

# 「3つの過剰」はいかにして 解消されたのか？： 企業統治とリストラクチャリングに 関する実証分析

川 本 真 哉

## I はじめに

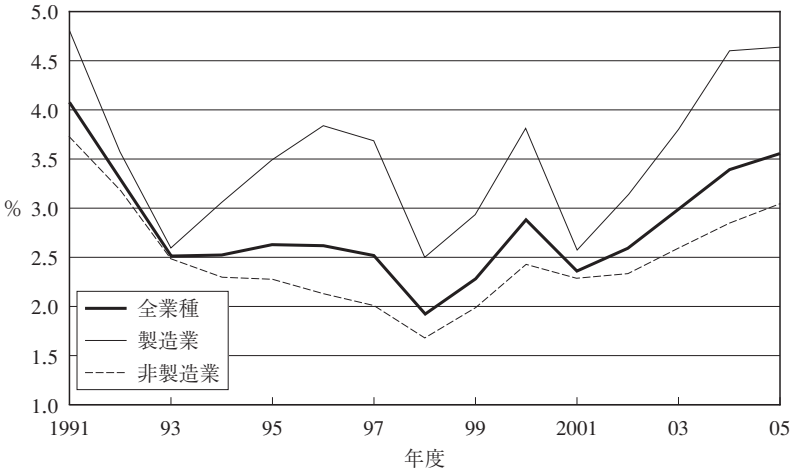
いわゆる「失われた10年」という長期不況のトンネルを抜け、日本経済は順調な回復を遂げている。財務省「法人企業統計」によりROA（総資産経常利益率）の推移を見てみると、2001年の大幅な収益悪化以降、上昇傾向にあることがわかる（図1）。このような景気回復の背景には、「輸出の好調だけでなく、借入圧縮を進め、人件費や設備などを削減した体質改善<sup>(1)</sup>」がある。すなわち、バブル崩壊後の日本経済に重くのしかかっていた設備・雇用・債務のいわゆる「3つの過剰」が解消され、利益の出やすい収益構造（損益分岐点比率の低下）を構築できたことが主要因になっているのである（内閣府2006）。

Ⅱ節以降で確認するように、1997年の金融危機、2001年のITバブル崩壊という2つの危機的的局面を乗り越え、「3つの過剰」の解消は進展した。もっとも、その解消の程度には企業間格差があり、それぞれの企業の統治構造

---

(1) 「朝日新聞」（解消進む「3つの過剰」）、2004年8月1日。

図1 ROAの推移



資料：財務省「法人企業統計年報」より筆者作成。

のあり方によって大きな異なる。たとえば、バブル崩壊以降（あるいは1980年代の金融自由化以降）、メインバンクによるモニタリング機能が低下したのではないかという問題意識から、メインバンクと融資先企業の雇用調整に関する検討が積み重ねられている（Arikawa and Miyajima 2007, 野田 2007）。また、債務圧縮の程度と企業統治の関係に着目した分析もある（米澤・土村 2003）。

ただし、これらの研究には次のような限界も存在する。すなわち、①分析期間が1990年代後半までに限定されており、企業が本格的にリストラクチャリングに取り組み始めた金融危機以降の局面を対象としていない、②メインバンク・システムの有効性に関する分析に偏っており、株式持合の解消、外国人投資家の台頭、あるいはM&Aによる経営規律など、1990年代に入り多様化した統治構造の影響を捉えきれていない、③雇用調整に関する分析が大半を占め、設備・債務の「過剰」問題が等閑視されている、などである。

「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

では一体、個別企業の統治構造は、「3つの過剰」をどのように規定したのであろうか。そこで本稿では、体系的に「3つの過剰」問題を捉え、金融危機後のリストラクチャリング（以下、リストラ）と企業統治の関係について、東証1部上場企業のパネルデータを利用し、実証することを課題としている。

本稿の構成は以下のとおりである。Ⅱ節では、政府統計や上場企業の財務データを用い、バブル崩壊後の「3つの過剰」の発生と解消のプロセスについて概観する。Ⅲ節では、1990年代以降の統治構造の状況について、メインバンク・システム、株式所有構造、M&A市場の3点から確認する。Ⅳ節では、実証分析の前提となるデータセットの構築方法、推計式、仮説について説明する。Ⅴ節は推計結果とその解釈、Ⅵ節は結論にあてられる。

## Ⅱ 概観：「3つの過剰」の解消

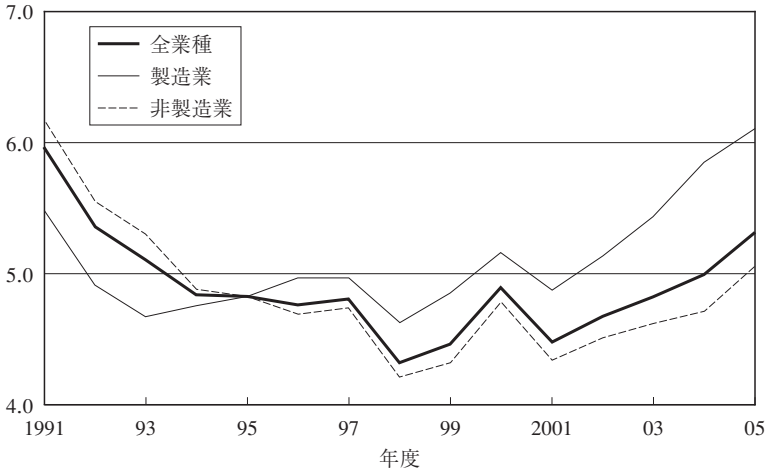
本節では、バブル崩壊後の「3つの過剰」の推移に関し、政府統計や上場企業の財務データを用いて簡単に概観する。

### 1 設備削減とM&A

まず、「過剰設備」の状況について、「有形固定資産回転率」の推移から確認していこう。同指標は「売上高 / 有形固定資産」で定義され、その低下は設備の利用効率の悪化を意味する。「法人企業統計」により、その推移を追跡してみると、1990年代中頃まで改善が見られないが、1998年と2001年に大きく落ち込んだ後、急速に回復していることがわかる（図2）。たとえば、製造業の場合、1998年には4.6倍にまで悪化したが、2000年には5倍を超え、2005年には6.1倍にまで上昇した。

もっとも、このような回転率の改善は、景気回復による売上高の増加に支えられたものであり、企業のリストラ（設備削減）に起因したものではない可能性がある。そこで、同指標の対前年度変化幅に対する寄与度に関し、要

図2 有形固定資産回転率の推移



資料：財務省「法人企業統計年報」より筆者作成。

因分解（売上高要因，設備要因）を行った（図3）。その結果によれば，1990年代後半まで製造業，非製造業ともに設備のリストラの程度は緩慢であり，回転率を悪化させる原因となっているが，1990年代末頃からは設備削減が積極的に進められており，同指標の改善に寄与していることがわかる。<sup>(2)</sup>特に製造業の場合（図3-1），大幅な減収に見舞われた2001年にも設備削減は継続されており，設備のリストラが生産性を維持する上で重要な役割を果たしてきたことがうかがえる。

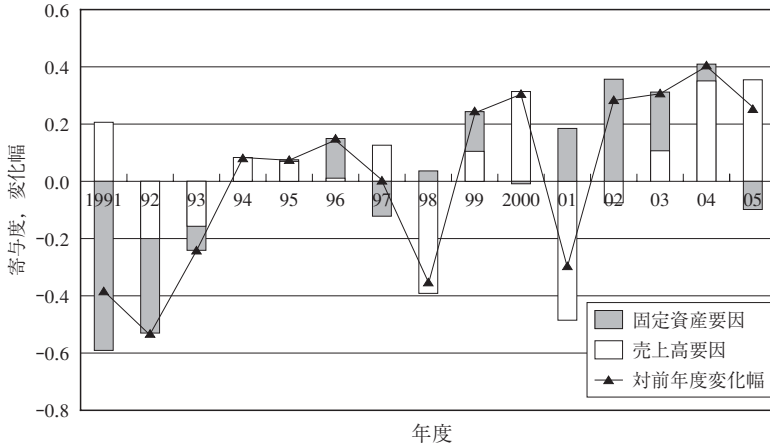
1990年代末以降の設備削減行動で目立ったのは，全国的な工場閉鎖の動きである。アジア通貨危機によって急激な市場縮小に見舞われた自動車（トラック），ITバブル崩壊に見舞われた電機などの業種で工場閉鎖が相次いだ。<sup>(3)</sup>

(2) ただし，ここ数年では増収が回転率上昇の大部分を占めており，設備のリストラ効果は後退している。

(3) 金融危機以降の工場閉鎖に関しては，「工場まるごと大リストラ」『週刊東洋経

「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

図 3-1 有形固定資産回転率の要因分解（製造業）



注：売上高をS、有形固定資産をFとすると、有形固定資産回転率FT (S/F) の要因分解は以下の式によって算出される。

$$\Delta FT = (S/F) \cdot (\Delta S/S) - (S/F) \cdot (\Delta F/F)$$

(売上高要因)      (固定資産要因)

