

COVID-19ショックに対する中小企業向け支援の国際比較 —金融支援の有効性と出口戦略—

中央大学商学部教授
根本 忠 宣

要 旨

COVID-19（新型コロナウイルス感染症）の拡大は、世界の全ての国に同時に降り注ぐ外生ショックである。これまでの危機であれば、その発生源がどこにあり、その責任主体が誰かという論点が重要であり、その理解の違いが政策スタンスへと反映されてきた。金融システムや政府支援の歴史的な発展経緯の違いもあって、政府介入の範囲あるいは手法の違いや、その程度については国によって大きく異なっている。しかし、今般の危機対応については、COVID-19の感染拡大を契機として企業が廃業を余儀なくされるような状況は容認できないという政治的メッセージを世界は共有していたように思われる。例えば、米国や英国のような部分保証を原則とするような国において、100%の信用保証を前提とした支援プログラムが採用されたのは象徴的である。

それはロックダウンによって営業停止を余儀なくされた企業の廃業を阻止し、従業員の解雇を抑制するという点において一定の役割を果たした。しかし、融資による流動性支援は、たとえ無利子であっても返済が必要である。感染症の収束後に順調に景気が回復したとしても、多くの企業にとっては債務が積み上がったことで、新規の投資に向ける余力が失われてしまうかもしれない。ゾンビ企業やデッドオーバーハングの議論において指摘されてきた論点を踏まえると、出口戦略の要は再生、事業承継、清算を視野に入れた経営支援の徹底にある。

1 はじめに

人の移動や交流によって経済の繁栄がもたらされるものの、その規模や範囲が拡大すれば感染症というリスクから逃れることができないことは、歴史の教えるところである。しかし、COVID-19（新型コロナウイルス感染症）はこれまでに経験したことのない世界規模での感染症の拡大という点で未曾有のショックである。図-1はAhir, Bloom, and Furceri (2018) によって作成された世界不確実性指数（The World Uncertainty Index, WUI）であるが、COVID-19の感染拡大は他のイベントに比較にならないほど世界中に不安をもたらしている。

経済活動は内外を問わず密な相互依存に支えられているために、ロックダウンやソーシャルディスタンスに象徴されるように、対面による取引関係が阻害されると需要・供給ともに低迷を余儀なくされてしまう。それ故にコロナ不況は、これまでの経済危機とは異なり、金融ショックではなく需給のダブルショックという性格を有している。また、感染症の収束が不透明であることから生じる不確実性が経営者や消費者の不安を助長し、経済活動を低迷させている。そもそも感染症の拡大がなければ、大きな経済危機が発生することもなく平時としての日々が過ぎ去っているはずであったという点を踏まえると、経済支援に対するスタンスもこれまでとは全く異なる視点が求められる。

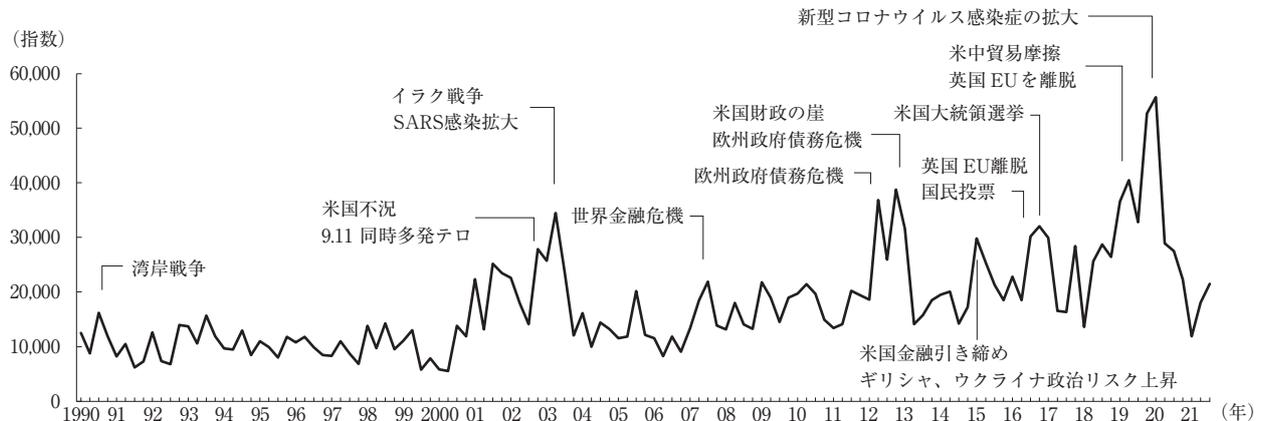
ロックダウンによって消費が強制的に制約されれば、経営判断の良し悪しとは無関係に企業はキャッシュフロー不足に陥り、既往債務があればその返済も困難になるであろう。需要低迷が長期化すれば、内部留保金を持たない中小企業であれば、企業の存続のみならず経営者や従業員の生活のための資金すらも底をつくかもしれない。経営の盤石な企業であっても内部留保金を取り崩す必要があることには変わりはないので、経営基盤の

弱体化は避けられない。いずれ感染症は収束し、経済活動も正常化へと向かっていくであろうが、経済支援策が適切になされなければ、多くの企業がコロナ前よりも足取りの重い状況での再開を余儀なくされる。こうした状況を踏まえると、政府の果たすべき役割は、全ての企業が回復期においてコロナ前と同じような状況での再開が可能となるよう全方位的な支援プログラムを用意することにある。

これまでの危機であれば、その発生源がどこにあり、その責任主体が誰かという論点が重要であり、その理解の違いが政策スタンスへと反映されてきた。金融システムや政府支援の歴史的な発展経緯の違いもあって、政府介入の範囲あるいは手法の違いや、その程度は国により大きく異なっている。しかし、今般の危機対応では、COVID-19の感染拡大を契機として企業が廃業を余儀なくされるような状況は容認できないという政治的メッセージを、世界は共有していたように思われる。例えば、米国や英国のように中小企業向け融資や公的支援の手法として部分保証を原則とするような国において、100%の信用保証を前提とした支援プログラムが採用されたのは象徴的である。

一方で、こうした政治メッセージを実現しようとするれば、実践上の困難を伴うことは容易に想像できる。例えば、困っている企業を優先して支援するという政策目標と、迅速に支援を届けるという政策目標はトレードオフの関係にある。COVID-19の企業経営に対する影響の程度は業種、地域あるいは企業間で大きく異なっているために、制約された予算のなかで迅速性を優先すれば、支援の優先度が劣位してしまう。困っている企業への支援を優先させれば、厳密なスクリーニングが必要になるので迅速な支援は不可能である。迅速性を優先すれば、間口を広げることが必要になるので、支援の優先度の低い企業への支援によって優先度の高い企業がクラウディングアウトされるかもしれない。もちろん、将来の見通しが立たないとい

図-1 世界不確実性指数 (WUI) の推移



資料： <https://worlduncertaintyindex.com/data>

(注) 世界不確実性指数 (WUI) は、エコノミストインテリジェンスユニット143カ国の国別レポートの「不確実」(またはその変形) という単語の割合を基に計算され、数値が大きいほど不確実性が高くなる。

う点での不確実性の大きさも感染症の特徴なので、現時点で困っていないなくても、将来の備えとして支援を受けておきたいという企業側のニーズは無視できない。こうしたトレードオフ問題を克服するには、影響度の違いに対応した多段階な支援プログラムを用意したうえで、事前の審査要件を可能な限り緩和することである。

しかし、審査を緩和すれば、詐欺紛いのケースを除いたとしても、企業や支援供給を仲介する貸し手のモラルハザードは避けられないかもしれない。COVID-19の感染拡大がなかったとしても、経営の改善が困難な企業がとらずに支援を受けたことで経営を存続させるいわゆるゾンビ化を助長する可能性は否めない。もともとの債務比率が大きな企業ほど支援の必要性が高ければ、負債による支援は過剰債務となり、それが感染症の収束時点まで影響すれば、過剰債務が新規投資を抑制するというデッドオーバーハング問題を顕在化させる可能性が高い。

こうした可能性は支援の大義からすれば、問題とならないかもしれない。コロナ禍での廃業抑制や雇用の維持が政策目標だとすると、給付金の支給も含めて、目の前の困った企業を助けることが最優先である。そうだとすると、ゾンビ企業やデッ

ドオーバーハング問題は事後的に対応が必要だとしても、政治的には事前に考慮すべき問題ではない。コロナ禍における支援のあり方が、これまでの危機対応とは性格を異にしている点を踏まえれば、支援のパフォーマンスを測る評価軸も再考しなければならないであろう。

これまでの評価は支援を受けた企業が同様の状況にある支援を受けなかった企業に比較して、どれだけ経営の改善を達成したかという点に着目するのが一般的であるが、コロナ禍では、平時と判断できる時点でコロナ前の水準と同じ経営状況に回復していれば支援は成功といえる。ただし、ここで留意しなければならないのは、債務比率も同水準に回復しなければコロナ前と同じとはいえない点にある。初期時点における支援に加えて、出口戦略を想定しなければ、結果的には企業経営をより困難にしてしまうかもしれないのである。さらに平時への回復時点では、それ以前とは前提条件が大きく異なっている可能性が高い。消費者行動の変化、サプライチェーンの再構築、IT対応の高度化など、多くの中小企業にとって対応が困難な経営課題への取り組みが不可欠となるであろう。

COVID-19という感染症の拡大は、世界の全ての国に同時に降り注ぐ外生ショックである。本稿

の目的は、この問題に各国がどのように取り組んだのかを比較検証したうえで、危機対応への新たな課題が何かを暫定的に総括することにある。まだ評価すべきデータが十分に蓄積されているわけではないが、米国を筆頭に各国で既に数多くの研究が行われている。こうした先行研究の成果を踏まえたうえで、さらに検証すべき論点についても考えてみたい。

2 コロナ禍の中小企業経営への影響

感染症の抑制を目的として、ロックダウンなどの人混みを厳格化すれば、感染症は抑制できるが対面を基本とする経済取引は物理的に制約されるので、消費の減少は避けられない。同様に、クラスター感染の防止のために自宅待機の要請や余剰人員の解雇などが加速すれば、将来に対する不安から消費水準をさらに下げるかもしれない。移動の自由が制約されれば、対消費者だけではなく、企業間取引も棄損するので、これまでのサプライチェーン体制も機能停止するであろう。感染症の拡大が経済に与える影響は、需要と供給の双方に及び、感染症の先行きが不透明になればなるほど、相互依存的に負のスパイラルに陥る可能性が高い。Guerrieri, *et al.* (2021) は、複数セクターを含む経済モデルによって、供給ショック（休業要請など）を受けたセクターの財と、その他のセクターの財の代替可能性が低い場合、前者のショックの影響よりも、後者の雇用や消費の減少の方が大きくなるとしている¹。これは供給ショックを受

けた業種の影響が、その他の業種へ需要ショックとして波及する経路を示唆している。

Eichenbaum, Rebelo, and Trabandt (2021) は、古典的な疫学モデル（SIRモデル²）と需給が同時に変化する一般均衡モデルを接合して、感染症の抑制と経済的なショックの抑制という二つの政策目標を同時に達成させるのは困難であることを理論的に説明している。これは感染症を抑制しつつ、家計部門と企業部門の最適化を図るためのポリシーミックスの選択³を適宜検証することの必要性を示唆している。Crucini and O'Flaherty (2021) は、SIRマクロモデルを用いて、米国におけるロックダウン（2020年の3月と4月）の雇用と消費に与える影響を推定している。米国の場合には、州ごとにロックダウンの発令時期が異なるので、その違いを利用して分析した結果、約600万人が一時的に職を失うとともに、半月の間に150億ドルの企業収益の損失と、100億ドルの個人消費の減少の累積的な影響を引き起こしたとしている。

図-2に示したように人流規制の厳格化と経済成長率の関係を見ると、厳格であるほど経済成長率の低下幅が大きい傾向にある。英国、フランス、イタリア、スペインなど人流規制の厳格な国は、日本のような緩い国と比較して顕著に低下幅が大きい⁴。

また、Adams-Prassl, *et al.* (2020) によると、人流規制の労働市場への影響は、国や業種によって大きく異なる。2020年4月上旬までに、解雇しやすい米国では20%、英国では17%が失業したのに対して、そうではないドイツでは5%に止まっている。在宅勤務の困難な労働者に限定すると、米国

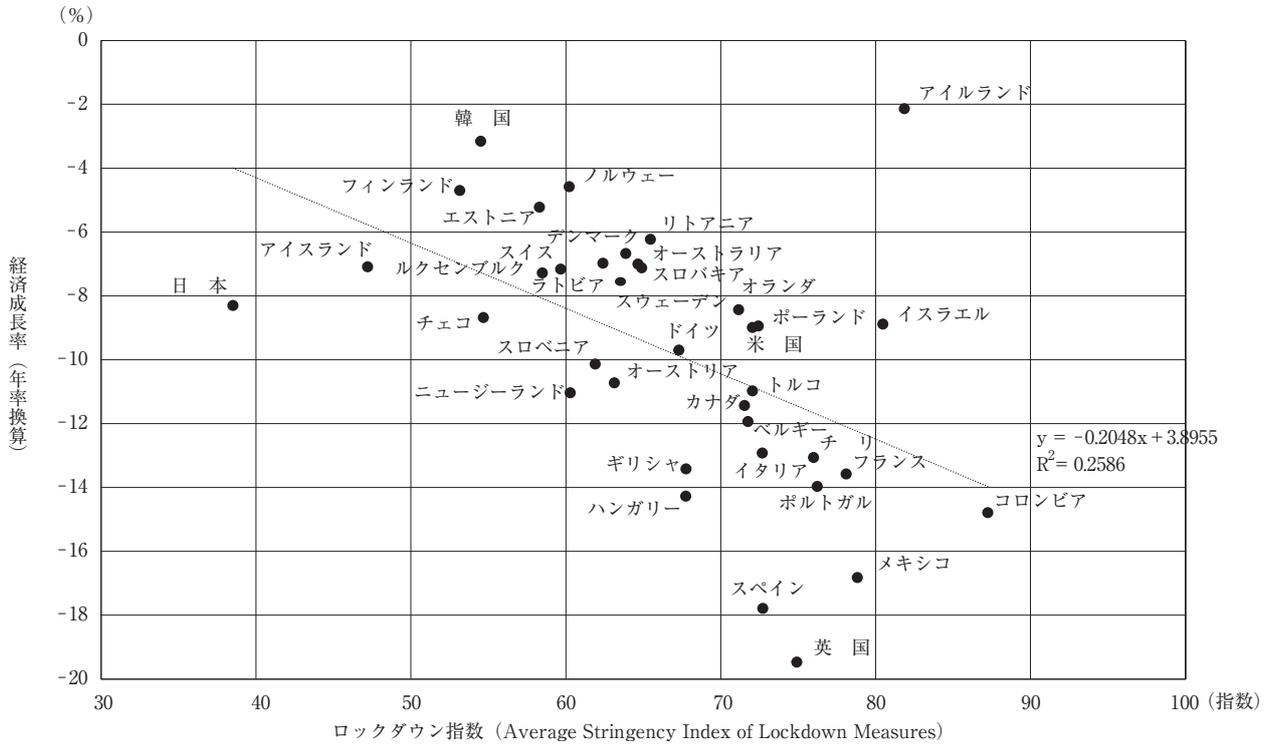
¹ 深夜に帰宅する必要が仮に生じても既に電車やバスが終わってれば、あらかじめ深夜までの外出を控えてしまう。この「深夜の外出の取りやめ」に関わる需要の減少は飲食店やその他の業種に及ぶ可能性がある。

² Kermack and McKendrick (1927) を参照。SIR モデルは、①感染可能人数 (susceptibles: 感染する可能性のある人数)、②感染者数 (infectives: 感染し、かつ感染させる能力のある人数)、③病気から快復した人数 (recovered/removed: 病気から快復した免疫保持者、ただし、死亡者を含む) の三つの要素の関係を常微分方程式によって示したものである。

³ Eichenbaum, Rebelo, and Trabandt (2021) は、様々な社会政策（ソーシャルディスタンス、ロックダウンの早期解除、健康インフラの整備）、財政政策（補助金）、感染度合い β （ワクチン接種）や快復率 (γ) を変化させて、人々の効用（満足）を最大にするような政策シミュレーションを試みている。

⁴ Stringency Indexについてはhttps://github.com/OxCGRT/covid-policy-tracker/blob/master/documentation/index_methodology.mdを参照。

