

『業績悪化企業の再組織化』

嶋 恵 — *

はじめに

本稿の目的は、業績悪化に陥った企業による危機打開のなされ方について、実証的な見地から検討することである。具体的には、広く財務データが利用可能な東京証券取引所上場企業のうち、1970年から1992年までに業績悪化によって上場廃止した企業をサンプルに用い、業績悪化が企業の抱える資産、雇用、負債に対してどのような再組織化を促すかについての分析を行う。その作業を通じて、再建される企業とそうでないものとは一体何が異なるのかを探る。本稿のサンプルには上場廃止企業58社が含まれる。これらは1970年から1987年にかけて上場廃止した企業である。ただし、サンプルの採り作業自体は1992年まで行い、その間すべての上場廃止企業を確認した上で、最終的に業績悪化による上場廃止企業としてサンプルに加えた企業は1987年度が最後であった。

本稿ではこのサンプルを用い、まず、経営危機にある企業について、その業績悪化と再組織化（Restructuring）との関連を検証する。そこでは主に企業の抱える資産バランスと雇用人員の変化に注目し、業績悪化がどれほどその再組織化を促すかについて分析する。それに続き、上場廃止に際しての再建方針の違いにより、サンプルを二つに分割し、再組織化において両グループの間にどのような違いが見出されるかを検証する。具体的には、上場廃止に際して会社更生法の適用もしくは合併手続きを採った企業と、以上の手続きを採らず自主再建を継続するかもしくは清算に至る企業とを比較する。これにより、破綻処理のあり方と再組織化との関連付けを試みる。

また、本サンプルには、戦後の大型倒産事例としてしばしば取り上げられる企業が多く含まれる。それらの大型倒産には、いわゆるメインバンクがその再建処理の過程において登場する事例が少なくない。本稿ではこの点に沿い、外部からの監視の問題に焦点を当て、経営者の機会主義的あるいは裁量的行動に対してメインバンクが果たす「規律付け」の役割についても検討を加える。

本稿の構成は以下の通りである。まず第一部では、業績悪化企業の再組織化に関する先行研究を整理する。米国の研究例を中心に、ダウンサイズが再組織化の主要な手段であることを踏まえ、それが果たしてどの程度効率改善に寄与するかについて再検討する。加えて、経営者のインセンティブの観点から、過剰規模の問題について触れる。また、業績悪化企業に対する銀行の介入について、日米では企業金融の性格が極めて異なることを加味しながら、その特徴を整理する。続く第二部では、実証分析によって日本における業績悪化企業の再組織化の特徴を探る。まず、データとサンプル選定について説明し、以後そのサンプルを用いて若干の回帰分析を行う。最後に、分析結果に基づいて要約を述べる。

・ 先行研究

ダウンサイジング？

突然の業績悪化に際して、企業はその危機を回避すべく何らかの行動を強いられることが多い。危機打開策として最もポピュラーなのは規模縮小（Downsizing）である。保有する資産の一部を処分する、また雇用人員を削減するという手段が、収益性の改善もしくは当座の資金捻出を目的として採られることが広く知られている。米国の研究例では、John, Lang, Netter(1992), Kang, Shivdasani(1997)に見られるように、危機に際して資産売却と雇用削減は極めて頻度の高い手段といえる。John, Lang, Netter(1992)による1980～87年間で最低1年以上の赤字利益を計上した大企業（資産規模10億ドル以上）46社をサンプルに用いた分析では、以上のダウンサイズ化に加え、投資支出およびR&D支出の削減が有意に観察されることが示されている。日本の場合、研究報告が極めて少ないが、Kang, Shivdasani(1997)による業績悪化企業の日米サンプル比較（日本企業70社、米国企業63社）によってその特徴を知ることができる。業績悪化に際して、米国ではサンプル企業の3割に雇用削減や資産売却が見られるのに対して、日本のサンプルでは、雇用削減は米国の半分程度、また資産売却はその1割程度の水準であり、ダウンサイズ化に対して積極的でないことが読み取れる^{*1}。むしろ彼らの報告で興味深いのは、日本企業は業績悪化に際して新規事業への進出、事業提携、および投資拡大を図る傾向が比較的多く見られることである。