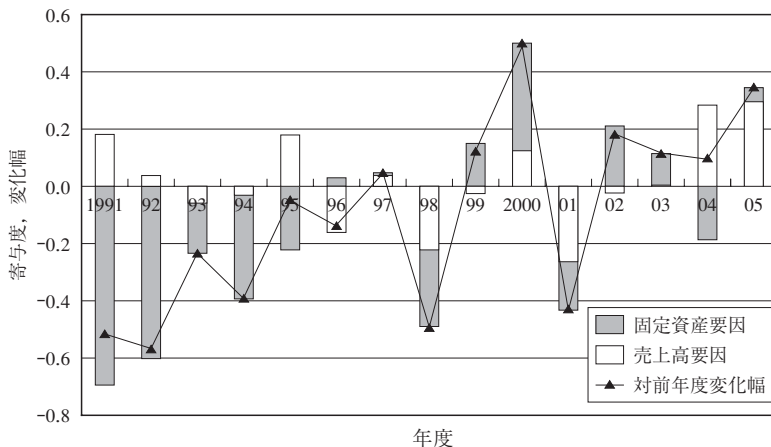
資料：財務省「法人企業統計年報」より筆者作成。

さらに、この時期、M&A（企業合併・経営統合）を駆使し、工場設備の統廃合に着手する事例も観察された。象徴的なのは、川崎製鉄とNKKが合併して誕生したJFF（2002年5月）の事例である。この合併により、旧川鉄側の2つの高炉を含む18の生産ラインの休止がなされた。また、日本石油と三菱石油が合併して発足した日石三菱（1999年4月）でも、合併発表前から閉鎖された3製油所を含む6製油所が閉鎖され、過剰設備の統廃合が進められた<sup>(4)</sup>。

済』1999年4月24日、「空洞化 本当の恐怖」『週刊ダイヤモンド』2001年1月12日、に詳細な一覧が掲載されている。

(4) 両社の経営統合と設備集約に関しては、金子 [2005] を参照した。なお、日石三菱は2002年4月に商号変更し、「新日本石油株式会社」となっている。

図 3-2 有形固定資産回転率の要因分解（非製造業）



注：売上高を S、有形固定資産を F とすると、有形固定資産回転率  $FT(S/F)$  の要因分解は以下の式によって算出される。

$$\Delta FT = (S/F) \cdot (\Delta S/S) - (S/F) \cdot (\Delta F/F)$$

(売上高要因) (固定資産要因)

資料：財務省「法人企業統計年報」より筆者作成。

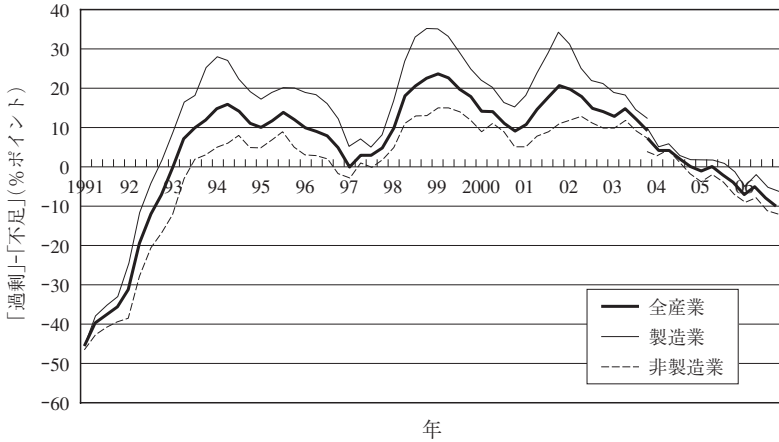
## 2 雇用削減の実態

「過剰雇用」に関しても、その状態を脱しつつある。日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により雇用人員判断 D.I. の推移を見ると、金融危機後の1998年と IT バブル崩壊後の2001年近辺で「過剰感」のピークを迎えた後、急速に改善に向かい、直近では「不足感」の方が強くなっている（図 4）。

雇用の「過剰感」が払拭された背景には、正規社員のリストラ（及びパート、アルバイトなどの非正規社員の積極的活用）を通じた人件費負担の軽減がある。図 5 に示されているように、1997年以降、正規社員は一貫して減少を続け、2002年には3,500万人を切る一方で、非正規社員は2003年には1,500万人を超え、今や雇用の3人に1人が非正規社員で占められる状況となった（内閣府 2006：218）。その結果、企業の人件費負担を表す労働分配率は、

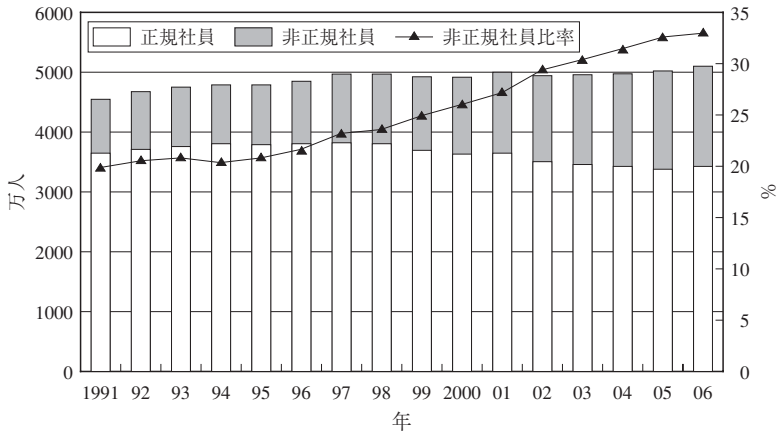
「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

図4 雇用人員判断D.I.の推移



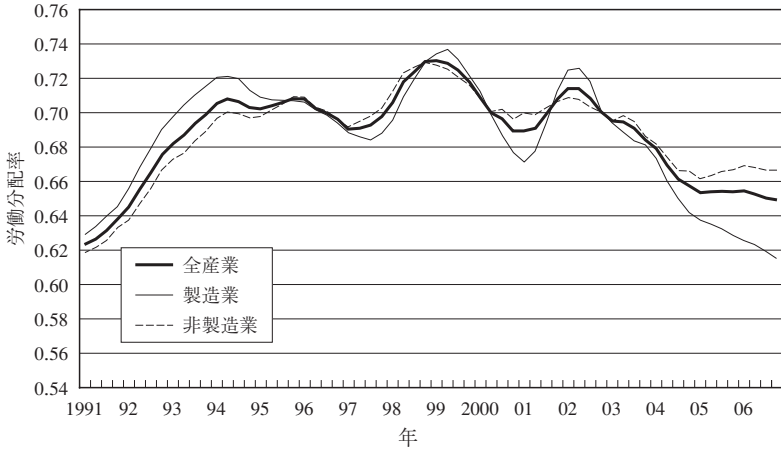
注：2004年3月より調査方法が見直されたため、データは連続していない。  
資料：日本銀行「企業短期経済観測調査」より執筆者作成。

図5 正規・非正規雇用者数の推移



注：内閣府「平成18年版 経済財政白書」(第3-1-1図)を参考にして筆者作成。  
資料：1991年から2001年は総務省「労働力調査特別調査」、2002年以降は同「労働力調査詳細結果」。

図6 労働分配率の推移



注：4期後方移動平均。

資料：財務省「法人企業統計季報」より筆者作成。

2001年前後から低下の一途をたどり、製造業では60%程度にまでなっている（図6）。

金融危機以降の雇用削減の特徴としては、その規模が大きいことが指摘できる。表1は労働省（現：厚生労働省）による大企業41社の雇用調整に関するヒアリング調査の内容を示したものであるが、1999年10月時点で全従業員115万人のうち12%にあたる14万人もの削減が計画されている。産業別に見ると、電機、輸送用機器で3万人を超え、規模が大きい。同様に、ITバブル崩壊の影響を真正面から受けた電機大手でも、東芝の1万8,000人を筆頭に、日立製作所、富士通などで1万人規模の雇用削減が相次いで打ち出され<sup>(5)</sup>た。

とはいえ、表面上、従業員の出血を直接強いるような雇用政策はほとんど

(5) 佐藤哲郎「大手電機 大リストラの真実」『エコノミスト』2001年10月30日。



「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

表1 雇用調整に関するヒアリング調査（1999年10月）

ヒアリング対象企業	従業員数(a)	雇用調整規模(b)	調整率(b/a)	雇用調整の時期
鉄鋼（4社）	58,000	12,600	21.4	1996年-2000年
電機（4社）	502,100	41,500	8.3	1998年1月-2003年
輸送用機器等（6社）	265,000	33,800	12.8	1998年4月-2003年
その他製造業（7社）	48,600	11,600	23.9	1997年-2002年
建設業（2社）	22,900	2,000	8.7	1998年-2002年
電力・ガス（4社）	90,700	6,000	6.6	1998年3月-2011年
運輸・通信業等（3社）	27,500	3,500	12.7	1998年-2001年
金融業（8社）	109,700	23,500	21.4	1998-2005年秋
サービス業（3社）	26,600	5,700	21.4	1998年12月-2004年
計（41社）	1,152,000(人)	140,200(人)	12.2(%)	

注1：調査時点で労働省が把握した情報に基づき、1000人以上の雇用調整を行う、または行う予定の企業を調査したもの。

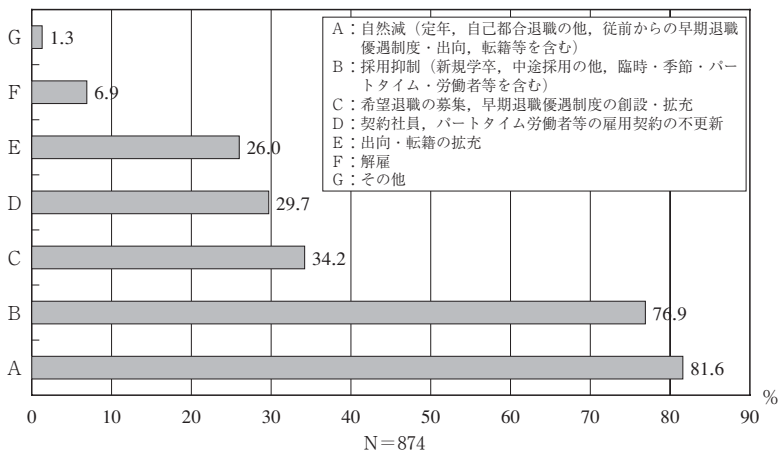
注2：雇用調整の時期は、当該業種に含まれる各企業が雇用調整を実施する時期のうち、最も早い時期と遅い時期を示した。

