

「企業の新陳代謝」の必要性

いよいよ日本企業の新陳代謝の必要性がクローズアップされることになりそうだ。日本が再び力強く経済成長していくためには、低成長しか達成できず、金利のある世界で生き残れない企業には退出していただき、資本や人材を解き放つ必要がある。ただし、企業の新陳代謝の実現に向け外堀は埋まりつつあるが、落城は一筋縄ではいかない。

少子高齢化により生産年齢人口の減少が続く日本では、潜在成長率を引き上げるために、生産性向上が必要なことは論を俟たない。生産性向上には企業が成長することが必要で、それが成し遂げられれば企業価値は向上し、賃金も株価も上昇する。株価上昇の果実を得るためには、企業に成長の原資である資本（リスクマネー）を供給することが必要で、そのためには、家計金融資産を「貯蓄から投資へ」移行することが重要だ。その際、低成長しか達成できない企業にリスクマネーを流してもしかたがないし、流しても高リターンは得られない。東京証券取引所は、上場企業（プライム/スタンダード市場）の企業価値向上を「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応¹⁾」を通して後押ししている。つまり、低成長企

業には、市場からの退出を求めていると言っても過言ではない。

地政学リスクによる資源高やコロナ禍での供給ショック、そして円安など、外部要因がドライバーとなったきらいがあるが（注：日本銀行の必死の努力が前提にあることは勿論である）、なかなか上がらなかった日本の期待インフレ率は上昇し、長く続いたデフレ均衡からようやく抜け出してインフレ均衡への遷移が実現した。結果、2024年3月、マイナス金利政策からの脱却を日本は成し遂げたし、7月には政策金利を0.25%程度に引き上げることもできた。しかし、ようやくプラスに戻った名目金利をこの先どこまで上げられるかは、自然利子率（ r^* ）、延いては潜在成長率の高さにかかってくる。「金利のない世界」（いわばぬるま湯）に慣れきった企業で、「金利のある世界」では立ちいかなくなる企業には、退出が求められていると言っても過言ではなからう。

日本企業の新陳代謝を求める声が様々なところから聞こえてくる。2024年7月に退官された財務省の神田前財務官が主催した懇談会の報告

- 1) 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」東京証券取引所上場部 2023年3月31日
- 2) 輸産業の国際競争力低下やデジタル赤字の拡大、個人金融資産の海外流出への処方箋として「新陳代謝促進・労働移動円滑化による生産性向上」が提示されている。
- 3) 内田眞一「最近の金融経済情勢と金融政策運営」（奈良県金融経済懇談会における挨拶）
- 4) 田村直樹「わが国の経済・物価情勢と金融政策」（青森県金融経済懇談会における挨拶要旨）
- 5) 大橋俊安『社債市場の未来～企業金融と資産運用の多様化に向けて』（2024、東洋経済新報社）

書「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」(2024年7月2日)には、処方箋の一つとして企業の²新陳代謝促進が謳われている。また、日銀の内田副総裁はマイナス金利解除前の2024年2月8日の講演³で、「日本経済全体としては、人口が減少する中で、このダイナミズムがなければ、成長力の回復は見込めないのですから、できるだけ移行コストが小さい形で新陳代謝を進めていくというのが、現実的な解決だろうと思います。」と述べている。そして、マイナス金利解除後の2024年3月27日、日銀の田村審議委員は講演⁴で、金利のない世界での「ビジネスの新陳代謝を促すという、金利の持つハードルレート機能の低下」をマイナス金利政策など超金融緩和の副作用と指摘し、「金利のハードルレート機能が発揮されるような環境では、生産性の高いビジネスに資金が集まり、結果として、ビジネスの新陳代謝が促され、マクロでみた資源配分が効率化されと考えられます。」とこれからの企業の⁵新陳代謝促進を予見している。

みてきたように、日本企業の⁶新陳代謝を求める声は高まっており、外堀は埋まってきた。しかし、落城(=実際に新陳代謝が進むこと)は容易ではない。「言うは易く行うは難し」とはよく言ったもので、痛みをともなう企業の⁷新陳代謝はそう簡単には進まない。上述した神田前財務官主催の懇談会報告書では、「規制改革により企業間競争を活性化させて新陳代謝を促す」ことが重要と指摘する。同見解に異論はないが、「岩盤」規制との表現があるように、規制改革は一筋縄では進まない。筆者は、日本の場合、間接金融(銀行ローン)優位の企業金融に⁸新陳代謝が遅々として進まない要因が潜んでいると考察している⁵。銀行はゆりか

ごから墓場まで、とことん貸出先企業に付き合い過ぎる(デット・エクイティスワップなどはその典型例)。少なくとも株式を上場し、しっかりと情報開示が行われている大企業に、情報生産機能を銀行に任せる間接金融はもう不要だろう。大企業金融が市場を通じた直接金融(社債)主体になれば、企業の⁹新陳代謝は進むことになると考えている(市場は銀行に比し格段に冷淡だ)。ただし、いかにして日本の大企業金融を間接金融から直接金融にシフトさせるかが大問題であることは論を俟たない。

日本企業の¹⁰新陳代謝を進めることは、事程左様に難しい。しかし、だからといって手をこまねいても埒が明かない。日本の力強い経済成長実現のために真剣に対策を考える必要があることだけは確かである。

[著者] _____
大橋 俊安 (おおはし としやす)



理事 調査本部
リサーチ担当