している。なお、同様の結果がCDSスプレッドでも確認されている。

日本企業の株価パフォーマンスについてもそうした違いはあるだろうか。図表5は、新型コロナウイルス

危機による株価リターンの影響について、財務柔軟性の高低による影響の違いを表している。なお、現金保有が多く（少なく）、短期借入金が少ない（多い）、長期借入金が少ない（多い）企業を財務柔軟性が高い（低い）企業とする。具体的には、現金保有比率（現金及び短期投資÷総資産）、短期借入金比率（一年返済予定長期債務を含む短期借入金÷総資産）、長期借入金比率（長期借入金÷総資産）のそれぞれについてサンプル企業を中央値で分け、現金保有比率が多い（少ない）グループに属し、短期借入金が少ない（多い）グループに属し、かつ、長期借入金が少ない（多い）グループに属する企業を財務柔軟性が高い（低い）企業とする。図表5によると、新型コロナウイルス危機による株価パフォーマンスの低下については、財務柔軟性の高い企業よりも財務柔軟性の低い企業の方が大きな影響を受けていることが分

かる。この特徴は、Fahlenbrach *et al.* [2020]の結果と整合的である。一方、経済対策の効果については明示的な差は確認できなかった。

図表6は財務柔軟性が高い企業群と低い企業群の特徴を示している。財務柔軟性が高い企業群の総資産は平均約七四五億円であり、財務柔軟性が低い企業群の総資産は平均約三、七三四億円であった。このことは、財務柔軟性が高い企業群の方が、財務柔軟性が低い企業よりも企業規模が小さいことを意味する。なお、財務柔軟性が高い企業群の現金保有比率は平均四二・五％、短期借入金比率は平均〇・八％、長期借入金比率は平均〇・七％であった。一方、財務柔軟性が低い企業群の現金保有比率は平均一〇・五％、短期借入金比率は平均一四・八％、長期借入金比率は平均一九・八％であった。

日銀がETFの購入目標額を一二兆円に倍増す

新型コロナウイルス危機下における企業の財務柔軟性の価値

図表6 財務柔軟性が高い企業群と低い企業群の特徴

	財務柔軟性が高い企業群		財務柔軟性が低い企業群		平均値の差 (t 値)
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
日銀 ETF 購入目標額倍増公表 (3/16昼) 前後の 株価パフォーマンス					
2/3 から 3/13 までの 累積日次超過リターン	-0.353	0.164	-0.368	0.156	0.015 (2.063)
3/16 の日次超過リターン	0.002	0.038	0.005	0.037	-0.002 (-1.361)
米国経済対策合意直後 3/25 の 日次超過リターン	0.052	0.036	0.056	0.037	-0.004 (-2.233)
緊急経済対策表明翌日 4/7 の 日次超過リターン	0.030	0.030	0.026	0.031	0.004 (2.679)
日銀追加金融緩和公表日 4/27 の 日次超過リターン	0.015	0.026	0.018	0.024	-0.003 (-2.804)
企業の特徴					
総資産 (百万円)	74,542	233,316	373,419	920,861	-298,878 (-9.949)
現金保有比率	0.425	0.173	0.105	0.051	0.320 (55.020)
短期借入金比率	0.008	0.012	0.148	0.085	-0.140 (-51.745)
長期借入金比率	0.007	0.012	0.198	0.114	-0.191 (-52.557)
企業数 (社)	1,003		955		

財務柔軟性が高い企業群は、現金保有比率が中央値以上、短期借入金比率が中央値未満かつ長期借入金比率が中央値未満の企業。財務柔軟性が低い企業群は、現金保有比率が中央値未満、短期借入金比率が中央値以上かつ長期借入金比率が中央値以上の企業。

ることを公表した二〇二〇年三月一六日前後の株価パフォーマンスについて、二月三日から三月一日までの累積日次超過リターンは、財務柔軟性が高い企業群で平均マイナス三五・三%、財務柔軟性が低い企業群で平均マイナス三六・八%であった。二群の差は一・五%であり、統計的な有意性を表すt値は一・九六を超えていることから五%有意水準で統計的に有意である。この結果は、財務柔軟性が高い企業は財務柔軟性が低い企業よりも、株主価値の下落を一・五%抑制したことを意味する。また、三月一六日の日次超過リターンは、財務柔軟性が高い企業群で平均〇・二%、財務柔軟性が低い企業群で平均〇・五%であった。両者の差はマイナス〇・二%であるが、統計的に有意ではなかった。