注3：従業員数及び雇用調整の規模については、ヒアリング対象となった企業のみにおける規模ではなく、当該企業を含むグループ全体としての規模を示したこともある。

資料：第三経営経済研究部「平成12年度経済・金融見通し」『郵政研究所月報』No. 137, 2000年2月（原資料：労働省発表資料, 1999年10月22日）。

見られなかった。2002年の日本労働研究機構（現：労働政策研究・研修機構）の調査によると、「自然減」「採用抑制」を実施している企業が80%前後に達し、「解雇」は7%弱と少ない（図7）。また、2000年の「産業労働事情調査」（厚生労働省）でも、従業員数が1,000人以上の企業の場合、「新規学卒者の採用削減・中止」が過半の企業で実施されるとともに、「他企業への出向」の割合が30%弱と高くなっている（表2）。これらの点から、金融危機以降の雇用削減は、その規模でこそドラスティックに進展し「過剰雇用」の解消に大きく寄与したが、その内実は「自然減」「採用抑制」、あるいは大企業では「転籍」「出向」に依存しており、可能な限り摩擦が生じないような手段を慎重に選びながら実施されたと判断できる。

図7 人員削減の方法（複数回答）



注：調査対象は、従業員数300人以上の企業約10,000社に調査票を送付し、回答を得た1683社。

資料：日本労働研究機構『事業再構築と雇用に関する調査』（2002年6月発表）、図9。

表2 雇用調整の方法と実施割合（2000年）

（単位：%）

企業規模・産業	新規学卒者の採用削減・中止	希望退職者の募集・解雇	中途採用の削減・中止	臨時・季節・パート労働者の再契約中止、解雇	他企業への出向
企業規模計	26.6	17.7	17.3	9.9	7.0
1000人以上	52.5	24.3	32.6	17.3	27.2
100～999人	36.7	15.6	23.3	11.3	10.5
30～99人	22.6	18.2	14.9	9.2	5.4

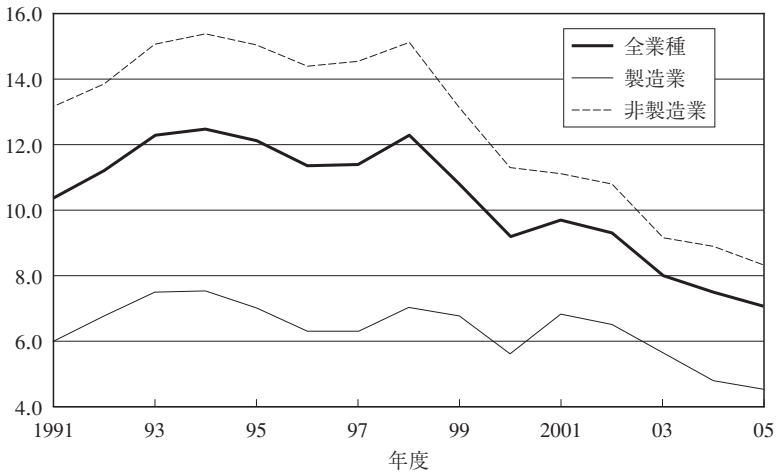
資料：厚生労働省『平成14年版 労働経済の分析』（第25表）（原資料：同「産業労働事情調査」，2000年）。

### 3 債務削減の二極化

企業が抱える債務負担の程度に関しては、「有利子負債キャッシュフロー比率」（以下：負債CF比率）が代表的である。同指標は「有利子負債（長

「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

図8 有利子負債のキャッシュフロー比率の推移

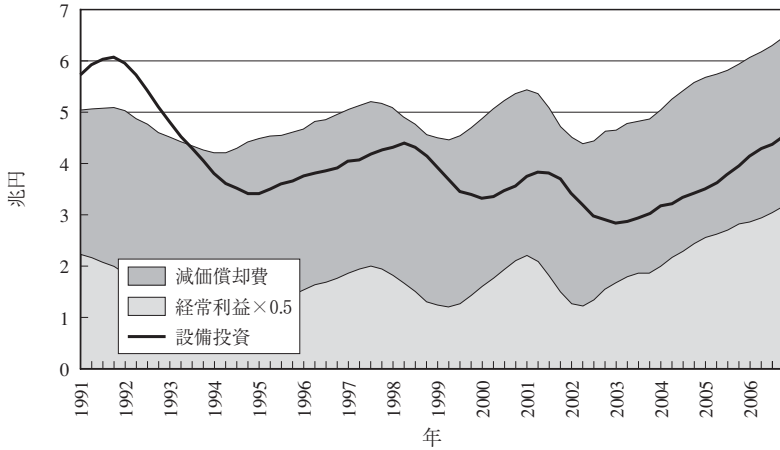


資料：財務省「法人企業統計年報」より筆者作成。

・短期借入金+社債)/キャッシュフロー」で求められ、収益力に対する債務負担の大きさを表す。通常、この比率が10倍を超えると、キャッシュフローのすべてを債務返済に充てても10年以上の期間を要することから、「過剰債務」に陥っていると判断される。同指標の推移を追ってみると、順調に債務負担が軽減されており、製造業の場合、2005年には4.5倍にまで低下している。一方、非製造業でも、1990年代後半まで15倍を超えるような深刻な状態にあったが、1998年を境として急速に低下しはじめ、2003年には10倍を切るまでに改善した(図8)。

このような財務体質の改善は、新規の設備投資を抑制し、残りのキャッシュフローを債務返済に優先した結果だと指摘されている。実際、設備投資とキャッシュフローの関係は、製造業の場合、既に1990年代初頭の時点で前者は後者の範囲内に収まるようになり(図9-1)、非製造業でも1990年代末には同様の傾向をたどるようになっている(図9-2)。

図9-1 設備投資とキャッシュフロー（製造業）

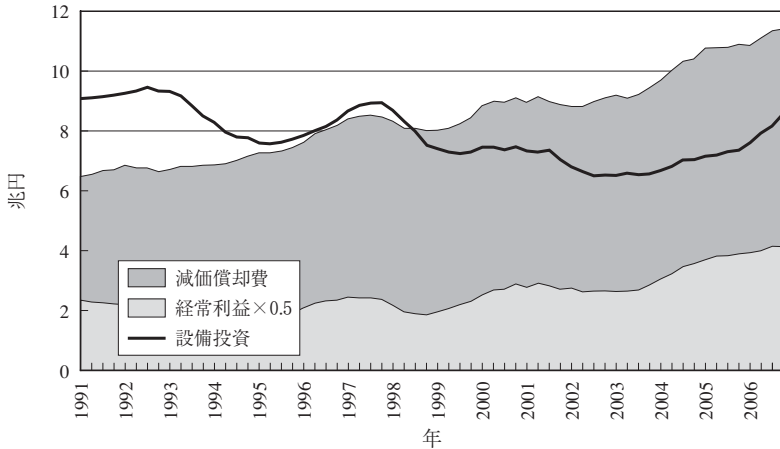


注1：4期後方移動平均。

注2：内閣府「平成17年版 経済財政白書」（第1-1-10図）を参照とした。

資料：財務省「法人企業統計季報」より筆者作成。

図9-2 設備投資とキャッシュフロー（非製造業）



注1：4期後方移動平均。

注2：内閣府「平成17年版 経済財政白書」（第1-1-10図）を参照とした。

資料：財務省「法人企業統計季報」より筆者作成。

「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

表3 負債比率の推移

パネルA：製造業				パネルB：非製造業		
年度	企業数	平均	変動係数	企業数	平均	変動係数
1991	785	0.31	0.52	532	0.33	0.61
1992	791	0.32	0.53	557	0.34	0.63
1993	798	0.32	0.54	573	0.34	0.62
1994	800	0.31	0.58	597	0.34	0.63
1995	813	0.30	0.61	610	0.31	0.67
1996	815	0.29	0.63	640	0.31	0.71
1997	820	0.28	0.65	657	0.30	0.71
1998	823	0.29	0.66	666	0.30	0.72
1999	828	0.27	0.70	676	0.27	0.78
2000	833	0.25	0.72	686	0.26	0.81
2001	837	0.26	0.74	688	0.25	0.84
2002	844	0.24	0.77	691	0.25	0.86
2003	852	0.21	0.80	699	0.23	0.89
2004	854	0.20	0.81	705	0.22	0.91
2005	857	0.17	0.84	706	0.20	0.93

注1：サンプルは東証1部上場企業（金融業を除く）。

注2：負債比率＝有利子負債額 / 総資産。

資料：日経NEEDSより筆者作成。

もっとも、横並び的に負債比率は低下したわけではない。金融業を除く東証1部上場企業の負債比率（有利子負債 / 総資産）を試算してみると、1990年代後半から同比率が低下しているのとは逆に、変動係数は上昇傾向にあることが確認できる（表3）。すなわち、債務の削減には企業間格差があり、負債依存度を順調に低下させる企業がある一方で、依然、過剰債務の桎梏から脱却できない企業も存在していると考えられる。

### III 多様化する企業統治構造

本節では、バブル崩壊後の企業統治構造の展開について、メインバンク・システム、株式所有構造、M&A市場、の3点から検討する。

## 1 メインバンク・システムの後退

これまで経営不振企業に対する経営規律に関しては、メインバンクによる経営介行動によって特徴づけられてきた。いわゆる Aoki [1994] によって提唱された「状態依存型ガバナンス (Contingent Governance)」である。すなわち、顧客企業の経営状態が良好な状態では、経営執行権は既存経営陣の手中にあるが、財務危機に陥ると意思決定を行う階層（社長や専務など）への役員派遣を通じ、メインバンクの負担とイニシアチブの下で経営再建が図られるというメカニズムである。1970年代に経営不振に陥った東洋工業（現マツダ）への住友銀行の経営介入が象徴的な事例である。また、Sheard [1994] では、1960年代以降における40数社もの事例を収集し、財務危機企業が経営再建を果たす上で、メインバンクが積極的な役割を果たしてきたことを強調している。<sup>(7)</sup>