以上の物理的な手段に加えて、業績悪化に際する経営陣の交代の特徴も米国研究例では明らかにされており、いずれも業績悪化の際に顕著な手段であるといえる。Gilson(1990)では、1979～84年間に経営危機に陥った111企業をサンプルに用い、業績悪化直前の役員1006名を以後追跡した分析において、悪化後数年で役員の半数が交代することを示している。サンプル数は少ないが、John, Lang, Netter(1992)の分析からも同様の結果を読み取ることができる。

以上のようなリストラ策は果たして、どのような状況において、また何に依存してどの程度引き起こされるのであろうか？この点に関して、Ofek(1993)は358社の短期的に業績悪化に陥った米国企業サンプル（1983～87年）を用い、負債の大きさがどの程度企業のリストラ策に影響を及ぼすかを検証している。そこでは、レバレッジが高い企業ほどリストラ策に積極的であるという結論が回帰分析より導かれている。リストラ策とは負債整理、資産売却、雇用削減、そして配当カットである。

負債の大きさがリストラ策に相当の影響を与える理由として、第一にデフォルトリスクが挙げられる。負債依存度の高い企業ほど潜在的には支払不能に陥る確率が高いため、よりリストラ策を積極的に行う傾向があることは容易に解釈できる。また、Ofek(1993)では企業規模が大きいほど資産売却に訴える可能性が高いことが分析結果から読み取れる。よって、切迫した危機にある企業のリストラ手段において、資産売却が主要な役目を果たしている点に着目すれば、Ofek自身は言及していないものの、業績悪化企業において潜在的な過剰規模の可能性が示唆される。

過剰規模の発生日理、ないし過大投資については、Jensen(1989)、Stulz(1990)の主張がしばしば言及される。彼らに共通する考え方は、企業の行う投資は企業価値の最大化に照らして最適な水準に必ずしも落ち着かず、投資規模に関して経営者の「裁量」が働きやすいということである。そし

て、このような裁量に依存する投資は、株主等の資金提供者に支払われずに企業に留保された裁量的な資金、すなわち“フリー”キャッシュフローに負うところが大きいと考える。フリーキャッシュフローが存在する理由は、株主が企業に実際に発生した正確なキャッシュフロー額を把握することが不可能なことにある。株主が一体企業にどれほどのキャッシュフローが発生しているのかを特定できない限り、経営者はキャッシュフローの申告を過少に行う可能性がある。なぜならば、過少報告することによって内部に資金を留めておき、経営者はその分だけより多くの投資を行うことができるからである^{*2}。

経営者が過剰に投資を行おうとする潜在的な根拠に関しては、必ずしも、十分な実証的裏付けに基づいた議論がなされているとは言い難い。少なくとも Stulz(1990) では、それは投資に付随する既得権益に帰するという前提に基づく。そのような前提の下では、彼らの裁量的投資行動により、純現在価値がプラスのプロジェクトはもとより、時として自己の利益に基づいてマイナスのものまで幅広く採択されることが予想される。その際、厳密な意味での投資効率は考慮されず、過剰規模や過度な多角化が結果としてもたらされう。

ダウンサイズは経営効率の改善をもたらすか？

多くの報告例から明らかなように、財務危機にある企業においてダウンサイズ化はその危機打開の主要な手段である。同時にこの事実は、企業に過剰な資産があり、その非効率を解消することによって、投資効率の改善、ひいては企業価値の増加を図る余地が存在するという可能性を示唆するといえる。

そういった可能性に関連して、Litzenberg, Siegel(1990)、Smith(1990)、Hendershott(1996) は、それぞれ興味深い結果を我々に示してくれる。これらの研究例はすべて LBO(Leveraged Buyout)に関するものであり、そこでは LBO とダウンサイジングとの間に極めて密接な関係を読み取ることができる。特に LBO に注目が集まる理由は、それに伴う財務構成及び企業統治(corporate governance)の変化によって、経営者は何らかの影響を受けて行動を変更しう点にある。

Litzenberg, Siegel(1990) は、LBO によって生産性や特定の支出がいかに変化するかについて焦点を当てて検証を行っている。彼らは80年代における米国製造業のプラントレベル(約1000社)の“センサス”データを用いて、1)LBO 後数年に渡って企業に生産性の向上をもたらすこと、2)雇用に関してはホワイトカラーのダウンサイズが実施されるとともに、ブルーカラーの報酬が上昇することを報告している。

