

金融緩和の企業活動への影響

～事業再編や新陳代謝は促進されたのか？～

2026年6月1日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査部

主任研究員 荻島 駿 (mail: ogishima@smtri.jp tel: 080-7207-4683)

- 2013年以降の長期にわたる金融緩和で、企業の生産性へのマイナスの影響が懸念される。
- 負の影響として第一に、低金利でなければ採算のとれない事業が増加した可能性が懸念される。このような事業は本来、積極的に整理していく必要があるが、低金利環境下で企業の事業再編の動きは停滞していた。
- 第二に、生産性の低い企業の温存により、新陳代謝が損なわれた可能性がある。実際に、低金利下で企業の廃業は減少する一方、開業は伸び悩んだ。また、今後の金利上昇局面では、低金利下で温存されてきた生産性の低い企業の廃業が増加することも懸念される。
- その一方で、非製造業のソフトウェア投資が活発化する等、金融緩和のプラスの側面もみられた。今後は金利上昇が進む中で、企業の事業再編や新陳代謝をより促進する政策が求められる。

■ 長期的な金融緩和により、企業の生産性にマイナスの影響が懸念される

2013年の量的・質的金融緩和(QQE)開始以降、長期にわたり緩和的な金融環境が継続してきた。金融緩和は、物価上昇や投資促進に一定の効果があったことは確かだが、様々な負の影響が懸念される。実際に金融緩和が企業の生産性に及ぼした負の影響として、日本経済研究センターが有識者に行った調査¹によれば、「低金利でなければ採算がとれない投資が増える」、「ゾンビ企業を含めた非効率的企業を温存して、産業の新陳代謝を損なう」といった点が指摘されている。

企業ダイナミクスの標準的なフレームワーク²では、マクロでの生産性変動を「内部効果」、「再配分効果」、「参入効果」、「退出効果」の4つに分解している。「内部効果」は個別企業の生産性の変動による要因、「再配分効果」は生産性の高い(低い)企業のシェアが高まる(低まる)ことによる変動要因、「参入効果」「退出効果」は生産性の高い(低い)企業が新たに参入(退出)することによる変動要因を表している。

このフレームワークに則れば、上に挙げた懸念事項である「低金利でなければ採算が取れない投資の増加」は「内部効果」にかかわるもの、また「非効率的企業の温存」は「参入効果」「退出効果」にかかわるものと考えられる。

以下では、これらの点についてマクロ統計データから詳しく見ていく。

■ 企業の事業再編は停滞

まず「低金利でなければ採算がとれない投資の増加」について見てみよう。金融緩和の企業の行動への波及は、企業の借入れ金利を通して資本コスト(ハードルレート)を低下させ、投資活動を活発化させる効果を持つ。一方で、資本コストが低下することは、従来では採算が合わなかった低リスク・低リターン³の事業にも投資価値が生まれてしまうことになる。

¹ 日本経済研究センター「異次元緩和、経済への評価は未だ定まらず」、エコノミクスパネル(第2回)、2025年1月16日

² 企業ダイナミクスの標準的なフレームワークやこれまでの研究等については、たとえば、以下のコラムを参照。

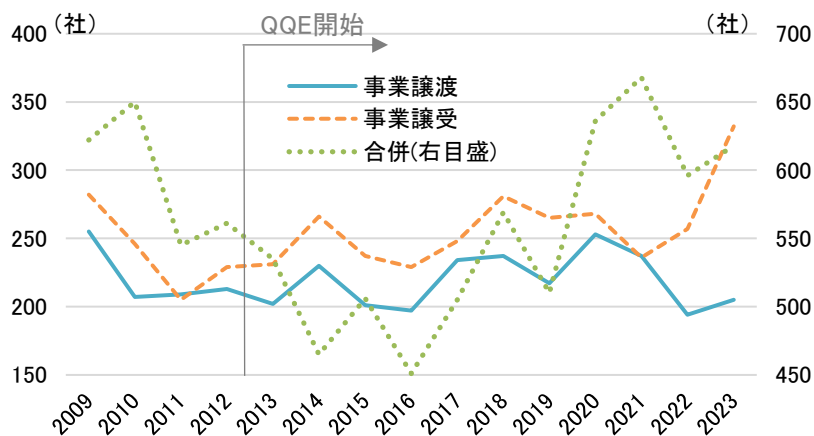
宮川大介「企業ダイナミクスのマクロ的含意」、独立行政法人経済産業研究所 Special Report、2026年2月9日

