

ゾンビ企業指標は何をとらえているのか—株価情報と予測力の観点から—

東洋大学 中村純一

本研究では、市場から退出すべき企業が退出せずに生き延びてしまう「ゾンビ企業」の問題が銀行による救済とリンクしなくなった状況で、株価に含まれるフォワード・ルッキングな情報から「ゾンビ企業」をとらえる新たな指標を検討した。日本の上場企業を対象にした分析から、株価純資産倍率 (PBR) に株主による支援に対応する資本異動の情報などを組み合わせフォワード・ルッキングなゾンビ指標 (以下「FZ 指標」) は、財務データなどバックワード・ルッキングな情報に基づく既存の様々なゾンビ企業指標とは全く異なる特徴を持つことがわかった。

まず、ゾンビ企業比率の推移においては、アベノミクス期の株価上昇、前向きな企業統治改革の推進といった環境下で、FZ 指標によるゾンビ企業比率は高止まりしている。その背景には、前期に続いてゾンビと判定される、あるいは過去にゾンビと判定されたことがあり前期はゾンビでなかったが再びゾンビと判定される「滞留企業」の存在が指摘される。FZ 指標は当期の株価情報しか利用していないにもかかわらず、このような滞留企業が多いことは、構造的に株価が低迷する企業の存在を示す。また FZ 指標は、1990 年代半ば以降の各時期において、バックワード・ルッキングな情報に基づく既存の様々なゾンビ企業指標では捉えられなかった法的・私的整理企業を捉えていた。

FZ 指標によるゾンビ企業の特徴を財務データなどから見ると、規模が小さめで、業績は非ゾンビ企業には見劣りするものの他の指標によるゾンビ企業ほど悪くはない。株主構成については、外国人が少なく個人の割合が高いという特徴がみられ、市場からの規律付けの圧力の弱さが示唆される。社齢も有意に高く、株価の低迷を放置した状態にある。ゾンビ指標の予測力に関する回帰分析の結果からは、こうした企業は、他の指標によるゾンビ企業に比べて倒産リスクが高いとは言えないが、将来的に一段と ROA が低迷していったり赤字となる可能性が高いことがわかった。以上の結果は、2000 年代までと比較して合理的な株価の形成が行われるようになったものの、それに基づいて敵対的買収など企業支配権の市場を通じた経営者刷新のメカニズムが確立するには至っていない、日本の企業統治の過渡期的な状況を映している。