もっとも、近年の研究では、1980年代以降の資金調達手段の多様化（適債基準の緩和、資本取引の自由化など）とそれに伴う優良企業の「銀行離れ」、あるいはバブル崩壊後の不良債権の蓄積（と銀行の経営体力の低下）を背景として、メインバンクによる経営関与の領域が縮小したとの見方が有力である。この点に関して、しばしば指摘されるのは、不良債権の顕在化に伴う自己資本の損耗をおそれ、経営再建の見込みがないような低収益企業に対し追加融資を与え、問題を先送りするような銀行部門の過剰救済行動である（宮

---

(6) 詳細については、Pascale [1983], Hoshi and Kashyap [2001] の第5章を参照のこと。

(7) 実証的には、Kang and Shivdasani [1997] で包括的な分析がなされている。同研究は、1980年代後半の東証1部上場企業（製造業）を対象とし、当初、良好なパフォーマンスを示しながらも急激な業績悪化（営業利益の半減）を経験し、リストラが必要となった企業92社をサンプルとして取り上げている。その分析結果によると、米国企業の方が業績悪化時の資産削減（ダウンサイジング）や雇用削減（レイオフ）に積極的であるが、日本企業でもメインバンクの持株比率が上昇するにつれ、リストラの発生頻度が高まると報告されている。

「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

(8) 島 2002)。実際、野田 [2007] は、1990年代の電機、機械、化学産業に属する上場企業のデータを利用し、内部昇進者が経営者である場合、解雇や雇用調整に関する交渉費用が高くなるため、メインバンクからの救済を頼りにし、雇用の削減確率が低下する傾向にあると論じている。また、Arikawa and Miyajima [2007] も、深刻な収益低迷に直面し抜本的なリストラが不可欠とされているのにも関わらず、メインバンク依存度が高まるにつれ、雇用調整の速度が遅くなることを明らかにしている。(9)

## 2 株式所有構造の変容

では、メインバンクに代わり、いかなる主体が経営規律の役割を担いつつあるのか。この点で注目すべきは、①株式持合の解消による安定株主関係の後退、②外国人株主の台頭、③M&Aの急増加、という株式所有構造の変容を起点とした3つの方向性である。(10)

まず、株式所有構造の推移を確認しておこう (図10)。バブル崩壊を経て、わが国の所有構造は劇的な変化を遂げた。その最たるものは、金融機関、事業法人を中心に構成される安定株主関係の後退である。かつて70%以上を占めたこれら株主の所有比率は、両者の持合解消の動きを受けて、2006年には50%程度にまで低下している。(11)

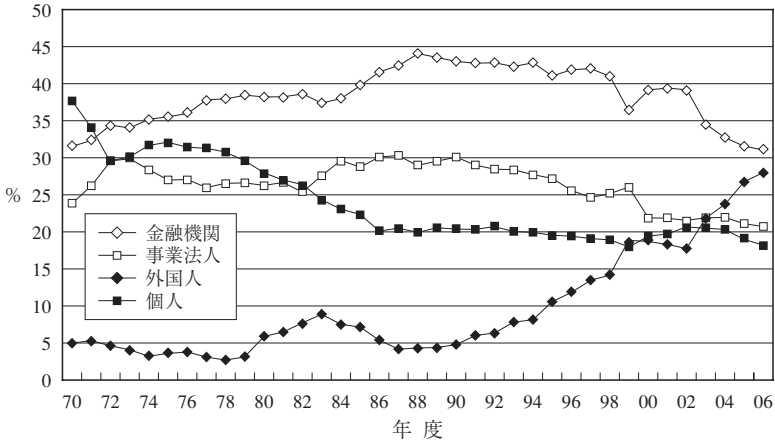
---

(8) Caballero, Hoshi and Kashyap [2006], 星 [2006] では、債務超過に陥りながらも、銀行からの支援によって生きながらえている企業を「ゾンビ企業 (Zombies)」と称している。

(9) このほか、米澤・土村 [2003] は、電気機器、一般機械、建設、卸売、小売の5業種をサンプルとし、メインバンクからの借入依存度が高く、外国人持株比率が低い「日本型企業」では、債務の圧縮が進められてこなかったと指摘している。

(10) 本稿では直接的な分析対象としないが、国内外の市場競争圧力も企業経営の効率性を考える上で看過できない。たとえば、1950年代から1990年における日本企業の経営効率と企業統治との関係を計測した Hanazaki and Horiuchi [2000] では、国際競争にさらされている程度が高い業種ほどTFP (全要素生産性) も高くなる傾向を見出している。

図10 株式所有構造の推移（市場価格ベース）



資料：東京証券取引所「平成18年度株式分布状況調査」より筆者作成。

安定株主に代わって台頭したのは、機関投資家やヘッジファンドで構成される外国人株主であった。国際分散投資を展開する海外機関投資家にとってバブル崩壊後の日本株は割安であり、持合解消によって市場に放出された日本株を買い進めた（宮島 2002）。結果、外国人持株比率は、1990年代初頭には7%前後に過ぎなかったものが、2006年には30%に達する勢いとなっている。

これら外国人投資家は、投資先企業の株主価値向上に注意を払う「モノ言う株主」であり、企業経営の関与の度合いにおいてそれまでの安定株主とは一線を画す。何よりも象徴的なのは、ここ数年の株主総会の動向であろう。たとえば、2006年には19件に過ぎなかった上場企業に対する株主提案は、

- (11) バブル崩壊以降、企業サイドでは、資本市場から強いモニタリングに直面する高収益企業で銀行株式の売却が進み、一方、銀行サイドでは、不良債権処理の原資として高株価企業の株式が売却の対象となった（宮島 2002）。もっとも、最近では買収防衛の手段として、株式持合は再強化の方向に転じている。「日本経済新聞」（株持ち合い比率上昇）、2007年6月27日。



「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

2007年6月の株主総会では外資系ファンドによるものを中心に急増し、増配や買収防衛策の廃止などを求め、30社を超える見込みである<sup>(12)</sup>。また、同年総会では210社で買収防衛策の提案がなされ、すべての企業で可決されたものの、外国人株主比率が高い企業では反対票が3割に達した事例も多い<sup>(13)</sup>。

一方、このような外国人投資家の活動に触発されて、国内の機関投資家の経営関与も強まりつつある。たとえば、国内最大規模の年金基金である企業年金連合会は、2007年6月の株主総会で提案された取締役選任議案のうち、ROEが一定水準に満たないと理由から、約4割（東証1部上場企業762件中296件）もの案件に反対するなど、企業経営に対し厳しい視線を注いでいる<sup>(14)</sup>。

### 3 M&Aによる経営規律

さらに、安定株主関係の後退は、機関投資家など既存株主からのモニタリングを実効的にさせるだけにとどまらない。それは株価の高低にもっぱら関心を寄せる浮動株主の比重を大きくさせ、企業買収が発生しやすくなる土壌を作り出した。実際、個人と外国人の持株比率の合計値で表される浮動株主の割合は、26.3%（1991年）から46.1%（2006年）へと急増しており（図10）、それに歩調を合わせるように、2000年以降、日本企業が関与するM&Aの件数も増加の一途をたどっている。1998年には800件程度に過ぎなかったM&Aは、翌1999年には1,000件を超え、2005年には2,700件に達した（図11）。

ところで、このようなM&Aの急増は、メインバンクによるモニタリングに代わり、新たな経営規律を与えうる事象なのであろうか。通常、M&A

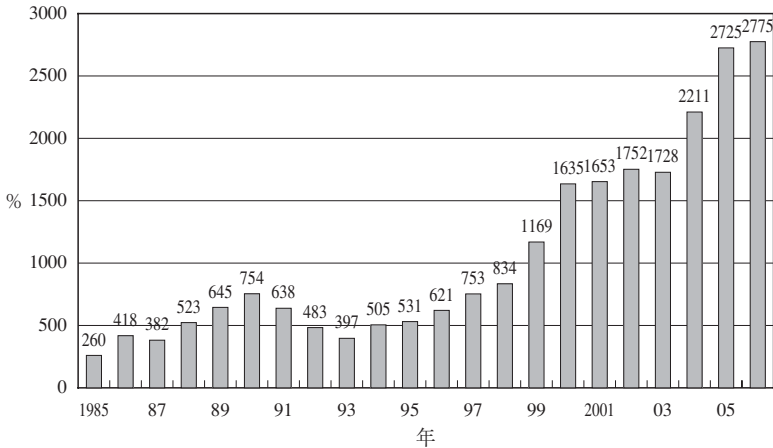
---

(12) 「日本経済新聞」（株主提案 過去最高へ）、2007年5月4日。同（急増した株主提案）、2007年6月29日。

(13) 「日本経済新聞」（買収防衛策 全210社で可決）、2007年6月30日。

(14) 「日本経済新聞」（取締役案の4割に反対）、2007年6月28日。

図11 日本企業の M&A 件数



資料：レコフ『MARR』（2007年2月号）より筆者作成。

による経営規律に関しては、Manne [1965] の「会社支配権市場（Market for Corporate Control）」の概念にも象徴されるように、「顕在的」な経営規律付け機能と、「潜在的な」経営規律付け機能に大別される。前者は、十分な株主価値の実現が達成できていない企業に対し企業買収が仕掛けられ、新たな経営陣や支配的株主のイニシアチブの下、有形・無形の経営資源が注入され、経営の効率化が図られるという経路である。一方、後者は、実際に企業買収が発生しなくても、その脅威が既存経営陣を規律付け、自発的な経営効率化を促すという経路である。