こうした低リスク・低リターン事業の典型的な例は不動産事業で、本来は専門の不動産事業者や REIT への売却等で事業を整理し、より付加価値の高い事業に集中すべきものが、金融緩和下で企業内に温存されてきた可能性がある。実際に、2024 年以降の金利上昇局面では、資本コストの上昇に伴い、こうした「不動産リッチ企業」がアクティビストの介入によって不動産や不動産子会社を売却する動きが相次いでいる³。

本来、適正な金利水準の下では、資本コストに見合わない生産性の低い事業は、適切にカーブアウト(事業の切り出し)を行っていく必要がある。実際に、例えば米 GE では、1980 年代に採算の見合わない家電事業等をカーブアウトし、航空機エンジン、発電、医療機器といった高付加価値部門への集中を行うことで、企業の収益性を高めていった⁴。長く続いた金融緩和の下では、本来行われるべきカーブアウトの動きが停滞してしまった可能性が高い。

カーブアウトも含めた企業の事業再編の動きについて、実際のマクロデータから確認してみよう。経済産業省「企業活動基本調査」によると、「事業譲渡(事業・資産を他社に売却)」、「事業譲受(他社の事業・資産を購入)」、「合併」を実施した企業数は 2013 年～2019 年で大きく変化しておらず、事業再編は QQE 以降も促進されていないことがわかる(図表 1)。事業譲受と合併は 2020 年以降増加しているが、新型コロナによる経営悪化や、その後のインフレ・人手不足による事業売却等の金融緩和以外の要素が影響しているとみられる⁵。

図表 1. 企業の事業再編



(出所) 経済産業省「企業活動基本調査」をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成

■ 企業の新規参入は停滞する一方、退出は減少

続いて、「非効率的企業の温存」について、開業率・廃業率のデータから見てみよう(図表 2、上図)。開業率は、特に 2016～17 年度と 2020～21 年度に大きく上昇しているが、これらは特殊要因である可能性が高く⁶、それらの期間を除けば緩やかな低下基調と捉えられる。その中で廃業率は、2023 年度以降に人手不足やインフレによる廃

³ こうした動きについては、例えば以下のレポートを参照。

内山大輔「インフレの時代 不動産リッチ企業に脚光」、岡三証券、2024 年 11 月 22 日

⁴ カーブアウトの重要性や過去の事例等は、以下を参照。

大西勝「金利のある時代」の事業戦略 一選択肢としてのカーブアウト」、三井物産戦略研究所、2026 年 3 月

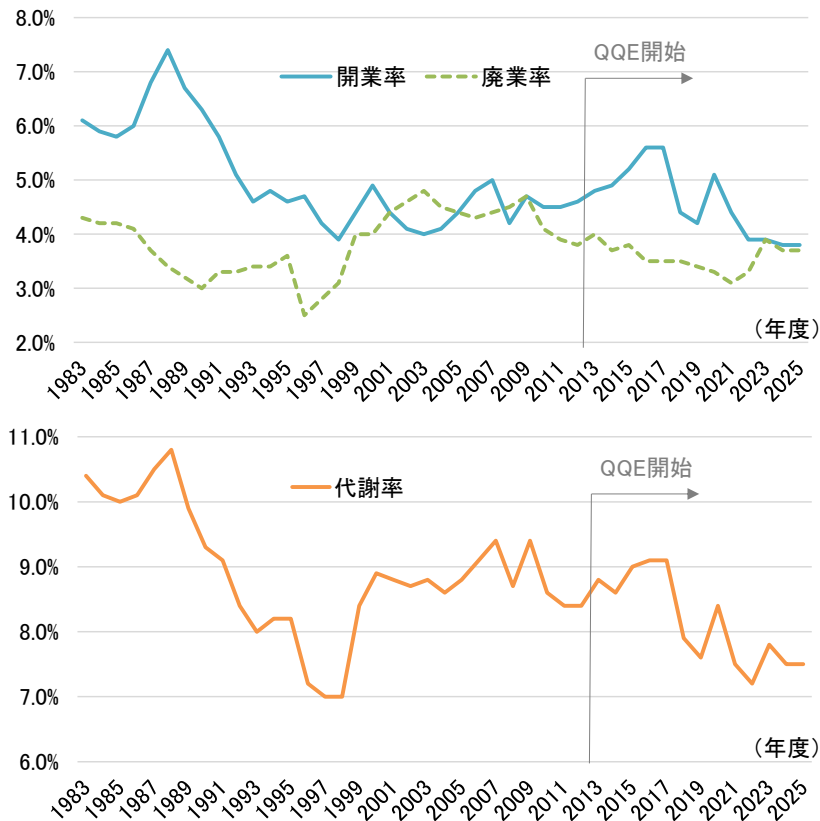
⁵ 「企業活動基本調査」の調査対象は、『従業者 50 人以上かつ資本金又は出資金 3,000 万円以上の企業』であるため、一部の小規模な中小企業は調査対象外である点に注意。このため、ほとんどの期間で事業譲受が事業譲渡を上回っている。