一方、Smith(1990) は、MBO(management buyout: 現経営陣による LBO) のあった後は、企業の保有する資産が比較的うまく調整され、収益性が改善される点を強調する。77年から86年までに MBO を実施した米国企業58社をサンプルに採った分析により、MBO 後に収益性が高まり、なおかつそれが持続することが示される。ただし彼女は、その収益性の高まりは、保有する資産の再調整によってもたらされ、企業の行ったダウンサイズ策には帰着しないことを分析結果に基づいて主張している。つまり、MBO による経営陣の株式保有が、既存のエージェンシー問題を解消し、それが企業価値の増加をもたらすと解釈できる。加えて、Hendershott(1996) は、過大投資と企業買収との関連から分析を行っている。先に過剰投資の問題について触れた通り、現経営陣によって非効率

な投資がなされているとすれば、そういった企業の現時点での価値は「最適水準」を下回っているはずであり、ゆえに容易に買収の標的(takeover target)として選ばれるといえる。この時、実際に買収の対象となった企業の現経営陣はどのような手段に訴えるであろうか？彼の分析では、経営陣が MBO 等で買収に対抗し、なおかつそれを失敗に終わらせた企業(約90社)をサンプルに用い、MBO 後に投資水準や財務支出が顕著に低下することを示している。

以上で見た LBO に関連する分析は、いずれも米国企業が LBO 後に過剰規模の解消および裁量支出の削減などを実施し、生産効率性の改善を図ることを示そうとするものである。ここで、改めて LBO の特質について触れておく。LBO は複数ある企業買収手段のうちのひとつであり、具体的には被買収企業の時価資産価値を担保として株式買取に必要な費用のうち相当部分を負債によって調達するやり方である。よって、LBO 完了後には平均的に80%程度のレバレッジ水準に落ち着くことが知られている^{*3}。したがって、LBO 前後で企業のデフォルトリスクは大幅に変化するといえる。このことに関して、負債依存度と経営効率との関連を検討した Jensen(1989) から、負債依存度の上昇による経営効率の向上というやや皮肉な可能性が示唆される。負債依存度が高いほどデフォルト危険度が高まるので、その危険を回避するべく、経営陣はその分無駄や非効率な支出を削減することが考えられる。LBO 企業をサンプルに用いて分析する限り、負債依存度と経営者に与えるインセンティブの問題とを区別することは極めて困難といえる。

経営効率の改善について、Jensen(1989) はデフォルトリスクの影響に、また Smith(1990) は経営陣による株式保有シェアの増加(すなわちインセンティブの問題)にそれぞれ焦点を当てて検討しているが、両者に共通する着想は明らかに経営者による裁量行動の「削減」である。つまり、潜在的なデフォルト危険の上昇や、経営陣が株主として利益を享受する側によりシフトすることによって、企業価値をより高めることが要求される。ゆえに、これらは経営の非効率を削減する効果を持つといえる。

銀行の介入

財務面のリストラ策に関して、米国では配当カットに続き「負債の再組織化」と呼ばれる一連の負債構成の合理化策が取られることが多い。再組織化の目的は企業の債務負担の軽減であるが、例えば社債に代表される public debt の減少に注力されるといえる。負債の再組織化とは public debt のような hard な負債を soft なものに変更する作業であり、通常は exchange offer という手段によってなされる。別の言い方をすれば、これは企業が債権者と私的に交渉して負債処理にあたる方法であり、Ch.11 Bankruptcy(日本では会社更生法に相当)に拠る法的な債務処理とは対照関係にある。James(1996) は、80~90年に財務危機に陥った米国企業68社の exchange offer の事例により、銀行による支援が見られた企業では public debt の削減度合が著しく高くなることを明らかにしている。ここで支援とは、具体的には満期延長、繋ぎ融資、債務減免を指す。逆に、銀行の支援行動がないか、もしくはそれが追加的な担保を要求する場合には、public debt の削減が低位に留まることも分析からはっきりと読み取れる。また Gilson, John, Lang(1990) は、米国の経営破綻企業169社をサンプルに用いて、負債処理と企業属性との関連付けを行った。その中で、企業がデフォルトに陥った場合、1)市場性の低い資産の割合が多く、2)銀行への借入依存度が高く、3)債権者数が少ないほど、Ch.11

