

東京大学大学院経済学研究科教授 星 岳雄氏に聞く

と き…令和2年12月14日(月)
と ころ…東京大学経済学研究科棟

中小企業の過剰債務問題解決に向けて 「事業構造改革」と「債務調整」の集中的推進を

東京大学大学院経済学研究科教授の星岳雄氏は、コロナ禍で低迷する日本経済を成長軌道に乗せるには、中小企業の事業構造改革と債務調整を集中的に推進する必要があるという。「今までの日常を守るためではなく、新たな日常のための変革を促す政策が必要」と語る星氏に、中小企業が成長の機会を掴むためのヒントや税理士に期待する役割について伺った。

●インタビューー 本誌編集長 石岡正行

マクロ経済学の応用に重きを置く学派に属し
経済政策を研究テーマの中心に据えた

——2019年9月に日本に戻られるまで、30年以上、米カリフォルニア州にいらっしやっただけですね。

星 東京大学教養学部卒業後に渡米し、マサチューセッツ工科大学(MIT)でPh.D.(経済学)を取得しました。その後、米カリフォルニア大学サンディエゴ校に運よく就職できて1988年から2012年まで准教授・教授を務め、2012年から2019年までは米スタンフォード大学教授を務めました。

1997年から1998年にかけて1年半だけ日本におり、大阪大学客員助教授と日本銀行金融研究所で客員研究員をしていました。その1年半のほかは、ずっとカリフォルニアでした。

——星先生は「金融論」「マクロ経済学」「日本経済」を専門とされていますが、こういった分野で研究者の道に進まれたきっかけは何か。

星 学部時代から、もともと研究者になりたいという思いはあったものの、どの分野にするかは定まっていませんでした。東京大学は1・2年生の前期課程は全員が教養学部所属して幅広く学び、

3・4年生の後期課程で専門の学部に進学するという仕組みです。前期課程では文科Ⅱ類という主に経済学部に進学するコースに属しましたが、教養学部の後期課程には経済学よりもっと総合的な視野から社会の重要な問題を考える教授が多くて、そのアプローチに惹かれたので、後期課程でも教養学部教養学科を選択しました。ただ研究の道に進むにはとりあえず専門を決めてその大学院に進んだ方がよさそうだったので、経済学の大学院に進学することにしました。社会科学のなかでは経済学が一番体系立っているから一番勉強しやすいだろうと(笑)。



星 岳雄◎ほし たけお

1960年山形県生まれ。東京大学教養学部教育学科卒業、米マサチューセッツ工科大学大学院Ph.D.(経済学)取得。米カリフォルニア大学サンディエゴ校教授、米スタンフォード大学教授等を経て2019年から現職。2016年～2018年東京財団政策研究所理事長、2020年から東京カレッジ特任教授。主な研究分野は金融論、マクロ経済学、日本経済。著書に、『日本金融システム進化論』(アニル・カシャップ氏との共著、日本経済新聞出版社、2006年、英語版はMIT Press、2001年)、『何が日本の経済成長を止めたのか——再生への処方箋』(同共著、日本経済新聞出版社、2013年)等。

——その後MITに進まれた動機は。
 星 当時、経済学の教育や研究が一番進んでいると言われていたのがアメリカだったからです。それから、教養学科時代の恩師の村上泰亮先生の勧めもありました。

私が研究分野に選んだ「マクロ経済学」には、いくつか違ったアプローチがあります。古典派、ケインズ学派、新古典派、ポスト・ケインズ学派、マネタリストなどいろいろな分け方があると思います。当時のアメリカで最も際立った区別は、MITやハーバード、あるいはスタンフォードといった(東西)海岸沿いの大学

で研究・教育されているマクロと、ロチェスター、ミネソタ、シカゴといった五大湖周辺の大学で研究・教育されているマクロの二通りでした。海水(Salt Water)派と淡水(Fresh Water)派とよばれるものです。

最も重要だと思った違いは、海水派は、経済政策の実際に注目し、マクロ経済学の応用に力点を置くのに対して、淡水派は、経済政策を考える上で基礎となるべき経済学の理論の厳密な探求を重視するというものでした。そうした海水派の影響と元からの興味の両方から、経済政策の研究を中心にするようになりました。

MITで私のアドバイザーだったマクロ経済学の世界的権威であり、経済政策の世界でも重要な仕事をされてきた、スタンレー・フィッシュャー教授(MIT教授の他イスラエル中央銀行総裁、米連邦準備理事会副議長などを歴任)やオリヴィエ・ブランシヤール教授(MIT教授の他IMFチーフエコノミストなどを歴任)から受けた影響も大きいです。