図-2 ロックダウン指数 (Average Stringency Index of Lockdown Measures) と経済成長率の関係性



資料：OECDデータベース

(注) 1 ロックダウン指数 (Average Stringency Index of Lockdown Measures) は、職場の閉鎖、公開イベントのキャンセル、集会の制限、公共交通機関の閉鎖、外出禁止令など九つの指標の平均スコアとして計算され、0 (緩い) ~ 100 (厳格) の値で示される。
2 数値は2020年第2四半期。

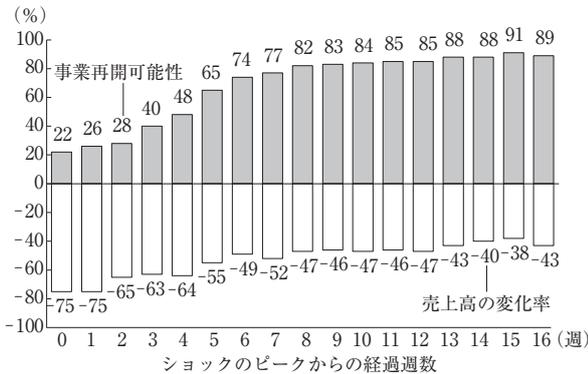
が40%以上であるのに対して、ドイツは10%を下回っている。業種間の差をみると、在宅勤務の馴染まない「宿泊およびフードサービス活動」業界の従業員は、国を問わず失職する可能性が最も高く、そのほか「アート・エンターテインメント・レクリエーション」業界および「卸売・小売業」業界への影響も大きくなっている。また、不安あるいは企業経営に係る不確実性の高まりは、進行中の事業の縮小や計画中の事業の中止など経営を後退させる可能性が高い。森川 (2021) は、①新型コロナ前の2019年初めと新型コロナ後の2020年初秋に実施したオリジナルの企業サーベイにおける企業の経済見通しの不確実性 (主観的確率分布)、②日本の四半期ベースの政府統計 (内閣府「法人企業景気予測調査」) の集計データ (2004年第2四半期~2021年第1四半期) の長期的な動向を分析し、世界経済危機は「確実に悪化する」

というfirst moment shockの性格が強かったのに対して、今回は「先行きどうなるかわからない」というsecond moment shock (不確実性ショック) の性格が強いことを示唆している。

この点に関して、Buchheim, *et al.* (2020) は、ドイツの企業向けアンケート (サンプルサイズは約6,000社) を用いて、ロックダウンとともに感染症に係る不確実性や政策に係る不確実性が経営にどのような影響を与えたのかを分析している。回答企業の8割近くが、不確実性の高まりは、経営に影響するとしており、そうした企業のうち「4か月以上ロックダウンが継続すると考えていた企業」は、そうでない企業と比較して投資計画の中止や従業員の解雇などを選択する可能性が23~31%高いことを明らかにしている。

World Bank (2020) が55カ国の10万企業に対して実施したアンケート調査から、COVID-19の

図-3 事業再開と売上高の見通しの関係



資料：Apedo-Amah, *et al.* (2020)

(注) 事業再開可能性は、サンプル企業を国、規模、固定効果などによってコントロールしたプロビット分析による算出。売上高変化率は、同様に回帰分析により算出。横軸は時間軸で、0はショックのピークで、それ以降1週間ずつ区分。

感染拡大が世界同時ショックであることが理解できる。ショックのピーク時には、8割近くの事業が閉鎖され、売上高は対前年度比で75%減となると見込まれている(図-3)。ピーク後8週間の時点では、8割以上が事業を再開させ、支援によって売上高も回復に向かうものの、売上高の見込みは、依然として対前年度47%減と大きく落ち込んでいる。

中小企業経営に対する実態的な影響はどうだったのだろうか。2020年5月18日にFacebook、経済協力開発機構(OECD)、世界銀行が共同で実施した中小企業(従業員数500人以下の企業と定義)に関する世界的な調査(50カ国3万社)によると、2020年1月から5月にかけて、ロックダウンなどの人流抑制の結果、調査時点で稼働していた中小企業の62%は、2019年の対応期間に比べて過去30日間に相当する売上高の減少を余儀なくされている⁵。その半数以上は、50%を超える減少となっており、先行きの不透明感も相まって、22%の企業が雇用削減を行っている。

Mckinsey & Company (2020) が、2020年8月に欧州の5カ国(フランス、ドイツ、イタリア、スぺ

イン、英国)の2,200社を超える中小企業を対象に実施したアンケートでも同様の結果が確認されている。70%近い企業が収益は減少したと回答しているものの、大幅に減少したとする企業の割合はイタリア、スペインで特に高くなっている。また、状況が悪化し、収益がさらに10~30%減少した場合、77%の企業は、2021年9月までに廃業する可能性があるとしている。

国別の状況を確認すると、米国についてはBartik, *et al.* (2020) が、米国の460万の中小企業ネットワーク(Alignable)のメンバーである5,800企業を対象とするアンケートを実施(2020年3月28日~4月4日)し、公的支援パッケージが出される前の状況を明らかにしている。回答企業の41.3%は、需要の減少、従業員の健康への配慮などから一時的閉鎖を、1.8%は廃業を選択している。一時的閉鎖は19~66人規模で多く、業種別では対面サービスの小売業で影響が大きく、銀行などの金融業、不動産、建設業はそれほど影響を受けていない。雇用については、フルタイム従業員は、1月31日から3月末までに32%減少、パートタイム従業員は57%減少となっている。興味深いのは、手持ち現金の重要性を示唆している点で、追加の借入れなしに経営を持続できる期間は1~2カ月が最も多く、手持ちの現金を保有している企業ほど将来に対する期待は楽観的である。

Fairlie and Fossen (2021) は、カリフォルニア州税務局の管理データを用いて、より詳細な実態調査を行っている。四半期ごとの対前年度の成長率は平均して約3~4%であるが、2019年第2四半期から2020年第2四半期は17%減となっている⁶。売上高の減少は対面を基本とする業種に顕著で、宿泊施設は92%減と最も影響が大きくなって

⁵ Facebook, the Organisation for Economic Co-operation and Development, and the World Bank (2020) を参照。

⁶ Bloom, *et al.* (2021) は、大規模な決済テクノロジー企業と提携して、カリフォルニア州の2,500件の中小企業から調査データを収集し、2020年第2四半期の売上高が平均29%減少したとしている。また、Fairlie (2020) と同様に、女性と黒人が所有する企業ほど減少幅が大きいことも確認している。

いる。その一方で、オンライン販売は180%増であり、業種特性による影響格差は無視できない。また、Fairlie (2020) は、2020年4月の現在の人口調査 (Current Population Survey) を使用して、2020年2月から4月の間に米国全土で事業主が330万人 (22%) 減少したことを確認したうえで、その内訳をみると、アフリカ系事業主が41%減と最も多く、ラテン系32%減、アジア系26%減、女性事業主も25%減とショックの影響が属性によって異なっている点を指摘している。

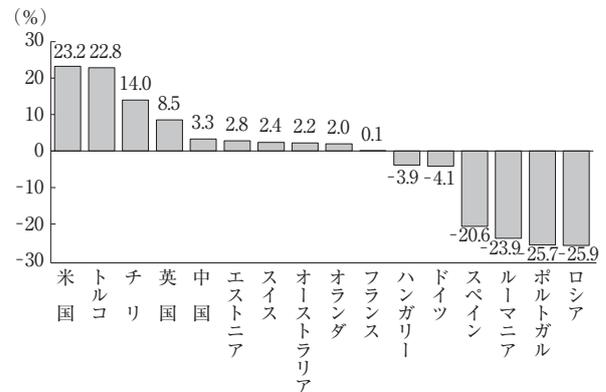
女性の事業主が不利な状況にあるのは米国だけではない。自己雇用者に対する影響調査⁷によると、ドイツ、カナダ、英国の女性事業主は、労働時間の縮小に伴って、収入を大きく減らしている。これは在宅勤務の頻度が高くなるとともに、男性に比較して女性の家事や介護などの負担が増えたことが関係しているものと思われる。

英国については、Hurley, *et al.* (2021) が九つの主要な銀行グループに当座預金または負債を持つ200万の中小企業をサンプルとした調査で、ロックダウンによって中小企業の売上高成長率は、平均30%ポイント低下し、その程度は都市部の消費者向けセクターにおける若い企業ほど大きいことを明らかにしている。

スペインは最も影響の大きな国の一つであるが、Albert, Caggese, and González (2020) は、スペイン中央銀行の企業向けサーベイ調査 (4,004社) からCOVID-19ショックの影響は、都市部に位置する小規模企業、若い企業、生産性の低い企業においてより大きいという事実を明らかにした。

パンデミックの第1波 (2020年3月、4月) にお

図-4 主要国における開業率の変化
(2020年第1～3四半期の対前年比)



資料：図-2に同じ

いては、先行きの見通しが立たないこともあって、予定していた開業を控えたことが影響して、多くの国で新規開業率は大幅な低下を余儀なくされている。図-4に示したように、5月以降になると米国や英国のように急速に回復した国と⁸、スペインやポルトガルのように低迷が続いている国とで大きな差が生じている。とりわけ米国では、2020年第1～第3四半期に対前年度23%増となっている。ただし、この多くは一時解雇等によって失業した労働者が、新たな働き場として自己雇用を選択したことが影響している⁹。コロナ禍における新規開業に関するアンケート調査によると、2020年の新規事業主の3分の1は失業を契機とした開業であり、人種別では黒人、ヒスパニック系、ラテン系が、性別では女性の比率が高くなっている¹⁰。

3 中小企業向け支援の形態と支援規模

新型コロナウイルス感染症の急速な拡大によって世界が不安に陥るなか、先進国を中心に各国の

⁷ ドイツについてはGraeber, Kritikos, and Seebauer (2020)、カナダについてはBeland, Fakorede, and Mikola (2020)、英国についてはBlundell, Machin, and Ventura (2020) を参照。

⁸ スペイン風邪によるパンデミックにおいても、米国と欧州では、非常に多くの従業員が感染したことで、企業は閉鎖を余儀なくされる一方で、パンデミックのピーク時である1919年から新興企業が急成長したとしている。Beach, Clay, and Saavedra (2020) を参照。

⁹ 失業の増加と新規開業の関係についてはFairlie and Desai (2020) を参照。

¹⁰ 中小企業向けのオールインワンの給与および福利厚生プラットフォームであるGustoが実施したアンケート。実施期間は2021年4月4日から4月16日、回収サンプルは1,568人。https://gusto.com/company-news/new-business-creation-during-covid-19-a-survey-of-pandemic-entrepreneurs

表-1 中小企業向け支援の形態

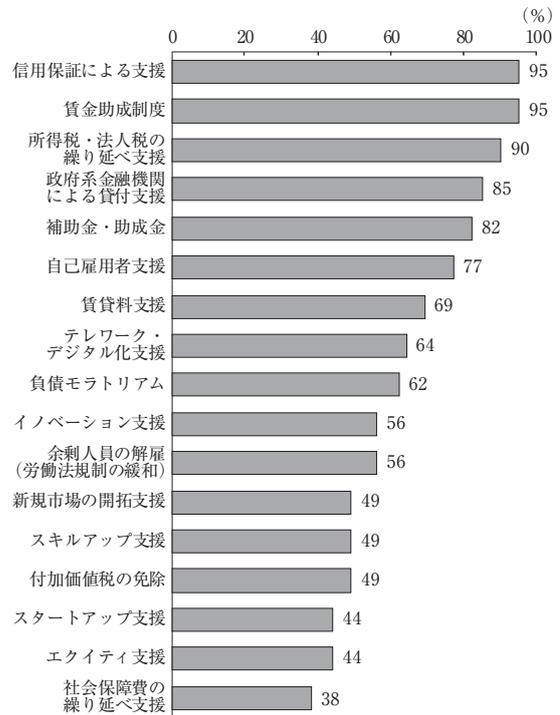
雇用関連支援	時短労働措置 賃金助成制度 解雇規制 余剰人員の解雇（労働法規制の緩和）
繰り延べ支援	各種税金、社会保険料の支払い猶予 オフィス賃貸料や公共料金の支払い免除 既往債務の返済猶予（モラトリアム）、 金融関連手数料・利払いの免除または削減
金融支援	信用保証枠等の拡大や簡略化 政府系金融機関からの借り入れ 銀行に頼らない資金調達 補助金や助成金 株式や疑似エクイティによる資金調達 現金給付
その他構造支援	新規市場の開拓支援 テレワークや電子商取引を含むデジタル支援 イノベーション、研究開発支援 転職支援、スキルアップや再訓練支援 スタートアップ支援

資料：OECD、世界銀行

政府は可能な限りの財政支出を行い、個人、企業向けを問わず様々な支援プログラムを用意した。その内容は国によって大きく異なることはなく、基本的には失われたキャッシュフローに対する支援であり、雇用維持や生活維持のための支援である。それはドイツのメルケル首相（当時）がテレビを通じて、「大企業・中小企業を問わず企業各社にとり、また小売店、飲食店、フリーランスの人たちにとり、状況は既に非常に厳しくなっています。そしてこれからの数週間、状況は一層厳しくなるでしょう。政府は、経済的影響を緩和し、特に雇用を維持するため、あらゆる手段を尽くす考えであり、このことを私は皆さんにお約束します。私たちには、この厳しい試練に直面する企業や労働者を支援するために必要なあらゆる策を講じる力があり、また意思があります。」（2020年3月18日）と語った言葉に象徴される。

中小企業向け支援の具体的な内容については、表-1に整理したように、大別すれば雇用関連支援、繰り延べ支援、金融支援、その他構造支援に区分できる¹¹。人流規制によって事業そのものが停止してしまうと、内部留保の不十分な企業では

図-5 高所得国（39カ国）における中小企業向け支援の採用状況（2021年2月時点）



資料：OECD
 (注) 数値は39カ国のうち支援を実施した国の比率。

運転資金は数日で底をついてしまう。Bartik, *et al.* (2020) の米国の中小企業を対象にした調査によれば、調査サンプルの半数以上の企業は1~2カ月の費用を賄うのに十分な現金を保有しているものの、約25%の企業は1カ月未満で資金が枯渇してしまう。東京商工リサーチが実施している「新型コロナウイルスに関するアンケート」調査（第3回・2020年3~4月実施）の結果、日本においても、売上高の減少が続けば、3カ月以内の仕入れ代金や給与の支払いに不安を感じるとする中小企業は4割を超えている。こうした状況を踏まえると、企業が望む最優先の支援は、賃金助成あるいは各種支払いの猶予や免除であり、中長期には金融支援によって運転資金を賄えるような信用保証や低利融資の拡充だと思われる。

実際に、図-5にあるように、OECDの調査で

¹¹ 世界の支援の詳細については、IMF Policy TrackerやOxford COVID-19 Government Response Trackerを参照。

は、信用保証による支援、高所得国の中小企業向け支援として貸金助成制度、所得税・法人税の繰り延べ支援は9割以上の国で採用されている。

雇用関連支援に関しては、多くの先進国において日本の雇用調整助成金と同様に、事業活動の縮小を余儀なくされた事業主に対して、雇用維持を可能とするような支援策が導入されている。例えば、ドイツでは操業短縮に伴って従業員を休業（部分休業を含む）させた場合に、従業員の賃金減少分の60%（扶養義務がある子を有する場合は67%）を助成し、英国においても、休業中の従業員を対象に人件費の60～80%（上限月額1,875～2,500ポンド）を支給するコロナウイルス雇用維持スキーム（Coronavirus Job Retention Scheme）が導入されている。いずれの国でも生産性の維持や改善ではなく、休業要請を契機に解雇が加速しないように雇用維持支援を優先している点に特徴がある。

その他構造支援は、デジタル支援や新規市場開拓支援あるいはスタートアップ支援を指しているが、それは出口戦略の一環でもある。感染症が収束に向かう段階から、スムーズに経済状況を回復させることが必要であり、そのためにはCOVID-19ショックへの対応のなかで生じている構造変化を踏まえた準備に取り組むことが望ましい。日本でも2021年11月に「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」が閣議決定されたが、次世代への成長を見据えた投資の選択は、ポストコロナにおける経済的なポジションを左右するものと思われる。また、一時的な変化と、構造変化を事前に識別できないとしても、感染症対策において経験したオンラインの活用は、個々人の働き方のみならずグローバルな経済活動のあり方に対して一石を投じていることは間違いない。

