

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 6 月 28 日現在

機関番号：33103

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2009 ～ 2011

課題番号：21730322

研究課題名（和文） 企業統治とリストラクチャリング行動の“親和性”に関する実証分析

研究課題名（英文） Empirical Analysis of the “Affinity” of Corporate Governance and Restructuring Behavior

研究代表者

川本 真哉（KAWAMOTO SHINYA）

新潟産業大学・経済学部・講師

研究者番号：60468874

研究成果の概要（和文）：

本研究では、銀行危機（1997 年）後の日本企業を対象とし、企業統治のあり方がリストラクチャリング行動に与える影響を検証した。具体的には、近年急増する MBO（マネジメント・バイアウト）による子会社売却と純粋持株会社の設立を通じた経営統合案件に焦点を合わせ、どのような統治主体がいかなるリストラクチャリング手段を選択する傾向にあるのか、すなわち、統治主体の性質とリストラクチャリング行動の“親和性”について、両者の多様化に着目しつつ分析を進めた。

研究成果の概要（英文）：

This study examined the effect of conditions of corporate governance of Japanese companies on their restructuring behavior after the 1997 Banking Crisis. More specifically, the analysis focused on recently soaring cases of divestment through management buy-outs and business integration through establishment of a pure holding company to observe what types of governance tended to select what methods of restructuring, i.e., the relation between the nature of governance and restructuring behavior, while considering the diversity of each factor.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009 年度	1,200,000	360,000	1,560,000
2010 年度	800,000	240,000	1,040,000
2011 年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
総計	2,700,000	810,000	3,510,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学

キーワード：企業統治、リストラクチャリング、MBO、ダイベストメント、持株会社

1. 研究開始当初の背景

バブル崩壊後の長期不況の過程で、日本企業は様々なリストラクチャリング戦略を模索してきた。雇用調整に代表される従来型のリストラ行動はもとより、会社法制の整備もあり、持株会社制度を利用した企業組織再編、

会社分割による事業売却、執行役員制度導入を通じた取締役会改革など、リストラ行動の幅は広がり、かつ多様化した。

同時に、企業を取り巻く企業統治のシステムも大きく変容した。不良債権処理のなかで、かつて世界から脚光を浴びたメインバン

ク・システムの機能は後退し、企業間の株式持ち合いも解消に向かった。その一方で、機関投資家によって株主アクティビズムが積極化するとともに、M&A が急増し「会社支配権市場」の存在感も高まった。

バブル崩壊以降の企業のリストラ行動に関しては、精力的で、独特のアプローチに基づいた研究が積み重ねられてきた。いわゆる「ゾンビ企業」の存在を指摘した Caballero et al. (2008)、企業の雇用調整とメインバンク・システムを扱った野田 (2007)、日米のリストラ行動を比較した Kang and Shivdasani (1997)、などが興味深い研究成果である。もっとも、一連の分析は、これまで筆者が行った検討も含め (川本 2007)、①企業が抜本的なリストラへと舵を切った銀行危機後の局面を対象としていない、②機関投資家の台頭、M&A による経営規律など、統治構造の変容を捉えきれていない、③雇用調整に関する分析に偏っており、多様なリストラ行動のあり方にまで踏み込めていない、④どのような統治主体がいかなるリストラ行動を促したのか、その関係性を明示的に示したものでない、という課題を残していた。

2. 研究の目的

このような研究背景を踏まえ、本研究では企業のリストラクチャリング行動と統治構造の多様化を可能な限り念頭に置きつつ、両者の因果関係を明示的に明らかにすることを目的とした。本研究の特色として、以下の3点が指摘できる。

第1は、銀行危機後に急増した新たなリストラ行動に着目している点である。具体的には、①子会社・事業部門責任者への当該事業の売却 (ダイベストメント型 MBO) と、②共同持株会社設立による経営統合である。①は1990年代後半から急増し、今では事業売却の中心的手段となっている。②についても1997年の持株会社解禁以降、広範な業種で観察されるようになり、業界再編の有力なツールとして活用されている。

第2は、このような新機軸のリストラ手段のみを対象とするだけでなく、従来のリストラ行動との差異を明らかにしようとした点である。すなわち、ダイベストメント型 MBO の分析では、外部者への売却である事業譲渡との比較を行い、持株会社による経営統合の分析では直接合併との比較を行った。

第3は、メインバンク・システムの後退・株式持ち合いの解消、そして、それらに代わる機関投資家の台頭など、日本型企业システムの変容に即したガバナンス構造に関する変数を分析に用いたことである。

