

## 日本のゾンビ企業の50年史—銀行と株主は救済にいかに関与したか—

東洋大学 中村純一

本研究では、1970年代初めから2010年代末までの半世紀にわたる日本の「ゾンビ企業」の長期的変化を、「ゾンビ企業」の概念に効率的な救済の可能性を含めた統一的な枠組みによって定量的・定性的にレビューした。回帰分析によって銀行と株主が救済にいかに関与してきたかを示し、日本企業のガバナンスにおいて通説とは異なる実態を明らかにした。

50年間を通じて、ゾンビ企業比率には大きく分けて3つの波があった。メインバンク時代に起きた第1の波は小さく、財務危機企業の救済も銀行経営への負担が軽微であったがゆえに主体的かつ大胆な介入が可能な状況であった。第2のかつ最大の波である失われた10年では、借入額が大きく銀行経営に十大なインパクトを与えた非製造業のゾンビ企業問題ばかりが注目されたが、企業数で見れば製造業の問題も同等の深刻さであった。製造業の構造問題は、世界金融危機後の第3の波において顕在化した。この波は、製造業に関しては失われた10年に迫る規模であったが、この時期は金融危機対応として強力な金融緩和措置が導入されるとともに、銀行部門へのリスク集中も以前に比べ軽減されていたために、過少評価されてきた。

これらの観察結果に基づいて、銀行と株主が救済にいかに関与したかを明らかにするため、セレクション・バイアスを回避したうえで、救済確率を被説明変数とする回帰分析を行った。その結果、1970年代には一定以上の融資比率を持つメインバンクの存在が救済確率を高めていた。しかし、メインバンクのモニタリング能力や企業集団や長期信用銀行の役割に関する通説は支持されなかった。失われた10年では、問題の先送りやメイン寄せといった病理的現象が、むしろ製造業に典型的なものであり、外国人投資家による規律付けは非製造業でのみ働いていたことがわかった。2000年代半ば以降の製造業では、競争力を失い売上高が減少しているが純資産には余裕のある過剰債務企業が優先的に救済されるという形で、ソフトな予算制約が発生していた可能性がある。