先進国における支援プログラムの内容に大きな

違いがあるわけではないが、予算規模ないしその配分は国によって異なっている。表-2はコロナ対策に係る財政支出の国際比較である。2020年1月から2021年9月27日までの対GDP比でみた総額（真水+流動性支援）は、イタリア（46.57%）、日本（45.34%）、ドイツ（41.43%）の順が多い¹²。しかし、いずれの国も流動性支援のウエイトが大きく、真水部分だけで比較すると米国（25.54%）が突出している。日本は流動性支援のなかで疑似財政活動のウエイトが大きい点に特徴があり、政府系金融機関の役割の大きさを示している。そのほか、支出の前倒し・収益の繰り延べのウエイトが大きいデンマークも特徴的である。企業の資金流動性を確保するために源泉所得税、付加価値税、消費税などの納税の猶予を最優先の支援策と位置づけている。支援パッケージの違いが支援効果にどのように影響しているのかは今後の重要な研究課題である。

こうした支援は、必要としている企業を全てカバーできていない可能性がある。例えば、給付金の支給には所得制限がかけられるのが一般的であるが、便宜的に数値要件のみで対象者を特定してしまうと、生活実態から判断して不要である人が受け取る一方で、本当に必要としている人が排除されてしまう可能性がある。中小企業向け支援の場合は、リテラシーの問題もあって、そもそも支援にアプローチできない層がいることに加えて、必要以上に支援を受けてしまうケースも散見される。いわゆる支援のミスマッチ問題であり、Cirera, *et al.* (2021) は、低・中・高所得国60カ国の12万を超える企業が含まれる、世界銀行グループ（World Bank Group, WBG）によって開発されたビジネスパルス調査（Business Pulse Survey, BPS）を用いて、その実態を検証している。具体的には、

¹² EU加盟国は、財政規律を定めた安定・成長協定（財政協定）の下で、国内総生産（GDP）に対し財政赤字を3%以下、公的債務を60%以下に抑える必要がある。しかし、欧州委員会は2020年3月、EU域内での新型コロナウイルス感染拡大を「異常事態」とし、財政規律要件の適用の一時停止（一般免責条項の発動）を提案して、EU理事会（閣僚理事会）が承認した。

表-2 主要国におけるコロナ対策に係る財政支出

国名	金額 (単位: 10億ドル)							
	真水				流動性支援			
	追加支出・税収減			支出の前倒し・ 収益の繰り延べ	資本注入・融資・ 資産買入・債務	偶発債務		小計
	保健部門	非保健部門	小計			信用保証	疑似財政活動	
オーストラリア	13.81	235.92	249.73		10.36	13.81		24.16
カナダ	44.96	216.16	261.12	63.45	3.88	61.07		64.94
フランス	35.72	216.16	251.88	79.32	18.03	381.76		399.79
ドイツ	69.62	449.67	519.28		114.13	943.84		1,057.97
イタリア	22.83	182.61	205.43	7.99	3.71	660.80		664.51
日本	94.59	736.13	830.72	27.16		147.04	1,282.14	1,429.18
韓国	8.47	65.00	73.47	39.58		60.08	105.93	166.02
スペイン	16.09	80.93	97.02	0.05	0.73	171.88	11.41	184.02
英国	203.99	236.07	440.06	14.11	1.28	451.60		452.89
米国	687.30	4,641.00	5,328.30	17.98	56.00	454.00		510.00
中国	21.30	689.35	710.65	231.86		57.96	134.77	192.73
デンマーク	0.12	12.15	12.27	48.73	43.11	12.56		55.67
フィンランド	4.11	7.48	11.58	2.40	1.83	13.92	4.57	20.31
スウェーデン	4.13	18.35	22.47	36.37	1.27	27.14		28.41
スイス	7.04	51.14	58.18		1.07	45.56		46.63
E U	0.06	488.24	488.30		798.90	74.18		873.08

国名	2020年GDP比 (単位: 10億ドル)							
	真水				流動性支援			
	追加支出・税収減			支出の前倒し・ 収益の繰り延べ	資本注入・融資・ 資産買入・債務	偶発債務		小計
	保健部門	非保健部門	小計			信用保証	疑似財政活動	
オーストラリア	1.02	17.36	18.37		0.76	1.02		1.78
カナダ	2.73	13.15	15.88	3.86	0.24	3.71		3.95
フランス	1.36	8.22	9.58	3.02	0.69	14.53		15.21
ドイツ	1.83	11.81	13.64		3.00	24.79		27.79
イタリア	1.21	9.69	10.90	0.42	0.20	35.06		35.25
日本	1.88	14.59	16.47	0.54		2.91	25.42	28.33
韓国	0.52	3.97	4.48	2.42		3.67	6.47	10.13
スペイン	1.26	6.32	7.58	0.00	0.06	13.43	0.89	14.37
英国	7.53	8.71	16.24	0.52	0.05	16.67		16.71
米国	3.28	22.17	25.45	0.09	0.27	2.17		2.44
中国	0.14	4.64	4.78	1.56		0.39	0.91	1.30
デンマーク	0.03	3.42	3.46	13.72	12.14	3.54		15.67
フィンランド	1.52	2.76	4.27	0.88	0.67	5.14	1.68	7.49
スウェーデン	0.77	3.41	4.18	6.77	0.24	5.05		5.29
スイス	0.94	6.83	7.77		0.14	6.09		6.23
E U	0.00	3.78	3.78		6.18	0.57		6.75

資料: IMF "Database of fiscal policy responses to Covid-19"

(注) 1 2020年1月以降に計画された新型コロナウイルス対策の財政措置で2021年9月27日までに公表されたもの。2021年実施予定も含む。

2 追加支出には雇用関連支援、税収減には税金・社会保障費の繰り延べ支援、疑似財政活動には政府系金融機関の中小企業向け支援が含まれる。

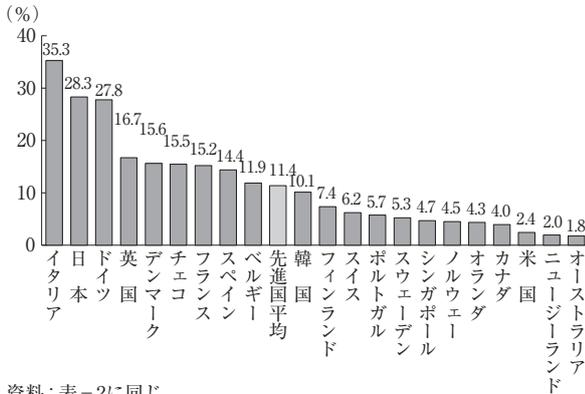
実際に受けた支援と受けたかった支援のミスマッチの有無を確認したところ、前者では貸金助成制度が最も高い比率である一方で、後者については各種税金、社会保険料の支払い猶予と金融支援が最も高くなっている。そもそも支援を受けられていないという層も含めて、企業規模を問わずミスマッチが存在している。金融支援については、ショックの影響が大きい企業ほどミスマッチが生じている。企業のニーズに対応した支援プログラムが企業のパフォーマンスや経済厚生の改善に

とって最適であるわけではないが、どの企業にどのような支援が必要なのか、どのようなマッチングが望ましいのかなど、支援パッケージのあり方とともに追加検証が必要な論点である。

4 主要国における金融支援

前述したように政府支援は多岐にわたっているが、雇用維持や税・社会保険の繰り延べは一時的な支援であり、企業が平時の状態へと回復するた

図-6 金融支援規模（信用保証、融資、エクイティ）の対GDP比（2021年9月27日）



資料：表-2に同じ
 (注) 1 GDPは2021年10月のIMF世界経済見通しに基づく。
 2 国グループの平均は、購買力によって調整された米ドル建てのGDPによって重み付けされている。

めには金融支援の充実が不可欠である。

実際に、COVID-19ショックによって企業が消滅する必要はないという政治メッセージに支えられて全ての先進国において、これまでの金融危機とは比較にならないほどの規模と内容によって支援が実行されている。

(1) 支援規模

図-6は国別にみた信用保証、融資、エクイティを含む金融支援規模の対GDP比である。先進国の平均でも10%を超えており、なかでもイタリア(35.3%)、日本(28.3%)、ドイツ(27.8%)は他国に比較しても特に高い水準にある。

イタリアの水準が高いのは、初期における感染状況の悪化が影響している。人流規制の強化に対応して、積極的な経済対策パッケージを打ち出すことで大規模な財政出動へと舵を切ったものと思われる¹³。他国への感染拡大も相まって、欧州連合(EU)としてもイタリアの動きに追随するように、財政規律の一時的な凍結を容認するとともに、欧州中央銀行(ECB)によるイタリア国債やギリシャ国債を含む資産買い入れプログラム

表-3 資金ニーズと支援プログラム

資金ニーズ	支援プログラム
既往債務の負担減	低利融資への借り換え 条件変更・返済の猶予 モラトリアム
運転資金の不足 ・給与 ・税金、社会保険料 ・その他経費 ・買掛金や支払手形 (企業間信用) など	繰り延べ支援(猶予・免除) 既存支援制度の緩和(保証枠の拡大、金利の引き下げなど) 100%信用保証 ゼロ金利、無担保・無保証融資 中央銀行による資金供給ファシリティ
感染症の長期化に対応した予備資金の必要性	既存支援制度の緩和(保証枠の拡大、保証料や金利の引き下げなど) 100%信用保証 ゼロ金利、無担保・無保証融資 中央銀行による資金供給ファシリティ
過剰債務の解消 廃業・清算 事業承継 合併・買収	転換社債 資本性ローン、劣後ローン 返済免除型融資 債券、債務証券の買い取り
ポストコロナに向けた投資(恒久的な変化を見据えた対応のための資金) 新事業への取り組み スタートアップ資金	株式ファンド エクイティ 中小企業の新規株式を個人が購入した場合の税制優遇 官民ファンドを通じた投資 転換社債(コンバーティブルローンノート) スタートアップ向け基金の設立 スタートアップ向け 100%信用保証

資料：筆者作成

(Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) を創設した。コロナ共同債の創設までは至っていないものの、COVID-19ショックを回避できなければEUの存続もないという点は一致しており、ドイツやフランスでも過去にないような規模の財政出動がなされている。

(2) 支援プログラム

金融支援に着目した具体的な支援プログラムは表-3に整理した通りである¹⁴。ショックによって生じた資金ニーズに対しては、緊急を要するものから、過剰債務問題や事業展開のための資金ニーズなど感染症の収束後を見据えたものまで既存資源をフル稼働するような形で多様な支援プログラムが用意されている。ただし、出口が見えないこともあって支援の順序やウエイトあるいは期

¹³ イタリア政府は3月初旬から積極的な経済対策を決定し、3月17日には総額200億ユーロの経済対策パッケージ(Cura Italia)、4月8日には企業への流動性支援策(Liquidity)、5月19日には総額550億ユーロの経済対策パッケージ(Recovery)が実施されている。

¹⁴ 各国の金融支援プログラムの詳細についてはOECD(2021a)を参照。

限は状況に応じて見直されている。

具体的にみると、既往債務の負担を軽くするために、全ての国で低利融資への借り換えや条件・返済猶予が採用される一方で、モラトリアムについてはもともと企業の債務比率の高いイタリアやスペインなど一部の国のみで実施されている。イタリアでは、2020年7月17日に270万件以上の債務モラトリアムの申請または通知を受け取り、総額は2,950億ユーロに上っている¹⁵。

運転資金ニーズへの対応は支援の要である。企業の負担を増やさないためには、繰り延べや給付金が望ましいが、大部分は信用保証付きの融資である。今回の特徴は、既存制度の利用要件を大幅に緩和することに加えて、多くの国で100%信用保証が時限付きで導入された点にある。

緊急に必要な必要資金を一時的に確保できたとしても、融資である以上は感染症の収束後には返済をしなければならない。必要以上の借入れをした企業が大部分であるから、過剰債務問題は避けられない。その程度は現状では予測できないが、各国とも転換社債や劣後ローンあるいは返済免除など事後対応を踏まえた支援プログラムを用意している。

また、金融機関や企業等の資金調達の円滑化に万全を期すために、信用保証や政府系金融機関による支援に加えて、各国の中央銀行は資産購入枠を拡大するとともに、新たな資金供給ファシリティを導入している。これらは金融政策とは別枠の流動性支援として位置づけられ、リスクは原則として政府が補完するという建て付けになっている¹⁶。

過剰債務問題を最小限に抑えるためには、ポストコロナを見据えた成長戦略が不可欠である。ポストコロナを想定した恒久的な変化が何かは事前

に予測できないが、既存企業向けの復興支援、次世代を踏まえた投資支援、スタートアップ支援の違いは今後の回復プロセスに大きな差を生じさせるものと思われる。

フランスでは、Banque Publique d'investissement (Bpifrance) と政府が共同でWorking Capital Requirement (WCR) cash module Support for consulting missionsにおいて委託費の50～75%を支援する融資プログラムを提供している。コンサルティング内容は本格的であり、従業者10人以上（あるいは売上高500万ユーロ以上）の企業を対象として、BpifranceコンサルティングマネージャーとBpifranceと提携している独立コンサルタントがペアとなって、8～10週間にわたって、情報（貸借対照表、キャッシュフローなど）の収集・分析を行うとともに、内部インタビューやワークショップを実施したうえで提言を行う。

ポストコロナを見据えた成長戦略についてEUでは、2020年5月に「Next Generation EU」を早々に打ち出している。今回の危機による経験を、「経済と社会を変革し、全ての人に役立つ欧州を設計する、一生に一度のチャンス」として位置づけている。予算規模は総額7,500億ユーロに達し、そのうちの5,600億ユーロについてEUの優先課題である環境、デジタル化、国民経済のResilience（強靭性）の強化に関連した投資に向けられている。とりわけ環境については「欧州グリーン・ディール」と連動しており、持続可能な経済社会への構造転換を加速させる狙いがある。フランスやドイツにおいてもEV購入補助金の引き上げや関連インフラ充実のための大規模な予算が組まれている。

資金繰り難に直面しているのはスタートアップも同様であるが、主要国の緊急支援プログラムの

¹⁵ https://www.bancaditalia.it/focus/covid-19/Tabella-moratorie_EN.pdf?language_id=1

¹⁶ 河村（2021）が指摘しているように、米国や英国ではリスクは政府が負担するということが明確になっているのに対して、日本では、特別プログラムを通じて、日本銀行としても、場合によっては一定程度、資本が毀損される可能性が高いにもかかわらず、政府による信用補完や損失補填等の取り決めが存在していない。

対象は既存の企業に限定されていることが多い(表-4)。そのためフランス、ドイツ、英国、イタリア、スイスでは早い段階からスタートアップ向けの支援プログラムを導入している。

以下では、緊急支援プログラムとスタートアップ支援についての主要な先進国の対応を紹介しておきたいと思う。

緊急支援プログラムで最優先されるのは事業継続のための資金支援であり、売上高の減少のために既往債務の返済、給与や税金・社会保険料の支払いが滞る場合に、不足する資金を供給する。短期的には、繰り延べ支援が活用できるが、それでも足りない場合には、銀行からのつなぎ融資が必要となる。迅速性を優先すると、2020年3～5月の初期の感染ピーク時に、すぐに対応できることは、既存の支援プログラムの見直しであり、具体的には適格要件の緩和、支援額や期限の拡大、金利や保証料負担の軽減などである。将来の不確実性に備えるという観点からは既存プログラムの見直しでも対応できるが、店舗の閉鎖によって資金が枯渇している企業にとっては給付金に相当する資金が直ちに求められる。

そうしたニーズに対応して、カナダ(Canada Emergency Business Account (CEBA))、イタリア(Fondo di garanzia per le PMI (Liquidità))、スイス(Covid-19 bridging credits)、英国(Bounce-back loan)、米国(Paycheck Protection Program (PPP))の各国で時限付きの100%信用保証プログラムが実施された。

世界金融危機の際、日本を除くと、支援によるモラルハザード問題を回避するために100%の信用保証を採用した先進国が存在しなかったという事実を踏まえると、多くの国で、こうした選択がなされたのは、COVID-19ショックは金融危機ではなく、自然災害であると判断したからであろう。実際に、命を守ることが優先だとして人流規制が敷かれた以上、それによって営業停止を余儀なく

された企業を潰すわけにはいかないという政治からのメッセージが世界的に共有されていたように思われる。

支援の大義が潰さないという点にあるとすれば、困っている企業に対して迅速に資金を届けることが運営上の課題となる。本当に困っている企業にアプローチできたのか、必要な金額を不足なく供与できたのか、資金の返済を含めた事後的なフォローアップができているのかなど、制度設計と実務フローのあり方を検証しなければならない。