これまで35年以上にわたって、MIT時代の同級生で長年の共同研究者であるシカゴ大学のアニル・カシャップ教授と共に、特に金融の面から日本経済に関する研究を行ってきました。大きなテーマとしては、日本の金融システム、日本経済の長期停滞の原因解明、その成長を取り戻すために有効な政策——などが挙げられます。

次世代の育成や組織づくりに貢献し
 学術的知見の社会還元尽力したい

——東京大学経済学部では、世界での評価が高い研究者を集めて研究水準を高めようとする動きがあり、星先生への招聘を行ったそうですね。お受けになった理由は何か。

星 いろいろな理由がありますが、最も重要なのは、自分の研究や教育だけでなく、大学経営に関わって、学生や次世代の研究者を育成するというのも、シニア研究者の重要な役割であるという認識です。私もそういった面から貢献できたらしいなど、ここ10年ほど考えるようになっていました。2012年にカリフォルニア大学サンディエゴ校からスタンフォード大学に移ったのも、スタンフォードで日本研究プログラムを刷新するという動きがあり、そのディレクターを務めるためでした。今回は東京大学でも同様の貢献ができるのではないかと考えてお受けしました。

実際、日本の大学は、私が大学生だった頃に比べるとかなり変わってきていて、教育の質も高くなっています。特に東京大学では、これまでの大学の枠を超えるような新たな試みにも果敢に挑戦しているように見受けられます。特に経済学部はその発展が目覚ましいところがあって、これは研究科長の渡辺努教授のご尽力が大きいのと思います。

——以前、渡辺先生にも貴重なお話を伺ったことがあります（『TKC会報』2018年10月号「オピニオン」）、最近

の東京大学は発信力を高めているという印象がありますね。

星 2017年には、政策評価と制度設計に関する研究・教育を行う「東京大学政策評価研究教育センター（CREPE）」という機関が経済学研究科の付属センターとして組織され、私も研究メンバーを務めています。センターの活動目的は、質の高い実証・理論分析をもとに有効な政策評価ができることを示し、日本社会に実証結果に基づく政策形成を根付かせていくことです。さらに2020年には、そうした活動の一部を事業として展開できるような「東京大学エコノミックコンサルティング株式会社（UTECON）」を設立。企業・政府・地方公共団体などを対象に、アカデミックな知見に基づい

たコンサルティング業務を提供しており、学術的知見の社会への還元を強化しているところでは、

また、東京大学全体を見ると、2019年に「東京カレッジ」という組織が新たに設置されました。第一線で活躍する国内外の研究者や知識人を招いて分野を越えた共同研究などの機会をつくり、その成果を広く国内外へ発信するという「知の協創の世界拠点」形成の実現を目指しています。私は特任教授として参画しており、最近ではコロナ大学の伊藤隆敏教授との連続Web討論や、アフターコロナをテーマとした有識者とのシンポジウム等を企画・発信しました。東京カレッジのウェブサイトで、これらの動画を一般公開しており、学術的知見や新しい情報を提供して、社会と協働する取り組みを積極的に行っています。

多くの企業が過剰債務問題に直面 遅くとも3年以内の事業構造改革を

——星先生は、民間系シンクタンクであるキヤノングローバル戦略研究所「コロナ危機下のバランスシート問題研究会」の一員に名を連ねられています。



■東京カレッジ <https://www.tc.u-tokyo.ac.jp>

■東京カレッジ・シンポジウム「アフターコロナの事業再編」 https://youtu.be/uxv_0wNSiok

2020年9月に研究会が発表した提言内容についてお伺いできますか。

星 これについても、東京カレッジで関連するシンポジウム「アフターコロナの事業再編」を行っており、その動画をYouTubeの東京カレッジチャンネルで公開していますのでぜひご覧になってください。

今回の提言内容の要は、日本経済をコロナ後の世界を見据えて活性化するためには、資本注入だけでなく、キャッシュフローを増大させるための「事業構造改革」と債務削減を含めた「債務調整」とを一体的、集中的に推進していくことが必要不可欠であるということです。

政府は、コロナ禍に苦しむ中小企業の資金繰り支援のために実質無利子・無担保融資を実施しました。全国金融機関の融資総額は、コロナ禍の影響が深刻になってきた2020年3月以降に急速に増加し、3月から8月までの半年間で約30兆円も増加しています。こうした資金繰り支援は、中小企業にとって急場をしのぐことに役立つ一方で、「債務」が大幅に増加したということでもあります。コロナ禍の影響が長引いている状況では、多くの中小企業が過剰債務を抱え込んだ