⁶ 本データの出所は厚生労働省「雇用保険事業年報」であり、新たに雇用保険の適用事業所となったものを「開業」として扱っている。このため、雇用保険への加入促進などの政策動向に左右される性質を持つ。2016～17 年度は建設業における保険加入促進政策の影響で上振れており、また 2020～21 年度は雇用保険への加入がコロナ禍における雇用調整助成金の受給要件になったことで上振れているとみられる。こうした点の詳細は、内閣府「日本経済レポート(2024 年度)」第 3 章を参照。

業が顕在化する以前の期間では一貫して低下を示している。このことから、金融緩和以降は、開業が停滞する中で廃業が低下することでマクロ経済全体での景気は改善したが、企業の新陳代謝は低下していた可能性がある。

この点を「開業率+廃業率」で定義される「代謝率」からも見ていくと(図表2、下図)、代謝率は2017年度をピークに伸び悩み、その後は明確な低下トレンドで推移していることがわかる。

図表2. 企業の開業率・廃業率と代謝率の推移



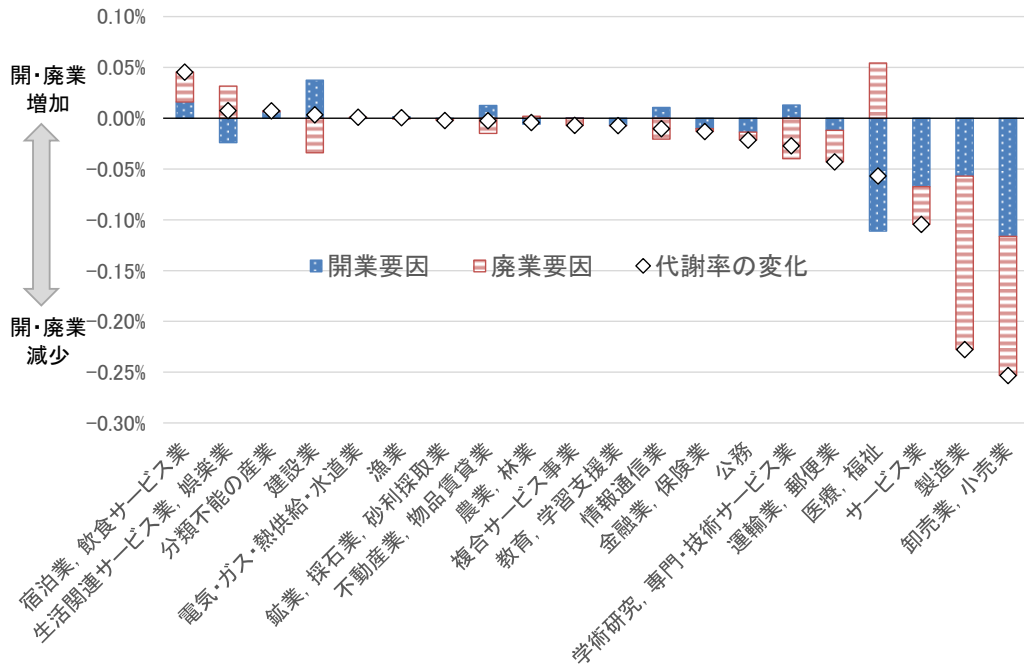
(出所) 厚生労働省「雇用保険事業年報」をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成

