

令和 2 年 6 月 15 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2017～2019

課題番号：17K03798

研究課題名(和文)ゾンビ企業の経済分析-グループ経営へのシフトとM&Aの観点から

研究課題名(英文)Economic Analyses on Zombie firms

研究代表者

安田 行宏 (Yasuda, Yukihiko)

一橋大学・大学院経営管理研究科・教授

研究者番号：10349524

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,500,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、日本経済における業績不振企業、いわゆるゾンビ企業に注目し、その整理・淘汰・復活のメカニズムについて実証的に分析を行った。第一に、上場企業の方が非上場企業よりも資産売却を行うとともに、その後の投資の拡大と業績の向上が実証的に確認された。第二に、上場のステータスには企業にとって資金制約の緩和の効果が見受けられるものの、グループ経営の企業はその限りでなく、内部資本市場が機能していることを示唆する結果を得た。第三に、銀行と企業間関係がM&Aに与える影響について分析を行い、銀行はゾンビ企業の延命に寄与するというよりは、企業が積極的にM&Aを促すように貢献していることを実証的に示した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究を通じて、長引く日本経済の低迷からの脱却へのいくつかのインプリケーションを得ることができたと考えられる。具体的には、資産売却といった負の投資は、さらなる投資と業績の向上につながることで、また、「上場」のステータスは資金制約の緩和により投資の拡大につながる一方、グループ経営へのシフトはその効果を代替する関係にあることが示唆される。さらに、企業のM&Aは事業拡大のみならず、業績の回復の手段としても有効であることが分かった。これらの含意は、長引く投資の低迷と低収益性にあえく日本企業がどのようにその問題から脱却するか、その具体的処方箋を提示していると考えられる。

研究成果の概要(英文)：We empirically examine Japanese firms especially focusing on zombie firms. Firstly, we found that listed firms disinvest 2.0% more than unlisted firms and their disinvestment is also more sensitive to investment opportunities. Additionally, firms that disinvest show improvements in return on assets and increases in future investment. Secondly, we show that listed firms invest more and have greater sensitivity to investment opportunities than comparable unlisted companies. Our findings suggest that the role of listing in alleviating financial constraints and agency costs is more important than potential underinvestment due to myopic behavior. Thirdly, we showed that bank-firm relationships generally increase the likelihood and size of M&A. Contrary to conventional wisdom of the adverse effects of bank-firm relationships in Japan, such as 'zombie lending', our results indicate that Japanese banks facilitated restructuring and international expansion in the 2000's.

研究分野：企業金融論

キーワード：ゾンビ企業 M&A 上場・非上場 資産売却 リストラクチャリング

1. 研究開始当初の背景

急速に進展するグローバル化の中で、日本企業の戦略として **M&A** が重要な一つの選択肢であることは言を俟たず、また、マクロ的に見てもデフレ経済からの脱却に日本企業の復活・活性化は必要不可欠である。一方で、日本経済を中長期的視点で振り返ると、**1990** 年代後半の金融危機以降、企業部門が恒常的に資金余剰主体となっている日本固有の現象がある。一方、金融危機後には、いわゆる会計ビッグバンや会社法の制定などを通じて連結ベースでのグループ経営にシフトしており、これらの一連のコーポレート・ガバナンスに関する制度面での大きな変革が行われた。「失われた **20** 年」と揶揄される中で、日本のいわゆる「ゾンビ企業」が学術的に国内外で非常に注目された。この一つの背景に、**1990** 年代後半のいわゆる銀行の不良債権問題の先送り・顕在化を回避するために行われた追加融資 (**evergreening**) があり、ゾンビ企業存続の条件とされている。しかし、**2000** 年代初頭に不良債権問題に一区切りついたにも関わらず、円安による一部の製造業を除いて、企業部門の収益性が一般的に芳しくない状況が続いた。そこで本研究では、積極的な投資を行うことを通じて生産性の向上に貢献すべき企業部門がこれほどまでに長期にわたって停滞しているのはなぜかという問題意識の下で、ゾンビ企業に焦点を当てて分析を行う。その際の分析視点として、グループ経営へのシフトと **M&A** の観点から、日本企業の直面する現状と課題を踏まえ分析を行う。