各国の支援内容を詳細に比較してみると、借り手の負担を軽くするために、表に示した全ての国で無担保・無保証を前提としており、信用保証の場合には保証料も免除となっている。金利は、イタリア、ドイツ、米国は一律に付利されるが、カナダ、スイス、英国、フランスは期間、金額によって無利子である。最大融資額は円ベースでみると、カナダや英国の700万円台からスイスの約25億円までと国によって大きな開きがある。返済期間(最長)は、カナダ、スイスが5年、イタリア、英国6年、ドイツが10年となっている。日本は、民間金融機関による融資上限が6,000万円、10年であるが、政府系金融機関による融資は、国民生活事業8,000万円(無利子部分は6,000万円)、中小企業事業6億円(同3億円)と大きな枠が設定されており、返済期間(最長)についても15～20年(ただし、無利子期間は3年)と他国に比較して長い(表-5)。

想定されている予算額はドイツが60兆円と最大で、そのほかは20兆～30兆円である。日本は総額140兆円の金融支援措置が講じられているので、ドイツと比較してもかなり手厚い支援体制となっている。

申し込みは簡素化され、オンラインや民間金融機関を通じて申請書を提出するだけで、審査も適格要件や不正のチェックのみである。申し込みから実行までの日数は国によってばらつきがあり、スイスや英国のように1～2日という国もあれ

表-4 主要国における緊急支援プログラム

制度設計	カナダ (Canada Emergency Business Account (CEBA))	スイス (Covid-19 bridging credits)
対象	給与の支払い額、支払いの延期ができない請求額から判断	中小企業 (年間売上高5億スイスフラン未満)
期限	2020年4月9日～2021年6月30日	2020年3月17日～2021年12月31日
資金使途	制約なし (適格要件から貸金支払い、経費支払い)	配当金の支払い、資本拠出の返済、固定資産への新規投資は除外
金利	2022年12月末まで無利子、それ以降は5%	①50万スイスフラン未満は無利子、②50万スイスフラン以上2,000万スイスフラン未満は0.5%
保証割合	融資	100%
保証料	-	あり
担保	不要	不要
経営者保証	不要	不要
融資額	最大8万カナダドル	最大2,000万スイスフラン
返済期間	5年以内	5年以内 (7年まで延長可能)
据置期間	金利発生時から2025年12月まで利子のみ支払い	2022年3月31日まで利子分の支払い
審査方法	法的書類を通じて適格要件のみチェック	①については申請書のみ、②は銀行が審査
申請から実行までの時間	10～15日	①は24時間以内、②数日
申し込み方法	政府のウェブサイトにて適格性をチェックして銀行へ申し込み	申請書を取り銀行に提出 (銀行から保証機関)
支援主体	カナダ政府	スイス政府、保証機関
供給チャネル	民間金融機関 (申請後に口座の開設が必要)	民間金融機関、ポストファイナンス
その他	早期返済による元本返済の一部免除あり	50万スイスフランまではオフバランスとして処理
制度設計	イタリア (FONDO DI GARANZIA PER LE PMI (Liquidità))	英国 (Bounce-back loan)
対象	年間収益が320万ユーロを超えない中小企業	コロナの影響を受けた企業 (金融・保険や公共機関は除く)
期限	2020年3月17日～2021年12月31日	2020年3月17日～2021年12月31日
資金使途	制約なし (適格要件から貸金支払い、経費支払い)	経営者個人の目的での使用のみ禁止
金利	上限2%	金利は2.5% (固定) 最初の1年は不要
保証割合	100% (直接保証と再保険の組合せ)	100%
保証料	なし	なし
担保	不要	不要
経営者保証	不要	不要
融資額	最大80万ユーロ (農業部門10万ユーロ、漁業部門12万ユーロ)	売上高の25%か最大5万ポンド
返済期間	6年以内	6年以内 (10年まで延長可能)
据置期間	2021年12月31日まで利子分のみ支払い	1年間は利子分のみ支払い、条件によっては延長可能
審査方法	信用力調査なし、申請書の提出のみ	適格要件を満たしているか、不正の有無のみ確認
申請から実行までの時間	5日	申請から24～48時間以内に実行
申し込み方法	申請書を民間金融機関に提出	申請書を民間金融機関に提出
支援主体	中央保証基金、CONFIDI	財務省、BBB (窓口)
供給チャネル	民間金融機関	民間金融機関
その他	-	-
制度設計	ドイツ (KfW Instant Loan)	フランス (Prêt Rebond)
対象	2019年または過去3年間の平均が黒字化している企業	最低1年以上の活動している中小企業
期限	2020年11月9日～2021年12月31日	2020年4月9日～2021年6月30日
資金使途	既往債務の借り換えには適用できない	運転資金、設備資金
金利	3%	Province (地域圏) によっては0% (地域圏の利子補給水準によって変動)
保証割合	100% (KfWに対する再保険あり)	Bpifranceと地域圏の連携による融資
保証料	なし	なし
担保	不要	不要
経営者保証	不要	不要
融資額	従業員区分で設定、最大180万ユーロ	1万～5万ユーロ (または最終決算年度の売上高25%)
返済期間	10年以内	7年以内
据置期間	2年間は利子分のみ支払い	2年間は利子分のみ支払い
審査方法	申請書のみ、KfW、民間金融機関による審査なし	会計士によるチェック
申請から実行までの時間	2～3日	3～5日
申し込み方法	オンラインで申請書を記入のうえ、取引銀行へ提出	Bpifranceと地域圏を結ぶオンライン申請
支援主体	ドイツ政府、KfW	Bpifrance
供給チャネル	民間金融機関	地域圏を経由した銀行振り込み
その他	-	-

資料：各国の支援主体のホームページ

(注) 制度内容は各国とも、適宜修正しているため数値などは変更後のものを記載している。

表－5 日本における緊急支援プログラム

制度設計	民間金融機関による実質無利子・無担保融資	日本政策金融公庫（新型コロナウイルス感染症特別貸付）	
		国民生活事業	中小企業事業
対 象	売上高対前年度比20%減（危機関連保証15%超）	新型コロナウイルス感染症の影響を受け、最近1カ月間の売上高または過去6カ月（最近1カ月を含む。）の平均売上高が前3年のいずれかの年の同期と比較して5%以上減少しており、かつ中長期的に業況が回復し、発展することが見込まれる企業	
期 限	2020年5月1日～2021年3月31日	2020年3月17日～	
資金使途	運転、設備、信用保証付き融資の借換資金	新型コロナウイルス感染症の影響に伴う社会的要因等により必要とする設備資金および運転資金 日本政策金融公庫の既存債務の借り換えも可能	
金 利	都道府県の利子補給を活用することで実質無利子	基準利率 ただし、6,000万円を限度として融資後3年目までは基準利率-0.9%、4年目以降は基準利率	基準利率 ただし、3億円を限度として融資後3年目までは基準利率-0.9%、4年目以降は基準利率
保証割合	100%（セーフティネット保証4号、危機関連保証） 80%（セーフティネット保証5号）	一部の対象者については、基準利率-0.9%の部分に対して中小企業基盤整備機構から利子補給を受けることにより、当初3年間で実質無利子（小規模事業者経営改善融資（マル経融資）にも適用）	
保証料	対象要件により、なしもしくは2分の1	-	
担 保	不要	不要	
経営者保証	一定の要件を満たす場合は不要	一定の要件を満たす場合は不要	
融資額	最大6,000万円	最大8,000万円	最大6億円
返済期間	10年以内	運転資金：15年以内、設備資金：20年以内	
据置期間	5年以内	5年以内	
審査方法	民間金融機関および信用保証協会が適格要件等をチェック	最近2期分の確定申告書・決算書等の提出後、所定の審査	最近3期分の税務申告書・決算書等の提出後、所定の審査
申し込み方法	民間金融機関 → 信用保証協会、地方自治体	郵送、インターネット申し込み	各支店の中小企業事業の窓口
供給チャネル	民間金融機関	日本政策金融公庫	
その他	-	創業3カ月未満の企業は利用できない	

資料：財務省、経済産業省ホームページより作成
(注) 2021年3月31日時点。

ば、カナダのように1週間以上要する国もある。いずれも日本に比較すれば迅速な対応がなされている。この点は給付金の支給日数でも同様であり、日本は先進国のなかでは最も事務処理に長い時間を要している¹⁷。この背景には、IT化（実務への導入）の遅れに加えて、信用保証協会や自治体など書類の提出先が複数にわたることや事務フローの煩雑さなど、日本の抱える構造問題（組織

における意思決定の硬直化など）が影響しているように思われる。

申請から実行までに時間を要する要因の一つに、対象要件の違いがある。迅速さを重視する国では、企業規模要件かせいぜいコロナの影響を受けているという定性的なものであり、申請書1枚で対応している。一方、カナダでは給与支払額や支払いの延期ができない請求書などの確認が必要であり、

¹⁷ 日本政策金融公庫では、①本店等から支店に対しての応援派遣、②融資相談の多い国民生活事業への他部門の応援派遣、③OB職員の臨時採用、④2020年度末の定期人事異動の一時凍結、⑤電話回線の大幅増強と休日の対応、などの策を講じることで、平時とは比較にならないほどの迅速性をもって対応した。

日本でも売上高減少に関する数値要件があるために、その信憑性を確認するという手間が発生する。ただし、迅速性を優先すれば、詐欺を含め対象要件から外れている借り手が含まれる可能性は高くなるであろう。迅速性と支援のマッチングのいずれを優先するかは難しい論点であるが、事前チェックの困難性を踏まえれば、必要だとする企業に対して貸し付けることを優先するという判断は首肯できる。しかし、その場合には事後的なフォローアップを強化しなければならないであろう。この点に関する規定はいずれの国にもないので、案件の管理は金融機関に一任されている。

融資による流動性支援は緊急の場合であっても返済が義務づけられる。感染症の収束後に売上高が回復しなければ元本の返済が困難になるかもしれない。迅速性と案件管理を両立できるか否かは、支援先が既存先か新規先にも依存するであろう。申請状況を見ると、どの国でも制度の開始早々に申し込みが殺到し、その後は緩やかに推移するという経緯をたどっていることから、緊急を要する企業が取引の有無にかかわらず近隣の金融機関へと駆け込んだ様子が見えてくる。実際に、2020年6月末のデータによると、新規先の比率はフランス58%、英国41%、イタリア35%、ドイツ16%であり¹⁸、日本政策金融公庫でも2021年3月末時点で新規先が49%を占めている。フランスやイタリアでは新規先の承認率は90%を超えている。フランスや日本において新規先が多いのは、取引履歴の有無によって選別しない政府系金融機関が最初の窓口となったためであり、英国の場合には、ほぼ無審査であることに加えて、5大銀行の支店が窓口機能の役割を果たしたことが関係している¹⁹。一方、ドイツは取引先銀行（ハウスバンク）を経由することが前提とされており、実際に貯蓄銀行（Sparkassen）などの地域金融機関が重要な役割

を果たしていることから、地域におけるリレーションシップが優先されたものと思われる。この点は日本も同様であり、民間金融機関の実質無利子・無担保融資においては既存先の割合が高い。

返済については、全ての国で据置期間が設定されている。イタリア、英国の1年、ドイツ、フランス、スイスの2年に対して、日本とカナダは5年と長くなっている。カナダについては、2022年12月31日以前にローンの残高を返済すると、融資額の33%（最大2万カナダドル）が免除される。

融資実績（融資時点の為替レートで円換算）をみると、カナダ約4兆円、スイス約2兆円、英国約5兆円に比較して日本では、日本政策金融公庫の支援分だけで13兆円に達しており、民間金融機関を含めると50兆円を超える規模である（表-6）。平均融資額は、カナダや英国は500万円以下と非常に小口であるのに対して、スイス1,500万円、日本1,200万円（日本政策金融公庫国民生活事業）である。融資先の業種構成は、ロックダウンの影響が大きな業種に対する融資比率が大きくなっているが、日本以外の国では建設業や不動産業の比率が高くなっている。

いずれの国でも迅速性を優先して、無担保・無保証に加えて審査を簡略化しているため、事後パフォーマンスは返済状況が明らかになるまで予測不能である。ほぼ無審査と思われる英国では、不正を含むデフォルト率が35～60%（財務省推計）になると予測している。雇用を維持するために企業存続を優先したとしても、この水準は許容できるものではない。

Hurley, *et al.* (2021) はイングランド銀行が保有する民間金融機関の決済情報を用いて、Bounce-back loanの利用実態を明らかにしている。それによると、①全体の利用規模では不動産業の比率が高いものの、企業数からみた利用比率はロックダ

¹⁸ Anderson, Papadia, and Véron (2021) を参照。

¹⁹ 申請額ベースで5大銀行が全体の89%を占めている。The Comptroller and Auditor General (2021) を参照。

表一 6 主要国における緊急支援プログラムの融資概要

	カナダ (2021年12月2日時点)	スイス (2021年12月8日時点)	英 国 (2020年9月時点)	日本政策金融公庫 (2021年3月末時点)	
				国民生活事業	中小企業事業
融資件数	885,578件	137,850件	1,222,548件	755,301件	41,933件
融資額	483億カナダドル	169億スイスフラン	360億ポンド	9兆531億円	4兆4,187億円
平均融資額	54,541カナダドル	122,908スイスフラン	30,343ポンド	1,200万円	1億500万円
小企業の比率	77.4% (従業者10人未満)	45.2% (従業者10人未満)	90.0% (年間売上高 632,000ポンド以下)	67.2% (国民生活事業の比率)	
主な業種	建設業 (14.1%)	専門的な建設業 (20.0%)	不動産業 (24.2%)	サービス業 (20.9%)	製造業 (32.7%)
	専門的・技術的・科学的 サービス業 (12.5%)	ビル建設業 (9.0%)	卸・小売業 (18.2%)	飲食店・宿泊業 (18.6%)	卸・小売業 (22.0%)
	小売業 (11.0%)	飲食業 (8.0%)	建設業 (16.1%)	卸・小売業 (18.3%)	サービス業 (14.8%)

資料：各国の支援主体のホームページ

(注) 1 小企業の比率と主な業種の構成比は金額ベース。

2 日本政策金融公庫の融資件数、融資額は決定ベース。

ウンの影響を強く受けた宿泊や飲食、輸送関連が高い、②2019年度の売上高水準で最も小さい企業群はあまり利用していない、③若い企業の利用率が高い、④北アイルランドの企業の利用率が低い、⑤2020年度の売上高成長率の最も低い群と高い群の利用率が低い、などの特徴が確認できる。

この結果からは、想定デフォルト率の妥当性は不明であるが、資金ニーズに対応した支援が概ね実行された一方で、零細企業や特定地域への支援が行き届いていない可能性が示唆されている。

Fuhrer, Ramelet, and Tenhofen (2021) は、スイスにおいて支援を受けた企業と受けていない企業の属性を比較したところ、①感染状況の悪い地域に所在する企業、②事前の現金準備が少ない企業ほど参加率が高いとしたうえで、負債比率が高く、収益性の低い企業の参加率が高いという事実は確認できなかったとしている。もっともスイスの中小企業の6割以上がもともと無借金であるという点を踏まえると、この結果を一般化することはできない。

Fabrizio and Marco (2021) は、相互保証協会 (CONFIDI²⁰) のデータを用いて、支援先の特徴を保証割合や時間軸を考慮したうえで検証している。

イタリアの緊急支援プログラムの保証割合は適格要件に応じて80～100%の範囲で設定されているが、その利用実態をみると、他国と同様にロックダウンによって営業停止を余儀なくされた企業は100%保証のみを利用するのに対して、手元現金が少ない、レバレッジが高い、リスクが高い企業は、部分保証を含めて利用している。興味深いのは、利用属性が時間とともに変化している点である。感染拡大の初期段階（4月と5月）では、より深刻な影響を受けた地域に所在する企業で、現金保有の少ない企業ほど支援を受ける割合が高かったが、感染が減少する第2段階（6～8月）では、影響を受けていない地域を含む全てのタイプの企業が資金を得る割合が高まっている。また、オンライン申請である100%保証の場合には、大手銀行の方がコスト面においても有利であることから、小規模な地方銀行よりも積極的かつ迅速に対応したいという事実も確認している。支援のアクセシビリティが貸し手の供給能力（支店数やシステムの導入状況）に依存しているという論点は、リレーションシップの役割とともに制度設計において考慮すべき重要な視点である。

ここで米国における緊急支援プログラムも紹介

²⁰ 相互保証協会とは、中小零細企業の経営者団体、商工会議所などが中心になって創設した自主的な債権管理機構であり、公的な保証基金とは区別される。イタリアの相互保証システムについては根本（2004）を参照。