これらの検討を通じ、銀行危機後の日本企業の行動様式と企業統治の有効性について、より体系的かつ実態的に理解することが期

待できる。

3. 研究の方法

上記の研究目的で述べた課題を遂行するために、①ダイベストメント型 MBO と②経営統合型の持株会社に関するデータセットの構築に取り組んだ。①については、管見する限り、体系的なデータは提供されていない。そこでレコフ社提供の MBO データから、これに該当する案件を、新聞記事・その他周辺資料等から特定していく作業を行った。結果、1996年度から2009年度までで496件のダイベストメント型 MBO が集計された。一方、②のデータに関しても、レコフ社提供の経営統合データから抽出していく作業を行った。対象となったのは上場企業同士の持株会社設立であり、1999年から2010年までで79件のサンプルが得られた。

以上のような手順で構築されたデータセットに、上場企業を中心とする財務データと所有構造データを接続し、その決定要因及び事後的なパフォーマンスに与える影響の計量分析を施した。

4. 研究成果

(1) 企業リストラクチャリングの決定要因

まず、Kawamoto and Saito (2009) では、子会社・事業部門独立型の MBO (ダイベストメント型 MBO) が活発化している状況を明らかにした上で、1990年代後半以降のパネルデータを構築し、事業売却を実施した親会社の特性について検討した。実証分析の結果、次のような点が明らかにされた。第1に、ROA が低く有利子負債依存度が高い企業ほど傘下部門を内部者に売却する傾向にある。財務パフォーマンスの悪化や倒産の脅威 (負債による経営規律) がトリガーとなり、当該企業にリストラを迫っているものと理解できる。第2に、株式持ち合いの比率の高い企業でダイベストメント型 MBO に消極的である反面、機関投資家の持株比率が高い等、ガバナンスの強度が高い企業では逆の傾向が観察された。前者の企業群ではエントレンチメントが発生している可能性がある。第3に、多角化の程度が高く、非関連分野に進出している企業ほど、MBO によって子会社を売却する確率が高い。ノンコア事業を売却する「選択と集中」の有力なツールとして、MBO が活用されている状況が見て取れる。

また、齋藤・川本 (2010) では、上記の分析を拡張し、従来の外部者への事業売却 (事業譲渡) と内部者への事業売却 (ダイベストメント型 MBO) とでいかなる差異が生じるのかを考察している。それによると、ダイベストメント型 MBO のケースでは、Kawamoto and Saito (2009) で観察された特徴がより顕著になることが確認された。すなわち、①財務

状態が悪化している企業ほど売却交渉をスピーディーにまとめるために内部者への事業売却を選択する確率が高まる、②安定株主の比率が高い日本型企业では、ダイベストメント型 MBO という新機軸のリストラ手段に消極的である、③子会社数の減少が大きな企業ほどダイベストメント型 MBO にも積極的であり両者は補完関係にある、等である。本研究は、近年注目を集めている MBO による子会社売却の基本的性質について、他の売却類型と比較しながら明らかにした点で意義があるものと理解できる。

(2) 企業リストラクチャリングと株式市場の評価

川本・齋藤 (2009) では追加的な検証として、上記のような MBO によって子会社を売却した親会社が株式市場からいかなる評価を受けたのかに関し、イベント・スタディ分析を試みた。その結果、以下のような特徴が観察された。まず、ダイベストメント型 MBO のアナウンスメントにより、親会社株主の富は (国際的にみてマグニチュードは低いものの) 上昇していることが確認された。また、収益力の劣る親会社が実施した事業売却に対し、株式市場はネガティブな評価を下している。これは、パフォーマンスが低位な親会社は (買収側の子会社経営陣に対して) 交渉力が弱く、不利な価格で事業売却を強いられたと市場が認識しているためだと推察される。さらに、子会社数の削減等、他のリストラクチャリング手段と並行的に実施することによって、売却企業の株価効果は増幅することが示された。これらは、ダイベストメント型 MBO がリストラのツールとして有効であること、そして全社的なリストラ戦略の枠組みの中でそれをいかに位置づけるかが重要であることを示唆する結果だと考えられる。