日本経済の中長期的視点からは、**2000** 年代のコーポレート・ガバナンス改革のプロセスにおいて **M&A** を位置づけることが重要と思われる。**2000** 年代初頭の会計ビッグバンや会社法の制定は、企業と銀行に対してリストラクチャリングの動機を与えると期待されることから、**M&A** が一つの重要な企業再編の選択肢と期待される。

本研究ではゾンビ企業に注目して分析を行うため、ゾンビ企業概念を提示した **Caballero et al. (2008)** が重要な先行研究として位置づけられる。この分析は、分析対象期間から単体データと想定されるのに対して、本研究では、グループ経営へのシフトの時期を念頭に置くことから、連結と単体データを用いた分析に拡張する必要があるとともに、より多角的に分析が可能となる。また、いわゆるゾンビ企業の復活に関する研究として **Fukuda and Nakamura (2011)** があり、本研究では **M&A** の影響を明示的に考慮する点に特徴がある。グループ経営へのシフトに関して、企業グループに関する先行研究として大坪 (**2011**) などが包括的な研究書といえる。また、**Ushijima (2010)** は、日本の子会社について、上場子会社に焦点をあてて検証しており、重要な先行研究となる。また、グループ経営に関する研究の観点からは、いわゆるメインバンクを中心とする企業集団に関する膨大に蓄積された研究に続く分析と本研究は位置づけられる。ところで、米国、欧州などの先進国に比べて日本の **M&A** 規模は国内総生産の規模の割にはさほど大きくない。実際、日本における **M&A** は少なくとも **2000** 年代初頭までは振るわず、いわゆる世界金融危機後のグローバル化の進展において、特に近年では **In-Out** 型の **M&A** が増えている状況にある。こうした海外展開に下での **M&A** を分析する論文は数多く存在する。例えば、**Andriosopoulos and Yang (2015)** は、英国企業を対象に特に海外 **M&A** の決定要因に対する機関投資家の影響について検証している。彼らによると、機関投資家の持ち分が高いほど、企業規模が大きい、あるいはクロスボーダーの **M&A** を行う確率を高めることを論じている。日本の **M&A** を分析対象とした先行研究としては、例えば、**Higgins (2013)** などがあるが、いずれも分析対象期間が **1990** 年代のものであり、いずれも株式市場での反応を検証したものに留まっている。

<引用文献>

- Andriosopoulos, D. and S. Yang (2015) "The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom," *Journal of Banking and Finance* 50, 541-561.
- Caballero, R., T. Hoshi, and A. Kashyap (2008), 'Zombie lending and depressed restructuring in Japan', *American Economic Review*, 98(5), 1943-77.
- Fukuda, S. and J. Nakamura (2011) "Why Did 'Zombie' firms recover in Japan?" *The World Economy*, 1124-1137.
- Higgins, H. (2013) Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan," *Journal of Accounting and Public Policy* 32, 44-70.
- Ushijima, T. (2010) "Understanding partial mergers in Japan," *Journal of Banking and Finance* 34, 2941-2953.
- 大坪 稔 (2011) 『日本企業のグループ再編』中央経済社。

2. 研究の目的

本研究の目的は、日本企業の中でいわゆる「ゾンビ企業」に注目し、会計ビッグバン・会社法の制定といった一連のガバナンス改革を通じて、ゾンビ企業が如何に温存、淘汰、あるいは復活してきたのか、そのメカニズムについて、特にグループ経営へのシフトのプロセスと合併および買収 (以下、**M&A** と略記) の観点から実証的に分析を行うことである。

1990 年代後半の金融危機の際に、いわゆるゾンビ企業が日本経済の停滞の一つの要因として注目された。このことは、ゾンビ企業を対象とする分析において、グループ経営の観点から、ゾンビ企業がどのように温存、淘汰されたのかの分析については、日本企業を対象とすることで初めて実行可能となることを意味している。本研究では、上記の問題意識に基づき、実証的に検証を行うものである。

3. 研究方法

(1)日本企業の特徴として、各上場企業の傘下に、連結対象となる子会社が複数存在する企業グループとして活動している点にある。このことから、セグメント別の同一法人格を基本とする米国企業との違いに注目しながら分析を行うことが本研究の一つの特長となる。具体的には、連結に基づく会計情報のみの米国企業に対して、日本企業を分析対象とすることで、連結と単体の二つの会計情報に基づき分析ができる。このことを踏まえ、子会社を傘下に持つグループ経営の企業と単独企業の比較を単体・連結データを用いて行うことが可能となる。