しよう。米国の緊急支援プログラム²¹は2020年3月27日にThe Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act (CARES Act) の施行とともに、中小企業庁 (Small Business Administration, SBA) による中小企業向け支援プログラムの一環として創設された。具体的には、中小企業向け支援 (CARES Title 1) として、PPPとEconomic Injury Disaster Loans (EIDL) の二つのプログラムが用意されている。PPPは新設のプログラムで、給与保護とあるように、雇用維持のための助成金的な要素が含まれる。EIDLは災害ローンの拡充なので新設ではないが、PPPと併せて利用できる。米国の場合は、援助・救済・経済安全保障という枠組みでの支援という点を明確にしておき、納税者に対する説明責任を重視する平時の支援とは一線を画している。それは、総額100兆円に迫るPPPの予算規模に象徴される。

PPPの支援内容は、第1ラウンドから第3ラウンドに至るまでに、支援方法や内容を変更していることから、制度設計と支援行動の関係を理解するうえで興味深い自然実験の材料を提供してくれる。

PPPの支援プログラムの概要は、表-7に整理した通り、金利1%が付与されるものの100%の信用保証、担保・経営者保証は不要、保証料なしという点は他国と同様である。給与保護が目的であることから、融資額は過去の12カ月の給与実績をもとに算出され、返済期間も最長2年間と短い。助成金的な要素を持っているのは、指定された資金用途のみに使用し、一定の期間、雇用を維持すれば返済が免除されるからである。

支援の迅速性と、範囲をカバーするために供給チャネルを平時においてSBAが認可している金融機関 (SBA Lender) 以外に、地域開発金融機関 (Community Development Financial Institutions)

やオンラインレンダー、フィンテック²²にまで拡大している。参加を促すために、融資額に対応して1~5%の事務手数料が金融機関に支払われる²³。

申し込みは、貸し手経由でのSBAへのオンライン申請であり、実行は申請順 (first-come, first-served) である。開始時点でのシステム障害などトラブルが続出したようであり、第1ラウンドから3,490億ドルの大規模な予算が想定されていたにもかかわらず、わずか2週間ほどで資金が底をついてしまう。この背景には、Bartik, *et al.* (2020) が、初期時点におけるアンケート結果から必要な支援額を4,100億ドルと見積もっていたように、もともとの予算設定が過小であったことに加えて、大手銀行を経由して支援対象とならない大企業が申請したためである。前述したイタリアのケースと同様に、オンライン申請では大手銀行が有利であり、申請順に実行するとなると、支援すべき対象ほど劣後してしまう可能性が高い。実際に、国勢調査局の実施しているSmall Business Pulse Surveyによれば、中小企業の75%がPPPローンを申請したにもかかわらず、受け取ったのは38%のみであった (Buffington, *et al.*, 2020) ことが確認されている。また、Humphries, Neilson, and Ulysea (2020) は、中小企業向けの独自アンケートによって、従業員数10人未満の小規模企業で生じる情報フリクション (Information frictions) と、利用金融機関を経由した先着順 (first-come, first-served) という申請・承認方法の問題点を指摘している。情報フリクションは情報アクセスへの規模間格差であり、例えば、10人未満の企業は、10~50人未満の企業に比較するとPPPの存在を知らないか、知っていても承認されないのではないかという思い込みから多くの企業が申請を諦めてしまうことに象

²¹ この点の詳細な経緯については、CRS Report (2020) を参照。

²² PayPal, Intuit, Square Capitalなどが参加し、中小企業向けに専用websiteを開設している。

²³ Marsh and Sharma (2021) は、ベイジアン推計に基づいて、PPPへの銀行の参加プロセスを分析したうえで、PPPは中小企業向けの信用支援プログラムとして意図されているものであるが、同時に融資を行った銀行のマージンの改善にも寄与したと結論している。

表-7 米国における緊急支援プログラム (PPP)

項目	内容
支援時期	第1ラウンド：2020年4月3日～4月15日（予算3,490億ドル）
	第2ラウンド：2020年4月27日～6月30日 延長7月4日～8月8日（予算3,100億ドル）
	第3ラウンド：2021年1月8日～5月31日（予算2,845億ドル）
支援対象	従業者数が500人以下の企業、非営利団体（501（c）（3）organization）、退役軍人の団体
	従業者数が500人以上だが、SBAが規定する中小企業の条件を満たす企業（最大有形純資産が1,500万ドル以下、かつ過去2年間の税引後平均純利益は500万ドル以下の企業）
	個人事業主、独立業務請負人、自営業者（米国での合法的な就労資格が必要）
	飲食業とホテル業限定で、フランチャイズされた各店舗が500人以下の場合（店舗ごとの申請も可）
資金使途	給与とその関連費用であり、ローンの総額の75%は給与関連費用に充てる必要がある。賃料、公共料金の支払可。
金利	利子は1%（返済は6カ月の猶予があるが、この間も利息は発生する）
融資額	過去12カ月の給与処理総額月額平均の5倍まで（最大1,000万ドル）
返済期間	最長2年
保証割合	100%
担保	不要
経営者保証	不要
保証料	なし
申請方法	SBA認可の取引先金融機関（大手には電子申告システムあり）、既存の取引関係が重要、複数銀行との連携は可能であるが、申請は一つ
	SBAへはオンライン申請、承認は先着順（first-come, first-served）
審査	適格要件のチェック、融資業者に、給与のドキュメント（Form 940/941, Payroll Detail等）を提供
申請から実行までの時間	銀行は承認後10日以内に融資を実行する。
供給チャネル	取引先金融機関（商業銀行、クレジットユニオン、CDFIs、ノンバンク、オンラインレンダー、フィンテック）
返済免除	指定された資金使途のみ使用し、ローンを受け取ってから8週間継続して社員の雇用を維持し給与を支払った場合には返済免除
第2ラウンドでの変更点	追加資金の3,100億ドルのうち、600億ドルが中小規模の金融機関専用の融資枠として指定され、さらにそのうち300億ドルは、資産が100億ドル以下の地域密着型の小規模金融機関を通して融資する。
	受付再開から2日後に資産が10億ドル以下の小規模金融機関のみがSBAのシステムにアクセスできる。8時間の特別枠を用意。
	「事業の継続のためにはPPPローンが不可欠である」ことを真実に基づき宣誓することが必要（そうでなく借りた場合には返済を申し出れば罰則なし）。
	給与関係に使用しなければならないローンの割合を75%から60%に変更。 返済期間は最長5年へ延長
第3ラウンドでの変更点	商工会議所や組合などの非営利団体や報道機関からも申請が可能。
	2回目（second draw）のPPPを申請する場合は、2020年または2019年の平均月額給与コストの最大5倍、最大200万ドルのローンを受けることが可能。
	ローン金額が15万ドル以下である場合、SBAが発行する1枚のフォームを貸し手に提出するのみで、返済免除が受けられる。

資料：SBAホームページ

徴される。アンケート結果によると、5～10人未満は遅れて申請率が上昇するものの、5人未満では時間が経過しても申請率の伸びが低い。貸し手からみても情報の非対称性が大きな壁となり、規模の大きな企業に比較して5人未満では10～50人未満の企業に比較して承認された企業の比率が23%ポイントも低く、承認までに2日以上多く要している企業の比率は25%ポイント高くなっている。

支援の歪みは、多くの他の実証研究によっても確認されている。Liu and Volker（2020）は、①COVID-19の感染比率と利用率には有意な関係

はみられない、②失業率と利用率には有意な関係はみられない、③小売業、宿泊施設、食品サービスなどの感染リスクの高い業種の利用額は大きいものの、宿泊業と食品サービスに関しては、推定されるレイオフの水準を踏まえると十分とはいえない、④建設業、科学、技術サービスのように影響の小さい業種であるにもかかわらず利用金額が大きい、などの事実を明らかにしている。Li（2021）も影響の大きさと申請率あるいは承認率には有意な関係がないことを確認したうえで、支援が受けられるか否かは、申請するか否かに依存している

と結論している。これはGranja, *et al.* (2020) が適格要件を満たさないような限界的な企業が支援を受け、その結果として現預金比率を高めているという指摘に通じている²⁴。

PPPとEIDLプログラムを含むCARES法に掲げられた目標の一つは、「サービスの行き届いていない市場」および「社会的および経済的に不利な立場にある個人」が所有する企業に対して優先的に支援を提供するという点にある。第1ラウンドで確認された支援の歪みは、政策目標という観点からみれば望ましいものではない。米国では、マイノリティが解雇の対象になるケースが多く、マイノリティが経営する企業への影響が顕著に大きいことが確認されているが²⁵、Leder, *et al.* (2020) は、ワシントンDCの銀行に対する監査を通じて、支援に係る情報提供や申請手続きにおいて黒人などのマイノリティが差別されている実態を明らかにしている²⁶。

こうした実態が明るみになるにつれて、PPPの適格要件に適合しない企業やそもそも支援を必要としない企業に対する世論からの批判が高まると、自ら返還する企業が連鎖的に増えていく²⁷。小規模な上場企業を対象としたBalyuk, Prabhala, and Puri (2020) の実証研究のなかでも、支援を受けた企業の多くが使用しないまま返還していることを確認している。興味深いのは、直観的に考えれば、その結果として企業の市場価値が低下すると予測されるにもかかわらず、プラスに寄与している点である。これは米国的といえるかもしれないが、そもそも支援の必要がない企業のPPP申

請は、企業に風評などによる間接的なコストの負担を強いるようなみえない圧力が働いていることを示唆している。

監督当局もそれに符合するようにPPPの再開と制度設計の変更を行う。第2ラウンドは、2020年4月24日に署名されたPaycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act (PPPHCEA) によって3,100億ドルの追加予算が投入され、その後、SBAは2020年4月27日から申請の受け付けを再開している。支援は2020年6月30日をもって終了する予定であったが、7月4日から8月8日の最終締め切りまで継続されている。

第2ラウンドでは、第1ラウンドでの失敗を踏まえて支援の使用ルールに関して、以下のような重要な変更を加えている。

追加資金の3,100億ドルのうち、600億ドルが中小規模の金融機関専用の融資枠として指定され、さらにそのうち300億ドルは、資産が100億ドル以下の地域に根付いた小規模な金融機関を通して融資することとなった。受け付け再開から2日後に資産が10億ドル以下の小規模金融機関のみがSBAのシステムにアクセスできる。

PPPへ申請する企業は「COVID-19の影響を受け、ほかに資金を調達する術がなく、事業の継続のためにはPPPローンが不可欠である」ことを事実に基づき宣誓する必要がある²⁸。

また、200万ドル以上の融資を受けた企業には、返済免除を許可する前に、SBAがローンの必要性に関する誠実な宣誓義務の要件を満たしているかを個別に審査する。

²⁴ Chetty, *et al.* (2020) は、PPPは、中小企業の雇用をわずか2%増加させたとする一方で、適格企業（通常従業員500人以下）のSBA定義と給与企業からのデータを使用して、PPP適格企業は非PPP適格企業よりも賃金水準を維持できていないとしている。

²⁵ Fairlie (2020) を参照。

²⁶ Global Strategy Group (2020) は、PPPを通じて支援を求めた調査対象の黒人事業主のうち、41%が資金を受け取っておらず、さらに21%が貸し手からの返答を受け取っていないと報告している。

²⁷ Cororaton and Rosen (2020) は、公営企業の41.8%が申請したものの、世論からの批判が高まった後にローンを返済したとしている。

²⁸ 既にPPPによる融資を受けた上場企業や、大企業が所持している中小企業に対して、SBAは株式発行や投資家などPPPを使わなくとも他にも資金を集める方法がある場合は、真実に基づいて申請したとは見なされない可能性が高いと宣言した。もし既に融資は受けたがやはりPPPは必要ないと考え直して返金を希望する企業は、5月14日までに返金すれば真実に基づいて宣誓したと見なされる。

表－8 PPPにおける融資額別の構成比

融資額	第1ラウンド（4月3日～4月15日）		第2ラウンド（4月27日～5月8日）	
	件数（%）	金額（%）	件数（%）	金額（%）
5万ドル未満	—	—	73.26	20.70
5万ドル以上～10万ドル未満	—	—	12.59	14.79
10万ドル以上～15万ドル未満	—	—	5.07	10.01
15万ドル未満	74.03	17.04	—	—
15万ドル以上～35万ドル未満	13.49	14.88	5.76	20.56
35万ドル以上～100万ドル未満	8.44	23.56	2.40	21.65
100万ドル以上～200万ドル未満	2.48	16.71	0.55	12.30
200万ドル以上～500万ドル未満	1.30	18.79	0.25	11.88
500万ドル以上	0.27	9.03	0.06	7.15
平均融資額	20.6万ドル		7.3万ドル	

資料：表－7に同じ

支援内容についても、給与関係に使用しなければいけない融資の割合を75%から60%に変更、Covered Periodと呼ばれる返済免除が認められる融資の使用期間を24週間、または2020年12月31日のどちらか早い方に延長、さらに返済期間は2年から5年へと延長されるとともに返済までの猶予期間も返済免除額が確定するまで認められるようになっている。

制度設計の変更による効果は、融資実績の変化に反映されている。第1ラウンドとは異なり、予算に余裕があったことに加えて、第1ラウンドの平均融資額が20.6万ドルであるのに対して、第2ラウンドでは7.3万ドルと小口化している（表－8）。15万ドル未満で承認されたローンの数は、第2ラウンドで承認されたローン全体の91%を占め、5万ドル以下のローンの数は、総数の73.26%を占めている。一方で、200万ドル以上500万ドル未満のローンの件数は、第2ラウンドで承認されたローンの総数の0.31%にすぎない。

マイノリティ問題に関しても大きく改善している。Fairlie and Fossen (2021)、Lederer, *et al.* (2020)、Liu and Parilla (2020) は、第1ラウンドの支援が非マイノリティに集中しているのに対して、第2ラウンドではその逆の現象が起きていたとしている。

さらに、2020年12月27日に可決した、コロナウ

イルス対策の追加支援法案the Consolidated Appropriations Act 2021 (CAA 2021) のなかでPPPの再開が決まるとともに、2,845億ドルの追加予算が投入されている。第3ラウンドの最大の変更点は、同じ借り手が“Second Draw”として2回目の申請ができるようになったことである。そのほかにも、商工会議所や組合などの非営利団体や報道機関など、これまでのPPPでは申請が不可とされていた組織が申請できるようになり、資金使途の範囲が拡大されるなどの見直しがなされている。また、懸案事項の一つであった返済免除の手続きや承認についても、融資額が15万ドル以下である場合、雇用の維持などの要件を満たせば、SBAが発行する1枚のフォームを貸し手に提出するだけで返済免除が受けられるように簡素化している。

PPPは、2021年5月31日で終了し、全期間を通じて5,467の貸し手によって総額で7,916.9億ドル（総予算の84%）の融資が実行された。返済免除も終了時点において金額ベースで80%が承認されている。予算の上限近くまで支援が実行されたのは、PPPを補完するために創設されたPaycheck Protection Program Loan Facility (PPPLF) の役割も無視できない。2020年4月9日から機能した流動性ファシリティは、当初は預金取扱金融機関のみが対象であったが、4月30日にはPPPの窓

口機関の全てに開放している。

PPPLFはPPPによる融資債権を担保として、手数料なし、金利0.35%でFRBが資金を貸し付けるスキームで、担保として使用されるPPP融資についてもレバレッジベースの規制資本と流動性要件から除外される。銀行の資産規模別に、PPP融資額/PPPLF借入額をみると、資産100億ドル未満の小規模銀行が25%と最も高く、同100億ドル以上1,000億ドル未満20%、1,000億ドル超7%となっている²⁹。PPPLFは小規模銀行にとっては重要な資金調達手段となっていたことから、前述したような自己雇用者、小零細企業、マイノリティに対して支援を届けるという点で重要な役割を果たしたといえるであろう。

PPPという前例のない政策実験は、ほかにも様々な論点を我々に提供してくれる。とりわけ、第1ラウンドの混乱のなかで、支援へのアクセシビリティという視点から四つの興味深い事実が観察されている。

第一は、地域密着型金融機関（コミュニティバンクなどの小規模金融機関）の重要性である。オンライン申請によって迅速性が担保されたとしても、多くの自己雇用者や小零細企業の経営者にとっては頼れる相談者が不在であるために申請が遅れるか、多くの場合は申請を諦めてしまう。近隣に長年にわたって取引関係を形成している金融機関の支店があれば、迅速な対応が可能になるであろう。世界金融危機の際に、小規模金融機関との間にリレーションシップを構築できている企業ほど、信用収縮を回避できたことは多くの研究によって検証されている³⁰。

