

論文 / 著書情報
Article / Book Information

題目(和文)	リストラクチャリング行動及び株式市場の評価とガバナンスに関する研究
Title(English)	
著者(和文)	石崎篤史
Author(English)	Atsushi Ishizaki
出典(和文)	学位:博士(学術), 学位授与機関:東京工業大学, 報告番号:甲第10689号, 授与年月日:2017年9月20日, 学位の種別:課程博士, 審査員:永田 京子,飯島 淳一,井上 光太郎,妹尾 大,鈴木 定省
Citation(English)	Degree:Doctor (Academic), Conferring organization: Tokyo Institute of Technology, Report number:甲第10689号, Conferred date:2017/9/20, Degree Type:Course doctor, Examiner:,,,,,
学位種別(和文)	博士論文
Type(English)	Doctoral Thesis

リストラクチャリング行動及び株式市場の評価とガバナンスに関する研究

東京工業大学大学院 社会理工学研究科

経営工学専攻

石 崎 篤 史

論文要旨

本論文は、企業がリストラクチャリング行動を行う際に実施するダイベストメントに焦点を当てた実証分析を行うことにより、企業のリストラクチャリング行動とそれに対する株式市場の評価、企業のガバナンス構造が及ぼす影響について、それぞれの関係性を検証した。

ダイベストメントは、企業が「選択を集中」戦略を通じて事業ポートフォリオを再構築する際に行う資産の売却行動全般（事業部門、子会社、不動産など）を対象とする取引である。米国では、企業が行き過ぎたコングロマリット化を是正するため、「選択と集中」戦略に基づくリストラクチャリングの一環として 1980 年代に積極的に活用された。これに対し、日本企業の場合には、バブル崩壊後の 1990 年代になっても、経営者が経営戦略の失敗であると後ろ向きに受け止められることを恐れて消極的な対応に終始した。このため、日本では、企業の資産（事業部門、子会社、主要な不動産）が市場で取引され流通することは少なかった。ところが、2000 年代に入り、リストラクチャリングが積極的に行われた時期になってダイベストメント案件数も急増した。

2000 年代の日本経済は、1997 年に発生した金融危機によって不良債権問題の深刻化が懸念された時期でもあった。メインバンクはバブル崩壊の影響によって、バランスシートの資産が劣化して、貸出行動に影響が出るクレジット・クランチが発生していた。このため、企業が過剰資産、過剰負債、過剰人員に苦しみリストラクチャリングを迫られる中で、日本企業のガバナンス構造は、メインバンク制度を始めとする金融機能の役割が低下する一方で、外国人投資家を中心とする株主による経営への影響度が増す変化が起きていた。その結果、日本企業がリストラクチャリングで求められたのは、負債を削減して財務の健全性を回復するばかりではなく、株主を意識した新たな企業価値経営へと変革することであった。

そこで、本論文では、2000 年から 2007 年前半までに日本企業が公表したダイベストメントのうち、売手・買手ともに上場日本企業間の取引 392 件を対象サンプルとして分析した。分析結果を踏まえた本論文の概要は次の通りである。

第 1 に、企業が行ったダイベストメント公表に対する市場の反応について、イベント・スタディを用いた検証を行った結果、市場はプラスの評価を行ったことを確認した。第 2 に、企業のダイベストメント行動を分析した結果、ダイベストメントの規模は、資産リストラクチャリング（固定資産の削減）、財務リストラクチャリング（負債の削減）とプラスの関係性が高いことを確認した。第 3 に、企業のダイベストメント行動に対する市場によるプラスの評価の要因は何かを分析した結果、市場は、企業のダイベストメント行動が資産リストラクチャリングや財務リストラクチャリングを伴う場合にプラスの評価を行ったことが明

らかとなった。

第 4 に、企業がダイベストメント行動に踏み切った背景には、どのようなガバナンス構造が影響していたのかについて、株主構成の観点から検証を行った結果、外国人株主主導の新たなガバナンス構造よりも、金融機関株主など安定株主主導の伝統的なガバナンス構造がダイベストメント行動にプラスの影響を持つことを明らかにした。第 5 に、市場がプラスの評価を行うダイベストメント行動公表企業はどのようなガバナンス構造を持つかについて検証した結果、外国人株主が中心のガバナンス構造よりもメインバンクとの関係性が堅固なガバナンス構造を持つ企業のダイベストメント行動を評価することを明らかにした。

以上の検証結果は、企業のリストラクチャリングがメインバンクとの関係性が強いことを示した。そこで、健全で体力のあるメインバンクによるガバナンス構造を持つ企業ほど、負債による規律付けが有効に機能することによって、リストラクチャリングへの影響が強いと推察されたことから、メインバンクの健全性に着目して実証分析を行った。その結果、企業のリストラクチャリング行動は、メインバンクの健全性の有無にかかわらず、企業の倒産リスクの高さと密接に関係性が高いことを明らかにした。これに対し、企業のリストラクチャリング行動に対する市場の評価の場合には、企業の倒産リスクの高さよりも、メインバンクの健全性が低さと密接に関係性が高いことを明らかにした。

こうした分析結果の解釈としては、対象とするサンプルが限られていることによって、バイアスがかかっている可能性がありながらも、2000 年代の日本企業による活発なリストラクチャリングはメインバンクとの関係性が密接であることと、メインバンクの体力が乏しいことで支援を受けられる可能性が低く、企業が自律的にリストラクチャリングを迫られるほど、リストラクチャリング行動とそれに対する市場の評価もプラスになることが考えられる。この解釈は、福田（2015）による「漸進主義」よりも「ショック療法」の方が銀行の経営戦略として有効であるとの主張と整合的である。

目 次

第1章 序論	1
1.1 本論文の背景	1
1.2 本論文の意義・目的	1
1.3 本論文の概要と構成	3
第2章 企業のリストラクチャリングに関する論点整理	5
2.1 本章の概要	5
2.2 企業のリストラクチャリングに関する主要な論点	5
2.2.1 リストラクチャリングの概要（定義と内容）	5
2.2.2 日本におけるリストラクチャリングと背景となる銀行の不良債権処理問題	12
2.2.3 「選択と集中」によるグループ・リストラクチャリング	18
2.2.4 ガバナンスの変化	18
2.2.5 リストラクチャリングの動機と市場の評価	20
2.3 第2章のまとめ	24
第3章 企業のリストラクチャリング行動に対する株式市場の評価	26
3.1 本章の概要	26
3.2 先行研究	27
3.3 仮説の設定とリサーチデザイン	28
3.4 考察1：ダイベストメント取引の特徴	37
3.4.1 売買企業比較分析によるダイベストメント取引の特徴	37
3.4.2 売却企業の特徴	39
3.5 考察2：ダイベストメント公表に対する市場の評価	40
3.5.1 市場の評価結果	42
3.5.2 株式市場の評価結果に関する要因分析	42
3.5.3 市場評価分析	45
3.6 考察3：ダイベストメント行動に関する分析	47
3.7 考察4：ダイベストメント行動に対する市場評価に関する分析（資金調達仮説の検証）	50
3.6 第3章のまとめ	52
第4章 企業のリストラクチャリングとガバナンスとの関係性について	54
4.1 本章の概要	54
4.2 先行研究	54
4.2 仮説の設定とリサーチデザイン	57
4.2.1 仮説の設定	57
4.2.2 リサーチデザイン	57

4.3 サンプルとデータ	61
4.4 考察 1（日本企業の株主保有構造の推移とダイベストメントの推移）	64
4.5 考察 2（ガバナンス構造、財務構造の違いがダイベストメント行動に及ぼす影響）	65
4.5.1 財務の健全性の違いによるダイベストメント行動の違い	65
4.5.2 ガバナンス構造の違いによるダイベストメント行動の違い	68
4.5.3 ガバナンス構造がダイベストメント行動に及ぼす影響に関する回帰分析	72
4.6 分析結果の解釈と論点の整理	77
4.7 第 4 章のまとめ	77
第 5 章 ガバナンス構造の変化がリストラクチャリングに及ぼす影響とその評価について	79
5.1 本章の概要	79
5.2 ダイベストメントの実施状況と株主構成の変化	79
5.2.1 ダイベストメントの実施状況	79
5.2.2 株主構成の変化	80
5.3 先行研究	81
5.4 リサーチデザインと仮説	82
5.4.1 仮説の設定	82
5.4.2 リサーチデザイン	83
5.5 考察結果	91
5.5.1 考察 1 市場評価分析①	91
5.5.2 考察 2 市場評価分析②	93
5.5.3 考察結果	96
5.6 第 5 章のまとめ	96
第 6 章 メインバンクによるガバナンスが企業のリストラクチャリング及び市場評価に及 ぼす影響について	98
6.1 本章の概要	98
6.2 先行研究と仮説	99
6.2.1 先行研究	99
6.2.2 仮説	101
6.3 データとモデルの設定	103
6.3.1 サンプルとデータ	103
6.3.2 モデルの設定	109
6.4 銀行の不良債権処理	111
6.4.1 銀行の不良債権処理問題	111
6.5 実証分析	118

6.5.1 単変量分析①：メインバンクの健全性が企業のダイベストメント行動及びリスト ラクチャリングに及ぼす影響	118
6.5.2 単変量分析②：銀行の健全性の違い別に見たダイベストメントに対する市場評価 の違い	123
6.5.3 重回帰分析：メインバンクによるガバナンスがダイベストメント行動及びリス トラクチャリング行動に及ぼす影響	124
6.5.4 追加的な実証分析：メインバンクによるガバナンスがダイベストメント行動及び リストラクチャリング行動に対する市場の評価に及ぼす影響	130
6.5.5 実証分析結果まとめ	137
6.6 第6章のまとめ	140
第7章 結論と今後の課題	143
7.1 本論文の概要と結論	143
7.2 本論文の結論のまとめとその解釈	144
7.3 今後の課題	145
7.4 本論文の貢献と提言	146
謝 辞	149
参考文献	151
付 録 (Appendix)	157

第1章 序論

1.1 本論文の背景

本論文は、企業のリストラクチャリング行動とそれに対する株式市場の評価について、その動機やメカニズムを実証的に分析したうえで、企業のガバナンス構造との関係性も含めて検証することを目的としている。

本論文では、様々な要素が関連しあうダイベストメントに対し、適切な視点は何かを提供するために第2章から第6章にかけて様々な角度から企業のダイベストメント行動を分析している。

このダイベストメントの分析において最も重要な点は、ダイベストメント行動の公表が企業価値にとってプラスの影響を与えているか？という点である。米国ではプラスの効果を示す実証分析結果が多く存在し、プラスの効果を生み出すための様々な要因分析をもとにダイベストメント手法の比較検証がなされた。一方、日本企業は総花的な総合経営を志向して自前主義を重視してきており、当初、ダイベストメントは経営の失敗による撤退であると社会的にとられる風潮があった。このため、経営者自身も事業の売却に慎重な姿勢を示し、株式市場側もマイナス評価を与えてきた¹。

しかし、こうした状況は2000年以降に一変した。日本企業も企業価値向上のためのリストラクチャリングを活発化させ、「選択と集中」戦略を明確にして事業再構築を実施し始めた。そこで、本論文では、リストラクチャリングと企業価値（株式市場の反応）の関係を明らかにしたうえで、2000年以降のわが国におけるダイベストメント行動が市場の評価にどう影響したかについて検証を行い、今後の企業の様々な経営戦略に対して有益な材料提供の糧としたい。

1.2 本論文の意義・目的

近年、国の成長戦略の中で、改めて企業活動の活性化の重要性が叫ばれている。2013年6月にまとめられた「日本再興戦略」の成長戦略では、企業側に対する規律付けと機関投資家側に対する規律付けを両輪として企業価値向上を促すことで、株式の需要が刺激されて株式市場が活性化することが期待されている。

その一方で、これまで日本経済を支える一翼を担ってきた企業が相次いで厳しい状況に陥っている。特に、エレクトロニクス業界でその傾向が顕著に表れている。同業界では、かつてリーマンショック後の2008年に揃って大幅な赤字を計上したほか、2012年にも最大手のNEC、ソニー、シャープ、パナソニックが大幅な赤字計上を余儀なくされた。しかし、最近の状況はより深刻さを増している。例えば、シャープは経営難に陥って2016年3月に台湾の鴻海傘下で再建されることとなった。また、東芝は、当初、「選択と集中」によって大胆な事業再構築を先導的に進めて成功した企業の一つとして捉えられてきたが、2017年

¹ 矢部（2007）

2月に米原子力事業の減損処理（7,125億円）が必要となったことが判明したことで、2016年末には債務超過となる極めて深刻な経営状況であることが明らかとなった。さらに、2017年3月には、東証から上場廃止の可能性がある監理銘柄指定を受けた。同社は、すでにパソコン、白物家電、医療機器などの事業を売却しているが、さらに、稼ぎ頭の半導体事業さえも分社化して売却することで何とか生き残りを図ろうとしている。

日本経済の成長の象徴でもあった電機業界がなぜこのような形で危機を迎えるのに至ったのだろうか。電機各社は世界的に見ても競争力が高い複数の事業部門を抱えていたことから、多角化・総合化をうまく進めていた。こうした経営手法が躓きを見せたことから、いわゆる日本的経営は大きな転換点を迎えたと考えられる。そもそも、企業が事業活動を継続するには、絶えず「選択と集中」によって企業活力を維持していく必要がある。「選択と集中」戦略は、米国におけるコングロマリット（多角化）企業を中心に発達してきた手法である。米国では、競争力の強化や企業価値向上を目的として1980年代にM&Aが盛んに行われた。しかしながら、過度な多角化が却って競争力の低下を招き、投資家からマイナス評価を受けるようになった。この結果、「多角化」が見直されて「選択と集中」を進めることとなった。

これに対し、日本企業は内生的に総合化・多角化を進めながら成長し成功したとされた企業が多い。また、日本経済が高度経済成長を果たす中で、産業構造の転換によって主役を担う事業の見直しが余儀なくされても、事業規模を維持することによって生き残りを果たしてきた。この点、M&Aによって多角化を進めてきた米国企業とは大きく異なっている。

ところが、日本企業においても、1992年のバブル崩壊、1997年の金融危機発生以降は多角化について大きく見直しが求められることとなった。多くの日本企業がリストラチャリングを余儀なくされる中で「選択と集中」戦略実施を迫られることとなった。本論文では、日本企業が今後も「選択と集中」を適切に進めるとともに、株主との「建設的対話」を進めて国の成長戦略に貢献していくには、どのようなリストラチャリングが有効なのかを考えたい。「選択と集中」が活発に行われた1990年代後半から2000年代にかけての時期は、バブル崩壊後の事業環境が大きく変化した時期でもあった。その結果、「企業価値経営」、「ガバナンス」、「資金調達構造」といった事業環境が大きく転換した。

当時の経済環境は、高度経済成長が終焉して1990年にバブルが崩壊したことに端を発している。日本企業は、過剰設備、過剰人員、過剰負債を抱えて、生き残りにには抜本的なリストラチャリングが不可欠となった。さらに、1997年に金融危機が発生し、事業環境が一変した。企業にとって、これまでのようなメインバンク主導の再編を当てに出来なくなり、従来の経営スタイルやリストラチャリングのあり方が抜本的に変化するパラダイムシフトが起きた。この結果、多くの日本企業が欧米企業に端を発する「事業の選択と集中」、「企業価値経営」に活路を求めることとなった。企業は、総合経営、シェア重視、自前主義、売上、利益や資産規模が前年度比での変化といった一面的なモノサシに基づく経営から、EVA（Economic Value Added：経済的付加価値）、ROA、株主価値など外部のステークホルダ

一を意識した多面的なモノサシに基づく経営を志向し始めた。

新たなリストラクチャリングを進めるうえで後押しとなったのが様々な制度の見直しであり、主に企業再編法制の変化と会計制度の変化に代表される。前者は 1997 年の商法改正であり、後者は 2000 年の連結決算導入である。そもそもこうした施策の見直しが求められた背景には、メインバンク・システムと株式持ち合い制度等の安定的な株式保有構造に支えられていた伝統的な日本企業のガバナンス構造が大きく変化したことも決定要因を形成していると考えられる。

以上のように、2000 年以降リーマンショック発生までの約 7 年間は、日本企業を取り巻く環境が大幅に変化する中で、日本企業が最も真摯に事業再構築に取り組んだ先駆けとも位置付けられる期間であると言える。本論文で研究対象としたテーマは、金融の現場での実務経験を活かしたいという強い熱意も契機となっている。浮沈の激しい業界にあって必死に企業を立て直すべくリストラクチャリングに取り組んできた企業関係者に対し、金融の現場に身を置き、これらのリストラクチャリングに接し、少しでもバックアップしたいとの想いで金融実務を執り行ってきた。本論文は、こうしたリストラクチャリングについての経験を一過性の体験で片づけるのではなく、理論的な意味や意義を分析・検証し、得られた研究成果を今後の日本企業をより強くするために活かしたいとの動機から行った研究である。

本論文の目的は、企業のリストラクチャリングに関するメカニズムを明らかにしたうえでその意義、効果を検証することである。また、企業が経営の効率化を目指してリストラクチャリングを実施しても、リストラクチャリングの公表した結果、市場の評価が得られずに、企業価値を棄損する結果にとどまってしまう事例が非常に数多く見られた。そこで、企業のリストラクチャリングに関する意義、効果を検証する。さらに、企業がリストラクチャリングを進めるうえで、ガバナンスとの関係がどのようになっているのかについても明らかにしたい。

本論文では、リストラクチャリングの動機、株式市場の評価、ガバナンスの関係を一体として対比して分析することで、ダイベストメント固有の手法の性格を明らかにすることを目的とする。

1.3 本論文の概要と構成

本論文の構成は次の通りである。第 2 章では本論文における分析テーマである、企業のリストラクチャリング行動と株式市場の評価に関する論点整理を行い、本論文の意義や位置づけを明らかにする。次に、本論文の中心となる考察は第 3 章から第 6 章から構成される。第 3 章では、企業のリストラクチャリング行動と株式市場の評価について、ダイベストメントに着目して取引の概要を整理するとともに、ダイベストメントの公表に対して市場がどう評価したかを分析する。合わせて、企業がリストラクチャリングを行う動機と市場の評価とではどのような視点の違いがあるのかを分析する。第 4 章では、日本企業のガバナンス構造と企業のリストラクチャリング行動との関係性について検証する。また、日本企業の伝

統的なガバナンス構造において主役を担ってきたメインバンク・システムの役割が、企業のリストラクチャリング行動に対してどのように変化してきたか、その関係性について分析する。第5章では、日本企業のガバナンス構造が1997年に発生した金融危機以降急速に変化してきたが、そうした変化によって企業のリストラクチャリング公表に対する市場の評価がどう変化したかを検証する。第6章では、企業のリストラクチャリング行動とその市場評価に対して、メインバンクによる企業のガバナンスが果たす役割に着目して分析を行う。第7章は、第3章から第6章までの考察結果を踏まえて結論と提言を述べる。

第2章 企業のリストラクチャリングに関する論点整理

2.1 本章の概要

本章では、企業のリストラクチャリング行動とそれに対する株式市場の評価の関係性についてガバナンス構造との関係も含めて総括的な分析を行うため、関係する主要な論点を整理したものである。

企業のリストラクチャリング行動は、企業の倒産リスクやガバナンス構造と大きく関係している。ところが、バブル崩壊以降の1990年代以降、企業経営を取り巻く環境は大きく変化して、メインバンクや株主との関係、資金調達環境についても劇的な変化が見られた。その結果、企業の経営戦略や目的についても大きく変化することとなった。