また、上場企業に対する比較参照企業群として、非上場の公開企業に注目する。これは金融商品取引法の開示規制により、非上場で一定の条件を満たす企業は、上場企業と同じく有価証券報告書の提出義務がある。この企業群は非上場でありながら、上場企業と同じ財務データを用いることができることから、株式について市場を通じた不特定多数の投資家に売買が可能であるか否かの点だけが制度によって異なる点となる。この非上場の（公開）企業と上場の（公開）企業の比較を通じて、「上場」の経済効果を測定し、企業に対するガバナンス機能などについての検証が可能となる。本研究ではこれらの制度的特徴を踏まえて以下の二つの研究を行っている。

まず、資産売却などの負の投資の決定要因を以下のパネルデータの定式化の下で検証を行った。

$$dis_invest_{i,t} = \beta_1 listed_{i,t-1} + \Gamma Z_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

左辺の $dis_invest_{i,t}$ は、資産売却等の金額を表す。右辺の $listed_{i,t-1}$ は上場企業であれば1、そうでなければ0のダミー変数であり、この係数の β_1 が統計的に有意であるか否かで負の投資に対して「上場」によるガバナンス機能が効果を発揮するのか否かを検証している。なお、 $Z_{i,t}$ はコントロール変数であり、加えて、産業と年の固定効果を考慮している。また、この推計結果に基づき、傾向スコアマッチングの手法を用いて資産売却後のROAや投資が増加するのか否かを検証している。

(2)続いて、(1)の発展形での分析として投資の決定要因について分析を行った。上記の定式化の左辺の変数を $invest_{i,t}$ として実物投資に修正したうえで検証している。加えて、グループ企業か否かによって分割したサブサンプルの分析、あるいは子会社数と $listed_{i,t-1}$ との交差項を加え、その係数が統計的に有意か否かによって、グループ企業か否かの違いが投資に対して異なる影響を与えるかを検証している。

(3)リストラクチャリングの手段としてのM&Aの観点から踏まえながら、日本企業のM&Aの決定要因について検証を行った。特に、日本企業のM&Aに対して、従来からの日本の特徴とされる銀行・企業間関係がもたらす影響を踏まえながら、プロビット分析を行っている。

$$\Pr(M\&A_{i,t}) = \alpha \cdot Bank_firm_relationship_variable_{i,t-1} + \gamma \cdot Z_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

左辺の変数 $M\&A_{i,t}$ はM&Aを行った企業を1、そうでない企業を0とするダミー変数である。 $Bank_firm_relationship_variable_{i,t-1}$ は、銀行・企業間関係を表す変数であり、銀行からの借入の有無を示すダミー変数や、銀行の持ち株比率などの変数を用いて検証を行っている。 $Z_{i,t}$ はコントロール変数であり、加えて、年の固定効果を考慮している。一般に、M&Aは日本企業の視点からみると、タイプ別にIN-IN型（国内企業同士のM&A）とIN-OUT型（国内企業が海外企業に対して行うM&A）に分けられる。企業の個別データに基づくことで、企業のリストラクチャリングにおけるIN-IN型、さらには国際的競争力強化に向けたIN-OUT型のM&A実行の決定要因の分析も試みている。

4. 研究成果

(1)まず、資産売却などの負の投資の決定要因については、上場している場合に資産売却が積極的に行われ、また売却後において、業績の改善と新規の投資が促進されることが実証的に判明した。この意味において、ゾンビ企業からの脱却手段としての資産売却行動が上場している状況において積極的であることが示唆される。

(2)次に投資の決定要因の分析については、上場企業の場合には資金制約の緩和の効果が見受けられるものの、グループ経営の企業はその限りでなく、内部資本市場が機能していることを示唆する結果を得た。

(3)M&Aの決定要因の分析については、銀行と企業間関係がM&Aに与える影響について分析を行い、銀行はゾンビ企業の延命に寄与するというよりは、企業が積極的にM&Aを促すように貢献していることを実証的に示す一方で、株式持ち合いなどの関係が銀行と企業にある場合には、その限りでなく、この意味でリストラ手段としてのM&Aの活用に対して消極的になり得る可能性を実証的に確認した。