Bankruptcy を回避する傾向にあることを明らかにしている。

以上の研究は、いずれも破綻企業の負債処理において銀行が重要な役割を果たすことを示している。銀行の役割に着目するならば、米国企業よりも、一般に借入依存度の高い日本企業において、その重要性はむしろ高いといえる。これまでに Nakatani(1984) や Hoshi, Kashyap, Scharfstein(1991) は、系列グループに属する企業とそうでないものとの比較により、両者の間に業績あるいは設備投資行動に関して有意な差があることを確認している。系列企業への資金供給の担い手であるメインバンクは、系列企業の成長は言うに及ばず、時としてそれらの危機的局面においても深く関与してきた。特に、メインバンクが経営危機にある企業に対して、資金面のみならず、様々な手段を講じて危機打開を図ることは、一般に良く知られている。安宅産業（77年度上場廃止）の救済合併における住友銀行や、また三光汽船（85年度上場廃止）の再建における大和銀行は、それぞれメインバンクとして再建処理を主導した有名な例として挙げられる^{*4}。

・実証分析

データ及び分析方法

本稿の目的は、企業の業績悪化とその再組織化との関連付けである。そこで、東京証券取引所 1、2 部市場における上場廃止企業のうち、上場廃止の主要な原因が業績悪化であると客観的に判断できる企業をサンプル採取した。よって、いくつかの合併事例に見られる、財務体質や業績共に健全な企業の上場廃止は分析対象から除外した。

具体的には、まず 1970 年から 1992 年までの『東証要覧』により上場廃止が確認される全ての企業をリストアップし、それらについて廃止前 5 年間に於ける業績悪化の有無を調べた。そのうち業績悪化の経歴を 1 年以上有する企業のみをサンプルとして採取した。その際、企業が業績悪化に陥っていたか否かの判別は上場廃止前 5 年間の財務データによって行い、財務データには NEEDS-COMPANY を用いた。本稿では、営業利益あるいは経常利益の赤字、未処理損失、無配転落および債務超過のうち、上場廃止前 5 年間でいずれかを経験している企業を業績悪化サンプルとして採取した。ただし、大半の企業の財務データは上場廃止年度の前年あるいは 2 年前までしか NEEDS-COMPANY への収録がなされていない。そのため、データ欠損期については、企業年鑑に記載される財務諸表データ、会社四季報の財務データと記述から、業績悪化に陥っていることが確認できものに限りサンプルに含んだ。以上の作業から、当該期間に東京証券取引所上場を廃止した全企業のうち、58 社を経営破綻企業と判断した。以下ではすべてこのサンプルを用いて分析を行う。

再建 v.s. 清算

分析に先立ち、『東証要覧』による上場廃止基準について見ていくと、サンプル企業が実際に適用を受けたものは次の 5 つである。サンプル企業に適用される頻度の多さでいえば、「更生又は整理」（24 社）「営業活動の停止」（17 社）「無配継続、債務超過」（12 社）「財務諸表の虚偽記載」（3 社）「銀行取引停止」（2 社）となっている。さて、本稿の主たる目的は企業の経営危機とその再組

織化とを関連付けることである。よってまずこれらの上場廃止適用基準を整理して、以下の「再建型」と「放置・清算型」の二つに大別する。

合併により上場廃止する場合、企業はその際に「営業活動の停止」基準の適用を受ける。合併は当該企業名では営業を停止するが企業活動は事実上存続するため、本稿では、純粋に営業活動を停止するものとは区別する。よって、「更生又は整理」と「合併」とをまとめて「再建型」の経営破綻処理とする。それに対して、合併を除いた「営業活動の停止」と「銀行取引停止」は典型的な清算処理である。また「債務超過・無配継続」及び「財務諸表の虚偽記載」は、極端な言い方をすれば、法的あるいは組織的な「再建型」処理とは正反対の位置にあるものといえる。よってこれらをひとつにまとめて「清算・放置型」とする。以上について、上場廃止基準を含め、サンプル企業の分布を見たものが表1である。表から明らかなように、再建型はサンプル企業全体の60%を占める。