そこで、本章では、まず、企業のリストラクチャリングの概要について、定義と内容を整理するとともに、日本におけるリストラクチャリングと米国など諸外国との違いについて主要な論点を整理した(2.2.1、2.2.2)。次に、日本企業が本格的にリストラクチャリングを進めた2000年以降に、その考え方の中心となった「選択と集中」戦略や、グループ経営の考え方について論点整理を行った(2.2.3)。さらに、以上のリストラクチャリングについて、日本企業のガバナンス構造の変化がどのように影響したのかについて整理した(2.2.4)。最後に、企業が行うリストラクチャリングの動機とそれに対する株式市場の評価は、どのようなメカニズムに基づき行われているのかについて整理を行った(2.2.5)。

2.2 企業のリストラクチャリングに関する主要な論点

2.2.1 リストラクチャリングの概要（定義と内容）

多くの日本企業がバブル崩壊以降、様々な形でリストラクチャリングを実施してきた。しかし、リストラクチャリングという言葉には厳密な定義はなく、マスメディア等でもかなり幅広い意味で用いられている。特に、報道等で「リストラ」が用いられる場合には、業績不振な企業が、業績改善のための対応策として人員削減や賃金カット、コスト削減等を指す場合が多いように見受けられる。また、リストラクチャリングについて、欧米を中心として多くの先行研究がなされているが、そこでの定義についても、必ずしも一致しているとはいえない。そこで、まずはリストラクチャリングの定義と種類について明らかにしたい。

リストラクチャリングの定義を明らかにするうえで、リストラクチャリングを行う企業はどのような企業なのか、次に、企業はリストラクチャリングによってどのようなことを行うのかを述べる。

まず、どのような企業がリストラクチャリングを行うのかについては、一般的なイメージとは異なり業績不振に陥っている企業に限らず全ての企業が対象となる。特に、バブル崩壊以降、日本企業を巡る事業環境が一変したことにより、優良企業であっても、事業ポートフォリオを絶えず見直すことによって、事業規模やシェアよりもROA（総資産事業利益率）²などで示されるパフォーマンスを維持・向上しようとする考え方が経営の主流になってい

² Return on Assets の略：事業利益（営業利益＋受取利息・配当金）/期首期末平均使用総

る。特に、既述の通り、多角化企業であれば、限られた資源について複数ある事業部門や子会社に対しどのように配分していくのかが経営戦略上の鍵となっている。そこで、どのような分野には資源を新規投入して、どのような分野からは撤退するのかといった「選択と集中」戦略³をいかにうまく行うかで企業業績が変わってくる可能性がある。

次に、企業がリストラクチャリングによって何を行うのかについては、財務諸表の改善と密接なつながりがあることから、財務諸表との関連性の視点から捉えることができる（図2-1参照）。具体的には、貸借対照表に關係するリストラクチャリング（資産のリストラクチャリング、財務のリストラクチャリング）と損益計算書に關係するリストラクチャリング（費用のリストラクチャリング）に分類することができる。企業は業績が悪化すると、まずは収益力が低下して利益が赤字に陥るなど利益水準の低下という形で損益計算書上に影響が表れる。この段階であれば、売上高の改善やコストの削減によって利益水準が回復すれば

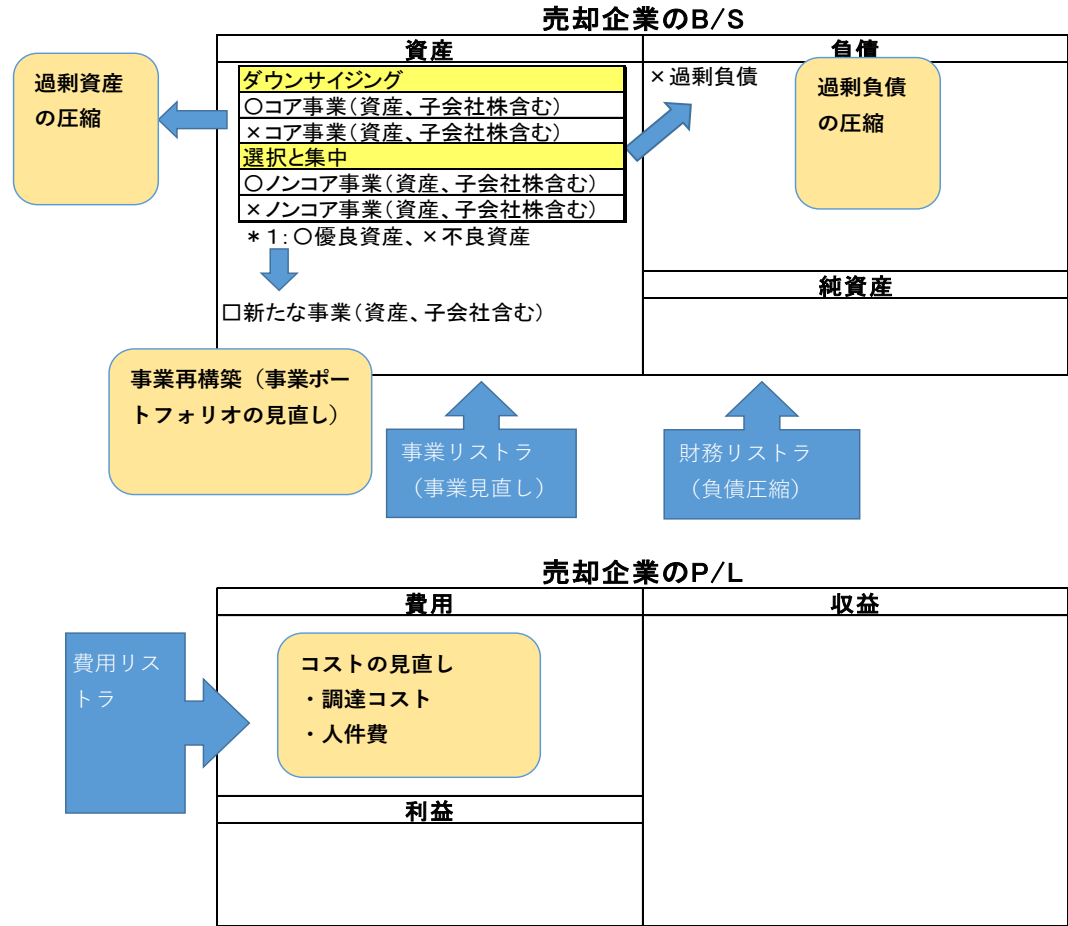


図2-1 財務諸表とリストラクチャリング

資本によって求められ、資産効率を示す財務指標の一つ。

³ 「選択と集中」によるリストラクチャリングについては後述する。

損益計算書上の問題は解決可能であるため、リストラクチャリングで行わなければならない程度や範囲も比較的限定的なものにとどまる。しかしながら、貸借対照表上の過剰資産、過剰負債の状況に陥ってしまうと、事業全体を見直したうえで資産を処分したり、資産の処分代金によって負債を削減したりといった、企業全体の構造的な課題の見直しが貸借対照表に現れた問題の解決に不可欠となる。そうした解決を図らなければ損益計算書上に現れた収益性の回復もままならず企業活動の継続が困難になる可能性がある。

以上の観点から、リストラクチャリングを進める際に活用する手法が M&A（合併・買収）や資産売却（以下、「ダイベストメント」という。対象とするのは、企業が行う資産、事業、子会社の売却である。）の手法（総称して M&A&D 戦略という）である（図 2－2 参照）。既述の通り、ダイベストメントとは、企業のバランスシートの資産側（資産、事業、子会社等）をリストラクチャリングする様々な取引手法の総称であり、事業規模の縮小（ダウンサイジング）や事業範囲の縮小（ダウンスコーピング）が必要と判断された事業に対し実施される。

先行研究では、リストラクチャリングの定義について次のように整理している。Singh（1993）によれば、リストラクチャリングとは、「パフォーマンスの改善を目的として資産や資本構成あるいは組織構造などを大幅に変更させること」であるとし、「単なる従業員の

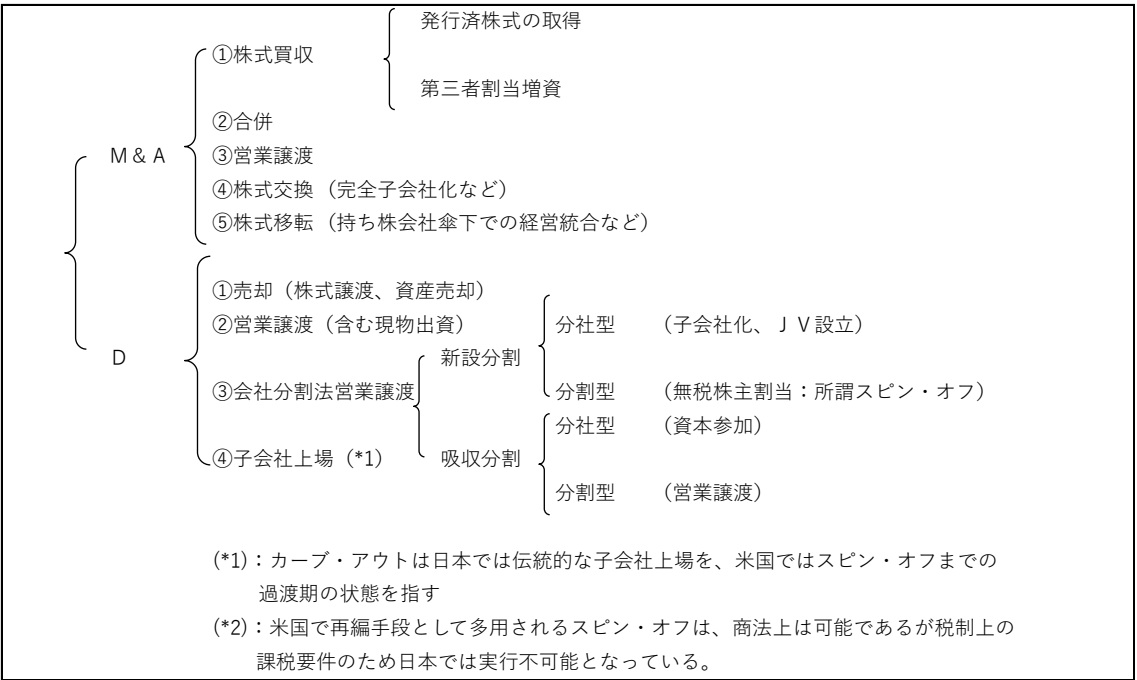
表 2－1 リストラクチャリングの種類及び手法

種類	手法
事業	合併・買収 戦略的提携 合併（JV） 会社分割 撤退（売却・清算） 非公開化（MBO、LBO）
業務	リエンジニアリング 原価削減 組織構造の変更 人員の削減 在庫圧縮
財務	遊休資産の売却 有価証券の売却 有利子負債の圧縮 自己株式の取得 DES

削減や賃金カットのみを指すのではない」と述べている⁴。また、大坪（2005）は、リストラクチャリングは、「広義では従来の企業経営を大幅に変化させることを意味する」としながらも、「狭義ではパフォーマンスの低下した企業がパフォーマンスの改善を企図して従来の企業経営を大幅に変更させること」であると述べている⁵。そこで、本論文でも Singh (1993) のリストラクチャリングの定義を用いて、リストラクチャリングの種類についてまとめる。

先行研究によると、Bowman and Singh (1990) は企業のリストラクチャリングについて、次の3つに分類している。1つめは、事業ポートフォリオリストラクチャリング (business portfolio restructuring)、2つめは、財務リストラクチャリング (financial restructuring)、3つめはマネジメントリストラクチャリング (management restructuring) である⁶。そこで、以上の3つのリストラクチャリングがどのような内容なのかを以下で整理することにする⁷（表2-1参照）。

事業ポートフォリオリストラクチャリングは、企業の事業活動分野の見直しを伴うリストラクチャリングを言う。事業ポートフォリオ（事業の組み合わせ）とは、複数の事業の集合体である。企業は、多様な事業分野から構成される多角化企業であることが多く、常に複数事業の最適ミックスを模索している。こうした企業においては、どのように事業ポートフ



(出典) 服部 (2004) より筆者作成

図2-2 M&A&D 取引手法の種類

⁴ Singh (1993)
⁵ 大坪 (2005) P.21
⁶ 村松・宮本 (1999) P.21-29、大坪 (2005) P.12-15 で詳述されている。
⁷ 古川・蜂谷・中里・今井 (2013) P.306-307 で詳述されている。

ポートフォリオを最適化すべきか、限られた資源をどの事業に投入することでどのように事業ポートフォリオを再構築するかが課題となっている。事業ポートフォリオリストラクチャリングとは、対象とする事業の構造や中身、構成を組み替え・取り換え・作り変えていくことである⁸。このように、企業が事業ポートフォリオを再構築する際のポイントが「選択と集中」である⁹。その結果、新たな事業分野への参入や既存の事業からの撤退が行われた。

財務リストラクチャリングは資本構成の大幅な見直しを伴うリストラクチャリングを言う。企業は、最適な事業ポートフォリオを構築するための資金調達として、負債と資本をどのように組み合わせた最適資本構成が望ましいかを常に検討している。また、過剰負債などによって企業の倒産リスクが高まる場合には、いかに負債割合を圧縮して資本を増やすかが課題となる。

マネジメントリストラクチャリングは組織のリストラクチャリングとも言い、大幅な組織変更を伴うリストラクチャリングを言う。マネジメントリストラクチャリングはマスコミなどがニュースで使う「リストラ」のイメージのような事業規模の縮小（人員の削減、工場・事業所の閉鎖など）も含まれるがそれにとどまらない。むしろ外部ショックなど事業環境の急激な変化によって引き起こされた業績の急速に悪化に対応するための業務プロセスの抜本的な見直しなどが対象となる。

表 2-2 M&A 案件推移

(単位：件数)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
買収(注1)	13	76	149	287	522	452	441	522	890	992
売却(注2)	11	69	171	201	592	658	493	543	804	990
合併(注3)	0	0	0	0	1	1	9	12	11	69
買付(注4)	0	0	0	0	4	20	22	17	17	13
スピンオフ(注5)	0	0	0	0	1	2	2	1	0	0
計	24	145	320	488	1,120	1,133	967	1,095	1,722	2,064

(出典) ブルームバーグデータより加工し作成

注1:対象企業の5%以上もしくは総額2億ドル以上の普通株式取得（非上場も含む）

注2:有形・無形資産の全売却案件

注3:2つ以上の会社が各々の資産またはキャッシュを統合し別会社を設立する場合

注4:自社株買付、タックアウト、市場を介さない株式買付を対象とする

注5:分離に伴って新たに発行される株式の取引状況にかかわらず、子会社または事業の一部門の分離によるスピンオフ

⁸ 籠屋（2000）P.14

⁹ 「選択と集中」については 2.2.3 で後述する。

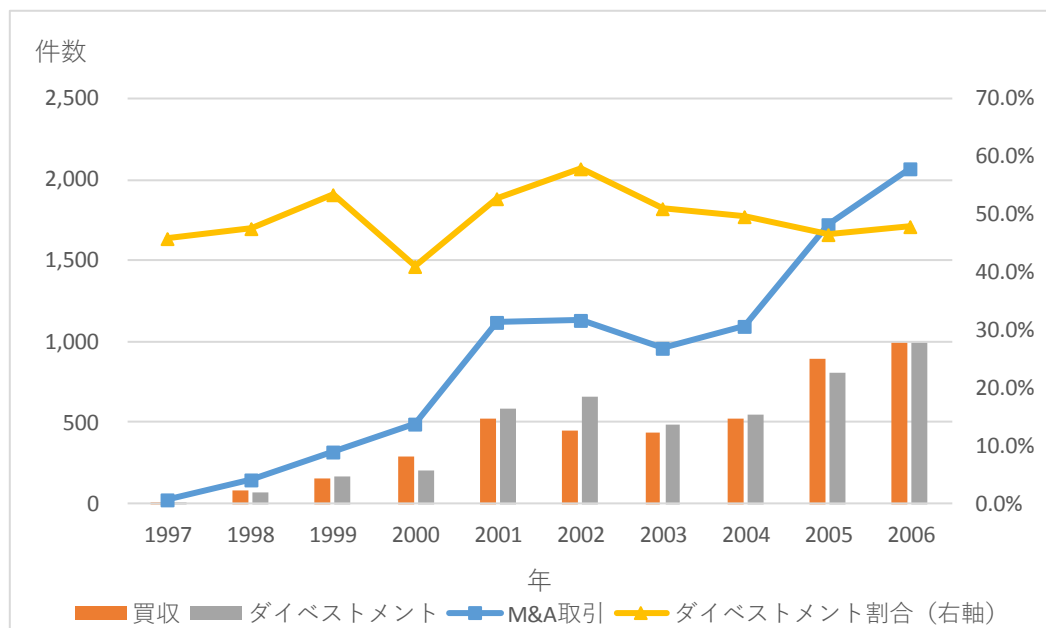


図 2-3 M&A取引およびダイベストメント案件推移

次に、リストラクチャリングの定義を踏まえて、各リストラクチャリングではどのようなことを行うのか、その種類・手法について明らかにする¹⁰ (図 2-2 参照)。

まず、事業ポートフォリオリストラクチャリングでは、事業の再構築において M&A&D 戦略が主として用いられるほか、合併 (JV) も用いられる。具体的には、業務の拡張を行う際には、企業内で新規事業を育成して参入する方法と、企業外部の他企業を取得して参入する M&A (合併・買収、戦略的提携、合併) などの手法がある。一方、業務の縮小・再配置、撤退を行う際には、D (ダイベストメント: 会社分割、撤退 (売却、清算)、非公開化 (MBO、LBO)) などの手法が用いられる。ダイベストメントは、様々な資産のリストラクチャリング手法の総称として用いられている¹¹。村松・宮本 (1999) によると、ダイベストメントの技法については様々な先行研究がある。それによると、P.S.Sudarnam (1995) はダイベストメントの手法として、資産売却 (Sell-off)、スピノフ (Spin-off)、エクイティ・カーブアウト (Equity Carve-Outs)、MBO/MBI (Management Buyout/Buyin) を挙げている。また、J.Coyne & M.Wright (1986) はフランチャイズ (Franchising)、専売権貸与契約 (Contracting-out)、資産売却 (Sell-off)、MBO/LBO (Management/Leveraged Buyout)、スピノフ (Spin-off)、資産交換 (Asset-swap) を挙げている。

次に、業務リストラクチャリングでは、いわゆる業務プロセスの見直しを意味するリエンジニアリング、組織構造の変更、原価の削減、人員削減、在庫の圧縮といった業務構造の見

¹⁰ 大坪 (2003) P.13-15、P.20-23、P.26-29、中野・蜂谷 (2003) P.124-139、古川・蜂谷・中里・今井 (2013) P.306-307、村松・宮本 (1999) P.21-29 で詳述されている。

¹¹ 村松・宮本 (1999)

直しなどの手法が用いられることとなる。最後に、財務リストラクチャリングでは、倒産リスクが高まったような場合の資金捻出策としては、遊休資産や有価証券の売却、資産の流動化・証券化など様々な手段が用いられる。