今回の危機においても地域密着型金融機関の対

応は速く、取引先企業のPPPの利用を積極的に促している。実際に、第1ラウンドにおいても融資額の48%は、500億ドル未満の資産規模の貸し手によるものである。James, Lu, and Sun (2021) の実証研究によっても、コミュニティバンクの支店のシェアが大きな地域ほど、PPPの承認率が高いことが確認できる。こうした事実の背景には、顧客からの支店への距離の近さ、支店長の決裁権限の大きさ（意思決定の速さ）という物理的な近接性がある。PPPの融資の60%近くは借り手から2マイル以内の貸し手によるものであり³¹、リレーションシップが構築されている企業はそうでない企業と比較して融資額が大きく、4日も早く融資が実行されている³²。取引金融機関と強いリレーションシップを構築できている企業ほど、PPPへのアクセスが容易であることは、Bartik, *et al.* (2020) や Li and Strahan (2020) によっても確認されており、小企業にとって地域密着型金融機関とのリレーションシップの構築の重要性が再認識されている。

一方で、リレーションシップの負の側面（the dark side）も確認されている点には留意が必要である。メインバンクであれば、危機時における取引先の状況をほかよりも正確に把握できることから、重要な取引先について既存の負債を含めてデフォルトの可能性が高くなると事前に予測されると、公的支援に依存することで危機を回避しようというインセンティブが働くであろう。Amiram and Rabetti (2020) は、リレーションシップの重要性を指摘する一方で、デフォルト回避のためにPPPを必要以上に利用している事実も明らかにしている。

Berger, *et al.* (2021) は、PPP以外の新規融

²⁹ Lopez and Spiegel (2021)、Beauregard, Lopez, and Spiegel (2020) を参照。

³⁰ DeYoung, *et al.* (2015)、Berger, Bouwman, and Kim (2017) を参照。Bolton, *et al.* (2016) は、銀行の保険機能についての理論を提示している。それは、危機に備えてリレーションシップ企業に対して平時では高めの金利設定をするが、危機時には有利な条件を提示するという時間を通じた平準化によって可能になる。

³¹ David (2021) を参照。

³² Amiram and Rabetti (2020) を参照。

資に着目して、強いリレーションシップを構築している企業に対する融資条件が、そうでない企業よりも厳しいといういわゆるホールドアップ問題が生じている可能性を示唆している。ただし、小企業と小規模金融機関に限定すると、むしろ融資条件は緩和しているので、PPPの利用、プロパー融資ともに地域密着型金融機関が重要な役割を果たしていることには変わりはない。

第二は、オルターナティブレンダーの役割である。日本や欧州諸国における、支援の供給主体は政府系金融機関と民間金融機関であるが、米国では民間金融機関に加えて、ノンバンク、オンラインレンダー、フィンテックといったオルターナティブレンダーがニッチ分野で重要な役割を果たしている³³。Erel and Liebersohn (2020) は、①近隣に金融機関の支店がない地域、②低所得地域、③PPP導入前に銀行による中小企業向け融資の実績がない地域、に立地している中小企業に着目して、そうした企業がオンラインバンクやノンバンクを活用して、支援を受けている。そうした傾向は、マイノリティの多い地域で顕著であることはLiu and Parilla (2020) やAtkins, Cook, and Seamans (2021) の研究でも確認できる。

オルターナティブレンダーの強みは、ソフト情報の活用ではなくハード情報による迅速な対応にあるので、リレーションシップに依存しない借り手に対して民間金融機関を補完できる³⁴。

第三は、第二と関連するが、政府系金融機関の役割である。米国には日本や欧州諸国にあるような全国規模の政府系金融機関は存在しないが³⁵、ノース・ダコタ州には州政府が管轄するThe Bank of North Dakota (BND) がある。世界金融危機の際にも民間金融機関との連携を通じて補完機能

を果たしたことで注目を浴びたが、今回もその存在感を示している。実際に、第1ラウンドで最も支援を受けた州がノース・ダコタ州であり、その背景にはBNDと民間金融機関が緊密な連携を図ることで、民間金融機関では対応しきれない申請手続きを補完したことが伝えられている³⁶。BNDによる独自支援も民間金融機関の代理貸方式によって行っており、地域の中小企業を支えている。

第四は、支援の対応の遅れがもたらす影響である。第1ラウンドの終了から第2ラウンドの再開まで約2週間の空白期間が存在するが、この間の想定外の支援の遅れによって失業者が増えたことは否めない。Doniger and Kay (2021) は、2020年4月16日に第1ラウンドが終了してから27日に第2ラウンドが始まるまでの約10日間の制度の中断による融資の遅れに着目し、金額ベースでみた融資の遅れが1%ポイント少なかった場合には、失業率は0.1%ポイント低くなっていたと推計している。政治における意思決定は議会での議論を必要とするので、緊急支援においては遅れがちになる。支援の理念や制度設計を巡る対立が生じれば、救済の効果が希薄化してしまう。COVID-19ショックのような前例のない支援の場合には、支援によって発生するコストと、支援しないことで発生するコストのどちらが大きいかは事前には把握できないので、出せるだけの予算を投入したうえで、不正のチェックと事後的な管理体制の強化についての議論に時間を割く方が望ましいように思われる。

(3) スタートアップ支援

フランスでは、スタートアップ企業が雇用創出のうえで重要な役割を果たしているとの認識の下、その資金繰りを支援するため、40億ユーロ規模の

³³ Gopal and Schnabl (2020) は、2008年の世界金融危機以降、ノンバンクやFintechによる貸し付けが、銀行融資の減少分を補ったことを明らかにしている。

³⁴ Balyuk, Berger, and Hackney (2020) を参照。

³⁵ 主要国における政府系金融機関の役割は根本 (2015) を参照。

³⁶ ワシントンポストの記事を参照。https://www.washingtonpost.com/business/2020/05/15/north-dakota-small-business-ppp-coronavirus

表－ 9 主要国におけるスタートアップ支援プログラム

	フランス	ドイツ	英 国
日 付	2020年3月25日	2020年4月30日	2020年4月20日
名 前	新興企業を支援する緊急計画	スタートアップ流動性プログラム2020	革新的企業向けサポートパッケージ (Future Fund)
サイズ	40億ユーロ	20億ユーロ	12.5億ポンド
目 的	スタートアップ、イノベーション企業へのブリッジファイナンスの強化	ベンチャーキャピタルの利用促進	高い成長とイノベーションの促進
ターゲットグループ	スタートアップ	株式出資企業	高成長企業と研究開発集約型の中小企業
具体的な支援内容	<ul style="list-style-type: none"> ・第2ラウンドへ向けたブリッジファイナンス ・2019年の貸金支払い2倍または売上高の25%の州保証付きローン ・2020年に還付可能な法人税額控除の州による迅速な還付 ・イノベーションサポート助成金の支払いの加速 ・Bpifranceによる直接投資を含む革新的な企業へのサポート 	<ul style="list-style-type: none"> ・民間投資家と共同で行う共同投資の一環として、公的ベンチャーキャピタル投資家 (KfW キャピタル) への公的資金の導入 (Corona Matching Facility) ・ベンチャーキャピタルファイナンスおよびエクイティリプレイスメントファイナンス (ベンチャーキャピタリストを株主としていない中小企業および新興企業向け) ・スタートアップ流動性プログラムの導入と並行して、最大100億ユーロの追加資金を導入 (「フューチャーファンド」(Zukunftsfonds)) 	<ul style="list-style-type: none"> ・British Business Bankをパートナーシップとする高成長企業向けのFuture Fundは、英国に拠点を置く企業に政府から12万5,000ポンドから500万ポンドを貸し付ける。このローンは、次の適格審査までに返済されていない場合、ローンは自動的に資本へと転換される。 ・Innovate UKの助成金とローンスキームを通じて、研究開発を集中的に行う中小規模の企業を対象としたサポート。

資料：各国支援機関のホームページ

対策を講じた (表－ 9)。具体的には、①Bpifranceを通じた転換社債の引き受け (0.8億ユーロ)、②金融機関からの融資に対する信用保証 (給与の2倍または売上高の25%の高い方を上限にその90%を保証)、③付加価値税や研究開発費に係る税の還付の早期実現 (15億ユーロ)、④「未来投資プログラム」に基づくスタートアップ企業向けの補助金の即時支給 (2.5億ユーロ) の4点を柱とする包括的な支援となっている。

ドイツでは、2020年4月30日に連邦政府は総額20億ユーロのスタートアップ向けの経済支援策を発表している。それは二つの柱から構成される。第1の柱は、「コロナ・マッチング・ファシリティ (Corona Matching Facility)」であり、Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) の系列の投資会社と欧州投資基金 (European Investment Fund) が共同で、スタートアップに投資する民間ベンチャーキャピタルの投資資金の50%を負担する。第2の柱は、

ベンチャーキャピタルの出資を受けられないスタートアップ企業や中小企業向けに、投資や運転資金に対し最大80万ユーロの資金提供を行う。さらに、復興支援を目的として、B.インダストリー 40/IoT、ロボティクス、AI、量子コンピューティング、ブロックチェーン、デジタルヘルス、新エネルギー、フィンテック、スマートシティなどへの投資を促進するために100億ユーロの資金が追加されている。

英国では、2020年4月20日に、革新的企業向けの基金 (Future Fund) を創設している。12億5,000万ポンドをBritish Business Bank (BBB) を通じて新ファンドに拠出する³⁷。企業が投資として引き出すには、英国に登録された民間企業であること、民間の投資家から同額かそれ以上のマッチング資金を確保していること、過去5年間に少なくとも25万ポンドを民間から調達していることが必要である。「投資」の形式はコンバーティブルローンノー

³⁷ 既に募集は終了しており、11億4,000万ポンド相当の1,190社の転換社債を発行している。

ト（株式に転換可能だが事前に転換価格が決まっていなかった貸付金）である。

そのほか、スイスでは投資支援ではなく、既存のローン保証スキームに基づいて、技術系のスタートアップ企業に対する100%の信用保証プログラムを立ち上げている。信用保証の65%は連邦政府が負担し、35%は州政府が負担する³⁸。融資額は最大100万スイスフランであるが、2019年のランニングコスト（賃金、特許出願のための弁理士費用など）の3分の1を超えてはならない。申請は連邦政府の指定するサイトへ申請書を提出したうえで、企業が立地する州が任命した審査機関へと転送される。その審査が通ると保証機関へと転送され、最終的には取引銀行によって融資が実行されるために、申請から実行までにかかりの日数を要することに加えて、場合によっては専門家からの指導を受ける必要があるので運用フローが非常に煩雑である。

ドイツ連邦スタートアップ協会（German Startups Association）が2020年9月に公表した年次調査「スタートアップモニター 2020（DSM2020）」³⁹によれば、スタートアップ企業が支援に対して求める最優先事項は、行政手続きの簡易化（49.6%）である⁴⁰。Djankov and Zhang（2021）は、新事業立ち上げのプロセスが効率的な国ほど、2020年の開業率が高かったことを確認している。

また、DSM2020は、感染症が拡大するなか、実際にスタートアップ企業が主に利用した支援策は、中小企業向け給付金（36.4%）と短時間労働給付金（22.1%）であったことを示している。アンケート

ト対象はドイツのスタートアップ企業であるが、この事実は無視できない。特別な支援プログラムが用意されていない米国において自己雇用型の起業が急速に増加した背景に給付金の存在がある⁴¹。他国に比較して充実した給付金や失業手当が、雇用されることよりもこれを契機として起業してみようという意識を高めた可能性が高い。

Paaso, Pursiainen, and Torstila（2021）がフィンランドのスタートアップ企業を対象にした研究においても、もともと負債を嫌う起業家は債務型支援や投資支援よりも、助成金の活用を好むとして、有効な支援形態の検証の必要性を強調している。

5 ポストコロナの支援を巡る課題

（1）支援効果

こうした支援の効果はどの程度あったのであろうか。直接的な効果として確認できるのは、企業倒産の防止、雇用維持、将来に対する不確実性の軽減であろう。Gourinchas, *et al.*（2020）は、17カ国の企業レベルのデータを用いて政府の支援がなかった場合、中小企業の倒産率は9.1%ポイント増加したとしている。企業倒産を防止できれば一定の雇用維持には繋がるが、解雇されている可能性を踏まえると、政策効果がどの程度あったかは詳細な検証が必要である。前述したように、米国のPPPは雇用維持政策の一環であるにもかかわらず、どの程度雇用維持に貢献したか不明である。Chetty, *et al.*（2020）、Granja, *et al.*（2020）は、平均

³⁸ 保証するか否かは州の判断である。

³⁹ プライスウォーターハウスクーパーズ（PwC）ドイツとデュイスブルク・エッセン大学の共同調査で、今回で8回目となる。アンケート対象はスタートアップの創業者やCEO（最高経営責任者）など（有効回答数：1,946、調査期間：2020年5月11日～6月21日）。<https://deutscherstartupmonitor.de/>

⁴⁰ ドイツ商工会議所連合会（DIHK）によるスタートアップ調査（2020年10月実施）でも、同様の結果が出ており、COVID-19ショックによって起業が減少することを危惧するDIHKは、行政手続きの簡易化など資本へのアクセスの改善の必要性を提言している。

⁴¹ これまで成人1人当たり3回の給付金が支給されている。直接給付額は初回（2020年3月）の1,200ドル、2回目（同12月）の600ドル、3回目（2021年5月）は1,400ドル。失業保険については2020年3月の対策で（1）週600ドルの加算支給（連邦パンデミック失業補償、FPUC）、（2）ギグ・ワーカーやフリーランス、自営業者らを対象にした特例給付（パンデミック失業支援プログラム、PUA）、（3）受給期間満了者に対する最長13週間の継続給付（パンデミック緊急失業補償、PEUC）などの制度が設置されている。

従業者数49人の中小企業では短期の雇用改善にほとんど影響しないとしており、Bartlett III and Morse (2021) も生存率について同様の結果を得ている。一方、Hubbard and Strain (2020) は、Dun&Bradstreet Corporationのデータを使用して、15万ドル以上のPPPローンを申請した企業と、PPPローンの対象とならない大企業（従業者数501～1,000人）のパフォーマンスを比較検証し、結論するのは時期尚早としたうえで、PPPは、短期的には雇用維持、財務の健全化、生存率に対して有効であったとしている。また、Faulkender, Jackman, and Miran (2020) は、郡レベルの地域金融機関のPPP支援率の違いに着目したうえで、固定効果分析によって郡の失業保険の支給の変化を推計し、PPP支援の10%ポイントのカバー率のアップは、失業保険の支給を5%ポイント程度減少させ、総じて、PPPは12%ポイントの失業率の改善（1,860万人の雇用維持）に寄与したと結論している。

COVID-19ショックは現存する人間にとっては前例のないものであるため、将来に対する不安や不確実性の高まりは避けられない。それが長期化すれば企業は中長期にわたる経営計画を立てることが難しいであろう。Bartik, *et al.* (2020) は、PPPの導入は中小企業経営者の抱える将来に対する不確実性の軽減に寄与しているが、給付金や流動性支援などの効果は一時的なものであり、中長期の見通しを与えてはくれない。どう展望し、どう行動するかは経営者の判断力や決断力に依存するので、業種間だけではなく、企業間の格差が大きい。

いずれにしても現状は支援のプロセス評価の段階であり、そのアウトカム評価はポストコロナの重要な課題である。支援による企業の経営指標の改善効果は、景気のV字回復の程度に依存するので、十分でないとする支援そのものが再出発の足かせになるかもしれない。

また、支援効果という点から留意しなければならないのは、支援パッケージの有効性であり、給

付金や助成金、信用保証、融資などの異なる支援形態間の有効性の比較である。

例えば、Chen, *et al.* (2020) は中国の支援に対する効果分析において、税金などの繰り延べ支援は、中小企業のキャッシュフローを大幅に改善し、中小企業の経営活動の再開を支えるが、流動性支援は企業によってアクセス状況が異なるために平均的な効果は低いとしている。金融支援についていえば、信用保証や中央銀行による資金供給ファシリティを活用した支援と政府系金融機関による直接貸付の有効性の比較も重要である。Kahn and Wagner (2021) はこの点に着目した理論研究である。いずれの場合も経済厚生は改善するが、どの支援形態が効率的かは企業のプロジェクトから得られるリターンと感染症が企業に与える影響の大きさ（外部性）に依存している。外部性が大きい状況では、企業プロジェクトとの期待リターンが不明なために、信用リスクに対応したプライシングが困難である。このような状況では政府系金融機関による直接貸付が有効である。理論的考察を踏まえると、有効性は感染症の影響の大きさによって異なるので、信用保証と直接貸付の支援の配分が適切に行われているか否かが重要な評価軸となる。