(3) 経営統合と企業リストラクチャリングへのインパクト

また本研究では、持株会社による経営統合の実施要因と、統合後のリストラクチャリングの展開に関して、直接合併のケースとの比較分析も行った (川本・齋藤 2011)。いまだ暫定的ではあるが分析結果を要約すると、①統合参加企業間で収益性の格差が小さな場合や、本業が異なる場合、合併では人事制度や組織文化の融合の際に摩擦が大きくなると想定されるため、統合の手段として持株会社を選択される傾向にあることが分かった。また、②統合後、業種平均で標準化した従業員数、負債比率、売上高原価率等の指標に関し、統合前より低下が見られ、ポスト M&A における事業再構築がシステムティックに進展している状況が確認された。しばしば持株会社による経営統合は、統合参加企業の法人

格が維持されるため、余剰設備や間接部門等のリストラ効果に乏しいとの見方が提示されることが多いが、そうした見解が必ずしも適切ではないことが本研究による検証により示された。

(4) 今後の展望

本研究では、MBO による子会社売却と共同持株会社設立による業界再編行動という新たなリストラクチャリング事象を扱ったが、近年の大多数の日本企業は、これらの手法を活用する一方で、雇用削減や経営者の更迭等のオーソドックスな手段も併用しながらリストラ行動に取り組んでいる。残念ながら、雇用削減と経営者交代のカテゴリーに関しては、データセットの構築過程にあり、本研究期間内の分析に反映させることができなかった。本研究の成果に新たなデータセットの分析結果を加え、銀行危機後の日本企業のリストラ行動が全体としてどのような状態となっているのか、それらの行動に対しガバナンス構造がいかに関わっているのかを検証していくのが今後の筆者の課題である。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 2 件)

(1) 齋藤隆志・川本真哉「企業リストラクチャリングのツールとしての MBO : 事業譲渡との比較分析」『応用経済学研究』第 4 巻、pp. 72-93、2010 年 12 月 (査読あり)

(2) Kawamoto, S. and T. Saito “Divestment Management Buy-Outs in Japan: Performance, Governance, and Business Strategies of Seller Firms,” *Corporate Ownership & Control*, Vol.7, Issue 2, pp. 244-259, 2009 年 12 月 (査読あり)

[学会発表] (計 6 件)

(1) 川本真哉・齋藤隆志「持株会社による経営統合と企業リストラクチャリング」日本応用経済学会 2011 年度秋季大会、慶応義塾大学、2011 年 11 月。

(2) 川本真哉・齋藤隆志「持株会社による経営統合と企業リストラクチャリング」経営史学会第 47 回全国大会、九州大学、2011 年 10 月。

(3) 河西卓弥・川本真哉・齋藤隆志「MBO 実施前における利益調整行動と少数株主利益」日本経済学会 2011 年度春季大会、熊本学園大学、2011 年 5 月。

- (4) 河西卓弥・齋藤隆志・川本真哉「買収プレミアムの源泉は何か? : MBOとステークホルダーからの富の移転に関する実証分析」日本応用経済学会 2010 年度秋季大会、高崎経済大学、2010 年 11 月。
- (5) 齋藤隆志・川本真哉「MBOによる事業売却と株式市場の評価」日本経済学会 2010 年度春季大会、千葉大学、2010 年 6 月。
- (6) 川本真哉・齋藤隆志「MBOによる事業売却と株式市場の評価」日本応用経済学会 2009 年度秋季大会、神戸大学、2009 年 11 月。

[図書] (計 1 件)

- (1) Miyajima, H. and S. Kawamoto
“Business Groups in Prewar Japan: Historical Formation and Legacy,” in A. Colpan, T. Hikino and J. Lincoln (eds.), *The Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford University Press, pp.97-126, 2010 年 7 月。

[その他] (計 5 件)

- (1) 川本真哉・齋藤隆志「持株会社による経営統合と企業リストラクチャリング」『経営史学会第 47 回全国大会報告要旨集』、pp.80-81、2011 年 10 月。
- (2) 河西卓弥・齋藤隆志・川本真哉「買収プレミアムは何か? : MBOとステークホルダーからの富の移転に関する実証分析」WIASディスカッション・ペーパー・シリーズ、No.2010-007、2011 年 3 月。
- (3) 川本真哉「企業統治に地域も」『柏崎日報』、2011 年 2 月 25 日。
- (4) 川本真哉「地域経済にMBO」『柏崎日報』、2010 年 12 月 22 日。
- (5) 川本真哉・齋藤隆志「MBOによる事業売却と株式市場の評価」WIASディスカッション・ペーパー・シリーズ、No.2009-004、2009 年 12 月。

6. 研究組織

(1) 研究代表者

川本 真哉 (KAWAMOTO SHINYA)
新潟産業大学・経済学部・講師
研究者番号 : 60468874