さらに、財務危機が高じた場合には、債権放棄や DES（負債を資本に転換すること）が用いられることもある。一方で、株主還元策の一環として、自己株式取得もある。

表 2－3 企業再編法制の整備

年	再編法制の内容
1997	○純粹持株会社解禁〔独占禁止法改正〕 ○合併手続きの簡素化（簡易合併等）〔商法改正〕
1998	○金融再生法（金融機関の破綻処理の仕組み） ○早期健全化法
1999	○株式移転・交換制度の導入〔商法改正〕 ○産業活力再生特別措置法（課税の特例や商法の特例等、事業再構築への支援措置 →選択と集中により生産性向上への経営資源のシフトが目的）
2000	○民事再生法施行
2001	○会社分割制度の導入〔商法改正〕 ○企業組織再編税制（合併・分割などの税制上の扱い）の整備 ○金庫株解禁（※：自社株買いは 94 年に解禁（直ちに償却の場合））〔商法改正〕 ○私的整理ガイドライン
2002	○連結納税制度の導入 ○金融庁が「金融再生プログラム」を公表（不良債権処理の断行） ○会社更生法改正
2003	○産業活力再生特別措置法改正（過剰設備、過剰債務の解消、迅速な組織再編） ○産業再生機構設立（2007 年 3 月解散） ○早期事業再生ガイドライン（経産省）
2005	○三角合併等の整備
2007	○産業活力再生特別措置法一部改正（外部の経営資源の導入、異分野融合による事業革新の促進）

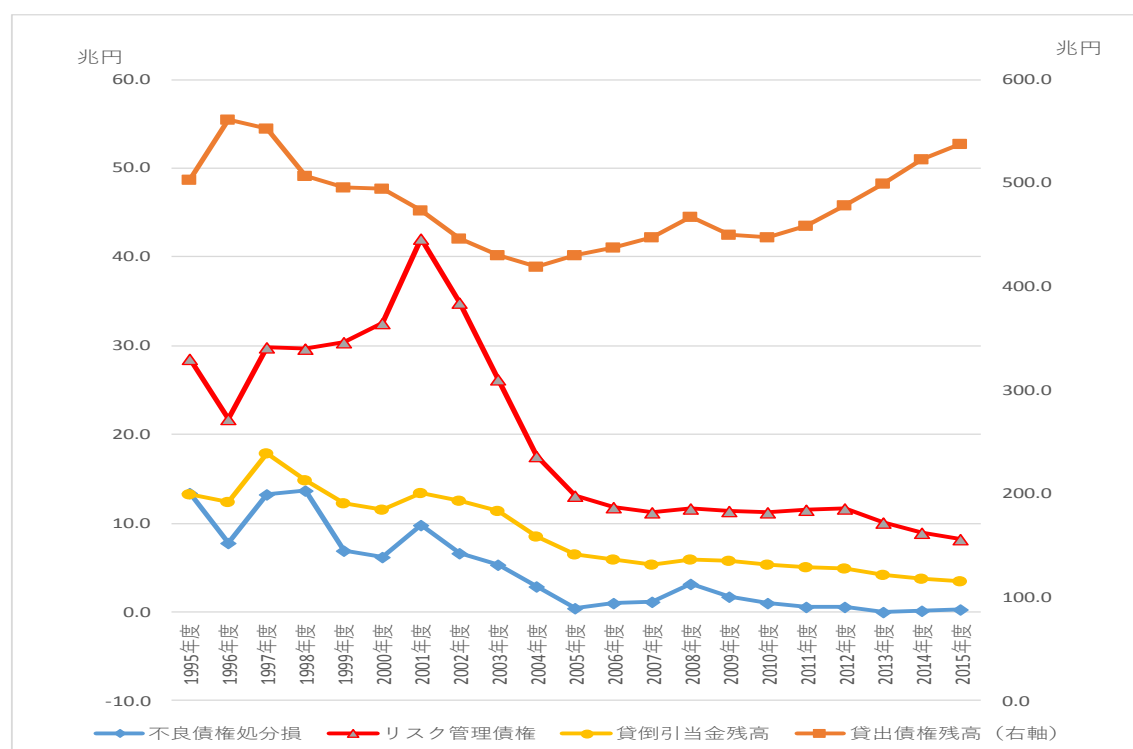
2.2.2 日本におけるリストラクチャリングと背景となる銀行の不良債権処理問題

ここでは、日本におけるリストラクチャリングと背景について、欧米の事例も参考にしながら見ていくことにする。

日本経済はバブル崩壊によって、資産価格の大幅な下落、景気の悪化を起因とする業績低迷によって既に不良債権問題が深刻化していたが、リストラクチャリングが本格化したのは1990年代末であった。これまで、日本企業では総合化・多角化により規模を追求することが当然となっていたが、1990年代にバブルが崩壊し、1997年に銀行危機が発生すると、日本企業の規模の発展を支えてきた金融機関という後ろ盾がなくなった。

このことによって、総合化・多角化や規模の追求といった従来型の日本企業のあり方は終焉を迎え、持てる資源を有効活用してグループ全体の企業価値を高めるグループ経営が求められることとなった。

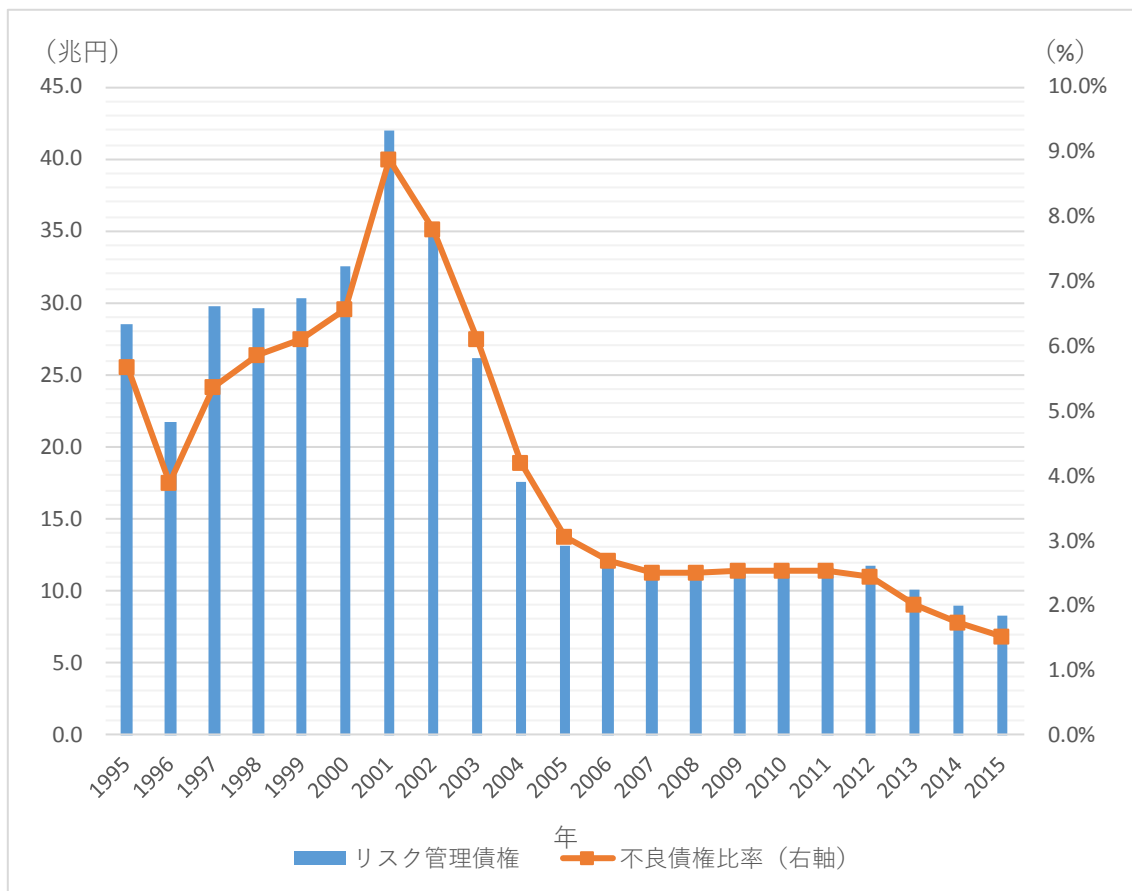
もっとも、企業価値向上を重視したグループ経営が進まなかった背景には制度的制約もあった。そこで、97年10月の商法改正（合併手続きの簡素化、簡易合併制度の創設）、99年8月産業活力改正法・租税特別措置法改正法成立（「事業再構築、創業支援等」）、同年12月の純粹持株会社創設の解禁、商法改正法成立（「株式交換、簡易株式交換、株式移転の制度創設」）、2000年の連結決算が導入された。こうした制度的側面の見直し（①M&A等事



(注1) 数字は全国銀行ベース（都銀、長信銀、信託銀、地銀）

(出典) 金融庁資料より作成

図2-4 不良債権処理状況



(出所) 金融庁資料より作成

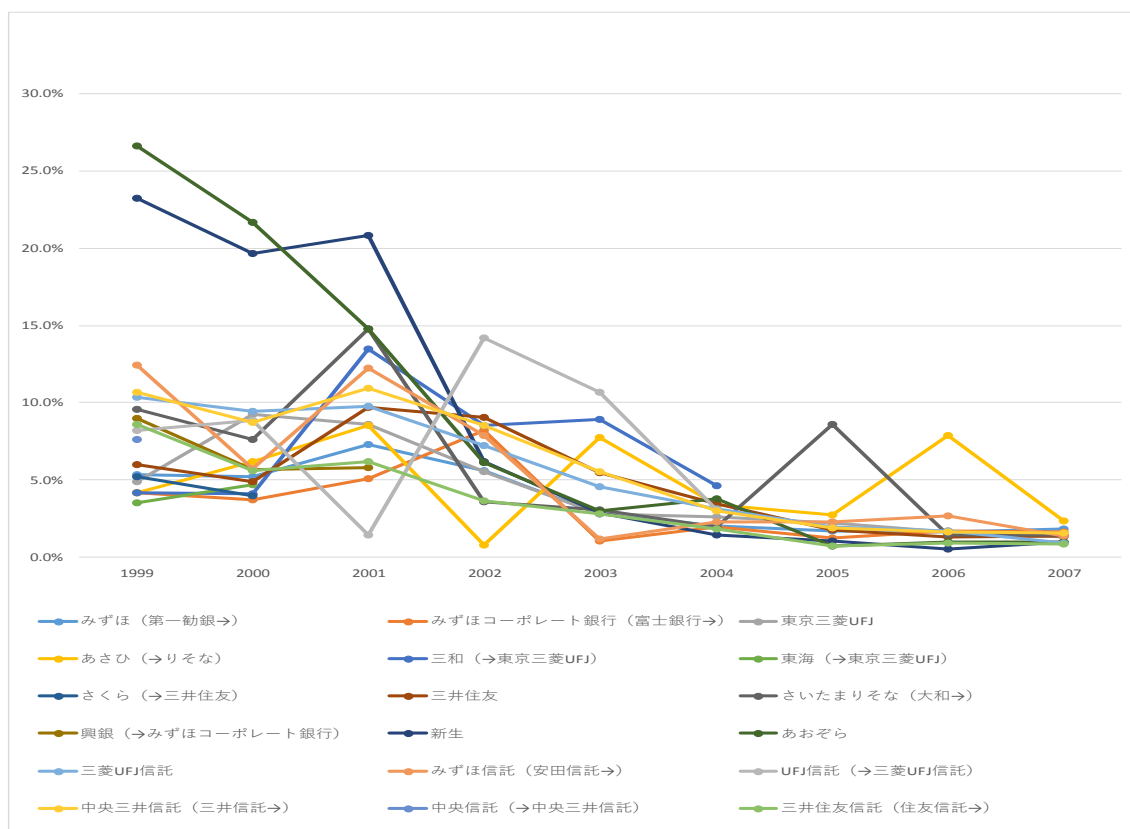
図 2-5 不良債権推移

業・組織再編関連制度の整備、②連結決算導入によるグループ経営の重視、③事業再生関連制度の整備など）は本格的なリストラクチャリングを後押しする効果があったと考えられるが、従来の日本企業を支える仕組み（メインバンク制、株式相互持合い、ガバナンス）が根本的に変化したことも企業経営の考え方が一変する契機となった。

日本企業が、総合化・多角化からグループ経営を意識せざるを得なくなった結果、重視すべき目標がグループ全体の企業価値を高めることであった。そのためには、グループ内の事業ポートフォリオをグループ全体で戦略的に見直してリストラクチャリング（資産（事業）の再編成）を行う必要がある。例えば、より効率的な経営を行うために企業を構成する事業（資産）の集合体である事業ポートフォリオについて、企業価値を高める事業（資産）を外部から買収する一方で、効率性を損なう事業（資産）を外部に売却して入れ替えを図ることや、グループを統括する持ち株会社の下で、事業を担う主体を中核企業が担うのか、それとも子会社に担わせるかも考慮することで常に競争力を保つことも必要となる。

企業の M&A&D が活発化したのにはこうした背景があった。

日本における M&A 件数は、1990 年代後半から 2000 年代にかけて急速に拡大し、その



傾向はリーマンショックまで続いた（表 2-2、図 2-3 参照）。このうち、ダイベストメント（売却及びスピノフが対象）も、買収とともに右肩上がりでも急増しており、2001 年から 2004 年にかけて買収を大きく凌ぐ水準となっている。このように、買収とダイベストメントはそれぞれ若干のタイミングのずれはあるものの、概ね同じ傾向で増加している。また、全 M&A&D 案件に占めるダイベストメントの割合は、日本では約 10 年の間凡そ 5 割程度で推移している。この割合は、米国と比べても高い水準と見て良いが、件数は米国がピーク時で 2600 件程度となっておりまだ低水準にある（村松・宮本（1999））。

1990 年代初めのバブル崩壊から約 10 年もの非常に長い時間を要することになった要因は、不良債権問題に対する政府、金融機関、各企業の対応が遅れたことが原因である考えられている¹²。しかしながら、1994 年以降、東京 2 信組破綻（日銀出資 200 億円による東京共同銀行設立）、住宅金融専門会社の 7 社破綻（いわゆる「住專問題」、公的資金 6,850 億円）等の発生を皮切りとして、1997 年に金融危機が発生すると事態は一変した。その引き金となったのが、1997 年に北海道拓殖銀行、山一証券の経営破綻、1998 年には日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の破綻であった。

こうした金融危機に対応するため、政府は金融機関の救済や破綻処理制度の整備を行った結果、1998年に金融再生法、早期健全化法が創設された結果、ようやく不良債権処理が

¹² 福田（2015）第2章に詳述されている。

加速することとなり、不良債権残高は 2001 年の約 40 兆円をピークとして 2006 年には 10 兆円まで減少し、それ以降はほぼ横ばいで推移している（表 2－3、図 2－4、図 2－5 参照）。

以上のように、2000 年代に入って急速に不良債権処理が進んだ要因を整理すると、第 1 に、情報開示の仕組みを大幅に改善したことがある。政府の制度整備により金融機関のリスク管理債権の定義が明確化され開示基準が明確化され、金融監督行政を担う金融庁が厳しく検査を適用する体制が整備された。また、第 2 に、企業退出ルールの法制度が整備されたことがある。金融機関の破綻、救済制度の整備や企業の破綻法制や再編法制の整備がなされた。第 3 に、いわゆる BIS 規制¹³の適用によって、1990 年代後半には金融機関は不良債権処理を進めないと業務が継続できず、財務内容を改善して自己資本比率の維持が大前提となった結果、安易な企業救済が困難になった。一方、第 4 に企業側にとっても、金融機関からの融資を継続してもらうには、リストラクチャリングを進めることによって財務体質の健全性を確保することが急務となったことがあげられる。

そこで、以下では以上のマクロ的な不良債権処理状況及び不良債権推移に対して、個別の金融機関（銀行）の状況について、主要銀行について整理した（図 2－6 参照）。これを見ると、時系列的な推移の特徴としては、不良債権処理が 2001 年をピークに大きく改善したこと、各金融機関の健全度に大きな乖離がみられることが大きな特徴としてあげられる。

こうした銀行の健全度の違いが不良債権処理や企業のリストラクチャリングに大きな影響を及ぼした点については、実際の銀行業務での現場での実務経験として強く感じているが、こうした点について述べられた先行研究は非常に少ない。また、日本企業が不良債権を削減するためにどのようなリストラクチャリングを実施したのかについての分析はあまりなされていない。

この点について、研究成果を示した数少ない例が、Kang and Shivdasani (1997)、大坪 (2005)、福田 (2015) である。

まず、Kang and Shivdasani (1997) は、バブル崩壊以前¹⁴の日本のリストラクチャリングの特徴を米国と比較すると、事業規模の縮小や従業員解雇等がリストラクチャリングの規模が小規模であり、事業規模を変更させない組織変更等のリストラクチャリングが多いことを明らかにしている。また、大坪 (2005) はバブル崩壊後の日本企業のリストラクチャリングについては、米国のリストラクチャリングが事業ポートフォリオリストラクチャリングであるのに対して、マネジメントリストラクチャリングであり米国とは異なるとも述べている。

また、福田 (2015) は、日本の不良債権処理が「少なすぎて遅すぎた」結果、日本経済が

¹³ BIS 規制とは、国際業務を行う銀行の自己資本比率に関する国際統一基準のことで、「バーゼル合意」とも言う。1992 年度末から我が国では本格的に適用され、国際業務を行う銀行は自己資本比率（リスクアセットレシオが 8%、国際業務を行わない銀行も自己資本比率を 4%以上に保つことが国内基準として要求された。）

¹⁴ 大坪 (2005) 23 頁～31 頁に詳述されている。

「失われた 20 年」に陥ったと述べている。特に、金融機関のバランスシートがバブル崩壊によって大きく劣化したことによって、メインバンクとしての機能が低下し、企業のリストラクチャリングを先送りした結果として「ゾンビ企業」を発生させたと指摘している。ただし、分析の焦点となったのは、「ゾンビ企業」が健全化したプロセスを明らかにした点であり、メインバンクを中心とする金融機関による債権放棄と、企業自身のリストラクチャリングが一体として機能したことをあげている。

以上の中で、まず、大坪（2005）が 1990 年代の日本企業のリストラクチャリング内容を米国企業と比較した結果、そもそも日本企業のダイベストメント数が少なく、リストラクチャリングの種類が異なると述べている。例えば、米国では事業ポートフォリオのリストラクチャリングが主体であったのに対して、日本では、分社化、持株会社化、等が多く、カンパニー制等マネジメントの組織リストラクチャリングが主体であったと述べている。そこで、以下では 1990 年代後半以降の日本企業と米国企業のダイベストメント案件推移¹⁵を比較した（図 2－7¹⁶参照）。

これをみると、米国のダイベストメント案件数は日本よりも圧倒的に多い。この背景として、米国では、第 4 次 M&A ブーム（1979 年以降）の発生によりダイベストメント案件の件数、割合が急増した。これに対し、日本では、1998 年以降から 2000 年代にかけて案件数、案件割合ともに急速に増加した¹⁷。日本のダイベストメント案件推移の特徴をまとめる