米国内で経済対策が合意に至った直後三月二五日の日次超過リターンは、財務柔軟性が高い企業

群で平均五・二%、財務柔軟性が低い企業群で平均五・六%であった。両者の差はマイナス〇・四%で統計的に有意であった。この結果は、財務柔軟性が高い企業は、株価パフォーマンスの経済政策の恩恵を財務柔軟性が低い企業と比べて〇・四%少なく受けていることを意味する。

日本政府が一〇八兆円規模の緊急経済対策を表明した翌日四月七日の日次超過リターンは、財務柔軟性が高い企業群で平均三・〇%、財務柔軟性が低い企業群で平均二・六%であった。両者の差は〇・四%で統計的に有意であった。この結果は、財務柔軟性が高い企業は経済政策の恩恵を財務柔軟性が低い企業と比べて〇・四%多く受けていることを意味する。

日銀が追加金融緩和を公表した四月二七日の日次超過リターンは、財務柔軟性が高い企業群で平均一・五%、財務柔軟性が低い企業群で平均一・

八％であった。両者の差はマイナス〇・三％で統計的に有意であった。この結果は、財務柔軟性が高い企業は経済政策の恩恵を財務柔軟性が低い企業と比べて〇・三％少なく受けていることを意味する。

これらの結果は、財務柔軟性が高い企業ほど、新型コロナ危機における株価の下落は抑制されるという予想と整合しており、Fahlenbrach *et al.* [2020] の結果を部分的に支持するものである。一方、財務柔軟性が高い企業ほど、経済対策に対する株価反応は小さいという予想については、一貫した結果は得られなかった。

四、おわりに

本稿は、新型コロナ危機に着目して、経済危機下における企業の財務柔軟性について、米国にお

ける先行研究である Fahlenbrach *et al.* [2020] を紹介しながら、考察してきた。日本企業は二月初めから三月中旬にかけて大きな株式価値の損失を経験した。しかし、その影響は、企業が事前に備えていた財務柔軟性によって異なることが分かった。本稿の結果は、現金保有比率や短期借入金比率、長期借入金比率で測った財務柔軟性が高い企業ほど、新型コロナ危機に伴う株価パフォーマンスの低下が抑えられることを示している。一方、政府や中央銀行による経済対策に対する株価パフォーマンスの反応については、一貫した結果は得られなかった。

本稿の結果は、企業の有する財務柔軟性が、新型コロナ感染拡大に伴う突然の売上減少、キャッシュフロー不足に際して、企業活動を継続するためのリスク管理にいくらか役立っていることを示唆している。従来こうした余剰資金については投

資家と経営者との間の利害対立を悪化させる可能性があるものとは指摘されてきた。経営者は、資金調達コスト面でのエージェンシー問題に起因するデメリットと、経済危機下における資金確保のメリットとの間でバランスを取っているのかもしれない。

【参考文献】

- 佐々木寿記、鈴木健嗣、花枝英樹 [二〇一五]、「企業の資本構成と資金調達—日本企業へのサーベイ調査による分析—」、『経営財務研究』第三五巻第一・二合併号、一二月、pp.2-28。
- Almeida, Heitor, Murillo Campello, and Michael S. Weisbach, [2004], "The Cash Flow Sensitivity of Cash," *The Journal of Finance* 59 (4) pp.1777-1804.
- Fahlenbrach, Rüdiger, Kevin Ragheth, and René M. Stulz, [2020], "How Valuable Is Financial Flexibility When Revenue Stops? Evidence From The COVID-19 Crisis," *Working paper*.
- Kahle, Kathleen M., and René M. Stulz, [2013] "Access to

capital, investment, and the financial crisis," *Journal of Financial Economics* 110 (2) pp.280-299.

Loughran, Tim, and Bill McDonald, [2020], "Management Disclosure of Risk Factors and COVID-19," *Working paper*.

(つし なかこ・当研究所研究員)