(2) ポストコロナにおける支援を巡る課題

金融支援に関連して、ポストコロナにおける最大の懸案事項は、世界中に積み上がった信用保証100%や実質無利子・無担保による債務の行方である。既に多くの研究によって指摘されている論点は、ゾンビ企業向け融資（zombie lending）とデッドオーバーハング（debt-overhang）である。

ゾンビに例えられるのはどのような状態の企業を指しているのだろうか。直観的には、借金苦でありながらも倒産せずに存続しているような企業である。こうした企業が自力で利子分の返済ができるか否かは一つの識別の基準となる。仮に、

貸し手側の理由で金利減免を受けていれば、自力存続は難しいことを意味している。しかし、将来の期待収益から換算される企業価値が生産価値を上回るようなプロジェクト案が銀行に提示されているのであれば、一時的な金利減免は有効な手段となるかもしれない。この点を踏まえると、自力では利払いが困難であり、かつ将来に向けた投資プロジェクトの計画もないような企業が公的な支援によって支えられているとすれば、それは社会的にみて望ましいとはいえないであろう。Banerjee and Hofmann (2020) は、①インタレスト・カバレッジ・レシオ⁴²が1未満である、②Tobin's q ⁴³が業界内の中央値を下回っている企業をゾンビとして定義したうえで、そうした企業の25%は市場から撤退するが、60%はゾンビ企業から正常企業へと回復するとしている。ゾンビ化することの問題は、回復したとしても、ゾンビ企業へと転落したことの無い企業と比較するとパフォーマンスは低く、再びゾンビ企業へと逆戻りしてしまう可能性が高いことにある。適切な経営支援を施しても見込みがない企業ならば、切り捨てるべきであろうか。この点の判断は、ゾンビ企業を存続させることの外部性にある。ゾンビ企業の比率がある閾値を超えたところで、健全な企業の資源配分を歪めることや、生産性の高い潜在的な企業の参入を阻止することで (congestion effect)、全体としての生産性 (aggregate productivity) を低下させ、経済成長の収縮をもたらすようだとゾンビ企業が生まれないように阻止しなければならない⁴⁴。ゾンビ企業の増加は、ショックによる不景気を長期化するという指摘もある⁴⁵。

公的支援によってリスクヘッジできると、銀行はゾンビ化するか否かに係る企業の将来性についての評価や支援を怠る可能性が否定できない。実際に、Saito and Tsuruta (2018) は、日本において実施されていた100%の信用保証の有効性を分析して、総融資額に占める保証付き融資額が高い銀行ほど、企業のデフォルト率が有意に高いという事実を明らかにしている。

COVID-19ショックに対応して導入された支援は、企業のゾンビ化をもたらすのであろうか。審査が簡略化されているうえに、無担保・無保証であるにもかかわらず、銀行や企業のモラルハザードを防止する対策は何も施されていない点を踏まえばゾンビ化は避けられないように思われる。ただし、今回の危機ではもともと健全な企業であってもロックダウンによって営業停止を余儀なくされたために、回復すれば返済可能な借入れが多く含まれている。世界金融危機とは異なり、真水を含めた政府支援の規模が大きいことに加えて、銀行の資本も棄損していないので楽観的な見方も可能である。真相は時間の経過とともに明らかになるだろうが、出口戦略の検討には、ゾンビ化している企業群、ゾンビ化予備群、ゾンビ化とは無縁な企業群など支援先の実態を詳細に検討しなければならないであろう。

Schivardi, Sette, and Tabellini (2020) はイタリアの支援について、Zoller-Rydzek and Keller (2020) はスイスの支援について、誰が支援を受けたのか、それぞれの内訳を検証している。その結果、どちらも利用者の多くがコロナ前には健全だったことを確認したうえで、ゾンビ化の可能性は低い

⁴² 企業の金利負担能力を示す指標。支払利息や手形割引料など企業の金利負担に対して企業が通常の営業活動によって得た利益 (営業利益+受取利息・配当金) が何倍になっているかで表す。1以下であると金利負担能力がない状態を意味している。

⁴³ Tobin's q とは企業の設備投資の余力を示す指標の一つであり、一般的には企業の (株式時価総額+負債の時価総額) /再取得価格での企業の総資産によって算出される。 $q > 1$ の場合に、投資余力ありとみなす。

⁴⁴ Caballero, Hoshi, and Kashyap (2008)、Banerjee and Hofmann (2018) を参照。

⁴⁵ Laeven and Valencia (2018) は高所得国の銀行危機の影響は、少なくとも5年以上持続し、GDPの約35%の平均的な累積産出量の損失を生み出している。その過程において銀行は、貸し出しの損失に関する再交渉を回避あるいは遅らせるためにいわゆるゾンビ企業に対する貸し出しを継続する。

と結論している。一方、Hoshi, Kawaguchi, and Ueda (2021) が日本の支援（日本政策金融公庫、商工中金、民間金融機関）について検証した結果は、それらとは異なり、いずれの供給チャネルにおいてもコロナ前からリスク（東京商工リサーチ評点）の高い企業の方が、申し込み確率と承認確率ともに高いという傾向を明らかにしている。こうした違いの背景には何があるのであろうか。さらに詳細な分析が必要であるが、スイスでは、前述した通り60%以上の中小企業がもともと無借金だったということが関係している。イタリアは、もともと負債比率が高く支援規模も日本と同様に大きいので、ゾンビ化の不安がないというのは腑に落ちない。仮説としていえるのは、相互保証協会を経由している部分については、新規先が少ないことが影響しているのかもしれない。業界や地域における評判によって事前に選別されている可能性が高い。

また、ゾンビテストにおいて考慮しなければならないのは、健全な企業が含まれる場合であっても、支援に厳しい制約が課されていたら発生していたかもしれない倒産や失業の大きさである。これが支援の事後的なコストより大きいとすれば、一定水準（負の外部性を及ぼさない程度）のゾンビ化は必要悪ということになる。

ゾンビ化しない企業群であっても負債比率の増大は避けられない。その水準が新規の投資を抑制するようになると危機後の景気回復は難しくなる。いわゆるデッドオーバーハングである。新規事業が成功しても収益の大半が既存債務の返済に充てられ、貸し手に十分な期待リターンを保証できないため、新規の資金調達ができない状況を指している⁴⁶。債務超過にある企業は、債務超過に

ない類似企業に比較して、資産成長率、設備投資、雇用のいずれの指標をみても平時、不況時ともに低いために、危機後の投資活動も低迷したままである。Kalemlı- Özcan, Laeven, and Moreno (2018) によると、その程度は短期負債比率の高い企業ほど大きく、危機後4年程度持続する。

各国の企業は低金利のなかでコロナ前から債務を積み上げており、例えば、米国では2019年末に対GDP比47%の水準にまで達している。COVID-19ショックによる流動性支援は、こうした傾向に拍車をかけている⁴⁷。Albuquerque (2021) は、1985年から2019年第1四半期までの米国のデータを用いて、債務比率が10%ポイント上昇すると、負債制約がなく、流動性資産の保有比率が高い企業に比較して5年後の投資額が約5%低くなるとしている。こうした推計を踏まえると、支援による水ぶくれを解消しない限りは感染症の収束後に景気回復はないかもしれない。

ただし、ゾンビ企業の増加やデッドオーバーハングの顕在化が中長期の経済成長率の低下をもたらすのかは必ずしも明確ではない。Mian, Sufi, and Verner (2017) は家計部門における急速な債務の増加が、将来の消費を削減し景気の低迷をもたらすという経路の重要性を指摘している。企業の場合には、徹底したリストラクチャリングや清算、事業承継などの方策を行うことはできるが、家計の場合にはそうした手法は適用できないということだろう⁴⁸。

6 おわりに～出口戦略に向けて～

COVID-19ショックに対して、世界は前例のない規模の支援をもって対応している。それが政治

⁴⁶ Myers (1977) を参照。ただし、リレーションシップのある銀行ではなく、これまで取引関係のない銀行からの借り入れができないことが想定されている。

⁴⁷ Demmou, *et al.* (2021) を参照。

⁴⁸ Jordà, *et al.* (2020) を参照。

的なパフォーマンスだとしても、支援がなければ混乱に陥っていたことは間違いない。本稿では、中小企業向けの支援、とりわけ金融支援に焦点を当てて、主要先進国の動向を総括したが、細かい制度設計上の違いはあっても、救済という大義名分の下で多額の資金が投入されたという点において国による違いはない。

こうした支援が事後的にどう評価できるのかは、今後の研究課題であるが、OECD（2021b）は加盟国の政策対応を総括したうえで、15の教訓を提示している。そのなかで強調されているのは、政策の簡素化、デジタル提供システムの有効活用、包摂的な支援であり、政策のモニタリング、有効性と説明責任の遵守、さらには出口戦略の策定である。

簡素化は事後的なパフォーマンスの悪化をもたらす可能性があるが、緊急支援の場合には迅速性が担保できなければ支援そのものに意味がなくなってしまう。そうした問題を解消できるかは政策関連情報のデジタル化とその有効活用にかかっているのかもしれない。デジタル化の第一歩として重要なのは、自己雇用者を含めた企業情報や貸し手情報の共有化を可能とするようなオープン・データ・プラットフォームの構築であろう⁴⁹。デジタル化は利用者のリテラシーも重要となるので、支援機関のみならず中小企業に対しても周知徹底していくことが不可欠である⁵⁰。

今回の支援のなかで問題となっているのは、本当に困っている企業へと支援が届いたのかである。女性や若年層あるいは外国人が排除されていないか、誰が支援を受けたのかは適宜モニタリングが必要である。

政策モニタリング、有効性、説明責任は政府だ

からこそ必要であるにもかかわらず平時においても十分であるとはいえない。また、失業率や景気などの大雑把な指標のみで判断するのではなく、支援した先が支援しなかった先と比較してどう行動が変化し、どのようなパフォーマンスを達成したのか事後評価することで、最適な制度設計のための検証材料をその都度フィードバックすることが望ましい。日本でも内閣府においてEvidence Based Policy Making（EBPM）を推進するための検討が行われている。その目指すところは、政策の企画をその場限りのエピソードに頼るのではなく、政策目的を明確化したうえで合理的根拠に基づいて行うというものである。そのためには、前述したように政策に関連する情報をデジタル化するためのインフラ整備を急ぐとともに、分析結果を政策に反映するという意思決定に係るコンセンスを醸成しなければならない。デジタル化ができたとしても、それを活用して得られる知見を制度設計へ反映できなければ宝の持ち腐れとなってしまう。

今回の緊急対策支援は支援額の大きさと迅速性が優先され、災害からの救済という側面が強いからこそ、支援の行方を追跡しなければならない。そうした検証なしに適切な出口戦略を構築できないであろう。最後に、本稿で総括してきた材料から現状において検討すべき出口戦略の課題を4点ほど指摘しておきたい。

第一は、支援先に対する財務診断とポストコロナを見据えた経営支援の徹底である。ゾンビ化は貸し手に対するガバナンスの徹底や企業に対する経営支援などによって、ある程度は回避できる。もともとゾンビ化している企業の扱いは議論の余地があるものの、ゾンビ化予備軍については、自力返済ができるよう抜本再生を目指すべきである

⁴⁹ イングランド銀行は、中小企業の融資の申し込みを容易にすることを目的としたプラットフォーム（オープン・データ・プラットフォームとポータブル・クレジット・ファイル）を構築している。Bank of England（2020）を参照。

⁵⁰ 例えば、支援の申し込みを全てオンラインにすることで、申請に至るまでのアクセス状況を記録できれば、制度設計における重要な情報をデジタル化できる。

う。そのためには、民間金融機関、政府系金融機関、信用保証協会が足並みをそろえて、外部資源と連携しながら経営支援プログラムを構築するような踏み込んだ取り組みが必要だと思われる。支援内容としては、経営者の不安を払拭しつつ、気づきの機会を提供するという観点から、メンター支援やアクションラーニング⁵¹など起業家育成の際に用いられる手法が有効かもしれない。

第二は、過剰債務への対応である。過剰債務は、再生を阻害するので、景気回復の程度に沿って債務負担の軽減を図る必要がある。緊急支援は据置期間が設定されており、金利の減免がなされているので、焦点となるのは据置期間の延長あるいは元本を含めた債務の減免である。Ono and Yasuda (2017) は、「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律（以下、金融円滑化法）」の下で行われた中小企業向け貸し出しの条件変更を分析対象として、債務減免を受けた企業の方が返済繰り延べを受けた企業よりも新規借入の状況や企業パフォーマンスが改善しているという分析結果を得ている。しかし、その効果は100%信用保証の存在によって棄損される可能性がある点には留意が必要である。企業を存続させることを前提として、デッドオーバーハングを回避するために、状況次第では債権放棄という選択も考慮に入れる必要があるかもしれない。信用保証付き融資では求償権を放棄することになるが、該当する案件の選択基準の設定が困難であり、対象となる債権の規模が大きくなれば国民的な合意を得ることは難しいであろう。そもそも企業に対する巨額な支援を行ってにおいて、事後的に支払いが困難だから債権放棄するということが正当化される明確な根拠はない。前述したMian, Sufi, and Verner (2017) の議論を踏まえれば、優先的に支

える対象は企業ではなく家計である。

むしろ、債務減免と返済繰り延べの双方の要素を持つ資本性劣後ローンへの借り換えを前提として、経営支援を徹底すべきだと思われる。資本性劣後ローンの有効性分析が十分になされているわけではないが、民間金融機関との協調的な要素も含まれることから、前述したような経営支援プログラムと連動できれば効果的かもしれない。

第三は、事業再編、事業承継、清算を促すためのインフラの整備である。COVID-19ショックをポジティブに捉えれば、静から動へのダイナミズムと循環過程として位置づけられる。これまで変えられなかったことを変える好機であり、事業承継や清算の手続きを簡素化することで、経営資源の入れ替えやフレッシュスタートが可能になるような環境づくりが必要である。資本性劣後ローンは企業の再生のための猶予を与えるには優れた制度設計になっているが、経営支援が有効に機能しなければデフォルトを先延ばしするだけである。既存資源での再生に執着するのではなく、事業再編や清算へと速やかに移行できるような体制づくりは喫緊の課題である。

第四は、民間金融機関への検査の強化である。既に多くの金融機関では、貸倒引当金の算定方法を見直すなどして、支援先の将来に備えている。これは第二の方針と関連するが、損失をどの時点で確定するかについてのコンセンサスを醸成する必要がある。ゾンビ化を野放しにしないように、監督当局は、民間金融機関の対応状況を把握しておくことが肝要である。Bonfim, *et al.* (2020) は、厳格な銀行検査を受けた銀行が、そうでない銀行に比較してゾンビ企業や予備軍に対する追い貸しを抑制する傾向にあることを確認している。

⁵¹ 日本アクションラーニング協会によると、グループで現実の問題に対処し、その解決策を立案・実施していく過程で生じる、実際の行動とそのリフレクション（振り返り）を通じて、個人、そしてグループ・組織の学習する力を養成するチーム学習法を指している。