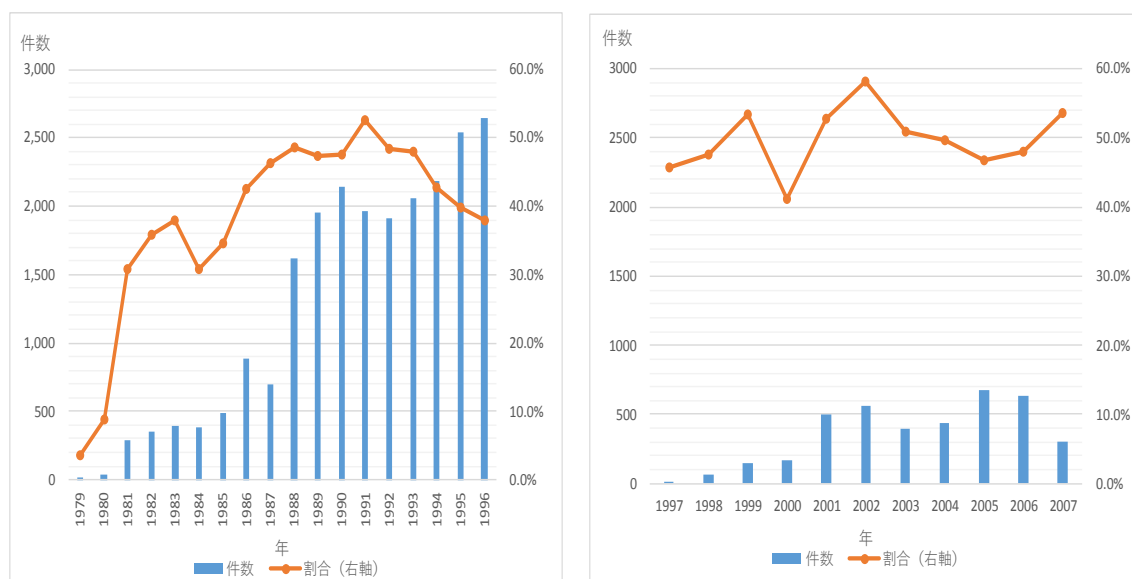


図 2－7 日米ダイベストメント案件数推移

¹⁵ ブルームバーグデータを加工して作成。同データは、企業がマスコミ等で公式にプレス発表した企業再編等から資産売却、営業譲渡等ダイベストメント案件を抽出したもの。

¹⁶ 米国ダイベストメントのデータは、村松・宮本（1999）10 頁、14 頁を用いた。同書では、1963 年-1979 年、1979 年-1987 年、1988 年-1996 年の 3 期間について異なるダイベストメントの定義に基づきデータを収集している。

¹⁷ 村松・宮本（1999）によれば、1990 年代の日本のダイベストメント案件は、案件割合、案件数ともに著しく少ない。

と、案件割合は米国よりも高い水準となっているが、案件数は米国と大きな格差がある。なお、日本におけるダイベストメント件数は、不良債権残高のピークであった 2001 年、2002 年に集中した後、2005 年、2006 年に再びピークを迎えている。

また、ダイベストメント案件の規模について、日本と米国との比較を行った結果、日本におけるダイベストメント案件規模は、大型案件が集中した 1997 年-1999 年は、日本の案件規模が明らかに大きく、その後急速に低下して概ね 50 億円から 100 億円の間で推移する 2000 年以降で見ても日本の案件規模が米国を上回る水準であることがわかる¹⁸（図 2－8 参照）。

もちろん、リストラクチャリング実施時に行われるダイベストメント案件は、日本と米国とで大きな違いがある。しかし、大坪（2005）が分析した 1990 年代までの状況に対して、2000 年以降の日本企業のダイベストメント案件は、規模、件数ともに、米国と比べても遜色ない水準となっている。このため、特に、不良債権処理が加速された時期である 2001 年、2002 年と 2005 年、2006 年とではダイベストメント案件割合や、ダイベストメント案件規模が従来からは大きく変化したことで、案件の性格についても大坪（2005）の分析結果とは大きく異なる可能性がある。

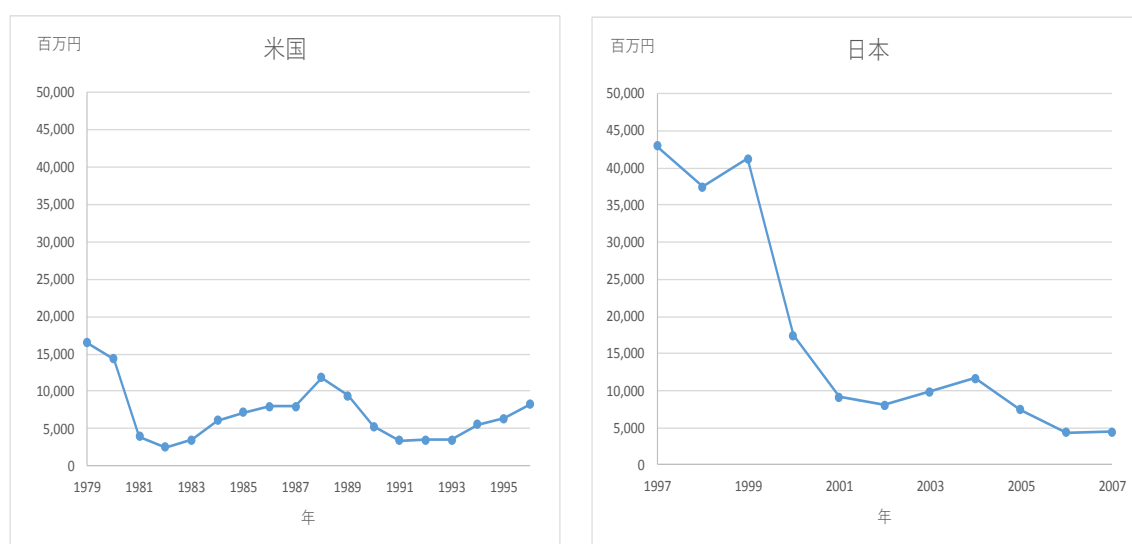


図 2－8 日米ダイベストメント案件規模推移

¹⁸ 日本の 2000 年-2007 年平均が 9,025 百万円であるのに対し、米国の 1979 年-1996 年平均は 7,375 百万円となっている。

2.2.3 「選択と集中」によるグループ・リストラクチャリング

「選択と集中」戦略は、子会社、事業、資産等を売却して資産・負債の圧縮を行うことを通じて事業の再構築等を行うリストラクチャリングの手法である。企業が継続して存在し続けるためには、常に事業ポートフォリオの見直しを行い、企業価値を高める必要がある。しかし、「選択と集中」戦略が求められた背景には、世界的に見ても多くの場合でコングロマリット化（多角化）が行き過ぎて経営の非効率性を招いてきた状況がある。例えば、欧米企業の場合では、1960 年台の米国で数多く誕生したコングロマリット企業が典型的である。これらの企業は、資本配分の非効率性、事業間のシナジーの欠如、情報の非対称性等の問題を抱えるに至り、企業全体の企業価値が個々の事業の事業価値を下回る結果、コングロマリット・ディスカウントが生じるとされた（Berger and Ofek(1995)）。日本企業の場合も、1980 年以降、バブル崩壊前までは総合化、多角化が主流であった。こうした企業の多くは非効率的な経営の結果、企業価値の毀損や業績の悪化を招く結果となり、経営の抜本的な見直しが不可避となった。経営の抜本的な見直しには限られた貴重な経営資源をいかに有効活用するかという視点が求められる結果、「選択と集中」に基づくリストラクチャリングを行うこととなった。こうした企業行動における「選択と集中」戦略は 1990 年台の米国で始まり、M&A の多様によって行き過ぎたコングロマリット化による弊害を見直すことでグループ全体の活力を高めて企業価値の向上を図るための代表的な手法となった。

このように、「選択と集中」戦略によるリストラクチャリングでは、行き過ぎたコングロマリット化（多角化）による弊害を見直して、グループ全体の活力を高めるために、いかに構造調整（資産、負債、雇用といった 3 つの過剰要因の調整）を行って企業価値向上につながるかがポイントとなる。

2.2.4 ガバナンスの変化

日本企業が抜本的な事業再構築を迫られていた時期は、日本企業のガバナンス構造も大きく変化していた。伝統的な日本企業のガバナンス構造は、メインバンク・システムと株式の相互持合いを特徴としていた。

日本企業の株主保有構造を見ると、1990 年代後半を境に金融機関や事業会社の持ち株割合が低下する一方で、外国人の持ち株割合が上昇した（図 2－9、表 2－4 参照）。こうして、主要株主が取引金融機関や事業法人等による相互持合いに基づく株主から外国人へと変化することにより、株式保有の意味や企業に対する要求内容にも変化が表れることとなった。

このように、伝統的な日本企業のガバナンス構造が大きく変化した背景には、1990 年代のバブル崩壊を契機とした金融危機の発生が大きな要因となっていた。また、こうした金融危機に加えて、日本の経済危機に対応するための各種の制度改革（時価会計、連結決算など）も大きな構造変化を促す要因となっていた。

以上のように、本来、日本企業を支えるインフラ的存在であった金融システムが危機に瀕

することとなり、危機に陥った企業が立ち直るには、金融機関に頼らずに自力で立ち直る必要があった。

こうして、日本経済の復活に向けて新たな仕組みが導入されることとなった。その主なものの第1は、制度面である。その内容は、1997年 スtock・オプション制度の導入（商法）、持ち株会社解禁（独占禁止法）、1999年 株式交換と株式移転制度の導入（商法）、2000年 会社分割制度の導入（商法）、民事再生法の成立、2001年 自己株式の取得・保有についての目的・数量・保有期間規制の撤廃（いわゆる金庫株の解禁、商法）等の一連の改革となっている。第2は、会計面である。主には、連結決算制度、時価会計の相次ぐ導入などがあった。

一連の変化の流れをまとめると、第1に、メインバンク・システムに代表される間接金融システムの崩壊と株式持合いの解消とが同時に進行したことで、企業は間接金融に対する資金依存から脱却を図ることとなった。第2に、日本企業の株式保有構造が1990年代から徐々に変化し、2000年代になると金融機関や事業法人の株式保有割合が急速に低下して、外国人株主の割合が急速に高まった。第3に、従来の伝統的な日本企業を支えたメインバンク・システムの崩壊と株式持合いの解消が同時に進む中で、メインバンクに代わって企業のガバナンスに大きな影響力を行使したのは、外国人株主や機関投資家であった。第4に、外国人株主のような新たな株主が従来の伝統的な投資家と比較して新たな視点として重視したのが株主価値（企業価値）やROE、ROAといった資本効率性の指標であった。

こうしてみると、日本企業の株式保有構造が変化すると同時期に、多くの日本企業が経営危機に陥って事業再編を迫られたが、従来の日本企業のようにメインバンク主導で経営危

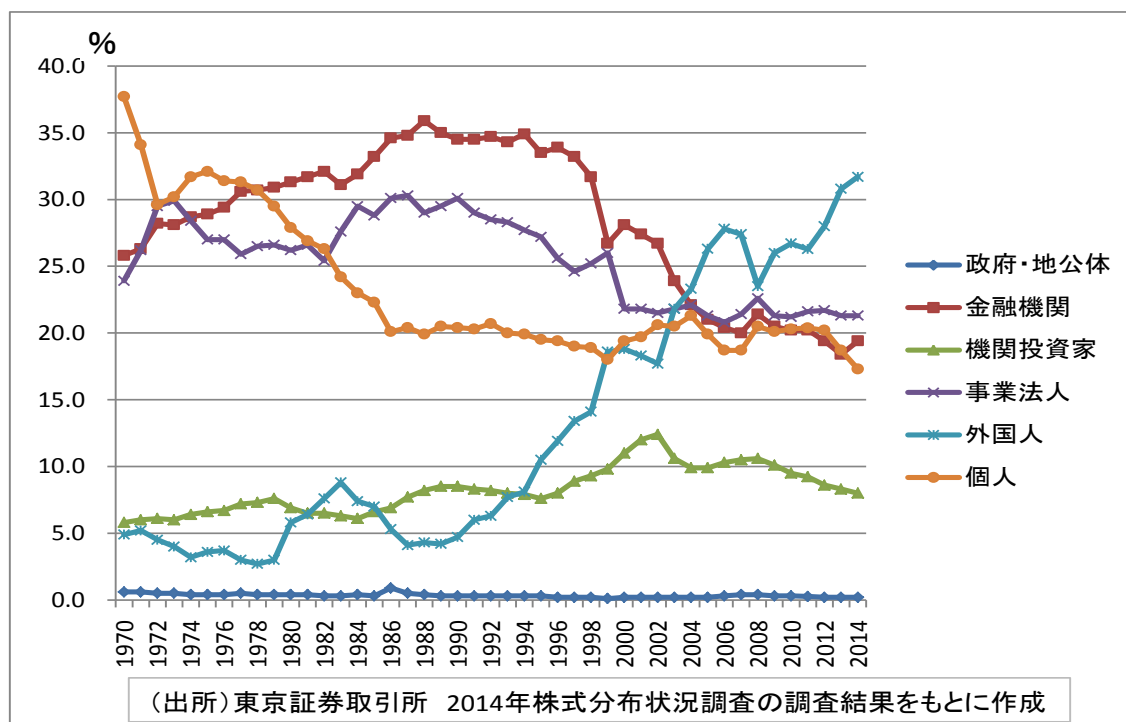


図2-9 投資部門別株式保有比率の推移

表 2－4 2000 年以降の上場企業株主保有状況

(単位：％)

年度	政府・地方 公共団体	金融機関	事業法人	外国人	機関投資家	個人
2000	0.2	28.1	21.8	18.8	11.0	19.4
2001	0.2	27.4	21.8	18.3	12.0	19.7
2002	0.2	26.7	21.5	17.7	12.4	20.6
2003	0.2	23.9	21.8	21.8	10.6	20.5
2004	0.2	22.1	22.1	23.3	9.9	21.3
2005	0.2	21.0	21.3	26.3	9.9	19.9
2006	0.3	20.4	20.8	27.8	10.3	18.7
2007	0.4	20.0	21.4	27.4	10.5	18.7
2008	0.4	21.4	22.6	23.5	10.6	20.5
2009	0.3	20.5	21.3	26.0	10.1	20.1
2010	0.3	20.2	21.2	26.7	9.5	20.3
2011	0.3	20.2	21.6	26.3	9.2	20.4
2012	0.2	19.4	21.7	28.0	8.6	20.2
2013	0.2	18.4	21.3	30.8	8.3	18.7
2014	0.2	19.4	21.3	31.7	8.0	17.3

(出典) 東証 投資部門別株主保有状況より加工して作成

機に陥った企業を救済するよりも自力で再建を行うようになった。こうした状況こそが、新たなコーポレートガバナンス・コードの設定につながる嚆矢となったとも考えられる。

以上のガバナンスの変化を受けてダイベストメントとガバナンスの関係性について整理する。まず、ガバナンスがダイベストメント行動にどのような影響を及ぼすのかを考える場合、既述の通り、1990 年代後半から金融危機の発生によって、株主構成やガバナンス構造も大きく変化した。この結果、メインバンク、株式持ち合い中心の状態依存型ガバナンス構造が外国人株主等株主中心の物言う株主によるガバナンス構造へと変化した。また、国内機関投資家による議決権行使が積極化したり、アクティビストファンドと呼ばれる一部の機関投資家による投資活動が活発化したりするなど、買収の脅威も高まった。こうした環境の変化によって、外国人等の株主が直接的に企業経営に対してリストラクチャリングの実施に向けた働きかけをするというよりも、株主の見えざる圧力によって、間接的な形で企業価値向上のための経営が不可欠になってきたと考えられる。

2.2.5 リストラクチャリングの動機と市場の評価

本論文では、企業がリストラクチャリングを実施することでなぜ価値が創造されるのかが重要な論点となる。そこで、まず、企業側がリストラクチャリングを行う動機を概観し、そのうえで、企業のリストラクチャリングに対する市場の評価の観点について整理する。ま

ず、企業がリストラクチャリングを行う動機であるが、これにはいくつかの観点がある。1つ目は、企業が事業ポートフォリオ戦略を検討する際、企業自身が最も大きな価値を創造できる所有者「ベスト・オーナー」であるかどうかという観点である。対象事業から最大の価値を引き出すには、対象事業について、効率的運営に必要なコア・スキルの発揮、経営風土にあった所有者による適正な運営によって最大の効果が見込まれる。2つ目は、ダイベストメント（事業売却）によって、親会社の業績への悪影響を回避する効果、例えば、資金調達や経営判断上の自由度が増すことで経営者のインセンティブ向上や、事業の選択と集中が加速することで事業部の競争力強化といった効果が見込まれる。3つ目は、ダイベストメント実施企業が、「選択と集中」で本業への特化を高めることで企業価値向上が見込める場合である。例えば、複数の事業を経営すると、投資家に対する透明性の低下や内部資本市場の効率性の低下が発生する。こうした場合には、選択と集中によって、事業の透明性の改善や、事業部マネージャーによるレント・シーキングの解消によって、投資家から見た多角化ディスカウントの解消が期待できる場合がある。4つ目は、資金調達上の必要性によって売却する場合である。

以上、企業側がリストラクチャリングを行ううえで様々な動機があることを確認した。こうしたリストラクチャリングを実施する企業にとって、最も重要な点は、リストラクチャリングが本当に企業価値向上に寄与するのか？という点である。そこで、次に、市場の評価の視点について概観する。

企業が抜本的なリストラクチャリングを行う場合、「選択と集中」によって、投資効率や経営戦略上の位置づけが低下した資産、事業、子会社を売却（＝ダイベストメント）するとともに、その売却資金を有効活用する。資金の用途は、成長分野等新たな重点分野への投資、財務体質の改善のための負債削減または株主還元等、様々な場合がある。こうしたリストラクチャリングには、企業経営者だけではなく、株主も企業価値の向上の効果を期待していると考えられる。実際に、企業のダイベストメント行動は、企業が企業価値向上策の取り組みを行う指標といっても良く、株主にとって良いニュースとされている¹⁹。また、アクティビストファンドも株主総会の場で経営者に対する株主提案としてダイベストメントを求める場合が多い²⁰。

ところが、株主の視点はこれだけではない。株主と経営者との間には情報の非対称性やエージェンシー問題があり、株主は経営者がダイベストメントで獲得した資金を自身の保身のために浪費するのではないかと常に疑いの目を向けている²¹。「資金調達仮説」によると、リストラクチャリングに対する市場の評価は、エージェンシーコスト分だけ割り引かれる。このため、リストラクチャリングに対する市場の評価は、どのようなダイベストメントを実施したかよりも、ダイベストメントで獲得した資金をどう使ったかで決まるとされている。

¹⁹ Lang,Poulsen,Stulz(1995)

²⁰ Brav,Jiang,Partnoy and Thomas(2008)

²¹ Lang,Poulsen,Stulz(1995)