以上の分析のいずれについても、日本企業における固有の特徴を踏まえ、ゾンビ企業からの脱却・延命などに対してインプリケーションを持つ。具体的には、(1)の分析結果によれば、資産売却といった負の投資は、さらなる投資と業績の向上につながることから、上場企業におけるリストラクチャリングを通じた業績不振からの脱却の重要性を示唆する結果を含意している。(2)の分析結果によれば、「上場」のステータスは資金制約の緩和により投資の拡大につながる一方、グループ経営へのシフトはその効果を代替する効果があることから、グループ内で内部資本市場が機能していることを示唆する結果となっている。そして(3)の分析結果によれば、第三の研究では、M&Aは企業救済等によるゾンビ企業からの脱却における銀行の役割の重要性を改めて実証的に示す結果となっている。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計5件（うち査読付論文 5件/うち国際共著 3件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 French Joseph, Fujitani Ryosuke, Yasuda Yukihiro	4. 巻 -
2. 論文標題 Under pressure: Listing status and disinvestment in Japan	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 Finance Research Letters	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.frl.2019.08.012	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する
1. 著者名 French Joseph, Yan Juxin, Yasuda Yukihiro	4. 巻 56(3)
2. 論文標題 Relationships matter: The impact of bank-firm relationships on mergers and acquisitions in Japan	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 Journal of Financial Services Research	6. 最初と最後の頁 259-305
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1007/s10693-019-00327-3	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する
1. 著者名 Kim Hyonok, Yasuda Yukihiro	4. 巻 53(4)
2. 論文標題 Accounting information quality and guaranteed loans: evidence from Japanese SMEs	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 Small Business Economics	6. 最初と最後の頁 1033-1050
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1007/s11187-018-0106-5	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 Wilcox James A., Yasuda Yukihiro	4. 巻 37
2. 論文標題 Government guarantees of loans to small businesses: Effects on banks' risk-taking and non-guaranteed lending	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 Journal of Financial Intermediation	6. 最初と最後の頁 45~57
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.jfi.2018.05.003	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する

1. 著者名 Hyonok Kim and Yukihiro Yasuda	4. 巻 45
2. 論文標題 Business risk disclosure and firm risk: Evidence from Japan	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 Research in International Business and Finance	6. 最初と最後の頁 413-426
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1016/j.ribaf.2017.07.172	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計8件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 7件)

1. 発表者名 Yukihiro Yasuda
2. 発表標題 Stock Market Listing, Investment, and Business Groups: How Firm Structure Impacts Investment?
3. 学会等名 28th NBER-TCER-CEPR (TRIO) Conference on "Financial System" (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Yukihiro Yasuda
2. 発表標題 Internal and External Lending by Nonfinancial Businesses During Crises and During Other Times
3. 学会等名 26th Annual Global Finance Conference (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Yukihior Yasuda
2. 発表標題 Who, When, and How Much Corporate Parents Help: Evidence from Japanese Consolidated and Unconsolidated Financial Statements
3. 学会等名 26th Annual Conference of the Multinational Finance Society (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Yukihiro Yasuda
2. 発表標題 Who, When, and How Much Corporate Parents Help: Evidence from Japanese Consolidated and Unconsolidated Financial Statements
3. 学会等名 European Financial Management Association (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Yukihiro Yasuda
2. 発表標題 Earnings Quality, Public Debt, and Ownership Structure: Listed Versus Unlisted Public Companies
3. 学会等名 Multinational Finance Society (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Yukihiro Yasuda
2. 発表標題 Internal and External Lending by Business and the Supply of Bank Credit
3. 学会等名 World Finance Conference (国際学会)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 Yukihiro Yasuda
2. 発表標題 Internal and External Lending by Business and the Supply of Bank Credit
3. 学会等名 International Banking, Economics and Finance Association(IBEFA) (国際学会)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 安田行宏
2. 発表標題 Forgiveness versus Financing: The determinants and impact of SME debt forbearance in Japan
3. 学会等名 日本金融学会
4. 発表年 2017年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----