

間違いだらけ！「ゾンビ企業とは」

リスク管理研究所 高市幸男

1. BIS の定義

ゾンビ企業について、国際決済銀行 (BIS)¹ が「設立 10 年超で、3 年以上にわたってインタレスト・カバレッジ・レシオ (以下 ICR とする) (利払い負担に対する利益の比率) が 1 未満にある企業」² と定義している (以下 BIS 定義とする)。ICR の計算については、以下の 2 つがある。

- ① $\text{営業利益} + \text{受取利息} \cdot \text{配当金} \div (\text{支払利息} + \text{割引料})$
- ② $\text{営業キャッシュフロー} \div (\text{支払利息} + \text{割引料})$

BIS 定義によると、業歴 10 年以上の企業は、支払利息が極めて少額であっても、3 年間営業利益 + 受取利息 (または営業 CF) が赤字またはゼロの場合、全てゾンビ企業と認識される。しかし、業歴 10 年未満ならゾンビ企業とは認識されない。また、極めて支払利息が大きく、営業利益が大赤字であっても業歴が 10 年未満または 3 年間未満の継続状態であれば、ゾンビ企業とは認識されないのである。さらに、決算書に計上された支払利息は実際支払った金額であり、滞納やリスク・金利減免などの支援を受けた場合、本来支払うべき金額より少ない金額になる。よって支援を受けた方が ICR の数値が大きくなり、1 以上になった場合はゾンビ企業の定義から外れるという矛盾を抱えている。

2. Caballero, Hoshi, and Kashyap の定義

Caballero, Hoshi, and Kashyap (2006)³ は、「ゾンビ企業」を「再生の可能性がないにもかかわらず、銀行によって生きながらえさせている企業」とし、銀行からの金利減免を識別の基準とした。具体的には、プライムレートなどの市

¹ BIS (Bank for International Settlements、国際決済銀行) は、1930 年 5 月にスイスのバーゼルに設立された主要国の共同出資による国際銀行。日本を含む 60 カ国・地域の中央銀行が加盟している (2017 年 7 月時点)

² Banerjee and Hofmann(2018)

³ Caballero, R., Hoshi, T., and A. Kashyap (2006) "Zombie Lending and Depresses Restructuring in Japan," NBER Working Paper No.12129.

場標準的な指標を用いて各企業の考えられる支払利息を仮想的に計算し、実際の支払いがそれを下回っていれば、利子減免により延命させられている企業＝ゾンビ企業とした。

中村・福田（2008）⁴ は、本定義には、追い貸しによって支払利息を支払った場合ゾンビ企業ではないと識別してしまう危険性、リスク・プレミアムが小さいことで支払利息が少なくなっている優良企業をゾンビ企業と認識してしまう危険性がある、と指摘している。

個別企業の借入金金融機関との付き合い状況や信用度、営業政策、使途などによって金額・期間・利率それぞれ区々であるのかかわらず、それをプライムレートなどの一般的な利率をもって支払利息を計算することは困難であり、根本的に間違っていると云わざるを得ない。

さらに、資金繰りが悪化した企業が資金的支援を受ける順序としては、取引先（仕入先）の支払猶予・遅延、手形ジャンプ、値引きや、経費の未払い、従業員賃金未払い、遅延、投資家の第三者割当増資、金融機関以外からの借入などであり、政府・銀行の返済猶予、リスク、金利減免は後順位にある。よって後順位の支払利息を基準とする本定義は本末転倒していると言わざるを得ない。

3、中村・福田の定義

中村・福田（2008）は、Caballero, Hoshi, and Kashyap（2006）の定義を「金融支援基準」と名付け、その欠点を補うものとして「収益性基準」の追加を提唱した。「収益性基準」とは「営業損益＋受取利息配当金」と「利払前税引前損益」のいずれかが「最低支払利息」を下回るかどうかによって識別するものである。

「支払利息」を基準とした定義は、資金調達が多様化、間接金融から直接金融へのシフトなどで、莫大な借入金を抱える事がなくなり、さらに低金利時代で支払利息が少なく、支払利息が資金繰りに大した影響を与えないのかかわらず、最大・唯一の判断基準としていることに決定的な矛盾を抱えている。

⁴ 中村純一,福田慎一（2008）「いわゆる「ゾンビ企業」はいかにして健全化したのか」
経済経営研究 Vol.28 no,1 日本政策投資銀行設備投資研究所

4. 一般的認識による定義

ゾンビ企業の一般的な認識は「経営が破綻しているのに政府や銀行の支援を受けて存続している企業のこと⁵」である。

これを元にゾンビ企業の定義を考察すると、「経営が破綻」とは、業績の不振によって財務内容が悪化し、殆ど倒産状態にあることである。

「政府や銀行の支援」とは、政府や銀行による借入金の返済猶予、リスク、金利減免が考えられるが、政府や銀行の支援を受ける前に、取引先（特に仕入先）の支払猶予・遅延、手形ジャンプ、値引きや、従業員の賃金未払い、遅延、投資家の第三者割当増資などがあり、「様々な資金的支援」とすべきである。

以上から、ゾンビ企業とは「**経営悪化により殆ど倒産状態にあるが、様々な資金的支援によって、存続している企業**」とすべきである。具体的な判断基準については、「殆ど倒産状態」は数ある財務比率の中から、最もよく倒産を表す比率を使用することでクリアーできる。「様々な資金的支援」は、支援策そのものの情報を得ることが難しく、データとしても扱いにくいいため、財務データから推測するものとする。つまり「倒産」は仕入債務の決済ができない、借入金の返済ができないなど、決済資金の不足で起こるものであるから、財務内容は倒産状態にありながら、当座の決済資金を工面し、倒産を回避している状態を表す財務データ・比率を使用すればクリアーできると考える。

両財務データ・比率については、別途研究発表としたい。

以上

⁵ デジタル大辞泉. “ゾンビ企業”. コトバンク.