状態となることが懸念されます。

重要なのは、このような過剰債務問題を放っておくと、コロナ後の世界での中小企業の対応を難しくしてしまうということです。実質無利子・無担保融資制度では、当初3年間の無利子で元本返済が実質猶予される期間ですので、遅くとも3年以内に、必要な事業構造改革を実施しなくてはなりません。

——星先生が長らく研究されているテーマの一つでもあります。1990年代バブル景気崩壊後の日本では、多くの企業が過剰債務問題に直面しましたね。

星 当時、過剰債務に陥った企業はキャッシュフローを優先して借金返済に充てたため、積極的な事業展開への新規投資を行うことができずに事業収益力が低下し、

結果的に金融機関に巨額の不良債権問題が発生しました。しかし、銀行による企業再生に向けた取り組みは不十分であり、政府も銀行の不良債権処理を先送りしたことや規制緩和の遅れなどによって、日本経済は長期低迷に陥ってしまった——これがいわゆる「失われた10年」です。停滞は結局10年をはるかに超えて続くことになったので、最近では「失われた」20年とも30年とも言われるようになりました。

コロナ禍で多くの企業がダメージを受けており、状況が急速に改善しない限り、規模に関わらず多くの企業が過剰債務問題に直面する可能性が高いです。いま、1990年代と同じように過剰債務問題を先送りするならば、経済低迷長期化を繰り返す恐れがあります。このように対象企業数が大きく、問題が短期間に集中して発生することを考慮すると、政策・制度による、システムティックかつ機動的な対応がとられるべきでしょう。研究会メンバーには経済低迷を繰り返してはならないという強い共通認識があり、それが今回の提言に至った背景です。

ちなみに現在、提言第2弾を準備しており、さらに具体的な内容に踏み込む予定です（2021年2月末頃発表予定）。

企業・金融機関・行政が一体となり 必要な改革をやり遂げることが肝要

—— 提言の要の一つである「事業構造改革」の推進には、どのようなことが必要でしょうか。

星 まず確認すべきは、中小企業の事業構造改革の必要性は以前から指摘されており、長年にわたって「生産性の伸び悩み」という課題を抱えてきたということです。コロナ禍によって社会や生活が激変し、ビジネスのあり方も大きく変化してきたことに伴って、改革の必要性が一層高まっています。

政府も企業も、これを好機と捉えて、キャッシュフローを増大させるための事業構造改革や産業再編による産業構造改革を後押しして、企業の実業性向上を目指すことが重要です。平時には難しい抜本的な改革にも挑戦して、収益性を上げる必要があるでしょう。

また、全国の幅広い業種の企業の改革を助けるためには金融機関の協力が不可欠です。特に地域金融機関の役割は大きく、中小企業の早期再生や円滑な退出・再挑戦を支援すべきです。そのため、金融機関が中小企業の事業性評価を的確に

行うような体制の強化を促す政策が望ましいと考えます。必要があれば予防的な資本注入の仕組みを活用することなど、地域金融機関の再編についても提言しています。3年の間に企業、金融機関、行政が一体となって、必要な改革をやり遂げることが肝要です。

経済の新陳代謝を活性化させる政策が 生産性向上のための大きなカギ

—— 「債務調整」についてはどのような具体策が挙げられるでしょうか。

星 今の日本には、事業構造改革が非常にに行われにくいという問題があります。基本的に金融機関は債権回収を求めますし、経営者も「借金は必ず返さなくてはならない」と思っている。ところが、実際には、既存の債務を一部カットしても、事業再編によって企業の生産性が向上すれば、経済全体から見るとプラスになるというケースも往々にしてあります。この場合、債務を削減できないまま、ずるずると続けていくのが一番不幸なやり方です。誰がどれくらい損失を負担するかを明らかにして、企業が新しくやり直せるようにする債務調整の制度を使いやすい

ように整備するのが望ましいと言えます。しかし、現状は全く十分ではありません。たとえば、中小企業再生支援協議会については、各地協議会および全国本部ともに、抜本的な強化が急務です。中小企業再生ファンドとの連携や一層の活用も必要でしょう。

そのほか、都道府県等の信用保証付き制度融資の債務調整を可能にする条例の制定、政府系金融機関の債務調整への協力確保、現在は大企業を念頭に置いている私的整理ガイドラインの中小企業版の策定などを、我々は提案しています。

