いわゆる「ゾンビ企業」はいかにして健全化したのか（要旨）

中村純一（日本政策投資銀行設備投資研究所）

福田慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）

「失われた10年」の日本経済において、経営再建の見込みが乏しい、いわゆる「ゾンビ企業」を存続させたことが、経済の回復を遅らせた主要な原因の1つであることが指摘されている。しかしながら、かつて「ゾンビ企業」と呼ばれた企業で、結果的に破綻や上場廃止に追い込まれた企業はごくわずかである。また、存続した「ゾンビ企業」の大半は、近年業績を大きく改善させている。本稿の目的は、「失われた10年」から回復する過程において、いかにして「ゾンビ企業」が健全企業に復活したのかを上場企業を対象として考察することにある。分析では、まず先行研究の手法を修正することによって各年における「ゾンビ企業」を識別する一方、「ゾンビ企業」がどのような要因で「非ゾンビ企業」になっていったのかを、パネル・データをプールした多項ロジット・モデルで推計した。

推計期間は、1995年度から2004年度までの10年間である。分析結果から、健全企業への復活要因に関しては、①（外生的な）景気回復、②リストラ、③ガバナンス（株主による規律付けと役員インセンティブ）、の3要因がいずれも寄与したことがわかった。しかし、企業のリストラ効果や金融支援がもたらした効果は常にプラスではなく、やり方によっては逆効果の場合も数多く存在した。

リストラに関しては、賃下げよりも人員削減が有効であるが、人員削減も減らせば減らすほどよいといった単純な関係ではない。固定資産の削減も、優良資産の切り売りでは復活できず、不良資産の整理が有効であった。金融支援においては、思い切った債務免除のみが有効で、小出しの債務免除は逆に復活を妨げる傾向にあった。また、長い間「ゾンビ企業」であった企業ほど、復活する確率は低かった。

以上の結果から、日本経済が回復する過程で、幸運な外的要因だけでなく、企業の経営努力や経済政策のあり方が、「ゾンビ企業」の復活に効果的であったと言える。また復活には、問題の先送りになるような後ろ向きの改革ではなく、より収益性を高めることを見据えたメリハリをつけた改革が必要であったことも示唆されている。

キーワード：ゾンビ企業、リストラクチャリング、コーポレート・ガバナンス、
債務免除、多項ロジット・モデル

JEL classification: G34; E44