表1 上場廃止基準の適用

上場廃止基準	件数
再建型	35
更正又は整理	24
合併	11
放置・清算型	23
無配継続・債務超過	12
財務諸表の虚偽記載	3
銀行取引停止処分	2
営業活動の停止	6
合計	58

メインバンク関係

通常、最大融資シェアと株式保有はメインバンク関係を特定する主たる要素である。『企業年鑑』によりサンプル企業の融資関係をまとめたものが表2である。大口融資シェアで見ると、短期貸出では、融資シェア1位は大半の企業において都銀であり、全体の6割を占める。次に多いのが地銀・地域金融機関であるが都銀に比べて半分以下の件数である。長期貸出の場合、最大融資シェアを持

表2 融資残高1位金融機関のタイプ¹

	短期借入金1位	長期借入金1位
都市銀行	33	13
地方銀行・地域共済	13	5
信託銀行	1	10
保険会社	1	9
政府系金融機関	1	14
事業法人	6	6

表3 短期融資1位金融機関の株式保有順位

株主順位	企業数
1	4
2	7
3	6
4	4
5	3
6	2
7	2
8	2
9	2

¹特定できた企業数は短期借入金55社、長期借入金57社である。

つのは長期信用銀行が最も多く、また短期融資と比べて保険業、信託銀行の大口資金提供が顕著である。ただし、都市銀行は2番目に多く、長期資金においても長期信用銀行とほとんど変わらない位置を占めている。更に、短期融資シェア1位の金融機関のうち、都市銀行に限って株式保有順位を見たものが表3に掲げてある。全32社のうち24社に対してその株式保有順位は5位以内である。更に、その殆どが10位以内の株式保有順位を示す。

一般に、メインバンクの性格として強く要求される機能は情報生産、審査及び監視の三つである。これらの活動は、融資残高が多く、かつその満期更新が頻繁であるほど、より精査に行うことができ、かつその費用は逡減す

表4 短期融資1位金融機関の株式保有順位

メインバンク関係の確認される企業数	33
再建型	22
放置・清算型	11

ンバンク関係を持つサブサンプルについて再建処理の分布を見たものである。表1と比較する限り、経営破綻に際して、都市銀行と主要な融資関係を結んでいる企業では、より再建処理の頻度が高いといえる。

るものと見られる。この意味で、全ての金融機関の中でも大口短期融資に携わる頻度の高い都市銀行は、メインバンクとして最も有力な候補であり、よって以下では短期融資シェア1位の都市銀行をメインバンクとする。表4は、メイ

回帰分析

サンプル企業の財務データをプールして、固定資産、雇用人員の各変化、および配当政策に関する若干の分析を行う。以下では業績悪化に直面する企業の再組織化について、主としてダウンサイジングと財務政策とに関する検証を行う。最初に、資産・雇用の規模の縮小について、業績変化と属性の違いとによって回帰分析を行い、業績悪化と再建処理との関連付けを試みる。それにより、経営危機にある企業がいかにその再組織化を試みるかという点に加え、どのような企業に再建の妥当性があるのかという点についても吟味したい。

まずはじめに、有形固定資産や従業員数の変化から過剰規模の縮小の可能性を吟味する。被説明変数として用いるのは、1)固定資産処分、2)雇用削減、3)無配選択である。それに対して説明変数には、マークアップ *Markup*、レバレッジ *Leverage*、流動性 *Liquidity*、未処分利益(未処理損失) *Retained Earning* を用いる。それぞれ収益性、デフォルトリスク、短期の支払能力、内部留保の代理変数として用いる。特にマークアップは短期の収益変動が読み取れる変数であるのに対して、未処分利益は長期収益性の代理変数として回帰式に加えた。以上の各回帰変数の定義は次の通りである。