米国の場合、分析によって温度差はあるものの、総じて「潜在的」にも「顕在的」にも M&A による経営規律が機能していると判断できる。たとえば、Martin and McConnell [1991] では、同業他社に比較し、パフォーマンスが劣悪な企業の方が買収の標的となりやすく、買収成立後には経営者の交代確率が上昇するという関係性を見出しており、M&A の脅威が既存経営陣の脅しになっていることがわかる。また、Parrino and Harris [1999] は、

「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

買収後に経営陣の更迭が実行された場合、パフォーマンスが向上することを発見しており、実際に M&A が発生した際の経営改善効果を確認している。

では、日本に関してはどうか。あくまで暫定的な見解にとどまるが、M&A による経営規律が効きやすい環境が整えられつつあると判断できる。胥 [2007] は、村上ファンドとスティール・パートナーズの標的となった企業の属性を検証し、企業価値が低くキャッシュが豊富な企業ほど標的になりやすく、非効率な経営が買収リスクを高めることを明らかにしている。さらに、2007年5月には繰り延べされていた「三角合併」制度が解禁され、外国企業による日本企業の敵対的買収が現実的な脅威となりつつある。また、深尾・天野 [2004] では、IN-IN 型と OUT-IN 型の分類にかかわらず、M&A 取引には経営改善効果があり、特に買収前の経営状態が悪い案件ほど、その効果は大きいと指摘している。

#### IV データセットと推計式

以下では、これまでの検討を念頭に、企業のリストラ行動に関する実証分析を行う。具体的には、「3つの過剰」の解消（設備、雇用、債務のリストラ）に対し、企業統治が果たした役割について検証する。分析に用いられるデータセット、変数、仮説は次のとおりである。

##### 1 データセット

サンプルは、金融業を除く東証1部上場企業である。推計期間は金融危機直後の1998年から2003年までである<sup>(15)</sup>。データセットを構築する際、企業のリストラ行動を分析するという性質上、存続企業のみが抽出されるという「サバイバルシップ・バイアス (Survivorship Bias)」と呼ばれる問題に対処す

---

(15) パフォーマンス、ガバナンス変数は1期ラグを付けるため、1997年から2002年までが分析対象となる。

る必要がある。この点を考慮して、データセットの構造は企業の参入・退出を反映した不完備パネル (Unbalanced Panel) となっている。なお、推計は変量効果モデル (Random Effect Model) で行った。

サンプル企業の財務データは「日経 NEEDS-Financial Quest」、株価データは東洋経済新報社『株価 CD-ROM』(2006年版) より入手した。財務データは原則、連結決算の数値を利用している。これは、2000年3月期から連結会計を中心とした開示制度に移行するなど、連結経営の重要性が増してきており、リストラもグループ規模で進展させることに意義があると考えられるからである。

## 2 設備・雇用のリストラ

まず、設備と雇用のリストラ行動に関しては、設備廃棄がしばしば雇用削減をともなうことから、次のような同一のスペックでの推計を試みる。

$$\text{DOWNSIZE}_t = F[\text{PF}_{t-1}, \text{GOV}_{t-1}, \text{NPD}_{t-1} \times \text{MBLOAN}, \text{CONTROL}] \quad (1)$$

$$\text{LAYOFF}_t = F[\text{PF}_{t-1}, \text{GOV}_{t-1}, \text{NPD}_{t-1} \times \text{MBLOAN}, \text{CONTROL}] \quad (2)$$

### (a) 従属変数

(1)式の従属変数である DOWNSIZE は、設備削減率を表し、有形固定資産の減少額 (t-1年の有形固定資産-t年の有形固定資産) を t-1年の有形固定資産で除すことによって求められる。一方、(2)式の LAYOFF は雇用削減率を示す変数であり、従業員の削減人数 (t-1年の従業員数-t年の従業員数) を t-1年の従業員数で除すことによって求められる。これらの値が<sup>(16)</sup>大きくなるほど設備や雇用のリストラが進展していると解釈できる。

「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

(b) パフォーマンス変数

説明変数のうち、PF はパフォーマンスを示し、本稿では ROA、LPBR、NPD の 3 種類を用いる。ROA は総資産利益率を表し、各社の営業利益を総資産で除すことによって算出している。収益が低下するほどリストラが発生しやすくなることから、この変数の符号は負をとることが予想される。

LPBR は株価純資産倍率 PBR (Price Book-value Ratio) が 1 を下回る場合に 1 の値をとるダミー変数であり、当該企業の買取リスクの代理変数である。PBR は「株価時価総額 / 株主資本」で計算され、これが 1 を下回ると、企業の解散価値よりも株式市場での評価の方が低くなってしまう。買取者は株式を買い占めた後、即座に解散することを通じ、短期的な収益を得ることが可能となることから、PBR が 1 を下回るような企業は、それだけ企業買取の標的になりやすいと想定される。

NPD は 2 期連続で経常利益が負であった企業に 1 の値を与えるダミー変数である。2 期連続の赤字計上は「企業経営に本質的なところで問題が発生している」シグナルとなり、利払いなどに無視しがたい支障をきたすこととなる（橋本・泉田・河合 1996：133）。債権者などの外部者の経営介入を招き、遊休設備の売却や過剰人員の整理など、企業再建を促すと考えられる。

(c) ガバナンス変数

リストラ行動への統治構造 GOV の効果を計測するため、FOREIGN、MBLOAN、STABLE、OWNER の 4 種類を推計式に加えた。

FOREIGN は外国人投資家の持株比率であり、「もの言う株主」の存在がリストラに与える影響を捉えるための変数である。前節で論じたとおり、投

---

(16) これらの変数は、広田・宮島 [2001] を参考に作成した。なお、後述する債務削減に関する変数も含め、従属変数の値が平均から 3 標準偏差以上乖離している場合、そのサンプルは異常値として除外している。

資ファンドや機関投資家などの外国人株主が中心となり、不採算事業からの撤退や遊休資産の売却など、投資先企業の株主価値の向上を目的とするような提案が急増している。外国人持株比率が高い企業ほど、その要請を受け（あるいは彼らの意向を経営陣が読み取り）、経営効率を改善するようなりストラに取り組むと考えられる。

MBLOANは「メインバンク融資額 / 総資産」で定義され、メインバンクのモニタリング機能をチェックするための変数である。<sup>(17)</sup>メインバンクからの経営規律が有効であるならば、この変数の比率が高い企業ほど、迅速なりストラが期待できる。逆に、メインバンクによる過剰救済が淘汰されるべき企業を温存し、そのリストラ行動を阻害しているのならば、この変数は負の値を示すことが予想される。なお、「状態依存型ガバナンス」の効果をテストするため、NPDとMBLOANの交差項も推計式に挿入した。経営危機に陥った企業に対しメインバンクが経営関与を強め、リストラが断行されているのならば、この交差項は正の値を示すであろう。

STABLEは、安定株主の効果を確認するための変数であり、金融機関と事業法人の持株比率の合計値で求められる。<sup>(18)</sup>安定株主の存在は、長期視野での経営を可能にする一方で、敵対的買収の発生を抑制するなど、外部株主やM&Aによる経営規律を後退させるコストも有している。安定株主が経営者の保身（エントレンチメント）の温床となっている場合、企業価値が低迷しているにもかかわらず、適切なリストラ策が採用されない可能性がある。

---

(17) 2000年以降、多くの企業が有価証券報告書における借入金明細表を公開しておらず、メインバンク関係の変数を作成するのが困難な状況になっている。このため、各年度でメインバンク変数を作成するのは断念し、ここでは推計期間の前年度に該当する1997年度におけるメインバンクの融資比率を用いている。したがって、本稿におけるメインバンク変数の推計結果はあくまで暫定的なものであり、より厳密な変数で追試される必要がある。

(18) この変数の作成方法に関しては、宮島・青木〔2002〕を参考にした。

「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

OWNER は経営者の持株比率を表す。標準的なエージェンシー理論に従えば、経営者による株式所有は、株主との間で生じる利害対立を緩和し、経営の効率化に寄与する（Jensen and Meckling 1976）。たとえ収益が悪化し株価が低迷したとしても、株主価値を引き上げるようなりストラを断行することを通じ、株主でもある経営者は自らの利得を回復することができる。この場合、経営者の持分が高い企業ほどなりストラも発生しやすくなると考えられる。その反面、経営者の持株比率がある一定の閾値を超えると、外部者による牽制が効きにくくなるため、エンタレチメントの方が強く働き、それまでの経営戦略を自己否定するようなりストラの実施が先送りにされる可能性もある<sup>(19)</sup>。この場合、経営者の持株比率が高い企業ほどなりストラの発生頻度は低下することになろう。

(d) コントロール変数

COTROL はコントロール変数であり、DA、SIZE、ID、YD を加えた。DA（1期ラグ）は負債比率であり、有利子負債を総資産で除すことによって計算している。負債とメインバンクによる経営規律を区別することが目的である。SIZE（1期ラグ）は総資産を対数変換した変数である。企業規模が大きくなるほど、売却する資産や整理する人員も増加すると考えられるため、この変数の符号条件は正となる（雇用削減の推計では、従業員数の対数値を挿入している）。このほか、ID は産業ダミー（日経業種中分類に依拠）、YD は年次ダミーである。

(e) サンプル分割

企業の成長性によってなりストラの必要性や企業統治が果たす役割も異なる。

---

(19) たとえば、McConnell and Servaes [1990] では、ある水準を境として、経営者の持株比率がトービンの Q に与える影響は負に転じると報告されている。