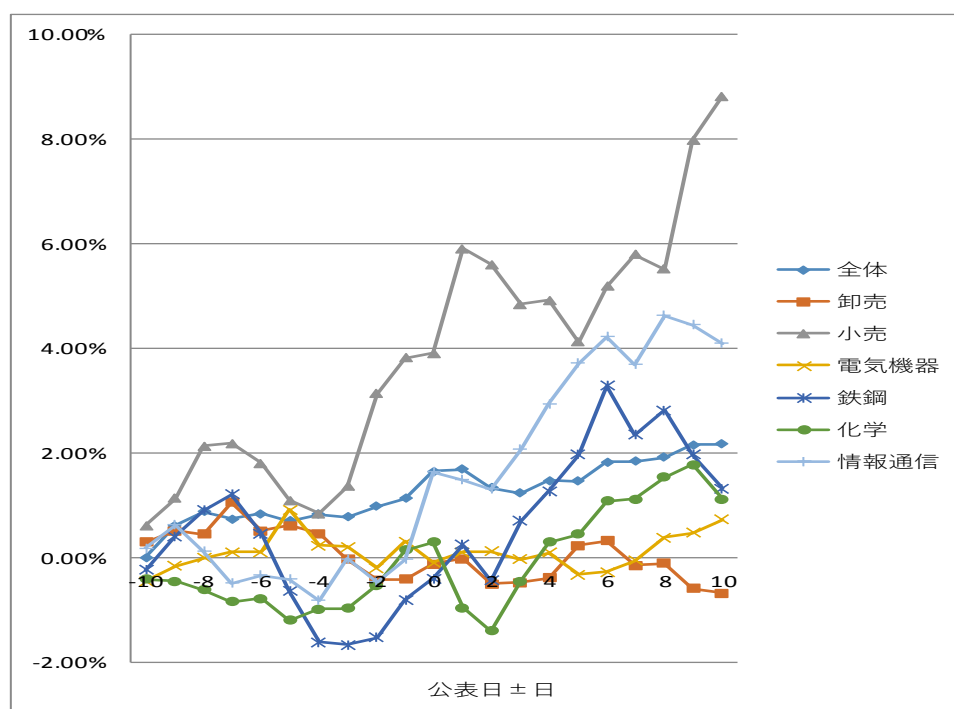


図2－10 ダイベストメント公表に対する市場の反応（業種別）

このように、リストラクチャリングに対する市場の評価には、エージェンシーコストが大きく影響すると考えられる。しかし、エージェンシーコストに関する影響が大きいとされるガバナンス構造との関係性についての研究成果は極めて少ない。例えば、市場が評価するガバナンス構造を持つ企業ならば、同じダイベストメント行動であっても、エージェンシーコストが低減されることによって、市場の評価は高まるはずであるが資金調達仮説では考慮されていない。一方で、機関投資家などの株主保有比率の増加は経営の規律付け効果を通じて企業価値向上に寄与するとの多くの先行研究結果があるが、リストラクチャリング実施企業とガバナンス構造との関係性を加味した点についての研究成果は見られない²²。

また、市場の評価にはそれ以外の側面もある。例えば、業種によって、リストラクチャリングの必要性は異なるため、業種も大きな要因であると考えられる。そこで、実際のダイベストメント取引に対する市場の評価を見てみる。売却取引事例が多かった上位6業種を対象として、ダイベストメントの公表に対して市場の株価の反応を示した²³（図2－10参照）。

これによると、市場の評価は業種によってかなりのばらつきが見られる。中でも、市場の評価が高かったのは小売、情報通信であり、これに対し、鉄鋼、化学もプラスの反応とはなかったが業種間で大きな乖離がある。さらに、「選択と集中」によるリストラクチャリングを最も積極的に実施したとみられる卸売、電気機器に対しては、市場の評価は低くなっている。そこで、卸売、電気機器各社のダイベストメント公表に対する市場評価を示した（図2－1

²² 宮島・保田（2015）

²³ 分析方法はイベント・スタディに基づくが、詳細は後述する。

1～図2-13参照)。

電機業界大手の市場評価を見ると、市場の評価が高い2社(ソニー、松下(現パナソニック))と市場の評価が低い4社(日立、東芝、沖、三洋)の乖離が際立っている(図2-11参照)。電機機器大手のダイベストメント公表については、以上のように売却側の市場評価が高まらないだけでなく、買収側の市場評価も下がっている点が特徴的である(図2-12参照)。

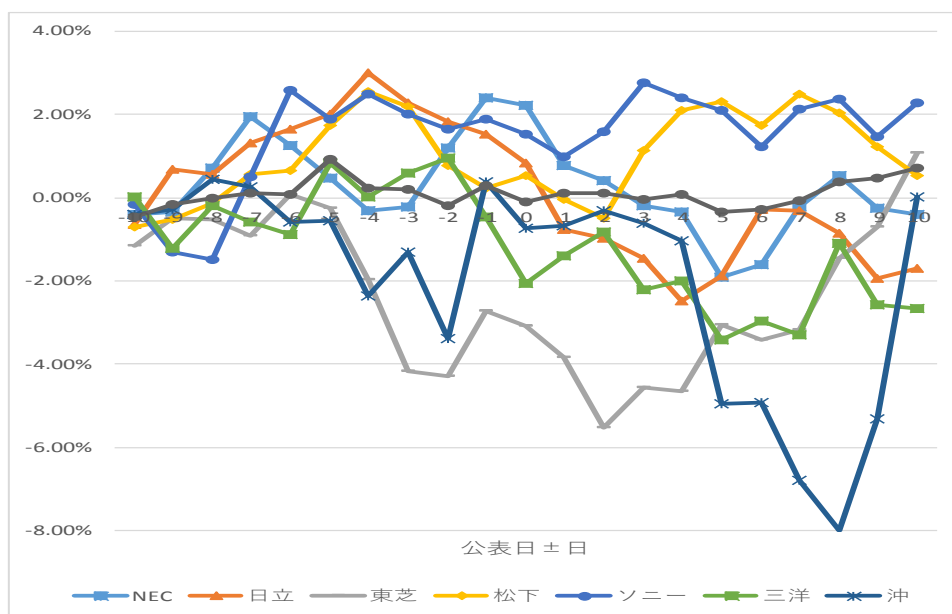


図2-11 ダイベストメント公表に対する市場の反応(電気機器各社)

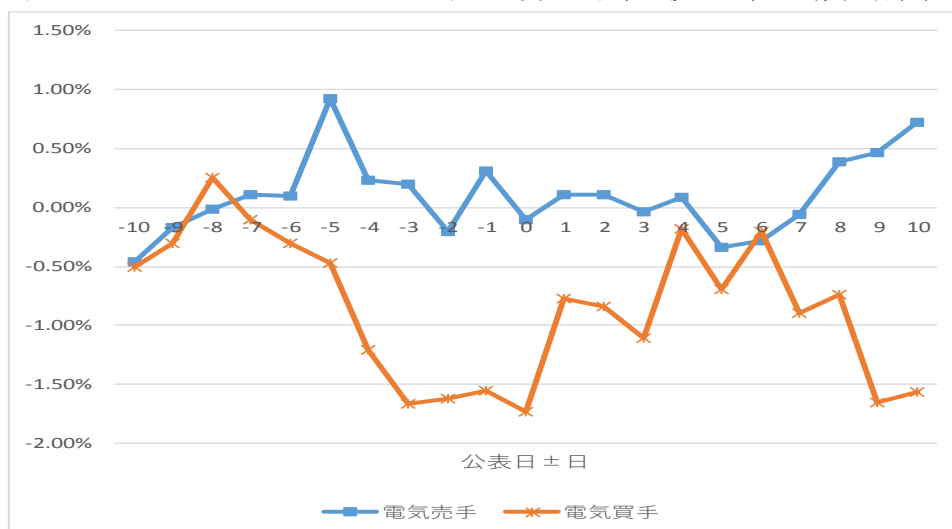


図2-12 電気機器大手のダイベストメント公表に対する市場評価比較(売手・買手)

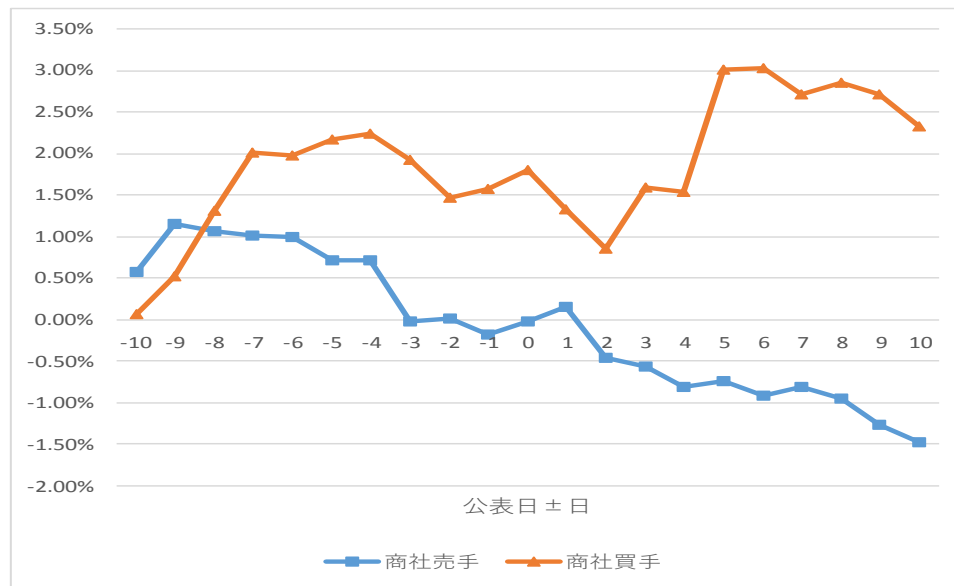


図 2－1 3 卸売大手のダイベストメント公表に対する市場評価比較（売手・買手）

一方、卸売（大手商社）の市場評価の場合には、売手の市場価値が低下しているのに対し、買手の市場評価は上昇している（図 2－1 3 参照）。

このように、同じ企業価値向上に向けた取り組みであっても、市場評価が大きく異なることから、リストラクチャリングを巡る企業行動とそれに対する市場の評価に対しては、様々な要因を加味した実証分析が必要であるが、これまでの先行研究では、十分加味した実証分析がなされてこなかった。とりわけ、企業のリストラクチャリングとガバナンス構造との関係性については、実証分析成果が乏しいことから、本論文では、リストラクチャリングを巡る企業行動とそれに対する株式市場の評価、さらには、企業行動や株式市場の評価に大きく影響すると考えられるガバナンスの関係性に着目して実証分析を行うこととする。

2.3 第 2 章のまとめ

本章では、企業のリストラクチャリング行動及び株式市場の評価とガバナンスに関する研究実施に先立ち、企業のリストラクチャリングに関する論点を整理した。主な内容は次の通りである。

第 1 に、日本におけるリストラクチャリングの背景には、1990 年代初めに発生したバブルの崩壊があり、バブル崩壊によって金融機関のバランスシートが大きく劣化したことが、「クレジット・クランチ」を招き、その後の不良債権処理問題を通じて企業のリストラクチャリング行動に大きく影響することとなった。

第 2 に、日本企業は、メインバンクの貸出機能が低下したことで資金的な後ろ盾を失ったため、これまでのような規模の追求から「選択と集中」戦略によって資産・負債を圧縮して、限られた資源の有効活用によって生き残りを図る戦略への転換を迫られた。

第 3 に、バブル崩壊によって資産価格が大幅に下落した結果、従来の安定株主による株式相互持合いが困難な状況となった。従来の安定株主に代わって新たに登場したのが外国人投資家を始めとする機関投資家である。こうした株主構成の変化が、メインバンクと安定株主に支えられた伝統的なガバナンス構造から外国人株主などリターンを追求する株主を中心とするガバナンス構造への変化につながった結果、企業経営の方針も企業規模から ROA 重視など効率的経営へと転換することとなった。

第 4 に、企業が行うリストラクチャリング行動については、「選択と集中」戦略に基づき事業の再構築を図ることが重要視されるようになった一方で、企業のリストラクチャリング行動の動機と企業のリストラクチャリング行動に対する市場の評価とは、経営者と株主の関係性として一般的に指摘される情報の非対称性、エージェンシー問題による影響が大きいため一致しないとする資金調達仮説が提唱されている。

第3章 企業のリストラクチャリング行動に対する株式市場の評価

3.1 本章の概要

本章では、企業のリストラクチャリング行動とそれに対する株式市場の評価について分析を行った。まず、企業のリストラクチャリングに関する分析に際しては、企業がリストラクチャリング時に必ず行うダイベストメント行動に着目し、その検証を通じてリストラクチャリング行動のメカニズムの解明を行った。

バブル崩壊以降の1997年の金融危機が発生した結果、これまで日本企業を支えてきたメインバンクの機能は大幅に低下した。このため、日本企業は業績が悪化しても、これまでのようにメインバンクの支援に期待できないため、自律的に企業価値を高めて生き残る必要に迫られた。それには、1980年代に米国企業が実施したような「選択と集中」戦略によって、自らの経営資源を有効活用しながら事業ポートフォリオを戦略的に見直して生き残りを図るリストラクチャリングが必要であるとされた。

しかし、企業が行ったリストラクチャリング（資産（事業）の再構築）は必ずしも全て市場から評価されるわけではなかった。企業がリストラクチャリングによって企業価値の向上を目指す限りにおいて、企業行動と市場の評価は一致するはずであるが、Lang et al (1995) が提唱した「資金調達仮説」では、経営者は必ずしも企業価値向上だけをめざすのではなく、事業規模や経営支配の極大化を重視する存在（プリンシパル＝エージェント）であり、経営者と市場の間には情報の非対称性の問題があるため、両者の目的は必ずしも一致しないと述べている。

そこで、本章では「資金調達仮説」の妥当性の検証を通して、企業行動、市場評価という2つの視点から、資産リストラクチャリングの代表的な手法であるダイベストメントを分析した。

企業のリストラクチャリング行動のメカニズムに関する検証方法としては、ダイベストメントの大きさ（資産売却の大きさ）を被説明変数として、負債の大きさ、負債削減額、資産削減額を説明変数として財務比率をコントロール変数とする重回帰分析を実施した。また、企業のリストラクチャリング行動に対する市場評価のメカニズムに関する検証方法としては、市場評価の大きさとして、ダイベストメント公表日±10日を範囲とする株価の反応をもとに累積超過収益率を求めることによるイベント・スタディ法によって検証した市場の評価を被説明変数とし、説明変数としてダイベストメントの大きさ、負債の大きさ、負債削減額、資産削減額を説明変数として財務比率をコントロール変数とする重回帰分析を実施した。

分析の結果、企業の資産リストラクチャリング行動を示すダイベストメントの大きさは、負債そのものの大きさよりも負債削減額の大きさ（財務リストラクチャリング）や固定資産削減の大きさ（資産リストラクチャリング）と関係があるとの結論が得られた。これに対して、こうしたリストラクチャリングに対する市場評価は、負債の大きさやダイベストメント

の大きさよりも負債削減額や固定資産削減の大きさと関係があることが確認された。以上の確認結果は、先行研究の資金調達仮説と整合的であることを明らかにした。

3.2 先行研究

まず、企業のリストラクチャリング行動に関する欧米の先行研究を整理する。

Berger and Ofek (1995) は、多角化した企業の評価は資本配分が非効率である、各事業間のシナジーが欠如している、情報の透明性が乏しい等を理由に専業の企業と比較してディスカウント（「コングロマリット・ディスカウント」）の存在があるとした。しかし、多角化そのものに原因があるとの考え方は根拠に乏しいという見方も多く、一致した見解には到っていない。

むしろ、企業のダイベストメント行動がどのような動機に基づいて行われているのかについては以下の3つの仮説（「効率的配置仮説（Hite, Owers and Rodgers(1987)）」、「集中仮説（John and Ofek(1995)）」、「資金調達仮説（Lang, Poulsen and Stultz(1995)）」）が代表的である。

「効率的配置仮説」は、経営者は企業価値を最大化するべく資産の効率的配置（より資産効率の高い企業への資産売却）を行うため、資産効率が高く、対象資産に高い価値をつける企業に対し資産のダイベストメントを行うことによりリターンを獲得するというものである。また、「集中仮説」は、経営者は企業価値を最大化するため、「選択と集中」によってコア事業以外の資産を売却することで売却資産と企業内に残される資産との負のシナジーの解消や、効率性の向上によってコア事業の集中度を高めて業績改善を図るというものである。

これに対し「資金調達仮説」では、経営者は必ずしも企業価値向上だけを追求するというのではなく、時として株主の意向に反して事業規模や経営支配の極大化を重視して、プリンシパル＝エージェントの問題を引き起こす存在であり、過剰負債を抱えて倒産コストを回避するために負債依存度を下げるために資産売却を行うというものである。

次に、企業のリストラクチャリング行動に対する市場評価に関する先行研究を整理する。

これについても前述の3つの仮説が代表的である。「効率的配置仮説（Hite, Owers and Rodgers (1987)）」は、経営者は企業価値を最大化するため、資産の効率的配置を追求して対象資産の資産効率をより高めることが出来る企業に売却することでリターンを得るとした。「集中仮説（John and Ofek (1995)）」は、米国における1986-1988年までの1億ドル以上の事業売却321件を分析し、事業売却により集中度を高めた企業は売却後3年間の業績改善を示すとした。これに対し、「資金調達仮説（Lang, Poulsen and Stulz (1995)）」は、なぜ、事業売却が企業価値にプラスになるのかの理由として、①資産売却を行う企業は、借入比率が高く業績の悪い企業である、②資産売却の実現は株主にとって良いニュースである、③資産の売却資金が売却企業に内部蓄積されると経営者が浪費するリスクがあるため株式市場はプラスには評価しない、とした。なぜならば、経営者は必ずしも企

業価値向上だけを追求するのではなく、事業規模や経営支配の極大化を重視する存在（プリンシパル＝エージェントの問題、企業規模最大化仮説）であるからであり、さらに、情報の非対称性の問題があり、投資家は経営者の意図に関する判断材料が乏しいことをあげた。こうした点があるからこそ市場はダイベストメントによって獲得した資金をどう使うかを重視するとした。

以上の通り、米国の先行研究では市場評価の測定にイベント・スタディ法を用いて、豊富な実証研究に基づき「効率的配置仮説」、「資金調達仮説」の検証が行われているのに対し、日本では、事業や資産の流動性は極めて低くダイベストメント実施例も限定的であったため、実証研究も限られている（村松・宮本（1999））。しかし、以上のような欧米の先行研究に照らして日本企業のリストラクチャリングの事情を考えると、日本企業のダイベストメント行動の第1の動機は、業績の悪化と資金的な事情である可能性が最も高いと推察され、資金調達可能性の当てはまりが高いと考えられる。そのうえで、どのようなダイベストメント行動を行うかを判断する段階になると、企業価値を最大化やノンコア事業売却など、効率的配置仮説や集中仮説も当てはまる可能性が考えられる。

こうした中で、日本における先行研究は既述の通り非常に限られている。矢部（2007）は事業譲渡についての実証研究として、上場企業間の事業譲渡実施アナウンス時における市場評価についてイベント・スタディを行い、売却企業側は市場評価を受けないのに対し、買収企業側は市場評価を受けることを示した。また、売却企業側が市場評価を受ける場合は、売却企業の業績が良い場合、負債返済の必要性が高い場合、買収企業の業績が悪い場合、売却企業と買収企業間の業種が異なる場合であることを示した。また、MBOによる事業売却についての実証研究では川本・齋藤（2009）があり、東証1部上場企業（金融業を除く）が売却主体となった123件を対象としてイベント・スタディを行った結果、ダイベストメント型MBOの実施企業は、売却企業に対して株式市場はプラスの評価を示したことを検証した。

そこで本章では、2000年の連結決算導入を潮目の変化として、本格的なダイベストメント（資産売却）の公表が行われた日本のサンプルを対象に分析を行う。

3.3 仮説の設定とリサーチデザイン

(1) 仮説の設定

日本企業は、1990年初めのバブル崩壊以降、過剰設備、過剰負債、過剰人員等の問題が顕在化した。このため、「選択と集中」戦略に基づく事業の再構築等のリストラクチャリングが不可欠となり、子会社、事業、資産等を売却して資産・負債の圧縮を迫られることとなった。