固定資産処分 = $-(\text{固定資産変化} / \text{固定資産})$ 。

雇用削減 = $-(\text{従業員数変化} / \text{従業員数})$ 。

無配選択 = 当期配当ゼロに対して1、それ以外は0。

マークアップ = 営業利益 / 売上高。

レバレッジ = $(\text{借入金} + \text{社債}) / \text{資産}$ 。

流動性 = $(\text{現預金} + \text{短期保有有価証券}) / \text{資産}$ 。

内部利益 = 未処分利益 / 資産。

財務データの引用はすべて NEEDS-COMPANY[®] による。すべてのデータについて、サンプル企業毎に上場廃止時点から過去10年分収集した。これらの変数に加えて、再建型に分類した企業とメインバンク関係を持つ企業にはそれぞれダミー (*Reorganization Dummy*, *City Bank Dummy*) を付与した。以上の変数のプールデータを用いて、固定資産処分、雇用削減、無配選択について回帰分析した結果が表5 - 表7である。これらの回帰結果に見られる特徴をそれぞれ整理すると、概ね次のような事柄が読み取れる。

1) 固定資産処分

回帰式の右側変数は有形固定資産の対前年変化にマイナスをかけたものであり、有形固定の減少を正、増加を負としてトービット回帰を行った(表5)。流動性に比例して資産縮小の傾向が見られることから、手元資金の捻出と生産資本維持との間に代替関係があることが読み取れる。他方、内部利益が高いほど資産縮小を押さえる働きがみられるが、これは未処理損失の拡大による資産処分の促進効果を表すものと思われる。

資産処分に関する限り、メインバンクの働きは特に見出されない。しかしながら、再建企業とそれ以外のものとの比較から、次の事柄が指摘される。有形固定資産の変化でいえばすべての回帰式で固定的な増加効果が見られるが、再建企業ではそれ抑える傾向が見られる。再建企業では前述の流動性を持つ代替関係がほぼ打ち消され、マークアップ悪化に依存して資産処分が促進される。このことに加えて、未処理損失の資産処分に与える効果が抑えられることからすると、生産資本はより投資効率に依存して調整される可能性が指摘できる。この意味では、再建された企業では再建されなかった企業よりも過剰規模(もしそれが本当に実在するのであれば)をより合理的なやり方で解消しているといえる。

2) 雇用削減

従業員数の対前年変化にマイナスをかけたものを被説明変数に用いてトービット回帰を行った(表6)。少なくともマークアップの悪化と雇用削減の間には安定した関係が読み取れる。流動性に関して言えば、係数の大きさで見ると、その悪化と雇用との関連性が高いのは再建企業においてである。また、ここでもメインバンクが特別な働きをすることは確かめられなかった。

表5 雇用人員の変化

TOBIT Estimations						
Dependent Variable: <i>Reduction Rate of Total Employees</i>						
Number of Observations: 482 (Positive Observations: 302)						
Variables						
Constant	0.0847	[.649]	0.365	[.177]	-0.0792	[.740]
<i>Markup</i>	-1.381**	[.001]	-2.093**	[.006]	-1.17*	[.025]
<i>Leverage</i>	0.1437	[.540]	0.0149	[.964]	-0.0606	[.860]
<i>Liquidity</i>	-0.4701*	[.025]	-0.7594*	[.018]	-0.0857	[.755]
<i>Retained Earning</i>	-0.1653	[.451]	-0.1028	[.703]	-0.3658	[.210]
<i>City Bank Dummy</i>			-0.5516	[.144]		
<i>C.B.D.*Markup</i>			1.019	[.280]		
<i>C.B.D.*Leverage</i>			0.2245	[.642]		
<i>C.B.D.*Liquidity</i>			0.591	[.168]		
<i>C.B.D.*Retained Earning</i>			-0.1429	[.772]		
<i>Reorganization Dummy</i>					0.6025	[.124]
<i>R.D.*Markup</i>					-0.9305	[.333]
<i>R.D.*Leverage</i>					0.1552	[.744]
<i>R.D.*Liquidity</i>					-0.9609*	[.028]
<i>R.D.*Retained Earning</i>					0.4729	[.372]

表6 有形固定資産の変化

TOBIT Estimation
Dependent Variable: *Reduction Rate of Fixed Capital Assets*
Number of Observations: 482 (Positive Observations: 218)