たとえば、成長性や投資機会が乏しい企業では、保有している設備や従業員は過剰になりやすく、業績が悪化した場合、リストラを行う余地も大きくなる。そこで本稿では、トービンの Q（「株式時価総額＋負債簿価」/ 総資産簿価：以下「SQ」）によってサンプルを分割のうえ、推計を行った。具体的には、蟻川・宮島・齊藤 [2003] に倣い、推計期間に先立つ 3 年間（1995 年から 1997 年）における SQ の平均値を作成し、その値が 1 未満の企業を LQ 企業（低成長企業）、1 以上の企業を HQ 企業（高成長企業）と定義した。SQ が 1 を下回る場合、市場からの評価に比べ、過大な資本設備を抱えていることとなり、いわゆる「負の投資」（資産の縮小）が必要とされる。ここでの分析の焦点は、リストラが必要とされる LQ 企業に対し、どのように統治構造が作用したかにある。

### 3 債務のリストラ

債務削減の実証分析としては、以下の(3)式を用いる。

$$\text{DREDUCT}_t = F[\text{PF}_{t-1}, \text{GOV}_{t-1}, \text{FASSET}_{t-1}, \text{DA}_{t-1}, \text{ID}, \text{YD}] \quad (3)$$

#### (a) 従属変数

債務の削減行動としては、米澤・土村 [2003] の分析に倣い、いかに負債比率が圧縮されたかに注目する。具体的には、従属変数 DREDUCT として、有利子負債の圧縮度（ $t-1$  年の  $\text{DA}$  -  $t$  年の  $\text{DA}$ ）を用いる。この数値が大きな企業ほど、債務の圧縮が進んでいると解釈できる。

#### (b) パフォーマンス変数

パフォーマンス変数 PF としては、ROA, LPBR を用いる。まず、収益性が優れている企業ほど内部留保の蓄積も容易であり、債務の返済もたやすいと推測される（米澤・土村 2003）。このため、ROA の符号条件は正となる。



「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

また、買取りリスクの代理変数である LPBR も債務の圧縮行動に対し影響を与える可能性がある。単純な見方をすれば、買取りリスクに直面している企業ほど、株主価値を損ねるような債務の圧縮を急ぐと想定される。この場合、LPBR は正の値をとることが予想される。ただし、既に負債水準が高いような企業では、LBO が仕掛けられにくくなるため、買取りリスクが高まっても債務の圧縮に取り組むとは限らない。この場合、LPBR は統計的に有意とはならないであろう。

(c) ガバナンス変数

ガバナンス変数 GOV としては、これまでの FOREIGN, MBLOAN, STABLE, OWNER を用いる。外国人持株比率が高い企業ほど、株主価値を毀損するような過剰債務の解消に積極的になると考えられる。このため、FOREIGN の係数は正を示すと予想される。

MBLOAN は、債務の削減行動に対し、正と負の両方の効果を有する。1 つは、「追い貸し」と指摘されるように、強いメインバンク関係が債務の圧縮を妨げるという経路である。もう一方は、「貸し渋り」「貸し剥がし」として知られているように、銀行が融資先から貸出債権の回収を図るという経路である。前者の場合では MBLOAN の係数は負、後者の場合では正を示すと想定される。

STABLE と OWNER は経営陣のエントレンチメントの温床となりやすいため、その割合が大きくなるにつれ、債務の圧縮が先送りにされる可能性がある。もっとも、経営者の持分が高い企業では、債権者による経営関与を回避するため、自発的に債務の削減に取り組むとも考えられる。この場合、OWNER は正の値を示すであろう。

---

(20) レバレッジド・バイアウト (Leveraged Buy-Out)。標的企業の株式を購入する際、その資金の大部分を借入金などの負債によって調達する買収手法である。

(d) コントロール変数

FASSET（1期ラグ）は有形固定資産を総資産で標準化した変数である。多額の資産を有している企業ほど、その売却によって債務返済も容易となるため、この変数の符号条件は正である。このほか、負債比率 DA、産業ダミー ID、年次ダミー YD も加えた。

(e) サンプル分割

あらゆる企業の負債削減が「過剰債務の解消」を意味するわけではない。そこで負債 CF 比率が10倍を超えるような企業を「過剰債務企業」と定義し、ここでもサンプルを分割して推計を試みる。<sup>(21)</sup> 具体的には、分析期間に先立つ1995年から1997年の3年間、同比率の平均値が10倍を超えている企業を「過剰債務企業」と識別した。

## V 推 計 結 果

### 1 設備削減の推計結果

設備削減率に関する推計結果は、表4に要約されている（基本統計量は付表）。コラム(1)から(3)はサンプル全体、(4)から(6)はLQ企業、(7)から(9)はHQ企業を対象とした推計になっている。

パフォーマンス変数は、概ね符号条件と整合的である。ROAの係数は、すべてのコラムで有意に負となっている。収益の悪化の大きな企業ほど、設備の削減率も大きくなることを意味する。興味深いのは、買取りリスクを表すLPBRの値である。一貫して正の値を示しており、全サンプルを対象とした

---

(21) 個別企業の負債 CF 比率（有利子負債 / キャッシュフロー）を求めるとき、分母のキャッシュフローは「当期利益－配当－役員賞与＋減価償却」から構成される。なお、「当期利益－配当－役員賞与」の値が負となる場合は0としている。同変数の作成方法については、蟻川・宮島・齊藤 [2003] を参考とした。

「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

表4 設備削減の決定要因 (Random Effect Model)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Full	Full	Full	LQ	LQ	LQ	HQ	HQ	HQ
ROA	-0.424 (9.45)***	-0.353 (7.50)***	-0.353 (7.50)***	-0.515 (6.63)***	-0.446 (5.48)***	-0.446 (5.47)***	-0.371 (6.58)***	-0.298 (5.01)***	-0.298 (5.02)***
LPBR	0.012 (3.45)***	0.010 (2.86)***	0.010 (2.86)***	0.018 (2.86)***	0.016 (2.36)**	0.016 (2.36)**	0.010 (1.91)*	0.007 (1.39)	0.007 (1.40)
NPD	0.019 (2.63)***	0.020 (2.76)***	0.021 (2.03)**	0.007 (0.73)	0.008 (0.84)	0.009 (0.63)	0.032 (2.85)***	0.034 (2.98)***	0.044 (2.68)***
FOREIGN		-0.036 (1.58)	-0.036 (1.58)		-0.029 (0.69)	-0.029 (0.69)		-0.048 (1.67)*	-0.047 (1.63)
STABLE		-0.064 (4.30)***	-0.064 (4.30)***		-0.080 (3.42)***	-0.080 (3.41)***		-0.057 (2.89)***	-0.052 (2.88)***
OWNER		-0.131 (5.06)***	-0.131 (5.05)***		-0.149 (3.69)***	-0.149 (3.69)***		-0.126 (3.62)***	-0.126 (3.62)***
MBLOAN		-0.026 (0.64)	-0.025 (0.62)		0.032 (0.44)	0.032 (0.44)		-0.061 (1.22)	-0.052 (1.03)
NPD×MBLOAN			-0.002 (0.03)			-0.005 (0.03)			-0.107 (0.81)
DA	0.038 (4.35)***	0.036 (3.32)***	0.036 (3.32)***	0.029 (1.91)*	0.018 (0.90)	0.018 (0.90)	0.045 (4.02)***	0.046 (3.45)***	0.046 (3.49)***
SIZE	0.003 (1.98)**	0.003 (2.00)**	0.003 (2.00)**	0.002 (0.75)	0.004 (1.18)	0.004 (1.18)	0.003 (1.54)	0.003 (1.43)	0.003 (1.40)
Constant	-0.043 (2.33)**	-0.005 (0.24)	-0.005 (0.24)	-0.065 (1.88)*	-0.027 (0.70)	-0.027 (0.70)	-0.038 (1.66)*	-0.000 (0.02)	-0.000 (0.01)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	6652	6652	6652	2925	2925	2925	3727	3727	3727
Number of Groups	1128	1128	1128	495	495	495	633	633	633
R-squared	0.10	0.10	0.10	0.08	0.08	0.08	0.12	0.13	0.13

注1：上段は係数を，下段括弧内はt値を示す。

注2：\*\*\*，\*\*，\*はそれぞれ1%，5%，10%水準で有意であることを表す。

推計（コラム1から3），そしてLQ企業を対象とした推計で有意な結果が得られている（コラム4から6）。特に，SQが劣る企業群に限定した推計において，このような結果が観察されることは重要である。リストラの必要性が高い成熟企業に対し，買収の脅威が経営規律を与え，過剰設備の解消を促した可能性が高い。NPD変数に関しては，コラム4から6の推計を除き，有意に正の値をとっている。金融危機以降の局面において，数多くの企業が赤字決算に追い込まれたが，そのような極端な収益悪化を契機として，設備のリストラが進んだことになる。

ガバナンス変数に目を向けると，STABLEとOWNERが有意に負となっ

ている。安定株主関係や経営者による自社株保有が、設備のリストラの阻害要因となっていることがわかる。これら株主による持株比率が高まるにつれ、経営陣に生じるエンブレチメントの程度も顕著となり、経営効率を引き上げるようなリストラ策が先送りにされている状況をうかがわせる。