しかし、日本企業の多くは、リストラクチャリング待ったなしといった状況に追い込まれていたにもかかわらず、1997年の銀行危機、2000年の連結決算導入までは総合化・多角化戦略を大きく変えることはなく、ダイベストメント実施例も限定的であった。また、ダイベストメント行動は経営の失敗といった印象が強く、企業経営者にとっても前向きな戦略と

は言い難い面があり、事業や資産の流動性も極めて低かった。これに対し、欧米企業における「選択と集中」戦略は、既述の通り 1960 年代の米国で数多く誕生していたコングロマリット企業において、経営の非効率性を是正する戦略として不可欠の考え方となっており、積極的にダイベストメント戦略を実行していた。

ところが、既述の通り、日本でも 2000 年以降状況が一変して、リストラクチャリングが本格的に実行されるようになった。そこで、本章では、これまで 2000 年以前の日本においては米国の先行研究結果を支持する実証結果が得られていなかったのに対して、2000 年以降、リストラクチャリングが活発に行われた期間においては、従来と異なり米国の先行研究結果と同様の実証結果が得られるかどうかを重点的に検証する。

本章で設定する仮説は、次の通りである。

仮説 3-1 2000 年代の日本経済は 1990 年代と異なり、企業が存続するためにはリストラクチャリングの実施が求められる状況へと外部環境が変化したことから、企業によるダイベストメントの公表は株式市場からプラスの評価を受ける。

次に、企業のダイベストメント行動が株式市場からプラスの評価を受ける場合に、どのような要因が市場からプラスの評価を受けるかを検証するため、資金調達仮説に基づき、次の仮説を設定する。

仮説 3-2 資金調達仮説によれば、ダイベストメント実施企業の負債が大きいほど市場からの評価も大きいことから、ダイベストメント公表企業の負債が大きいほど株式市場からの評価も高い。

さらに、リストラクチャリングの動機と目的についても検証するための仮説も設定する。まず、リストラクチャリングの動機について、Lang et al (1995) の資金調達仮説によれば、資産売却を行う企業は、借入比率が高く業績の悪い企業である。なぜならば、企業経営者は本来、企業規模の拡大など自らの支配力を最大化しようと行動する存在であり、資産売却はそれに反する行動になるため、なるべく回避しようとする。それにもかかわらず、資産売却に踏み切るのはやむを得ない事情（財務危機）があるからだと主張する。実際、バブル崩壊以降の 1990 年代には、進んでリストラクチャリングを進める企業は少なかった。そこで、まず、企業がリストラクチャリングを行う動機として、借入比率の高さや業績の悪さが要因であるとする仮説を設定する（仮説 3-3）。

仮説 3-3 ダイベストメント行動を公表する企業は、借入比率が高く業績の悪い財務危機にある企業である。

次に、ダイベストメント行動の目的についても検証する。資金調達仮説は、Jensen(1986)のフリーキャッシュフロー仮説の影響を受け、経営者と株主の間の対立構造であるエージェンシー問題に着目している。そのうえで、ダイベストメントが株式市場からの評価を受けるには、こうしたエージェンシーコストを低減することが必要であり、そのため、ダイベストメント実施に際し、ペイアウトの実施も含め、ダイベストメントによって獲得した資金の使い途を示す必要があると主張する。そこで、本章では、資金調達仮説に即して、リストラクチャリングを行う企業の目的とそれに対する株式市場からの評価に関して次の仮説も併せて設定する（仮説3-4）。

仮説3-4 企業がダイベストメント行動を行う目的に対し、株式市場がプラスの評価を行うのは、負債の大きさに対応するため、ダイベストメント実施で得た資金の使い途を負債に充てる財務リストラクチャリングを行う場合である。

(2) リサーチデザイン

本章では、企業のダイベストメントに対する市場の評価について、以上の仮説を検証するため、企業が戦略的事業（資産）売却をアナウンスすることによって、企業（親会社）の市場がどのように反応したかを公表（アナウンスメント）時点における株式市場の株価の反応に基づくイベント・スタディ法によって検証する。イベント・スタディ法は、Campbell、Lo and Mackinlay（1995）によれば、市場が合理的であればイベントの影響が資産価格に反映されることを活用して、会計学やファイナンスの学問研究分野、とりわけ企業金融分野における実証研究に用いられ、様々なノイズのある株式市場の中で実証したいイベントの影響を測ることに用いられている。

次に、イベント・スタディによる市場の評価結果を用いて、その評価がどのような要因によって決定されるのか、市場評価のメカニズムの分析を資金調達仮説の妥当性に焦点を当てて行う。検証方法としては、まず、資金調達仮説に基づき、Lang, Poulsen and Stulz(1995)はダイベストメントに対する市場の評価は、対象企業の負債が大きい小さいか（負債大の評価が高い）、ダイベストメントによって得た資金によって負債削減を行っているか（負債削減の評価が高い）、また、得た資金を固定資産の取得など事業の拡大に充当していないか（事業拡大を行わない方の評価が高い）等によってサブサンプルを作成して市場評価の差を比較したうえで、市場評価モデルを用いた重回帰分析を行い、各要因間の関係を検証する。

さらに、企業が実施するダイベストメント行動の検証として、企業がどのように資産・財務のリストラクチャリングを行うのか、また、そうした資産・財務のリストラクチャリングはどのような経営者の動機に基づくのかを検証する。検証方法としては、ダイベストメント行動モデルを用いて重回帰分析を行って各要因間の関係を検証する。そのうえで、ダイベストメントを巡る市場の評価と企業行動を対比させて、経営者と株主間でどのような差異が見られるのかについて検討を行う。

(3) サンプル・データ

本章で実証研究を行う対象とするダイベストメントサンプルの期間は、2000年から2007年上期²⁴迄である。この期間は、既述の通り、90年代のバブル崩壊以降、97年の銀行危機、99年の商法改正に伴う一連の企業再編法制、00年の連結決算導入、01年商法改正による企業のリスストラクチャリングや経営の効率性向上を目的としたスピンオフが認められたこと等によって、初めて事業（資産）の売買取引が活発化して企業再編が本格化した時期であった。本章でサンプルとしたのは、ダイベストメントを公表した案件のうち、売却価額が明示され、売却企業、買収企業とも上場企業であり、07年時点で上場を維持し財務指標等のデータ取得が可能な上場企業間の売買取引 392 件を対象とした。ダイベストメントサンプルの抽出はブルームバーグ社の M&A 検索データから抽出した。イベント・スタディ分析に必要な株価データ、TOPIX データ（ただし、配当調整済み株価データを採用）、財務データ（業種調整済財務指標を含む）は日本経済新聞社データを使用した。なお、データ分析は連結ベースである。

(4) モデル 1 市場評価モデル

仮説（3-1、3-2、3-4）の検証を行うため、どのようなダイベストメントを市場が評価するかについて総合的に検証するため、全サンプル（392 件）を対象に、被説明変数に市場評価、説明変数に負債の大きさ、ダイベストメントの大きさ、財務リスストラクチャリング（負債削減）の大きさ、資産増減の大きさ、コントロール変数に成長性や収益性を示す財務指標等を用いた市場評価モデル（以下の(1)式）で重回帰分析を行う。左辺の CAR は市場評価の大きさを示す代理変数であり、イベント・スタディで算出された i 企業の t 期のアブノーマルリターン（超過収益率）を示す。右辺の $Debt$ は負債の大きさ、 Div は企業のダイベストメントの大きさ、 $\Delta Debt$ は財務リスストラクチャリング（負債削減）の程度、 $\Delta Asset$ は資産削減の程度を示す。各変数の係数を β で表すパラメーターで示し、係数の符号は市場評価に及ぼす影響度がプラスかマイナスかを、係数の大きさはその程度を示す。市場評価モデルで想定する検証内容としては、資金調達仮説に基づいて考えると、負債（ $Debt$ ）が大きいほど、ダイベストメント（ Div ）が大きいほど、負債削減が大きいほど（ $\Delta Debt$ ）市場評価が高まると推定される。一方、資産増減のファクター（ $Asset$ ）については、資金調達仮説に基づけばマイナス評価になると考えられるのに対し、効率的配置仮説に基づき、企業が企業価値を高めるために、常に事業ポートフォリオの見直しを行っていると考ええると、資産増減のファクターはプラスに寄与すると考えられる。

²⁴ サンプル対象期間を 2007 年上期迄としたのは、リーマンショックによるサブプライムローン問題の影響によって発生した国内株式市場の混乱といったノイズを排除して純粋に同条件のもとで検証を行うためである。

$$CAR_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 Debt_{i,t-1} + \beta_2 Div_{i,t} \\ + \beta_3 (\Delta Debt_{i,t}) + \beta_4 (\Delta Asset_{i,t}) \\ + \beta_5 Control_{i,t-1} + \varepsilon_i \quad \cdot \cdot \cdot \cdot \quad (1)$$

(5) モデル2 企業のダイベストメント行動モデル

仮説3-3の検証を行うため、企業のダイベストメント行動を総合的に検証するためのモデル式として、全サンプル（392件）を対象に、被説明変数にダイベストメントの大きさ、説明変数に負債の大きさ、負債削減の大きさ、資産増減の大きさ、コントロール変数として収益性や成長性などを表す財務指標を用いた企業行動モデル（以下の(2)式）で重回帰分析を行う。左辺の Div は企業のダイベストメントの大きさを示し、右辺の $Debt$ は負債の大きさ、 $\Delta Debt$ は財務リストラクチャリング（負債削減）の程度、 $\Delta Asset$ は資産増減の程度を示す。各変数の係数を β で表すパラメーターで示し、係数の符号はダイベストメント行動に及ぼす影響度がプラスかマイナスかを、係数の大きさはその程度を示す。企業のダイベストメント行動モデルで想定する検証内容としては、資金調達仮説に基づいて考えると、負債（ $Debt$ ）が大きいほど、負債削減（ $\Delta Debt$ ）が大きいほど、企業が行うダイベストメントは大きくなると推定される。

$$Div_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 Debt_{i,t-1} + \beta_2 (\Delta Debt_{i,t}) \\ + \beta_3 (\Delta Asset_{i,t}) + \beta_4 Control_{i,t-1} + \varepsilon_i \quad \cdot \cdot \cdot \cdot \quad (2)$$

(6) 変数設定

モデル式（1）の変数を以下のように設定する。

- $CAR_{i,t}$: 市場評価を示す代理変数であり、イベント・スタディで算出した i 企業の t 期

イベント日±10日の累積超過収益率（ $CAR(t=(-10, +10))$ ）を用いる。

$$CAR(-10, +10) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=-10}^{t=+10} AR$$

$$AR_{i,t} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

但し、 R は企業 i の t 日の株価収益率を示す。

- $Debt_{i,t-1}$: i 企業のダイベストメント実施決算期の1期前（ $t-1$ 期）の負債の大きさを示し、代理変数として、有利子負債額の対数値、負債割合（負債÷（負債＋資本））、負債割合対業種平均比）を用いる。
- $Div_{i,t}$: i 企業の t 期のダイベストメントの大きさを示し、代理変数として $\ln$ （売却額）、売却額/時価総額、売却額/総資産額を用いる。

- ・ $\Delta Debt_{i,t}$: i 企業の負債削減の大きさ ($t-1$ 期～ t 期) を示し、代理変数として、 t 期の負債額と $t-1$ 期の負債額との差 (負債削減額) あるいは、 $Debt_{i,t} / Debt_{i,t-1}$ (負債増加率) を用いる。
- ・ $\Delta Asset_{i,t}$: i 企業の資産削減の大きさ ($t-1$ 期～ t 期) を示し、代理変数として、 t 期の固定資産額と $t-1$ 期の固定資産額との差 (資産増減額) あるいは、 $Asset_{i,t} / Asset_{i,t-1}$ (固定資産増加率) を用いる。
- ・ $Control_{i,t-1}$: i 企業の $t-1$ 期の財務指標を用いて、代理変数としては、企業財務分析における標準的な財務指標として収益性・効率性 (ROA)、成長性 (売上高成長率) を設定し、具体的には、①ROA、②ROA 対業種平均比、③成長率 (売上高成長率)、④成長率 (売上高成長率) 対業種平均比とした。各係数の予想符号は、資金調達仮説に基づき推定すると、説明変数では、負債の大きさは+、ダイベストメントの大きさは+、負債削減は+、固定資産増加は-、コントロール変数では、資金調達仮説が業績不振に陥っている企業ほどダイベストメントを実施し、市場からの評価を得ているとしていることから、収益性、効率性は-、成長率、成長率対業種平均比とも-を予想した。
次に、モデル式 (2) の変数を以下に設定する。
- ・ $Div_{i,t}$: i 企業の t 期のダイベストメントの大きさを示し、代理変数として、売却額対数値、売却額/時価総額、売却額/総資産額を用いる。
- ・ $Debt_{i,t-1}$: i 企業 ($t-1$ 期) の負債の大きさを示し、代理変数として、 $\ln$ (有利子負債額)、負債割合、負債割合対業種平均比を用いる、
- ・ $\Delta Debt_{i,t}$: i 企業の負債削減の大きさ ($t-1$ 期～ t 期) を示し、代理変数として、負債削減額 ($t-1$ 期の負債額と t 期の負債額との差) あるいは、 $Debt_{i,t} / Debt_{i,t-1}$ (負債増加率) を用いる。
- ・ $\Delta Asset_{i,t}$: i 企業の資産削減の大きさ ($t-1$ 期～ t 期) を示し、代理変数として、 t 期の固定資産額と $t-1$ 期の固定資産額との差 (資産増減額) あるいは、 $Asset_{i,t} / Asset_{i,t-1}$ (固定資産増加率) を用いる。

・ $Control_{i,t-1}$: i 企業 $t-1$ 期の財務指標を用いる。代理変数としては、企業財務分析における標準的な財務指標として収益性・効率性（ROA）、成長性（売上高成長率）を設定し、具体的には、①ROA、②ROA 対業種平均比、③成長率（売上高成長率）、④成長率（売上高成長率）対業種平均比とした。また、株主を意識した企業行動としてダイベストメントが行われる可能性を考慮して、⑤PER、⑥PBR、⑦ROE を追加した。

各係数（ β ）の予想符号は、資金調達仮説では負債の大きさや業績不振の度合いがダイベストメントを高めるとともに市場評価も高めると考えるため、負債の大きさに関する代理変数の予測符号は＋、負債削減についても＋、固定資産の増加については＋、コントロール変数の予測符号（①～⑦）は－である。

(7) 記述統計量

基本統計量は次の通りである（表 3－1 参照）。なお、サンプル数は、ダイベストメント事例 392 件をベースとするが、財務指標ごとにデータベースから取得可能なサンプル数が異なるため、以後の回帰分析においても、使用する変数に応じて、サンプル数を示す。

表 3－1 が示す内容は次の通りである。ダイベストメントの対総資産割合のサンプル平均は 2.3%程度（中央値は 0.3%）である。また、負債割合のサンプル平均が 73.4%であり、対業種平均比のサンプル平均が 109.0%と業種平均よりは負債割合が高めとなっている。

表 3－1 基本統計量

	N	平均	中央値	標準偏差	最小値	最大値
ln（売却額）	392	7.09	7.13	1.89	0.58	12.04
売却額/時価総額(%)	390	7.68	1.22	36.11	0.00	675.99
売却額/総資産(%)	392	2.26	0.33	13.72	0.00	265.80
売却額/EV(%)	390	3.08	0.46	17.86	0.00	345.13
有利子負債削減額（百万円）	392	30,098	5,695	239,476	-2,200,000	996,316
ln（有利子負債額）	388	11.76	12.00	2.52	0.00	16.00
負債割合(%)	392	73.40	78.00	20.98	13.00	126.00
負債割合対業種平均比(%)	392	109.01	110.28	32.23	18.88	238.57
総資産利益率(ROA)(%)	381	3.53	3.27	4.99	-31.50	51.55
ROA 対業種平均比(%)	365	159.17	80.60	1,390.45	-808.86	26,500.00
成長率(%)	381	4.29	2.00	23.30	-28.60	261.60
成長率対業種平均比(%)	381	101.21	99.77	21.48	69.82	342.71
PER	392	19.24	14.73	91.52	-1,306.10	506.40
PBR	392	3.14	1.30	31.95	-88.36	625.23
ROE(%)	371	-1.65	4.51	41.34	-307.61	298.58
ln（総資産）	392	12.97	13.11	1.97	7.67	16.85
ln（時価総額）	392	11.68	11.74	1.90	6.93	16.56

（注）*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

ROA の水準を対業種平均比で見ると、サンプル平均は 159.2%であるのに対し中央値は 80.2%に過ぎない。成長率対業種平均比はサンプル平均、中央値ともに概ね 100%程度で業種平均並みである。

また、変数間相関係数は次の通りである（表 3－2 参照）。表 3－2 が示す内容は次の通りである。各変数の中には、総資産、売上高など共通の変数を分母、分子に含むことにより相関係数が高い変数も存在する。このため、以後の回帰分析等でこうした変数を同時に用いる際には、多重共線性を回避するため VIF 値が 2 を大幅に超えていないことを確認した。また、最終的には、モデル全体の当てはまりについて F 検定により妥当性を判断した。

表 3－2 説明変数間相関係数表

	ln（売却額）	売却額/時価総額	売却額/総資産	売却額/企業価値	有利子負債増減額	Ln（有利子負債）	売却側負債割合	業種調整済負債割合	ROA	業種調整済ROA	売上高成長率	業種調整済売上高成長率	P E R	P B R	自己資本当期利益率（ROE）	ln（総資産）	ln（時価総額）
ln（売却額）	1	0.524	0.488	0.488	0.146	0.266	0.096	0.164	0.004	-0.083	-0.225	-0.245	-0.001	0.018	-0.042	0.286	0.254
売却額/時価総額	0.231	1	0.848	0.887	0.039	-0.369	0.134	0.214	-0.210	-0.269	-0.213	-0.229	-0.229	-0.222	-0.209	-0.480	-0.652
売却額/総資産	0.188	0.955	1	0.975	-0.202	-0.601	-0.240	-0.040	0.015	-0.110	-0.017	-0.084	-0.051	0.080	-0.142	-0.651	-0.520
売却額/企業価値	0.191	0.963	0.987	1	-0.177	-0.597	-0.198	-0.017	-0.050	-0.152	-0.042	-0.095	-0.068	-0.032	-0.191	-0.633	-0.557
有利子負債増減額	-0.007	0.003	-0.017	-0.016	1	0.401	0.403	0.362	-0.146	-0.064	-0.337	-0.244	-0.180	-0.139	-0.041	0.335	0.086
Ln（有利子負債）	0.258	-0.077	-0.125	-0.119	0.103	1	0.547	0.319	-0.140	-0.055	-0.211	-0.165	-0.037	-0.028	0.081	0.936	0.671
売却側負債割合	0.079	0.066	-0.038	-0.025	0.213	0.622	1	0.671	-0.459	-0.301	-0.358	-0.270	-0.346	0.042	-0.115	0.359	-0.065
業種調整済負債割合	0.139	0.026	-0.057	-0.054	0.164	0.434	0.718	1	-0.263	-0.411	-0.322	-0.304	-0.204	0.009	-0.126	0.174	-0.090
ROA	-0.046	-0.075	-0.034	-0.046	-0.065	-0.170	-0.354	-0.273	1	0.739	0.355	0.215	0.310	0.175	0.548	-0.044	0.232
業種調整済ROA	0.074	0.613	0.641	0.685	-0.012	-0.072	-0.008	-0.049	0.022	1	0.278	0.309	0.244	0.145	0.413	0.021	0.216
売上高成長率	-0.171	-0.034	0.010	0.001	-0.095	-0.243	-0.190	-0.198	0.170	0.003	1	0.841	0.207	0.144	0.284	-0.137	0.069
業種調整済売上高成長率	-0.164	-0.028	0.011	0.009	-0.071	-0.219	-0.163	-0.193	0.148	0.021	0.972	1	0.141	0.118	0.153	-0.080	0.070
P E R	0.020	-0.030	-0.028	-0.026	-0.043	0.070	-0.003	0.014	0.080	-0.032	0.324	0.337	1	0.089	0.285	0.047	0.240
P B R	-0.016	-0.010	0.035	-0.009	-0.013	-0.081	0.052	0.061	-0.110	0.197	-0.005	-0.008	-0.122	1	0.118	-0.048	0.259
自己資本当期利益率（ROE）	-0.016	-0.064	-0.007	-0.027	0.033	0.060	-0.160	-0.146	0.441	-0.002	0.123	0.105	0.095	-0.148	1	0.112	0.187
ln（総資産）	0.266	-0.135	-0.158	-0.153	0.057	0.895	0.354	0.197	0.005	-0.089	-0.221	-0.201	0.057	-0.126	0.113	1	0.822
ln（時価総額）	0.233	-0.186	-0.117	-0.136	-0.133	0.635	-0.049	-0.084	0.184	-0.066	-0.021	-0.023	0.103	-0.011	0.169	0.828	1