Variables						
Constant	-0.6438**	[.000]	-0.5945**	[.001]	-0.7668**	[.000]
Markup	0.0348	[.898]	0.2468	[.608]	0.3108	[.336]
Leverage	0.1911	[.190]	0.1969	[.339]	0.0523	[.805]
Liquidity	0.4472**	[.001]	0.3855	[.066]	0.7002**	[.000]
Retained Earning	-0.9668**	[.000]	-1.002**	[.000]	-1.172**	[.000]
City Bank Dummy			-0.1332	[.588]		
C.B.D.*Markup			-0.4439	[.456]		
C.B.D.*Leverage			0.055	[.856]		
C.B.D.*Liquidity			0.1513	[.591]		
C.B.D.*Retained Earning			0.2065	[.501]		
Reorganization Dummy					0.5099*	[.043]
R.D.*Markup					-1.265*	[.035]
R.D.*Leverage					0.0641	[.827]
R.D.*Liquidity					-0.6946*	[.014]
R.D.*Retained Earning					0.7425*	[.022]

表7 無配選択

PROBIT Estimations
Dependent Variable: *No Dividend Payout*
Number of Observations: 493 (Positive Observations: 287)

Variables						
Constant	2.546**	[.000]	7.831**	[.002]	5.851**	[.008]
Markup	-5.335*	[.027]	-36.7**	[.008]	-22.79*	[.031]
Leverage	-2.012*	[.037]	-5.459*	[.045]	-3.975	[.082]
Liquidity	-2.392**	[.000]	-5.188**	[.008]	-3.661*	[.041]
Retained Earning	-79.65**	[.000]	-162.3**	[.000]	-262.3**	[.004]
City Bank Dummy			-5.872*	[.025]		
C.B.D.*Markup			33.99*	[.015]		
C.B.D.*Leverage			3.747	[.204]		
C.B.D.*Liquidity			3.196	[.129]		
C.B.D.*Retained Earning			93.36*	[.046]		
Reorganization Dummy					-2.683	[.259]
R.D.*Markup					19.75	[.069]
R.D.*Leverage					1.633	[.533]
R.D.*Liquidity					0.2009	[.920]
R.D.*Retained Earning					193.9*	[.035]

3) 無配選択

被説明変数に配当の有無を用いてプロビット回帰を行った(表7)。ただし、無配に対して1を付与してある。まず、マークアップや内部留保の悪化と流動性の低下とが無配選択を導くことが読み取れる。他方、レバレッジが上昇することによって無配が抑えられることについては容易な判断を下すことはできない。もしデフォルトリスクの上昇がキャッシュフローの増加を伴う経営の効率性向上をもたらすのであれば、この結果はそれを支持するものと解釈できる。しかしながら、ここで扱っているサンプルには多くの債務超過企業が含まれており、またなんら追加的な判断材料ない以上、このような解釈は避けるべきである。

再建企業では、係数の大きさで見て内部留保と配当の有無との関係が弱まる傾向がある。これについてはメインバンクによる働きも同様に確認される。更にメインバンクを持つ企業では、業績とは関係なく無配選択の可能性が低下することと、マークアップの悪化と無配との連動が他よりも小さくなることとが見出される。よって、こと無配選択に関する限り、メインバンクを有する企業では、相対的に無配が回避される傾向にあるといえる。このことは資本市場におけるシグナルの問題と密接に結びついている。企業と最大の融資関係を持つメインバンクにとって、無配が企業の外部評価や資金調達に与えるダミッジは無視できない。以上の傾向は、メインバンクは資本市場に‘bad news’を流すことを極力避けようとする姿勢を表しているものと考えられる。

結 論

本稿は、米国企業が経験した再組織化ないしダウンサイジングに関する80年代の実証分析を基に、業績悪化に陥った日本企業の再組織化について分析を行った。東証上場廃止企業58社のプールデータを用いた分析結果からは、以下のような特徴が見出された。

雇用削減は収益性の悪化に連動して行われるが、資産処分は短期の収益性よりもむしろ累積損失の拡大のような長期の収益性と関連して行われる。また、再建に向かう企業では、悪化に際して資金捻出のための資産売却を余儀なくされる傾向が薄く、より合理的な観点からの資産再組織化が行われている。以上のダウンサイジングに関して、メインバンクによる働きは特に見られなかった。

しかしながら、銀行の働きは財務悪化企業の配当政策において顕著に認められる。端的に言えば、メインバンクは企業の無配選択を極力抑えるように働きかける傾向を持つといえる。このことは、企業の資本市場における「信用」を可能なかぎり維持しようとするメインバンクの姿勢の表れと読み取れる。