更に、QQE 以降の代謝率の変化(新型コロナ前の2019年度と、QQE 前の2012年度との差分)を産業別に分解してみよう。各産業の寄与度をみると(図表3)、特に「卸・小売業」、「製造業」、「サービス業」で代謝率の低下が目立ち、開業率・廃業率ともに大きく低下している。

これらの産業は、産業内の代謝率が他産業と比べて大きく低下しているわけではないが、企業数の多さ(全体に占めるシェアの大きさ)から寄与度は高く出ている。ただし、このことは言い換えれば、零細な企業が多いまま淘汰が進んでいないとも捉えられるため、ポジティブな材料にはならない点には留意が必要である。

図表 3. 企業の代謝率のQQE以降の変化

(全産業における代謝率の、2019年度と2012年度の差分に対する寄与度、%pt)



(出所) 厚生労働省「雇用保険事業年報」をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 全産業の開業率(廃業率)の変化に対する各産業の寄与度は、「各産業の開業数(廃業数)／全産業の事業所数」の2019年度と2012年度の差分として算出している。全産業の代謝率の変化に対する各産業の寄与度は、「全産業の開業率に対する各産業の寄与度＋全産業の廃業率に対する各産業の寄与度」として算出している。

なお、足元の金利上昇局面における廃業の動きをみると(図表2、上図)、特に2023年以降は廃業率が以前よりも高水準で推移している。これらは人手不足やインフレによる経営悪化の影響も小さくないが、低金利環境下で生産性の低い企業が温存されてきた結果、金利上昇に伴って急に経営が厳しくなっている企業が増えている可能性も考えられる。

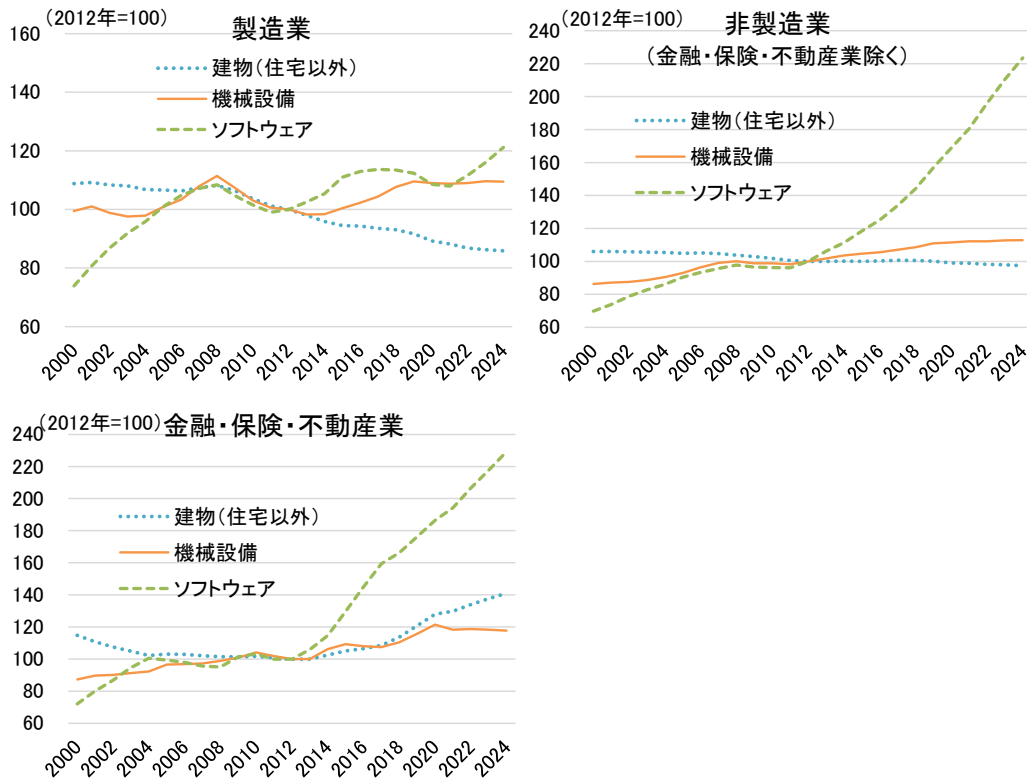
■ 企業のソフトウェア投資は大幅に上昇

これまで見た通り、長期にわたる金融緩和は企業の事業再編や新陳代謝の停滞に繋がってきた可能性があるが、必ずしもマイナスの側面のみではない。明確にプラスの影響を与えた点として「企業の投資促進」がある。先に挙げた日本経済研究センターの調査でも、「低金利は企業による投資などのコストを引き下げること、生産性向上にプラスに働かう」との肯定的なコメントも見られている。