メインバンク融資比率 MBLOAN については、どのコラムの推計でも有意な効果は得られていない。メインバンク関係が企業のリストラ行動を促しているとはいえない。また、2期連続の赤字ダミー NPD との交差項に関して、同様の結果である。融資先企業の財務状態が悪化した際、役員派遣等によって経営関与の度合いを強め、メインバンクのイニシアチブの下で経営再建が図られるというのが「状態依存型ガバナンス」のエッセンスであるが、それが機能しているとは判断できない。もっとも、その一方で、DA 変数は（コラム4から6の推計で有意水準は落ちるものの）負の符号をとっている。高い負債比率が経営規律を与え、設備のリストラを促している状況が読み取れる。近年、企業と債権者との関係は、メインバンク・システムに象徴されるリレーションシップな関係から Arm's length な（一定の距離を置いた）関係に接近しつつあると指摘されているが（橋本・長谷川・宮島 2006：421）、それを支持する結果だと考えられる。

## 2 雇用削減の推計結果

雇用削減に関する推計結果は、表5に要約されている。パフォーマンス変数は、前掲表4とほぼ同様の傾向を示している。ROAの係数は有意に負であり、収益の悪化に応じて雇用削減の程度も大きくなることを示している。また、LPBRはすべてのコラムにおいて正の効果を与えている。買取りリスクの高まりが、過剰人員の整理を促している可能性を示唆している。NPDに関しても、すべてのコラムで係数は正となっている。2期連続の赤字を契機として、雇用調整が本格化していると解釈できる。ただし、後者のLPBR

「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

表5 雇用削減の決定要因 (Random Effect Model)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Full	Full	Full	LQ	LQ	LQ	HQ	HQ	HQ
ROA	-0.453 (10.33)***	-0.371 (8.07)***	-0.370 (8.06)***	-0.525 (6.70)***	-0.413 (4.99)***	-0.415 (5.01)***	-0.402 (7.47)***	-0.336 (5.95)***	-0.334 (5.92)***
LPBR	0.009 (5.46)**	0.006 (1.59)	0.006 (1.59)	0.012 (1.65)*	0.008 (1.09)	0.008 (1.08)	0.008 (1.67)*	0.005 (1.04)	0.005 (1.04)
NPD	0.018 (2.55)**	0.021 (2.90)***	0.023 (2.31)**	0.015 (1.51)	0.018 (1.83)*	0.014 (1.05)	0.018 (1.63)	0.021 (1.86)*	0.031 (1.90)*
FOREIGN		-0.075 (3.25)***	-0.075 (3.25)***		-0.077 (1.82)*	-0.076 (1.81)*		-0.076 (2.59)***	-0.076 (2.62)***
STABLE		-0.054 (3.54)***	-0.054 (3.53)***		-0.068 (2.75)***	-0.068 (2.76)***		-0.047 (2.33)**	-0.047 (2.33)**
OWNER		-0.145 (5.41)***	-0.145 (5.41)***		-0.198 (4.40)***	-0.198 (4.41)***		-0.119 (3.48)***	-0.118 (3.48)***
MBLOAN		0.003 (0.06)	0.006 (0.13)		0.048 (0.61)	0.042 (0.52)		-0.015 (0.29)	-0.004 (0.07)
NPD×MBLOAN			-0.026 (0.29)			0.063 (0.43)			-0.111 (0.86)
DA	0.060 (5.82)***	0.045 (3.54)***	0.045 (3.51)***	0.041 (2.55)**	0.022 (1.07)	0.023 (1.08)	0.071 (5.16)***	0.057 (3.41)***	0.056 (3.33)***
SIZE	0.000 (0.18)	0.002 (1.15)	0.002 (1.16)	0.000 (0.09)	0.002 (0.74)	0.002 (0.73)	0.001 (0.36)	0.002 (1.05)	0.002 (1.11)
Constant	-0.007 (0.45)	0.025 (1.47)	0.025 (1.46)	-0.006 (0.20)	0.038 (1.15)	0.039 (1.17)	-0.014 (0.79)	0.013 (0.63)	0.012 (0.58)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	5834	5834	5834	2582	2582	2582	3252	3252	3252
Number of Groups	995	995	995	441	441	441	554	554	554
R-squared	0.11	0.12	0.12	0.10	0.11	0.11	0.14	0.14	0.14

注1：上段は係数を，下段括弧内はt値を示す。

注2：\*\*\*，\*\*，\*はそれぞれ1%，5%，10%水準で有意であることを表す。

とNPDの2つの変数に関しては，設備削減の推計に比べ，統計的に有意でないコラムが散見される。II節で確認したように，本稿が分析対象としているような大企業では，収益が悪化したとしても，子会社・関連会社への出向や転籍を通じ，グループ全体で過剰人員を吸収する傾向がある。そうしたことが背景となり，雇用削減に対するパフォーマンス変数の影響が弱くなっている可能性がある。

STABLEとOWNERは有意に負となっており，設備削減の推計結果と同じく，これらの変数はLQ企業に限定した推計でも有意水準は高い（コラム5, 6）。株主安定化が進んでいる企業や経営者の持株比率が高い同族企業な

どでは、外部者からの牽制が効きにくいいため、経営陣にエントレンチメントが発生し、過剰な雇用を抱え込む傾向にあったと見ることができる。

やや解釈が困難なのは、FOREIGNである。サンプル分割の有無を問わず、一貫して有意に負となっている。外国人持株比率が高い企業ほど、雇用削減を実施していないということになる。想定とは異なる結果である。1つ考えられるのは、投資ファンドなどの外国人株主は「ハゲタカ」と称されることを嫌い、摩擦が予想される雇用のリストラを回避したがるという可能性である。あるいは、外国人投資家が多い企業は優良企業であり、そもそもリストラの必要性が乏しいということもあろう。

なお、MBLOANに関しては、NPDとの交差項も含め、その係数は有意になっていない。やはり「状態依存型ガバナンス」が機能しているという証拠を見出すことはできなかった。

### 3 債務削減の推計結果

債務削減に関する推計結果は、表6に要約されている。コラム(1)(2)は全サンプル、(3)(4)は負債CF比率が10倍を超える企業、(5)(6)は10倍以下の企業を対象とした推計である。

ROAは有意に正となっており、米澤・土村[2003]と整合的な結果が得られている。財務パフォーマンスが優れている企業ほど内部留保の蓄積も容易となるが、それが負債の返済に寄与していることを意味する。ただし、符号の向きは同じでも、当該企業の置かれている財務状態によって、その意味合いは異なる。負債CF比率が10倍を超えるような企業に限定した(3)(4)では、過剰債務が順調に返済されたと解釈できるが、同指標が10倍以下の企業を対象とした(5)(6)の場合、有望な投資機会を犠牲にしてまで、内部留保が債務返済に充てられた可能性がある。

LPBRについては、コラム(5)と(6)の推計で有意に正となっている。M&A

「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

表6 債務削減の決定要因 (Random Effect Model)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Full	Full	負債 CF > 10	負債 CF > 10	負債 CF ≤ 10	負債 CF ≤ 10
ROA	0.090 (5.44)***	0.091 (5.29)***	0.209 (4.31)***	0.227 (4.56)***	0.082 (4.81)***	0.080 (4.43)***
LPBR	0.001 (0.50)	0.001 (0.65)	-0.002 (0.64)	-0.002 (0.85)	0.002 (1.83)*	0.003 (2.21)**
FOREIGN		0.004 (0.63)		-0.001 (0.03)		0.007 (1.03)
STABLE		-0.001 (0.27)		-0.028 (2.79)***		0.008 (1.37)
OWNER		0.001 (0.11)		-0.025 (1.22)		0.011 (1.02)
MBLOAN		-0.033 (2.00)**		-0.044 (1.54)		-0.027 (1.30)
FASSET	-0.012 (2.55)**	-0.011 (2.49)**	-0.012 (1.30)	-0.008 (0.88)	-0.019 (3.44)***	-0.019 (3.41)***
DA	0.039 (10.94)***	0.043 (10.08)***	0.039 (4.58)***	0.043 (4.44)***	0.054 (10.88)***	0.057 (9.93)***
Constant	-0.012 (3.24)***	-0.012 (2.37)**	-0.024 (2.63)***	-0.006 (0.50)	-0.009 (2.22)**	-0.057 (2.65)***
産業グミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年次グミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	4745	4745	1453	1453	3292	3292
Number of Groups	805	805	247	247	558	558
R-squared	0.10	0.10	0.14	0.14	0.10	0.10

注1：上段は係数を，下段括弧内はt値を示す。

注2：\*\*\*，\*\*，\*はそれぞれ1%，5%，10%水準で有意であることを表す。

の件数が増加するなか，買取りリスクに直面している企業ほど，企業価値を毀損するような債務の圧縮を急いだと推察される。もっとも，分析の焦点となる過剰債務企業を対象とした推計では，LPBRは有意となっていない（コラム3,4）。これらの企業群では，たとえ買取りリスクが高まっても負債比率が高いためにLBOが仕掛けられにくく，そのまま過剰債務が放置されたということなのかもしれない。

STABLEは，過剰債務に陥っている企業に限定した推計で有意に負であり（コラム4），MBLOANは全サンプルの推計で同じく有意に負となっている（コラム2）。また，MBLOANに関しては，有意水準は必ずしも十分とはいえないものの，コラム4の推計でも負の効果が確認できる。安定株主

関係やメインバンク関係が強い従来型の「日本型企业」において、遅々として過剰債務の解消が進まない様子がよく表れている。

なお、FOREIGN, OWNER は、債務削減に対してシステマティックな効果を有せず、FASEET に関しては、想定とは異なり負の符号を示している。

## VI 結 論

バブル崩壊以降、企業の経営行動を圧迫してきたのが、設備・雇用・債務の「3つの過剰」であった。本稿では、1990年代末から進展した「3つの過剰」の解消に対し、どのように個別企業の統治構造が作用したのかについて、東証1部上場企業のパネルデータを構築して検証を試みた。主要な分析結果は、以下のとおりである。