<参考文献>

- 河村小百合 (2021) 「コロナ禍における米英の金融面での危機対応とわが国の課題—政府・中銀の役割分担の在り方と出口局面への移行の進展—」日本総合研究所『JIRレビュー』Vol.4, No.88, pp.2-40
- 根本忠宣 (2004) 「イタリアの中小企業金融」国民生活金融公庫総合研究所『調査季報』第70号, pp.1-25
- (2015) 「リーマン・ショック以降の欧米諸国における中小企業向け政策金融」日本政策金融公庫総合研究所『日本政策金融公庫論集』第27号, pp.63-97
- 森川正之 (2021) 「コロナ危機と企業の経済見通しの不確実性」経済産業研究所『RIETI Discussion Paper Series』21-J-024
- Adams-Prassl, Abi, Teodora Boneva, Matta Golin, and Christopher Rauh (2020) “Inequality in the impact of the coronavirus shock: Evidence from real time surveys.”, *Journal of Public Economics*, 189, 104245.
- Ahir, Hites, Nicholas Bloom, and Davide Furceri (2018) “The World Uncertainty Index.”, <https://ssrn.com/abstract=3275033>.
- Albert, Christoph, Andrea Caggese, and Beatriz González (2020) “The Short- and Long-Run Employment Impact of Covid-19 through the Effects of Real and Financial Shocks on New Firms.”, *Economics Working Papers*, 1739, Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra.
- Albuquerque, Bruno (2021) “Corporate debt booms, financial constraints, and the investment nexus.”, *Bank of England Staff Working Papers*, No.935.
- Amiram, Dan and Daniel Rabetti (2020) “The Relevance of Relationship Lending in Times of Crisis.”, <https://ssrn.com/abstract=3701587>.
- Anderson, Julia, Francesco Papadia, and Nicolas Véron (2021) “COVID-19 credit-support programmes in Europe’s five largest economies.”, *Bruegel Working Paper*, No. 2021/03, Bruegel, Brussels.
- Apedo-Amah, Marie Christine, Besart Avdiu, Xavier Cirera, Marcio Cruz, Elwyn Davies, Arti Grover, Leonardo Iacovone, Umut Kilinc, Denis Medvedev, Franklin Okechukwu Maduko, Stavros Poupakis, Jesica Torres, and Trang Thu Tran (2020) “Unmasking the Impact of COVID-19 on Businesses : Firm Level Evidence from Across the World.” *Policy Research Working Paper*, No. 9434.
- Atkins, Rachel, Lisa Cook, and Robert Seamans (2021) “Discrimination in lending? Evidence from the Paycheck Protection Program.”, *Small Business Economics*, <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00533-1>.
- Balyuk, Tetyana, Allen N. Berger, and John Hackney (2020) “What is Fueling FinTech Lending? The Role of Banking Market Structure.”, *Emory University Working Paper*.
- Balyuk, Tetyana, Nagpurnanand R. Prabhala, and Manju Puri (2020) “Indirect Costs of Government Aid and Intermediary Supply Effects: Lessons From the Paycheck Protection Program.”, *NBER Working Papers*, 28114.
- Banerjee, Ryan and Boris Hofmann (2018) “The rise of zombie firms: causes and consequences.”, *BIS Quarterly Review*, September 2018.
- (2020) “Corporate zombies : Anatomy and life cycle.”, *BIS Working Paper* No. 882.
- Bank of England (2020) “Open Data for SME finance What we proposed and what we have learnt”, March.
- Bartik, Alexander W., Zoe B. Cullen, Edward L. Glaeser, Michael Luca, Christopher T. Stanton, and Adi Sunderam (2020) “The Targeting and Impact of Paycheck Protection Program Loans to Small Businesses.”, *NBER Working Paper*, No. 27623.
- Bartlett III, Robert P. and Adair Morse (2021) “Small Business Survival Capabilities and Policy Effectiveness: Evidence from Oakland” *JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS*, Vol.56, Issue7, pp.2500-2544.
- Beach, Brian, Karen Clay, and Martin H. Saavedra (2020) “The 1918 Influenza Pandemic and its Lessons for COVID-19.”, *NBER Working Paper*, No. 27673.

- Beauregard, Remy, Jose A. Lopez, and Mark M. Spiegel (2020) "Small Business Lending During COVID-19.", *FRBSF Economic Letter*, 2020-35.
- Beland, Louis-Philippe, Oluwatobi Fakorede, and Derek Mikola (2020) "The Short-Term Effect of COVID-19 on Self-Employed Workers in Canada.", *GLO Discussion Paper*, No.585, Global Labor Organization (GLO), Essen.
- Berger, Allen N., Christa H.S. Bouwman, and Dasol Kim (2017) "Small Bank Comparative Advantages in Alleviating Financial Constraints and Providing Liquidity Insurance Over Time.", *The Review of Financial Studies*, Volume 30, Issue 10, 3416-3454.
- Berger, Allen N., Christa H.S. Bouwman, Lars Norden, Raluca A. Roman, Gregory F. Udell, and Teng Wang (2021) "Is a Friend in Need a Friend Indeed? How Relationship Borrowers Fare during the COVID-19 Crisis.", *Kelley School of Business Research Paper*, No.2021-01, <https://ssrn.com/abstract=3755243>.
- Blundell, Jack, Stephen Machin, and Maria Ventura (2020) "Covid-19 and the self-employed: Six months into the crisis.", *Centre for Economic Performance*, London School of Economics and Political Science, <https://cep.lse.ac.uk/pubs/download/cepcovid-19-012>.
- Bolton, Patrick, Xavier Freixas, Leonardo Gambacorta, and Paolo Emilio Mistrulli (2016) "Relationship and Transaction Lending in a Crisis.", *The Review of Financial Studies*, Volume 29, Issue 10, 2643-2676.
- Bonfim, Diana, Geraldo Cerqueira, Hans Degryse, and Steven Ongena (2020) "On-Site Inspecting Zombie Lending.", *Swiss Finance Institute Research Paper*, No.20-16, <https://ssrn.com/abstract=35305a74> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3530574>.
- Buchheim, Lukas, Jonas Dovern, Carla Krolage, and Sebastian Link (2020) "Sentiment and Firm Behavior During the COVID-19 Pandemic." *Working Paper*.
- Buffington, Catherine, Carrie Dennis, Emin Dinlersoz, Lucia Foster, and Shawn Klimek (2020) "Measuring the Effect of COVID-19 on US Small Businesses: The Small Business Pulse Survey.", *Working Paper*, Number CES-20-16. <https://www.census.gov/library/working-papers/2020/adrm/CES-WP-20-16.html>.
- Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap (2008) "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan.", *American Economic Review*, Vol.98, NO.5, pp.1943-1977.
- Chen, Joy, Zijun Cheng, Kaiji Gong, and Jinlin Li (2020) "Riding Out the COVID-19 Storm: How Government Policies Affect SMEs in China.", <https://ssrn.com/abstract=3660232> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3660232>.
- Chetty, Raj, John Friedman, Nathaniel Hendren, Michael Stepner, and The Opportunity Insights Team (2020) "The Economic Impacts of COVID-19: Evidence from a New Public Database Built Using Private Sector Data.", *NBER Working Paper*, No.27431.
- Cirera, Xavier, Marcio Cruz, Elwyn Davies, Arti Grover, Leonardo Iacovone, Jose Ernesto Lopez Cordova, Denis Medvedev, Franklin Okechukwu Maduko, Gauray Nayyar, Santiago Reyes Ortega, and Jesica Torres (2021) "Policies to Support Businesses through the COVID-19 Shock: A Firm Level Perspective.", *The World Bank Research Observer*, Volume 36, Issue 1, February 2021, pp.41-66.
- Cororaton, Anna and Samuel Rosen (2020) "Public Firm Borrowers of the U.S. Paycheck Protection Program.", <https://ssrn.com/abstract=3590913>.
- CRS Report (2020) "COVID-19 Relief Assistance to Small Business: Issues and Policy Options.", *Congressional Research Service*, July 6.
- Crucini, Mario J. and Oscar O'Flaherty (2021) "Stay-at-Home Orders in a Fiscal Union.", *CAMA Working Paper* No. 39/2021.
- Demmou, Lilas, Sara Calligaris, Guido Franco, Dennis Dlugosch, Müge Adalet McGowan, and Sahra Sakha (2021) "Insolvency and Debt Overhang Following the COVID-19 Outbreak: Assessment of Risks and Policy Responses.", *OECD Economics Department Working Paper*, No.1651.

- DeYoung, Robert, Anne Gron, Gökhan Torna, and Andrew Winton (2015) “Risk Overhang and Loan Portfolio Decisions: Small Business Loan Supply before and during the Financial Crisis.”, *Journal of Finance*, vol.70 (6), pp.2451-2488.
- Djankov, Simeon and Eva Yiwen Zhang (2021), “Startups boom in the United States during COVID-19”, *Real Time Issues Watch*, 17 February.
- Doniger, Cynthia L. and Benjamin Kay (2021) “Ten Days Late and Billions of Dollars Short : The Employment Effects of Delays in Paycheck Protection Program Financing.”, *Finance and Economics Discussion Series*, 2021-003, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2021.003>.
- Eichenbaum, Martin S., Sergio Rebelo, and Mathias Trabandt, (2021) “The Macroeconomics of Epidemics.”, *The Review of Financial Studies*, Volume 34, Issue 11, November pp.5149-5187.
- Erel, Isil and Jack Liebersohn (2020) “DOES FINTECH SUBSTITUTE FOR BANKS? EVIDENCE FROM THE PAYCHECK PROTECTION PROGRAM.” *NBER Working Paper*, No. 27659.
- Fabrizio, Core and Filippo De Marco (2021) “Public Guarantees for Small Businesses in Italy during COVID-19.”, <https://ssrn.com/abstract=3604114> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3604114> <https://ssrn.com/abstract=3824491> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3824491>.
- Facebook, the Organisation for Economic Co-operation and Development, and the World Bank (2020), *Global State of Small Business Report*.
- Fairlie, Robert (2020) “The impact of COVID-19 on small business owners: Evidence from the first three months after widespread social-distancing restrictions.”, *Journal of Economics & Management Strategy*, Volume 29 (4), pp.727-740.
- Fairlie, Robert W. and Sameeksha Desai (2020) “Early-Stage Entrepreneurship: Some Key Indicators and a Summary Index.”, *Research Working Paper Series*, Ewing Marion Kauffman Foundation.
- Fairlie, Robert and Frank M. Fossen (2021), “The Early impacts of the COVID-19 pandemic on business sales.”, *Small Business Economics*, <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00479-4>.
- Faulkender, Michael W., Robert Jackman, and Stephen Miran (2020) “The Job Preservation Effects of Paycheck Protection Program Loans.”, <https://ssrn.com/abstract=3767509> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3767509>.
- Fuhrer, Lucas Marc, Marc-Antoine Ramelet, and Jörn Tenhofen (2021) “Firms’ participation in the Swiss COVID-19 loan programme.”, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 157, Article number: 2 (2021), <https://doi.org/10.1186/s41937-021-00070-4>.
- Glancy, David (2021) “Bank Relationships and the Geography of PPP Lending”, May 20, <https://ssrn.com/abstract=3839671> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3839671>.
- Global Strategy Group (2020) Federal Stimulus Survey Findings PREPARED FOR COLOR OF CHANGE AND UNIDOSUS, <https://theblackresponse.org/wp-content/uploads/2020/05/COC-UnidosUS-Abbreviated-Deck-F05.13.20.pdf>.
- Gopal, Manasa and Philipp Schnabl “The Rise of Finance Companies and FinTech Lenders in Small Business Lending”, May 13, <https://ssrn.com/abstract=3600068> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3600068>, NYU Stern School of Business.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Sebnem Kalemli-Ozcan, Veronika Penciakova, and Nick Sander (2020) “COVID-19 and SME Failure.”, *NBER Working Paper*, 27877.
- Graeber, Daniel, Alexander S. Kritikos, and Johannes Seebauer (2020) “COVID-19 A Crisis the Female Self-Employed.”, *DIW Berlin Discussion Paper*, No. 1903, <https://ssrn.com/abstract=3706020> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3706020>.

- Granja, João, Christos Makridis, Constantine Yannelis, and Eric Zwick (2020) “Did the Paycheck Protection Program Hit the Target?”, *NBER Working Paper*, 27095.
- Guerrieri, Veronica, Guido Lorenzoni, Ludwig Straub, and Iván Werning (2021) “Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages.”, *American Economic Review*. Forthcoming.
- Hoshi, Takeo, Daiji Kawaguchi, and Kenichi Ueda (2021) “Zombies, Again? The COVID-19 Business Support Programs in Japan.” *Bank of Japan Working Paper Series*, 21-E-15, Bank of Japan.
- Hubbard, Glenn and Michael R. Strain (2020) “Has the Paycheck Protection Program Succeeded?”, Brookings Institution.
- Humphries, John Eric, Christopher A. Neilson, and Gabriel Ulyssea (2020) “Information frictions and access to the Paycheck Protection Program.”, *Journal of Public Economics*, 190, 104244.
- Hurley, James, Sudipto Karmakar, Elena Markoska, Eryk Walczak, and Danny Walker (2021) “Impacts of the Covid-19 crisis: evidence from 2 million UK SMEs.”, *Staff Working Paper*, 924, Bank of England.
- James, Christopher M., Jing Lu, and Yangfan Sun (2021) “Time is money: Real effects of relationship lending in a crisis. *Journal of Banking & Finance*, vol. 133 (C).
- Jordà, Òscar, Martin Kornejew, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor (2020) “Zombies at Large? Corporate Debt Overhang and the Macroeconomy.”, *Technical Report* 951, Federal Reserve Bank of New York.
- Kahn, Charles and Wolf Wagner (2021) “Liquidity provision during a pandemic.”, *Journal of Banking & Finance*, volume 133 <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106152>.
- Kalemli-Özcan, Sebnem, Luc Laeven, and David Moreno (2018) “Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis.”, *CEPR Discussion Paper*, 12881.
- Kermack W.O. and A.G. McKendrick (1927) “A Contribution to the Mathematical Theory of Epidemics.”, *Proceedings of the Royal Society of London*, series A 115:700-721.
- Laeven, Luc and Fabian Valencia (2018) “Systemic Banking Crises Revisited.” *IMF Working Papers*, 2018/206, International Monetary Fund.
- Lederer, Annelise, Sara Oros, Bone Sterling, Glenn Christensen, and Jerome Williams, (2020) “Lending Discrimination within the Paycheck Protection Program.”, National Community Reinvestment Coalition.
- Li, Lei and Philip E. Strahan (2020) “Who Supplies PPP Loans (and Does It Matter)?: Banks, Relationships, and the COVID Crisis.”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 05 July, pp.1-49.
- Li, Meng (2021) “Did the small business administration’s COVID-19 assistance go to the hard hit firms and bring the desired relief?”, *Journal of Economics and Business*, Volume 115, <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2020.105969>.
- Liu, Haoyang and Desi Volker (2020) “Where Have the Paycheck Protection Loans Gone So Far?”, *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, May 6, 2020, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/05/where-have-the-paycheck-protection-loans-gone-so-far.html>.
- Liu, Sifan and Joseph Parilla (2020) “New data shows small businesses in communities of color had unequal access to federal COVID-19 relief.”, *Brookings Institution Report*.
- Lopez, Jose A. and Mark M. Spiegel (2021). “Small Business Lending Under the PPP and PPPLF Covid-Related Government Programs,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 2021-10.
- Marsh, W. Blake and Padma Sharma (2021) “Government Loan Guarantees during a Crisis: The Effect of the PPP on Bank Lending and Profitability.”, *Federal Reserve Bank of Kansas City Working Paper* No. 21-03, <https://ssrn.com/abstract=3890319> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3890319>.
- Mckinsey & Company (2020) COVID-19 and European small and medium-size enterprises: How they are weathering the Storm, October, <https://www.oecd.org/finance/COVID-19-Government-Financing-Support-Programmes-for-Businesses-2021-Update.pdf>.

- Mian, Atif, Amir Sufi, and Emil Verner (2017) “Household Debt and Business Cycles Worldwide.”, *Quarterly Journal of Economics* 132 (4), pp.1755-1817.
- Myers, Stewart C. (1977) “Determinants of corporate borrowing.”, *Journal of Financial Economics* 5 (2), pp.147-175
- OECD (2021a) COVID-19 Government Financing Support Programmes for Businesses: 2021 Update, OECD Paris.
- (2021b) *SME and Entrepreneurship Outlook 2021*, OECD, Paris.
- Ono, Arito and Yukihiro Yasuda (2017) “Forgiveness Versus Financing: The determinants and Impact of SME debt forbearance in Japan.”, *Discussion papers*, 17086, Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI).
- Paaso, Mikael, Vesa Pursiainen, and Sami Torstila (2021) “Entrepreneur Debt Aversion and Financing Decisions: Evidence from COVID-19 Support Programs.”, <https://ssrn.com/abstract=3615299> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3615299>.
- Saito, Kuniyoshi and Daisuke Tsuruta (2018) “Information asymmetry in small and medium enterprise credit guarantee schemes: evidence from Japan.”, *Applied Economics*, Volume 50 (22), February, p.2469-2485.
- Schivardi, Fabiano, Enrico Sette, and Guido Tabellini (2020) “Identifying the Real Effect of Zombie Lending.”, *Review of Corporate Finance Studies*, 9:569-92.
- The Comptroller and Auditor General (2021) The Bounce Back Loan Scheme: an update, SESSION 2021-22, 3 DECEMBER 2021, HC 861.
- Zoller-Rydzek, Benedikt and Florian Keller (2020) “COVID-19: Guaranteed Loans and Zombie Firms.”, *CESifo Economic Studies*, Volume 66, Issue 4, December 2020, pp.322-364.