—— 事業再生が困難な場合についてはどのようにお考えですか。

星 その場合は、資金繰り支援を続け、たとってもかえって債務が膨れ上がり、企業と金融機関の双方にとってダメージが大きくなってしまいます。ですから、退出、つまり廃業が現実的な最善策という場合もあると思います。ここで、廃業は「終わり」ではなく、新たな挑戦のチャンスと捉えることが重要です。

日本では経営破綻に対して負のイメージが強いことや、既存の会社更生法や民事再生法の使い勝手が悪いなど、スムーズな債務調整の制度が不十分で、企業の

■コロナ危機下のバランスシート問題研究会メンバー

- 梅屋真一郎** 野村総研未来創発センター主席コンサルタント
- 小野木哲也** 商工中金常務執行役員
- 小林慶一郎** キヤノングローバル戦略研究所研究主幹／東京財団政策研究所研究主幹
- 小林 信明** 長島・大野・常松法律事務所弁護士
- 酒井 吉廣** 中部大学経営情報学部教授
- 佐々木雅也** 野村総研未来創発センター上級エコノミスト
- 高田 創** 岡三証券グローバル・リサーチ・センター理事長
- 寺澤 達也** 東京理科大学上席特任教授
- 富山 和彦** 経営共創基盤代表取締役CEO
- 星 岳雄** 東京大学大学院経済学研究科教授

(五十音順)

延命を無駄に続けてしまうことも多くあります。その結果、経営者やその家族はいつまでも債務返済に苦しみ続け、産業全体も疲弊していくという悪循環が生まれているのです。

——特に、経営者保証が破綻企業の経営者とその家族に及ぼす問題は根深い

すよね。次の会社を作ることができないほど返済義務がのしかかってくることもあると聞きます。

星 経営者保証が残されているために必要な破綻や退出が先送りされる場合も多いようですね。2014年2月から「経営者保証に関するガイドライン」が運用

されていますが、民間金融機関の新規融資に占める経営者保証に依存しない融資の割合は約26%（2020年度上期）とまだまだ低い。提言には「経営者保証に関するガイドライン研究会」の座長を務める小林信明弁護士も参加していますが、今後は、会社の借り入れに関して経営者保証を免除する取り組みを金融機関や信用保証協会に求め、政策としても財政的に後押ししていく必要があるとしています。

——小林弁護士には経営者保証解除をテーマに坂本孝司TKC全国会会長と対談いただきました（『TKC会報』2018年4月号「巻頭対談」）。

星 また、コロナショックというのは単なるマクロショックではなく経済再編をもたらすショックです。コロナ禍は多くの産業に悪影響を及ぼしていますが、一方で業績が伸びている企業・産業も生まれています。衰退している企業・産業

との明暗がはつきり分かれている状態です。最終的には、衰退する企業から伸びる企業に労働者が移動する経済再編が必要となります。衰退企業が退出して、伸びる企業に取って変わられる、いわゆる経済の新陳代謝が起こることです。ところが今回はそれがまだ起こっておらず、むしろ倒産件数は減少しています。

このことは、必要な事業再編がまだ起こっていない——つまり企業への大規模な資金繰り支援が必要な事業再編を当面は妨げている可能性があると考えられます。

事業再編が起こるときには失業も発生します。いかに労働者の失業や転業のコストを下げるかも今後の重要な政策課題の一つです。そのため、新たなスキルを身に付けるための職業再訓練や新しい就職先とマッチする対策など、いわゆる能動的労働市場政策（Active Labor Market Policies）が必要となります。どのような対策が日本で最も有効なのか、研究が急がれる分野です。

日本経済にとって、経済の新陳代謝を活性化させる政策、すなわち生産性の高い企業の参入と生産性の低い企業の退出を促すことは、生産性向上のための大きなカギだと考えています。

失敗や方向転換に成長のチャンスが潜む 既存事業の外にも目を向けた挑戦が必要

——今後、このコロナ禍で日本経済が長期低迷から成長に転じるために必要なことは何でしょうか。

星 まずは、今の日本の経済成長を阻害している要因を取り除く措置を講ずることが重要だと考えます。これまでお話ししてきたように、借金の返済を迫られるだけで、債務調整を促すような仕組みがない、再生しようとしても有効な仕組みがない、経営破綻すると経営者保証で全部取られてしまう——など、成長を阻害する要因は山積みです。これまでのような現存企業の保護という「今までの日常」を守るための政策ではなく、産業の再編や労働の移動を促進するような「新たな日常」のための変革を促す政策が何よりも必要です。