本稿の分析に用いたデータおよびサンプル企業は70、80年代にかけてのものである。90年代を含めて、この間に日本の企業金融の特徴は大きく“様変わり”したといえる。80年代後半の信用拡張と90年代に入ってから信用収縮とでは、需給バランスはもとより、そこで観察される企業金融の特性は大きく異なるものといえる。サンプリング期間の約20年の間にも、二度の石油危機を含め劇的な経済ショックがしばしば見られ、その意味で財務構成やダウンサイジングについても、これらの影響を考慮して分析する必要があるが、これはより大きなサンプルによる分析を含めて、今後の課題としたい。

註

- * 弘前大学人文学部。住所 036-8560 弘前市文京町 1 ;
Tel) 0172-39-3302; Fax) 0172-35-3240; Email) shima@cc.hirosaki-u.ac.jp
- *1 米国企業の場合、Ofek(1993) のサンプルでは、雇用削減は全体の28%、資産売却は同15% であり、また John, Lang, Netter(1992) のサンプルでは、雇用削減は43%、資産売却は63% を占める。よって研究ごとに用いられるサンプルによって、特に資産売却に関してはその頻度が大きくばらつくことに留意すべきである。
- *2 この点に関して、株主側が企業によって報告されるキャッシュフロー額にバイアスがあると最初から疑ってかかる場合には、実際発生したキャッシュフローが低位であった時に資金を十分確保できず逆に過少投資に陥ることもあり得る。
- *3 Kaplan, Stein(1990) 参照。また、株式を企業が買戻すことにより組織変化を図ることから 'going private' と呼ばれることが多い。
- *4 Sheard(1994) の巻末に付録されているメインバンク救済事例を参照。

参考文献

- Aoki, M., Patrick, H., Sheard, P., 1994. The Japanese main bank system: an introductory overview. In Aoki, M., Patrick, H. (Eds.), *The Japanese Main Bank System*. London: Oxford University Press.
- Gibson, M. S., 1995. Can bank health affect investment? Evidence from Japan. *Journal of Business*, 68, 281-308.
- Gilson, S.C., 1990. Bankruptcy, boards, banks, and blockholders. *Journal of Financial Economics*, 27, 355-387.
- Gilson, S.C., John, K., Lang, L.H.P., 1990. Troubled debt restructurings. *Journal of Financial Economics*, 27, 315-353. Amsterdam: North-Holland.
- Hendershott, R.J., 1996. Which takeover targets overinvest? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 563-580.
- Hoshi, T., Kashyap, A., Scharfstein, D., 1991. Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 33-60.
- James, C., 1996. Bank debt restructurings and the composition of exchange offers in financial distress. *Journal of Finance*, 51, 711-727.
- Jensen, M.C., 1989. Active investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy, statement before the House Ways and Means Committee. *Journal of Applied Financial Economics*, 2, 35-44.
- John, K., Lang, L.H.P., Netter, J., 1992. The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline. *Journal of Finance*, 47, 891-917.
- Kang, J., Shivdasani, A., 1997. Corporate restructuring during performance declines in Japan. *Journal of Financial Economics*, 46, 29-65.
- Kaplan, S.N., Stein, J.C., 1990. How risky is the debt in highly leveraged transactions? *Journal of Financial Economics*, 27, 215-245.
- Lang, L., Poulsen, A., Stulz, R., 1995. Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. *Journal of Financial Economics*, 37, 3-37.
- Litzenberg, F.R., Siegel, D., 1990. The effect of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior. *Journal of Financial Economics*, 27, 165-194.
- Nakatani, I., 1984. The economic role of financial corporate grouping. In Aoki, M. (Ed.), *The Economic Analysis of The Japanese Firm*.
- Ofek, E., 1993. Capital structure and firm response to poor performance. *Journal of Financial Economics*. 34, 3-30.

- Palepu, K.G., 1990. Consequences of leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27, 247-262.
- Sheard, P., 1994. Main banks and the governance of financial distress. In Aoki, M., Patrick, H. (Eds.), *The Japanese Main Bank System*. London: Oxford University Press.
- Smith, A.J., 1990. Corporate ownership structure and performance. *Journal of Financial Economics*, 27, 143-164.
- Stulz, R.M., 1990. Managerial discretion and optimal financial policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.