①メインバンク関係が企業のリストラ行動を促すという効果は観察されなかった。また、融資先企業の業績が悪化した際、メインバンクが経営関与を強めるという「状態依存型ガバナンス」の存在も見出すことはできなかった。

②安定株主関係や経営者による自社株保有は、リストラ行動の阻害要因になっている。特に注目すべきは、このような結果がリストラの必要性が高い低成長企業にも当てはまるという点である。外部者による牽制が効かないことから、経営陣にエン tren chment が生じ、過剰な設備や雇用の整理が先送りにされた可能性がある。

③債務に関しては、ROA が優れ、キャッシュフローの調達が容易な企業ほど、その返済が進んでいることが明らかにされた。ただし、そのような財務政策は、過剰債務の解消に寄与する一方で、新規の設備投資に資金が充てられないことから、優良なプロジェクトまでも犠牲にしたおそれがある。

④買取リスクに直面している企業ほど、企業価値を引き上げるようリストラに着手し、「過剰」の解消に努めている。メインバンクによるモニタリング機能が後退するなか、新たに経営規律を与える主体として M&A 市場



「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

が重要な役割を果たしつつある状況がうかがえる。

ただし、ここ数年、このようなM&Aによる経営規律に対抗するような動きが活発化している。すなわち、相次ぐ「敵対的買収防衛策」の導入である。そもそもM&Aや買収防衛策にはどのようなコスト、ベネフィットが備わっているのか。経営者、株主、債権者、従業員など、企業を取り巻く様々なステークホルダーの利害を念頭に置きながら、多角的に検討されることが望まれる。

#### 参 考 文 献

- 蟻川靖浩・宮島英昭・齊藤直 [2003], 「金融危機前後の投資行動と企業統治：過剰債務問題とメインバンク」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析：変革期の日本と金融危機後の東アジア』, 東京大学出版会, 261-289頁。
- 伊藤邦雄 [2007], 『ゼミナール企業価値評価』, 日本経済新聞社。
- 金子信吉 [2006], 「M&Aによる水平統合の経済効果を最大化する経営統合戦略の研究」『大学院研究年報（総合政策研究科篇）』（中央大学）第9号, 135-151頁。
- 胥鳴 [2007], 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」宮島英昭編『日本のM&A：企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』, 東洋経済新報社, 197-221頁。
- 内閣府 [2006], 『平成18年版 経済財政白書：成長条件が復元し、新たな成長を目指す日本経済』, 国立印刷局。
- 野田知彦 [2007], 「メインバンクと雇用削減」橘木俊詔編『日本経済の実証分析』, 東洋経済新報社, 161-178頁。
- 橋本寿朗・泉田成美・河合正弘 [1996], 「日本における経営不振企業とメインバンク：金利プレミアムの分析」『社会科学研究』（東京大学）第48号第3号, 127-146頁。
- 橋本寿朗・長谷川信・宮島英昭 [2006], 『現代日本経済（新版）』, 有斐閣。
- 広田真一・宮島英昭 [2001], 「メインバンク介入型ガバナンスは変化したか？：1990年代と石油ショック後との比較」『現代ファイナンス』No. 10, 35-61頁。
- 深尾京司・天野倫文 [2004], 『対日直接投資と日本経済』, 日本経済新聞社。
- 星岳雄 [2006], 「ゾンビの経済学」岩本康志・太田誠・二神孝一・松井彰彦編『現代経済学の潮流2006』, 東洋経済新報社, 41-68頁。
- 宮島英昭 [2002], 「日本の企業経営・企業行動」貝塚啓明・財務省財務総合政策研究所編『再訪 日本型経済システム』, 有斐閣, 9-54頁。
- 宮島英昭・蟻川靖浩・齊藤直 [2001], 「日本型企業統治と「過剰」投資：石油ショック前後とバブル経済期の比較分析」『フィナンシャル・レビュー』第60号, 139-168頁。

- 宮島英昭・青木英孝 [2002], 「日本企業における自律的ガバナンスの可能性：経営者選任の分析」伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択』, 東洋経済新報社, 71-106頁。
- 米澤康博・土村宣明 [2003], 「コーポレート・ガバナンスと過剰投資, 過剰負債」林敏彦・松浦克己・米澤康博編『日本の金融問題：検証から解決へ』, 日本評論社, 365-385頁。
- Aoki, M. [1994], “The Contingent Governance of Team Production: An Analysis of Systematic Effects”, *International Economic Review*, Vol. 35, pp. 657-676.
- Arikawa, Y. and H. Miyajima [2007], “Relationship Banking in Post Bubble Japan: Co-existence of Soft-and Hard-Budget Constraint”, in Aoki, M., G. Jackson and H. Miyajima eds., *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University.
- Caballero, R. J., T. Hoshi and A. K. Kashyap [2006], “Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, mimeo.
- Hanazaki, M. and A. Horiuchi [2000], “Is Japan’s Financial System Efficient ?”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 16, pp. 61-73.
- Hoshi, T. and A. Kashyap [2001], *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, MIT Press. (鯉淵賢訳, 『日本金融システム進化論』, 日本経済新聞社, 2006)
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling [1976], “The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Kang, J. and A. Shivdasani [1997], “Corporate Restructuring during Performance Declines in Japan”, *Journal of Financial Finance*, Vol. 46, pp. 29-65.
- Manne, H., G. [1965], “Mergers and the Market for Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, Vol. 73, pp. 110-120.
- Martin, K. J. and J. J. McConnell [1991], “Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover”, *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 671-687.
- McConnell, J. J. and H. Servaes [1990], “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612.
- Parrino, J. D. and R. S. Harris [1999], “Takeovers, Management Replacement, and Post-Acquisition Operating Performance: Some Evidence from the 1980s”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, pp. 88-97.
- Pascale, R. and T. P. Rohlen [1983], “The Mazda Turnaround”, *Journal of Japanese Studies*, Vol. 9, pp. 219-263.
- Sheard, P. [1994], “Main Banks and the Governance of Financial Distress”, in Aoki, M. and H. Patrick eds., *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Pres. (白鳥正喜監訳, 『日本のメインバンク・システム』第6章「メインバンクと財務危機管理」, 東洋経済新報社, 1996)

「3つの過剰」はいかにして解消されたのか？

付表 基本統計量

パネルA：設備削減

Variable	Full			LQ			HQ		
	Obs	Mean	Std.Dev	Obs	Mean	Std.Dev	Obs	Mean	Std.Dev
DOWNSIZE	6652	-0.009	0.117	2925	-0.005	0.113	3727	-0.013	0.120
ROA	6652	0.041	0.043	2925	0.032	0.037	3727	0.048	0.047
LPBR	6652	0.532	0.499	2925	0.846	0.361	3727	0.284	0.451
NPD	6652	0.047	0.211	2925	0.061	0.239	3727	0.035	0.185
FOREIGN	6652	0.075	0.091	2925	0.052	0.069	3727	0.094	0.101
MBLOAN	6652	0.047	0.055	2925	0.043	0.048	3727	0.049	0.060
STABLE	6652	0.579	0.144	2925	0.561	0.140	3727	0.593	0.145
OWNER	6652	0.039	0.083	2925	0.044	0.083	3727	0.035	0.083
NPD×MBLOAN	6652	0.004	0.024	2925	0.004	0.024	3727	0.003	0.023
DA	6652	0.274	0.214	2925	0.247	0.184	3727	0.294	0.233
SIZE	6652	11.645	1.303	2925	11.260	1.023	3727	11.947	1.414

パネルB：雇用削減

Variable	Full			LQ			HQ		
	Obs	Mean	Std.Dev	Obs	Mean	Std.Dev	Obs	Mean	Std.Dev
LAYOFF	5834	-0.005	0.110	2582	0.001	0.110	3252	-0.010	0.111
ROA	5834	0.041	0.044	2582	0.032	0.038	3252	0.048	0.047
LPBR	5834	0.546	0.498	2582	0.856	0.351	3252	0.300	0.458
NPD	5834	0.048	0.213	2582	0.062	0.242	3252	0.036	0.187
FOREIGN	5834	0.074	0.091	2582	0.050	0.069	3252	0.093	0.102
MBLOAN	5834	0.046	0.056	2582	0.042	0.047	3252	0.050	0.062
STABLE	5834	0.577	0.144	2582	0.560	0.137	3252	0.591	0.148
OWNER	5834	0.039	0.083	2582	0.044	0.080	3252	0.036	0.086
NPD×MBLOAN	5834	0.004	0.024	2582	0.004	0.025	3252	0.003	0.023
DA	5834	0.264	0.194	2582	0.240	0.180	3252	0.284	0.203
SIZE	5834	7.689	1.344	2582	7.304	1.029	3252	7.994	1.480

パネルC：債務削減

Variable	Full			負債 CF > 10			負債 CF ≤ 10		
	Obs	Mean	Std.Dev	Obs	Mean	Std.Dev	Obs	Mean	Std.Dev
DREDUCT	4745	0.009	0.036	1453	0.010	0.040	3292	0.009	0.034
ROA	4745	0.043	0.038	1453	0.027	0.024	3292	0.051	0.041
LPBR	4745	0.509	0.500	1453	0.540	0.499	3292	0.495	0.500
FOREIGN	4745	0.079	0.090	1453	0.050	0.062	3292	0.092	0.097
MBLOAN	4745	0.040	0.044	1453	0.067	0.050	3292	0.029	0.036
STABLE	4745	0.594	0.138	1453	0.579	0.127	3292	0.601	0.142
OWNER	4745	0.036	0.073	1453	0.029	0.062	3292	0.039	0.078
FASSET	4745	0.462	0.165	1453	0.457	0.186	3292	0.464	0.155
DA	4745	0.257	0.181	1453	0.411	0.160	3292	0.189	0.144