それから、成長のきっかけというのは、予想外のところからやってくるものです。今後デジタル化が進むということは誰の目にも明らかだと思えますが、そういったところ以外でも成長する分野があるでしょう。ただし、今の時点では誰にも予想できないかもしれません。それをしつ

かり掴むことのできる企業が成長できるのです。

——中小企業経営者がそのような成長のきっかけを掴むためには、今後どのような点に心がけて取り組めばいいか、アドバイスをお願いします。

星 コロナ禍という非常に大きなショックによって外部環境が大きく変わって



きましたから、「これまでの事業・産業をそのまま続けていいのかわ」「会社の方針をどうするか」とあらためて考え、これまでとは全く違ったこともやってみるといって挑戦が必要でしょう。実際に、コロナ禍で伸びている産業と衰退している産業との明暗が分かれていますし、場合によっては業種そのものを変更するという大きな決断をしなければならないタ

イミングかもしれません。

もちろん、中小企業は大企業と異なり一つのことに集中して事業を行っているケースが多く、これまでと全く違ったことに挑戦するのは決して簡単なことではありませんし、想像力や運も必要だと思います。

ここで重要になってくるのが「ピボット」です。ピボットとは、特にスタートアップ企業において「経営戦略としての事業の方向転換」のことを指しますが、ピボットに成功したところが力強く成長し、生き残っているという実例がいくつもあります。たとえば、動画共有サイトとして有名な「YouTube」。当初、動画を用いた出会いサイトを目指していたそうですが、関係のない動画を勝手に投稿する人が現れ、思いのほかそれがはやったことから、今の形に方向転換して工夫を重ね、成功へとつながったそうです。それから、「Slack」（共同作業に便利なプラットフォームのコミュニケーションツール）。Slackを提供している企業はもともとゲーム開発をしており、開発作業の効率化を図るためのツールとしてSlackを自社開発していました。結局、ゲームは全く売れなかったのですが、

ツールが大成功したという例です。

どちらも失敗からの方向転換によって大成功を収めたという点が共通しています。このように、失敗を肯定的に捉えて、諦めることなく、新たなチャレンジをすることが大事なのではないでしょうか。その意味では退出も一つのピボットと呼ぶことができるのかもしれませんが。

もう一つ関連するのは、特にイノベーション戦略の観点から注目を集めている「両利きの経営」というアプローチです。詳しくは、スタンフォードでの同僚の一人チャールズ・オライリー教授による

『両利きの経営』（日本語版・入山章栄・渡部典子訳、東洋経済新報社）をご覧いただきたいのですが、両利きというのは「深化」と「探索」の両方を同時に行っていく、ということを指します。具体的には、既存事業をしっかりと強化（深化）して収益を上げる一方で、それが長続きするとは限らないので、将来可能性があると考えられるところに資源を同時に投入し、成長の新たな機会や事業を開拓（探索）する——ということなのです。

この考え方は企業規模を問わず活かせるものです。既存の事業を大事に育てるだけではなく、それがだめになったと

き、あるいはそれよりもっといい事業が出てきたときに、すぐに掴めるように目を向けて投資しておく。あるいは、既存の事業をだめにするような動きがあるならば、そこにも新たな成長の機会があるかもしれないので、注目しておく必要があります。

企業規模に関わらず当てはまることですが、常にいろいろなところにアンテナを張ってチャンスを探るようになっておくことがとても大事だと思います。

正確な数字に基づく客観的なアドバイスで 中小企業の新たな挑戦を支えよう

—— 中小企業を支援する税理士に向けて、これから期待する役割についてご助



言いたいですか。

星 中小企業も常にアンテナを張ってチャンスを掴めるようにすることが必要です。幅広い知見を持つ税理士の皆さまが、「ほかの業界や企業ではこういうことをやっている」というような情報を経営者に提供しながら経営支援をしていくことは非常に有益だと思います。

そして何よりも、中小企業が新たな可能性を探る前提として、経営者自らが、企業の立ち位置、つまり自社の経営状況をきちんと把握することがとても重要です。経営者に対して客観的で正確な数字に基づくアドバイスをするという大切な役割を果たせるのは、中小企業に寄り添う税理士の皆さまです。

—— 親身の相談相手として、経営者が新たなチャンスを掴めるように、足元の経営状況を正確に理解いただき企業価値を客観的に示すことや、事業改革に役立つ情報提供・経営支援が重要だということですね。

星 これからの時代、さらにその重要性は高まってくると思います。新たな日常のため、中小企業の成長のための支援をどうぞよろしく願います。

（構成／TKC出版 小早川万梨絵）