注）左下行列はピアソン相関係数、右上行列はスピアマン順位相関係数を示す。

3.4 考察1：ダイベストメント取引の特徴

3.4.1 売買企業比較分析によるダイベストメント取引の特徴

企業のリストラクチャリング行動とそれに対する市場の評価の関係を明らかにするための予備的な分析として、ダイベストメント案件の性格を明らかにするため、ダイベストメントにおける売却企業と買収企業との比較分析を行った（表3－3参照）。その結果、以下のことが明らかとなった。第1に、売却、買収企業双方に関わる共通の業種が多い²⁵。第2に、財務指標を比較した結果、売却企業よりも買収企業の業績の方が好調である。第3に、売買企業の経営改善効果について、Tobin'sQ をもとに比較したところ、両者間に大きな差はみられず救済的な性格が強いとは言えない。第4に、売却企業双方にとっての対象事業との業種の関連性を比較したところ、売却企業よりも買収企業の方が関連性は高いことが確認された。

まず、第1の点について、売却企業、買収企業の業種を分析した結果、業界ごとにどのような戦略（リストラクチャリング重視、拡大戦略重視、事業再構築重視）を求めているかについて共通する特徴が確認できた。

すなわち、売却、買収側どちらの頻度も高い上位10業種のうち、8業種（小売、電気機器、卸売、化学、情報・通信、機械、輸送用機器、食料品）が共通していたのに対し、売却、買収どちらかのみ頻度が高い業種として、売却側では鉄鋼、医薬品、買収側ではサービス、建設が確認された。

この内容の解釈として、売却、買収双方に共通して関係した業種（8業種）は、事業の撤退のみならず、事業内容の見直しによって新たな事業も獲得して事業再構築を積極的に進めた業界であることが明らかとなった。これに対して、鉄鋼、医薬品は売却側だけで多く観察されることから、主として事業の規模の点でダウンサイジングを行ったか多角化の修正によって事業の範囲を見直すリストラクチャリングを実施した業界であることが明らかとなった。これに対し、サービス、建設は買収側だけで多く見られることから積極的に投資を進めた業界であることを示していると考えられる。ただし、売却企業、買収企業双方に共通する8業種の場合でも、必ずしも同一企業が売却、買収の両方の立場で関与しているかまでは確認できていないので、同一企業が行ったとは限らない。このため、業種で共通していても、例えば、ダイベストメントを実施した売却企業は業界下位業種、M&Aを実施した買収企業は業界上位業種という可能性もある。そこで、売却企業、買収企業の主要財務指標を整理して、両者の違いについて比較検討を行った。これが表3－4である。

²⁵売却企業、買収企業両取引主体の特徴を分析するためのデータ取得を可能とするため、双方ともに日本の上場企業を対象とした。

表 3－3 ダイベストメント取引売買企業主要業種

売却企業の主要業種 (金額単位：億円)					買収企業の主要業種 (金額単位：億円)				
業種	案件数	売却額計	構成比	売却額平均	業種	案件数	売却額計	構成比	売却額平均
1 小売	47	4,743	20%	99	1 卸売	52	5,342	22%	103
2 電気機器	45	3,191	13%	71	2 情報・通信	48	3,875	16%	81
3 卸売	67	3,054	13%	46	3 小売	45	2,140	9%	48
4 化学	22	2,361	10%	107	4 電気機器	38	2,133	9%	56
5 鉄鋼	12	2,203	9%	184	5 サービス	29	1,383	6%	48
6 情報・通信	31	1,678	7%	54	6 機械	22	908	4%	41
7 医薬品	10	890	4%	89	7 食料品	22	918	4%	42
8 機械	18	572	2%	32	8 化学	20	728	3%	36
9 輸送用機器	11	565	2%	51	9 建設	18	498	2%	28
10 食料品	22	525	2%	23	10 輸送用機器	10	347	1%	35

表 3－4 から次の点が明らかとなった。まず、①売却企業よりも買収企業の業績が良好である（ROE、ROA、営業利益率、売上高成長率が高い）、さらに、②売却企業よりも買収企業の財務の健全性が高い（自己資本比率が高い）ことが確認された。

また、Shleifer and Vishny (2003) によると、経営改善効果を図る指標として Tobin's Q が妥当であると述べている。そこで、売却企業、買収企業それぞれの Tobin's Q²⁶を比較したが、有意な差は認められなかった。

次に、売却企業、買収企業両取引主体から見た売買対象（資産、事業、会社）との業種の関連性²⁷について分析した（表 3－5 参照）。分析に際しては、情報の制約から売却企業、買収企業の主業（第 1 業種）と売買対象資産の業種と一致するかどうかで関連性の有無を比較したため、分析内容には限界がある。分析の結果、本業との関連性は売却企業で 21.4%、買収企業で 29.3%にとどまり、買収企業が売却企業を上回る結果となったが、両者ともに本業との関連性がない事業の売買を進めた結果が明らかとなった。この分析結果の解釈として、売却企業は本業以外の資産（固定資産、事業、企業など）売却の割合が高く、事業再構築により「選択と集中」を進めているのに対し、買収企業は本業以外の資産買収の割合が高いことから、本業以外の多角化部門を強化している可能性があると考えられる。

²⁶ Tobin's Q は株式市場から見た対象企業の将来の成長性の評価を示し、総資産（時価評価：負債（時価）＋資本（時価））÷総資産（簿価評価）をもとに算出した。

²⁷ 米国の産業分類基準（SIC コード）に基づいている。

表 3－4 売買企業の財務指標の差に関する平均の差比較結果

		売却企業			買収企業			平均の差の検定	
		平均値	正規性の検定 (注2)	有意性	平均値	正規性の検定 (注2)	有意性	Wilcoxon の符号付 順位検定	有意性
時価総額	(百万円)	453,088	0.37	**	353,121	0.36	**	<0.01	***
営業利益率	(%)	3.49	0.67	**	6.15	0.54	**	<0.01	***
資産回転率	(%)	1.17	0.93	**	1.18	0.94	**	0.36	-
売上高成長率	(%)	4.30	0.48	**	13.36	0.43	**	<0.01	***
固定長期適合率	(%)	124.21	0.36	**	84.42	0.56	**	1	-
負債割合	(%)	73.45	0.96	**	59.21	0.97	**	1	-
自己資本比率	(%)	26.01	0.96	**	40.14	0.97	**	<0.01	***
ROA	(%)	3.50	0.72	**	6.22	0.72	**	<0.01	***
ROE	(%)	-2.17	0.64	**	3.66	0.33	**	<0.01	***
TobinsQ		1.23	0.37	**	1.31	0.14	**	1	-

(注1) *は10%有意性、**は5%有意性、***は1%有意性を示す。

(注2) 正規性の検定としてはShapiro-Wilkの適合度検定結果をW値として示した。

(注3) 全サンプルで正規性の前提が満たさなかったためWilcoxonの符号付順位検定を用いた。

表 3－5 業種関連性

	売却企業		買収企業	
	度数	割合	度数	割合
関連あり	83	21.4%	113	29.1%
関連なし	305	78.6%	275	70.9%
合計	388	100.0%	388	100.0%

3.4.2 売却企業の特徴

次に、売買企業間の比較分析では、売却企業よりも買収企業の方が好業績であったことを受けて、売却企業のサンプルの業績がどのような分布になっているかを検証するためにダイベストメント実施企業の財務指標に関する基本統計量を確認した。これが以下の表 3－6 である²⁸。(表 3－6 参照)。

その結果、売却企業は、業界下位企業の割合が高いものの、業界上位企業も含まれており、必ずしも業績悪化に陥った企業だけとは限らないが、売却企業の業種調整済財務指標は、収益性、成長性では平均値、中央値はいずれも 100%を下回り業種平均値よりも劣る水準であった。また、安全性も平均値、中央値ともに 100%を上回り業種平均値よりも劣る水準

²⁸ 業種調整済み財務指標は、対象企業の財務指標÷業界平均の財務指標（日経小分類、日経中分類）により算出した。したがって、成長性、収益性は業界平均より劣る場合には、100%を下回る水準となり、安全性は業界平均よりも劣る場合には 100%を上回る水準となる。

表 3－6 ダイベストメント実施企業の財務指標（基本統計量）

項目	平均	標準偏差	最小値	25%	中央値	75%	最大値	N
業種調整済ROA（売上高営業利益率）								
・日経小分類	89.5%	244.6%	-1322.0%	49.0%	89.0%	114.0%	2100.0%	374
・日経中分類	86.8%	148.4%	-808.9%	46.4%	80.6%	115.5%	1294.7%	364
・日経小分類／中分類	106.4%	86.2%	-900.0%	72.8%	91.4%	116.4%	740.2%	371
成長率（売上高伸び率）								
・日経小分類	99.5%	11.8%	71.3%	94.5%	99.3%	102.5%	223.1%	376
・日経中分類	99.9%	12.4%	69.8%	94.1%	99.7%	103.9%	218.5%	379
・日経小分類／中分類	100.5%	5.3%	81.2%	98.1%	99.9%	102.4%	145.9%	385
負債割合（負債／（負債＋資本））								
・日経小分類	110.8%	29.9%	27.4%	96.1%	106.6%	121.7%	273.5%	392
・日経中分類	109.0%	32.2%	18.9%	93.1%	110.3%	126.9%	238.6%	392
・日経小分類／中分類	99.2%	20.2%	36.4%	89.1%	103.9%	108.8%	148.7%	392

である。したがって、売却企業サンプルの特徴は、統計上は財務悪化企業の割合が高い傾向がある。しかし、全サンプル中には、業種調整済財務指標が業界平均値を上回るサンプルも多く含まれている。

また、ダイベストメント実施企業の業績について、対象企業が属する業界（日経小分類）自体の業績が低迷している産業要因によるものかどうかの確認を行うため、成長性、収益性、安全性の各指標について、日経小分類平均値÷日経中分類平均値を算出した。その結果は表が示す通り、産業要因も認められるものの、その程度は軽微であることが確認された。

3.5 考察 2：ダイベストメント公表に対する市場の評価

本論文でのイベント・スタディの方法について以下に考え方を示す。イベント・スタディは、イベント（本論文ではダイベストメント取引実施の公告）に対して資本市場（株価）にどのように影響したかをイベント前後の一定期間において測定することが目的である。具体的には、イベントによって発生すると予想される超過収益率の測定を行い、統計的に有意であるか否かを確認する。超過収益率（AR: Abnormal Return）は、実際の収益率と正常な収益率との差であり、銘柄毎に求める。ちなみに、正常な収益率は、マーケット・モデルによって正常に獲得できたであろう収益率を算出したものである。以下にイベント・スタディの方法を整理する。なお、本論文におけるイベント・スタディは、基本的に John.Y.Campbell et al.（2003）を参考にしている。

① 対象となるデータ：

- ・ダイベストメント案件データ；Bloomberg のM&A検索データ
- ・各企業の株価；AMSUS の配当調整済み株価
- ・TOPIX；AMSUS の配当調整済みデータ

② 推定ウィンドウ：

- ・ イベント・ウィンドウ以前の 120 日間（-145 日～-25 日）
- ・ 正常リターンは、推定ウィンドウにおいて銘柄 i の収益率に TOPIX の収益率を回帰させて求めた α 、 β を使って求める（後述）

③ イベント・ウィンドウ：（観測期間）

- ・ イベント日（0 日）の ± 25 日
- ・ ただしイベント日が営業日でない場合、翌営業日をイベント日とした。

④ 超過収益率（AR）の導出：

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha + \beta R_{topix,t} + \varepsilon_{i,t}) \dots (\text{市場モデル})$$

$AR_{i,t}$: 銘柄 i の t 時点における超過収益率

$R_{i,t}$: 銘柄 i の t 時点における収益率

α, β : 銘柄 i の t 時点の収益率に Topix の t 時点の収益率を回帰させたときの推計値

$\varepsilon_{i,t}$: 誤差項 　ただ $Li.d \sim N(0, \sigma^2)$ と仮定する

$R_{Topix,t}$: Topix の t 時点における収益率

・ 以上をもとに、証券 i の t 日における（配当込み）日次原収益率から正常収益率を差し引いて超過収益率を求める。

⑤ 平均超過収益率の算出：売手、買手ともに算出

- ・ t 時点（日次）毎に全銘柄の超過収益率の平均を求める

$$\bullet AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

・ なお、売手、買手両方の全取引についても時価総額での加重平均によって算出した。

⑥ 累積平均超過収益率の算出：売手、買手ともに算出

・ t 時点（日次）における全銘柄の超過収益率の平均をイベント・ウィンドウ $\pm T$ 日で合算する。

$$\bullet CAAR_i = \sum_{t=-T}^T \left(\sum_{i=1}^N AAR_{i,t} \right)$$

・ AAR と同様に、CAAR についても売手、買手両方の全取引を時価総額での加重平均により算出した。

⑦ 統計的有意性の確認

・以上により求めた AAR、CAAR に対して、もし何もイベントがないかあるいはイベントはあっても株式市場への影響がなければ AAR、CAAR とも期待値はゼロであることから、帰無仮説：「AAR=0」を、対立仮説 に対して検証した（両側 t 検定）。CAAR についても同様の方法で検証した。

・ここでの t 検定は、母集団の分布は正規分布 と仮定すると、母集団の分散 が未知であ

り、その推定値として を用いるとき、統計量 $t = \frac{\bar{x} - u}{\hat{\sigma} / \sqrt{n}}$ が自由度 $n-1$ の t 分布に従うとい

う性質を用いた平均値の t 検定を行った。

・具体的には、以下の通り。

・ AAR の場合： $t = \frac{AAR_t - 0}{\hat{\sigma}_t / \sqrt{n}}$ ただし $n=392$

・ CAAR の場合： $t = \frac{CAAR_t - 0}{\hat{\sigma} / \sqrt{n}}$ ただしイベント・ウィンドウを $\pm T$ 日

と設定したと仮定して $n=392 \times (2T+1)$

3.5.1 市場の評価結果

イベント・スタディによる分析の結果は表 3-7、3-8 の通りとなった。超過収益率でみた公表日当日の市場の反応は、売却企業、買収企業ともに有意にプラスの評価が得られた。

また、売却企業と買収企業の市場の評価を比較すると、公表日直近では買収企業（公表日：0.74%（1%有意）、公表日±1 日：1.72%（1%有意））が売却企業（公表日：0.53%（10%有意）、公表日±1 日：0.74%（10%有意））を上回った（図 3-1 参照、表 3-8 参照）。

3.5.2 株式市場の評価結果に関する要因分析

以上の評価結果を M&A 取引と比較すると次の特徴がある。まず、M&A 取引の場合、買収企業は買収対象企業（本取引の売却企業に該当）に対し買収プレミアムを上乗せした取得価格を支払うことから、一般的に市場の評価は、買収企業よりも買収対象企業が上回るとされている。これに対し、ダイベストメントの評価は全く逆の結果となっている。この要因として考えられる点は以下の 3 点である。

第 1 に、売却企業のリストラクチャリングのタイミングの遅れ（ダイベストメントのタイミングが遅く、価値を棄損した状態で売却した）、第 2 に、売却企業にとってリストラクチャリング計画そのものが負の評価を受けた（負のシナジーの大きさなど）、第 3 に、情報の非対称性によるエージェンシー問題によって負の評価を受けた。

表3-7 ダイベストメントの取引公表日の株式市場の反応

(単位：%)

取引日	売却企業		買収企業	
	AAR	CAR	AAR	CAR
-25	0.06 -	0.06 -	0.20 -	0.20 -
-24	0.13 -	0.19 -	-0.28 *	-0.08 -
-23	-0.01 -	0.18 -	-0.29 *	-0.37 -
-22	0.18 -	0.36 -	-0.13 -	-0.51 -
-21	0.06 -	0.42 -	0.08 -	-0.42 -
-20	-0.27 *	0.14 -	-0.10 -	-0.53 -
-19	0.11 -	0.26 -	0.07 -	-0.46 -
-18	-0.22 -	0.04 -	0.05 -	-0.41 -
-17	-0.26 -	-0.22 -	-0.02 -	-0.42 -
-16	-0.02 -	-0.24 -	0.06 -	-0.37 -
-15	0.22 -	-0.03 -	-0.15 -	-0.52 -
-14	0.16 -	0.14 -	-0.05 -	-0.57 -
-13	-0.38 **	-0.25 -	-0.12 -	-0.69 -
-12	0.11 -	-0.14 -	-0.08 -	-0.77 -
-11	0.15 -	0.01 -	-0.11 -	-0.88 -
-10	-0.01 -	0.01 -	-0.13 -	-1.01 -
-9	0.61 *	0.61 -	0.07 -	-0.93 -
-8	0.27 -	0.89 -	0.02 -	-0.92 -
-7	-0.14 -	0.74 -	0.27 *	-0.65 -
-6	0.10 -	0.84 -	-0.18 -	-0.83 -
-5	-0.14 -	0.70 -	0.04 -	-0.79 -
-4	0.13 -	0.83 -	-0.21 -	-1.00 -
-3	-0.05 -	0.79 -	-0.24 *	-1.23 -
-2	0.19 -	0.98 -	0.01 -	-1.22 -
-1	0.17 -	1.15 -	0.10 -	-1.12 -
0	0.53 *	1.68 *	0.74 ***	-0.38 -
1	0.04 -	1.72 *	0.88 ***	0.50 -
2	-0.34 *	1.38 -	-0.21 -	0.29 -
3	-0.10 -	1.28 -	-0.04 -	0.25 -
4	0.21 -	1.49 -	0.07 -	0.32 -
5	-0.01 -	1.49 -	-0.17 -	0.15 -
6	0.38 *	1.87 *	0.23 -	0.38 -
7	0.00 -	1.86 *	-0.14 -	0.24 -
8	0.09 -	1.95 *	-0.07 -	0.17 -
9	0.24 -	2.20 *	-0.38 **	-0.21 -
10	0.01 -	2.21 *	-0.09 -	-0.30 -
11	-0.24 -	1.96 *	0.13 -	-0.17 -
12	0.21 -	2.17 *	0.16 -	-0.01 -
13	0.22 -	2.40 **	0.14 -	0.13 -
14	0.29 *	2.69 **	-0.16 -	-0.03 -
15	0.06 -	2.75 **	-0.19 -	-0.22 -
16	-0.12 -	2.63 **	-0.22 -	-0.44 -
17	-0.12 -	2.50 **	0.12 -	-0.32 -
18	-0.01 -	2.49 **	0.21 -	-0.11 -
19	0.03 -	2.52 *	-0.19 -	-0.30 -
20	0.17 -	2.69 **	-0.11 -	-0.42 -
21	0.06 -	2.75 **	-0.01 -	-0.42 -
22	-0.23 -	2.52 *	-0.25 *	-0.67 -
23	0.18 -	2.70 **	0.15 -	-0.52 -
24	-0.19 -	2.51 *	0.31 -	-0.20 -
25	0.12 -	2.63 *	0.15 -	-0.05 -