この点をデータから確認してみよう。産業別の実質資本ストックの残高推移をみると、特に非製造業においてソフトウェア投資が大幅に加速している(図表4)。ソフトウェア・情報通信機器等への投資は業務効率化や将来の人手不足への対応と考えられ、生産性上昇にも寄与する前向きなものと捉えられる。

先に挙げた通り、一部の企業で不動産のような低リスク・低リターンへの投資が増加したのは事実ではあるものの、実際のデータでは金融・保険・不動産業以外では建物(住宅以外)のストックは大きく増加しているが、その他の業種ではほとんど増加していない。

図表 4. 経済活動別資本ストック(実質)の推移



(出所) 内閣府「国民経済計算」をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成
 (注) 「農林水産業」、「鉱業」、「公務」は集計対象から除いている。

■ まとめと今後の課題

以上から、長期にわたる金融緩和は企業の事業再編や新陳代謝を停滞させてきた可能性が高い。その一方で、特に金融緩和下で非製造業のソフトウェア投資が進展するといったポジティブな側面もあった。

先行研究における分析結果⁷では、金融緩和以降における個別企業データを分析した結果、金融緩和が「内部効果」には短期的にプラスに影響(=個別企業の生産性は上昇)した反面、生産性の低い企業の労働投入が増加することで「再配分効果」には短期的にマイナスの影響を与えたことが示されている(どちらについても、中長期的には有意な結果は得られていない)。

この結果も踏まえると、低金利による非効率的な事業は温存された一方で、設備投資の増加がそれをカバーし、個別企業の生産性(内部効果)が高まった可能性がある。また、廃業率の低下は再配分効果の低下に繋がった可能性がある。

本稿では金融緩和のマイナス影響に注目したが、今後は金利上昇が進む中で変化していく可能性がある。2024年以降の金利上昇局面にあたって、企業の事業売却等の動きは活発化しているほか、金利上昇・インフレを機に廃業率も上昇し始めている。

先行きについては、内部効果・再配分効果の双方に働きかけることで、こうした環境変化をプラスの方向に作用させて行けるような政策が求められる。内部効果を高めるための政策は、設備投資促進や事業再編促進等の方向で

⁷ 伊藤雄一郎、中野将吾・幅俊介・山中貴大「金融政策の中長期的な影響」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、2024年11月

従来から行われてきた⁸。また、再配分効果を高めるための政策としては、生産性の高い企業の退出を防ぐ観点から、M&A や事業継承の支援が行われてきた。加えて2026年5月には「企業価値担保権」の制度が開始されており、従来の不動産担保の重視から脱却し、企業の技術力や成長性に基づき融資することで生産性の高い企業の退出を防ぐことが期待される⁹。

この他に、生産性の高い企業のシェアが大きくなればマクロでの生産性も改善することから、中小企業のスケールアップ(規模拡大)への支援も課題と言える。スケールアップに際して対応が難しい課題として「人材確保・人材育成」、「デジタル化・DX」を挙げる企業も多く¹⁰、この点への支援も今後強化していく必要がある。

こうした政策を通じ、金利上昇を契機として、金融緩和が企業に及ぼしたマイナスの側面が、プラスの方向に転化していくことが期待される。

⁸産業競争力強化法における事業再編の促進等。詳細は下記。

https://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/kyousouryoku_kyouka/saihen_2.html

⁹ 日本経済新聞「技術や将来性を担保に融資、25日開始 評価難しく慎重な銀行も」、2026年5月25日、

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQ0UB15CSA0V10C26A5000000/>

¹⁰ 中小企業庁『2025年版 中小企業白書』、「第2部 第2章 第2節 スケールアップに向けた課題」

【お問い合わせ】投資調査部

<https://fofa.jp/smtri/a.p/113/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認されますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。