(注) 0日は取引公表日を示す。

*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

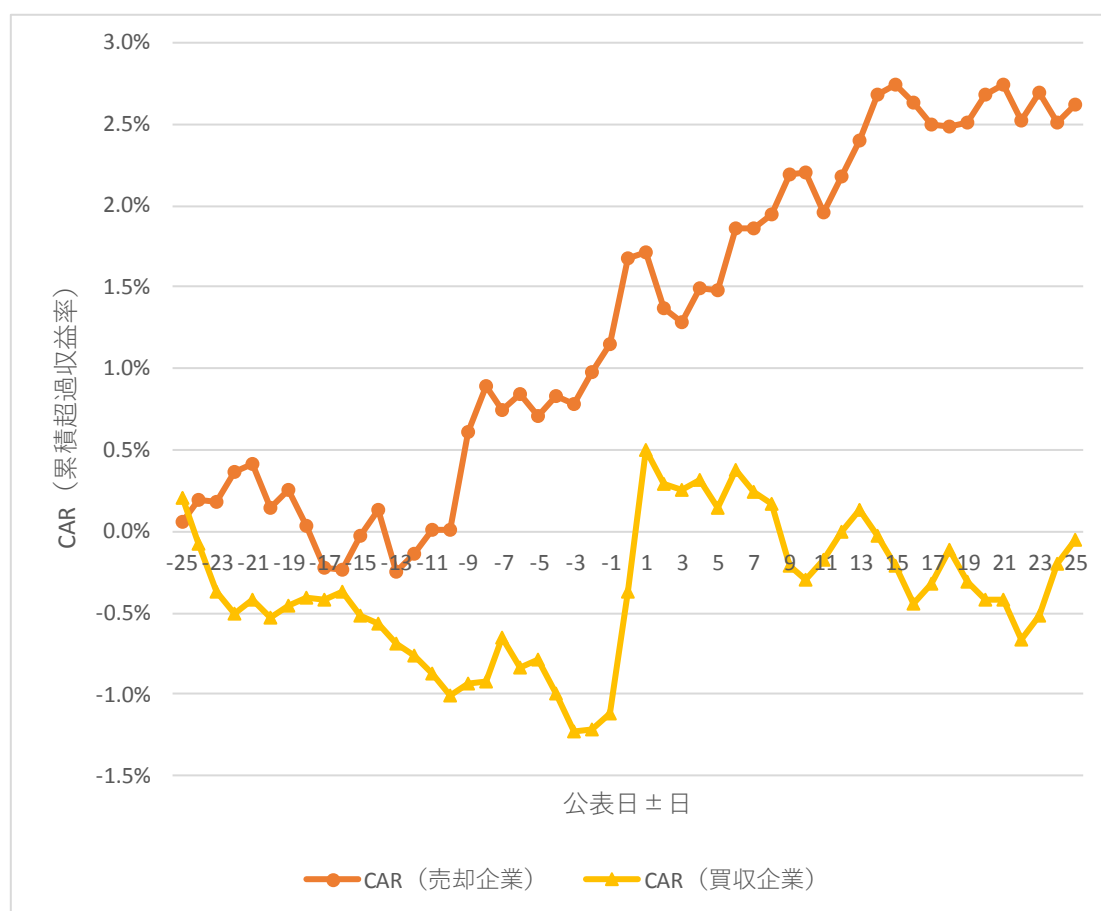


図 3-1 ダイベストメント公表前後の CAR の推移 (−25 日〜+25 日)

表 3-8 ダイベストメント公表日周辺の CAR

(単位: %)

分析期間	売却企業	買収企業
−1日〜+1日	0.74 *	1.72 ***
−3日〜+3日	0.45 -	1.25 **
−5日〜+5日	0.65 -	0.97 -
−10日〜+10日	2.19 **	0.58 -
−15日〜+15日	2.99 **	0.18 -
0日〜+15日	1.06 *	0.82 -
0日〜+1日	0.57 -	1.62 ***

3.5.3 市場評価分析

次に、(1) の検証結果（企業のダイベストメント行動に対して、市場が有意にプラスの評価を行った。）に対して、資金調達仮説の視点から見た解釈を整理する。

資金調達仮説では、ダイベストメント行動に対する市場の評価として、対象企業の負債の大小、負債削減の有無、固定資産削減の有無で異なるとされる。そこで、まず、全サンプル（392 件）を、負債の大きさ、負債削減の有無、固定資産の増減の 3 つの観点から各々 2 グループに分類し、それを 4 つのマトリクスにして市場評価の比較を行うことにより、どのような要素が重なった場合に最も市場評価に影響するのかを整理して予備的な分析を実施した（表 3－9 参照）。

まず、負債の大きさと負債削減との関係について分析した（表 3－9 ①参照）。この結果、負債の大きい企業が負債削減を行った場合の市場評価が最も高く、負債の小さい企業が負債削減を行った場合や、負債の小さい企業が負債削減を行わない場合よりも高い（10%有意）ことを確認した。

次に、負債の大きさと固定資産の変化との関係について分析した（表 3－9 ②参照）。この結果、負債の大きい企業が固定資産を減少させた場合の市場評価が最も高く固定資産を増加させた場合の市場評価との差が顕著であった（1%有意）。

さらに、負債と固定資産の変化との関係について分析した（表 3－9 ③参照）。この結果、負債削減を行い、かつ固定資産を減少させた企業に対する市場評価が最も高く、固定資産を増加させた場合の市場評価との差が顕著であった（5%有意）。一方、負債削減の有無の違いだけでは市場評価の有意な差は認められなかった。

以上の予備的な結果から、負債の大きさ、固定資産の削減、負債の削減といった要素が含まれる場合、ダイベストメント公表に対する市場の評価はプラスになる場合が多いことが明らかとなった。そこで、次に、企業財務に関する様々な指標をコントロールしたうえで、市場評価モデルを用いた重回帰分析により、仮説 3－2、3－4 の検証を行う。

表 3-9 負債の大きさ、負債削減、固定資産増加の別による市場評価（CAR）比較

①負債の大きさ×負債削減の有無別 CAR比較

	負債削減あり	負債削減なし	小計	t 値	
負債大	(a)N=157 4.17%	(b)N= 39 1.08%	(a+b) 3.56%	(a⇔b) 1.18(-)	
負債小	(c)N=124 0.89%	(d)N= 72 0.73%	(c+d) 0.83%	(c⇔d) 0.07(-)	
小計	(a+c) 2.74%	(b+d) 0.84%	(a~d) 2.19%	(a+c)⇔(b+d) 1.16(-)	
t 値	(b⇔c) 0.07(-)	(a⇔c) 1.88(*)	(b⇔d) 0.12(-)	(a+b)⇔(c+d) 1.85(*)	(a⇔d) 1.66(*)

②負債の大きさ×固定資産増加の有無別 CAR比較

	固定資産増加	固定資産減少	小計	t 値	
負債大	(a)N=59 -1.18%	(b)N= 137 5.47%	(a+b) 3.56%	(a⇔b) -2.96(***)	
負債小	(c)N=102 0.76%	(d)N= 94 1.10%	(c+d) 0.83%	(c⇔d) -0.16(-)	
小計	(a+c) -0.06%	(b+d) 3.71%	(a~d) 2.19%	(a+c)⇔(b+d) -2.52(**)	
t 値	(b⇔c) 2.50(**)	(a⇔c) -0.82(-)	(b⇔d) 2.64(**)	(a+b)⇔(c+d) 1.85(*)	(a⇔d) -0.95(-)

③負債削減の別×固定資産増加の有無別 CAR比較

	固定資産増加	固定資産減少	小計	t 値	
負債削減あり	(a)N=80 -0.40%	(b)N= 205 3.92%	(a+b) 2.74%	(a⇔b) 2.26(**)	
負債削減なし	(c)N=80 0.17%	(d)N= 27 2.26%	(c+d) 0.84%	(c⇔d) 0.66(-)	
小計	(a+c) -0.06%	(b+d) 3.71%	(a~d) 2.19%	(a+c)⇔(b+d) -2.52(**)	
t 値	(b⇔c)	(a⇔c)	(b⇔d)	(a+b)⇔(c+d)	(a⇔d)
	-1.88(*)	0.35(-)	-0.56(-)	1.16(-)	0.92(-)

(注1) *は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

(注2) 表中の負債大・小は、負債割合（負債÷（負債＋資本））を中央値で2グループ化したサブサンプルをもとに分析した。

(注3) 負債削減あり・なし、固定資産増加・減少は、いずれもダイベストメントが実施された前期末決算数値と当年度決算期末とを比較した。

表 3－10 負債割合 4 グループ別に見た資産売却規模

各代理変数	各グループ 負債割合(%)	1	2	3	1+2+	4	有意性	有意性
		N=98	N=98	N=98	3	N=98	1+2+3 と 4	1 と 4
ln（売却額）	N=391	6.82	6.97	7.17	6.98	7.37	*	**
売却額/時価総額(%)	N=389	3.98	4.47	5.64	4.70	9.67	***	***
売却額/総資産(%)	N=391	2.51	1.87	0.85	1.75	1.09	*	***
売却額/EV	N=389	3.01	2.89	1.21	2.37	1.69	-	**
負債割合対業種平均比(%)	N=391	76.32	109.51	118.29	101.28	131.96	***	***

(注1) *は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

(注2) 本表では、全392サンプルについて、負債割合が高いサンプルから4分割したサブサンプルを用いて分析した。

(注3) 負債割合の分布（以下参照）は、ほぼ標準的で左右対称であるが、歪度が示す通り右に凸の傾向がある。

平均（73.40%）、中央値（78.00%）、標準偏差（20.98%）、最小値（13.00%）、最大値（126.00%）、分散（0.044）、歪度（-0.676）、尖度（0.091）

3.6 考察 3：ダイベストメント行動に関する分析

仮説 3－3 について、企業のダイベストメント行動のメカニズムを明らかにするため、まず、予備的な分析として、全サンプル（392）を負債割合（有利子負債/総資本）の大きさによって 4 グループに分類し、グループ別にダイベストメントの大きさ（平均値）を比較した（表 3－10 参照）。

次に、予備的な分析結果を踏まえて、負債の大きさ、ダイベストメントの大きさ、負債削減、固定資産削減など企業行動や企業の財務指標をコントロールしたうえで、ダイベストメント行動を総合的に分析するため、重回帰分析を実施した（表 3－11 参照）。

まず表 3－10 の予備的な分析では、ダイベストメントの大きさを示す代理変数には、ダイベストメントそのものの大きさを示す変数として ln(売却額)を、ダイベストメント割合の大きさを示す変数として売却額÷時価総額、売却額÷総資産、売却額÷EV（Enterprise Value：企業価値）を用いた。

分析の結果、ダイベストメントの大きさを示す各変数は、負債割合が大きいほど大きくなる変数（ln（売却額）、売却額÷時価総額）と負債割合が小さいほど小さくなる変数（売却額÷総資産、売却額÷EV）に分かれる結果となった。各グループのダイベストメントの大きさを示す代理変数の平均値は、グループ 4 とグループ 1、グループ 4 とグループ

（1+2+3）とで有意に異なる結果となった。以上の分析から、ダイベストメントの大きさを示す代理変数、ln（売却額）、売却額÷時価総額は資金調達仮説と整合的である一方、売却額÷総資産、売却額÷EV は資金調達仮説と異なる結果を示した。この要因は、ダイベストメントの割合の大きさを示す代理変数（売却額÷総資産や売却額÷EV）の分母である総資産や EV（企業価値）には負債の大きさが含まれることで、負債が大きいと変数が小さくためであると考えられる。このため、負債の大きさとダイベストメントの大きさの関係の分析に用いる変数には適切ではないと推定される。そこで、企業のダイベストメント行

動モデルの検証では、ダイベストメントの大きさを示す代理変数には $\ln$ （売却額）、売却額÷時価総額のみを用いて分析する（売却額÷総資産は参考とした）。

次に、表 3－11 で企業行動モデルを用いた検証を行った。

表 3－1 1 資産売却に対する回帰分析結果

被説明変数：	ln（売却額）						売却額÷時価総額						売却額÷総資産（参考）		
	Model1			Model2			Model3			Model4			Model5		
変数	推定値	t値	有意性	推定値	t値	有意性	推定値	t値	有意性	推定値	t値	有意性	推定値	t値	有意性
切片	6.9542	8.74	***	4.8119	6.65	***	0.1990	5.76	***	0.2225	6.5	***	0.0273	3.26	***
<負債の大きさ>															
Ln（有利子負債）	0.1150	2.61	***				-0.0095	-4.07	***	-0.0093	-3.96	***			
負債割合				-0.6456	-1.16	-							-0.0389	-4.46	***
<負債削減・固定資産削減の大きさ>															
有利子負債増減額/総資産							0.1086	1.92	*				0.0339	2.03	**
有利子負債増加率										0.0007	1.52	--			
有利子負債削減額	0.0000	2.42	**	0.0000	2.29	**									
固定資産増加率							-0.0220	-1.42	--	-0.0433	-2.93	***	0.0196	4.47	***
<コントロール変数>															
総資産事業利益率（ROA）（％）				-0.0110	-0.49	-	-0.0033	-2.65	***	-0.0040	-2.82	***	-0.0012	-3.23	***
ROA 対業種平均比（中分類）	0.0011	0.16	-												
売上高伸び率（％）				-0.0102	-2.28	**	0.0000	-0.05	--	-0.0003	-0.98	--	0.0000	0.26	--
成長率 対業種平均比（中分類）															
P E R	0.0022	1.27	-	0.0010	0.91	-	0.0000	-0.48	--	-0.0001	-0.65	--	0.0000	-0.06	--
P B R	0.0424	1.17	-	0.0008	0.28	-	-0.0002	-1.23	--	-0.0002	-1.41	--	0.0002	3.69	***
自己資本当期利益率（ROE）	0.0004	0.16	-	-0.0013	-0.5	-	0.0001	0.55	--	0.0001	0.71	--	0.0001	1.84	*
adj.R2	6.53%			7.58%			6.80%			6.44%			11.96%		
N	340			363			362			362			367		
F 値	4.38	***		4.71	***		4.29	***		4.10	***		7.21	***	

（注）*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

表 3－1 1 の分析の結果、次の点を確認した。

第 1 に、対象企業の負債の大きさとダイベストメントの関係については、式 1 では負債額が大きいほどダイベストメント額が大きくなる（1%有意）のに対し、式 3、4、5 では負債割合（式 3）や負債額（式 4、5）が小さいほどダイベストメントの割合が大きい（1%有意）という異なる結果を示した。

また、第 2 に、負債削減の大きさとダイベストメントの大きさの関係をみると、式 1、2 では有利子負債の削減額の符号は＋であることから、有利子負債削減額が大きいほどダイベストメント額も大きく（式 1、2 とも 5%有意）なった。また、式 3 では、総資産に占める有利子負債削減額の割合が高いほど、ダイベストメント割合も高くなる結果が得られた（式 3 は 10%有意）。

さらに、第 3 に、固定資産削減の大きさとダイベストメントの大きさの関係をみると、固定資産増加率の符号はマイナスであり、固定資産を削減するほどダイベストメント割合が大きくなる（式 4 は 5%有意）結果を示した。以上の結果、ダイベストメントとの関係性については、負債の大きさについては式により異なる結果を示した一方、負債削減については 4 つの式いずれも負債削減が大きいほどダイベストメントを行うことが示されたほか、固定資産削減についても、固定資産の削減が大きいほどダイベストメントが大きいことが確認できた。

なお、成長性、収益性・効率性を用いたコントロール変数については、ROA が 3 つの式（式 2～4）において符号がマイナスとなっており、収益性・効率性が低いほどダイベストメントが大きくなる傾向にある（式 3、式 4 は 1%有意）ほか、成長性についても符号がマイナスであり、成長性が低いほどダイベストメントが大きくなる傾向を確認できた（式 2 は 5%有意）。以上の結果から、企業のダイベストメント行動は、負債削減や固定資産削減が大きいほどダイベストメントも大きくなることが有意に示されたのに対して、負債の大きさ、固定資産削減との関係では、有意な結果は得られなかった。

本論文で対象としたサンプルの企業のリストラクチャリング事例を見ると、財務の安全性、収益性や成長性の低さに直面し、その対応策として、ROA 改善目標などを示したリストラクチャリング策が提示される事例が多く見受けられた。こうした事例と比較して、この検証結果を見ると、対象企業が財務の収益性・効率性の低さを改善するためにリストラクチャリングを実施し、その手段として負債削減と固定資産の削減を行う過程でダイベストメント行動につながったことは確認できたが、負債そのものの大きさとの直接の関係は検証されなかった。

3.7 考察 4：ダイベストメント行動に対する市場評価に関する分析（資金調達仮説の検証）

最後に、企業のダイベストメント行動に対する市場の評価を資金調達仮説に基づき検証するためモデル 1 による分析を行った。この結果が表 3－1 2 である。

表 3－1 2 市場評価に対する回帰分析結果

被説明変数：CAR ± 10	Model1			Model2			Model3			Model4		
変数	推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値	
切片	-0.0180	-0.35	-	0.0154	0.27	-	-0.0395	-1.6	-	-0.0610	-1.46	-
Ln（有利子負債）				0.0020	0.68	-						
負債割合							0.0741	2.3	**			
負債割合対業種平均比	0.0459	2.13	**							0.0444	2.14	**
ln（売却額）	-0.0068	-1.88	*	-0.0068	-1.82	*						
売却額/時価総額							-0.0093	-0.53	-	-0.0084	-0.47	-
有利子負債増減額	0.0000	1.67	*	0.0000	1.93	*	0.0000	1.68	*	0.0000	1.78	*
成長率							0.0002	0.77	-			
成長率対業種平均比	0.0321	1.01	-	0.0256	0.79	-				0.0279	0.91	-
adj.R2	2.14%			1.11%			1.62%			1.45%		
N	380			377			378			378		
F値	3.07**			2.06*			2.55**			2.39*		

（注）*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

分析の結果、負債の大きさについては、結果式1、2とも符号がプラスとなり、負債が大きいほど市場評価は高いことを示した（式1のみ5%有意）のに対し、式3、4では符号がマイナス（式4のみ5%有意）と異なる結果を示したのに対し、式3、4では符号がマイナス（式4のみ5%有意）と異なる結果を示した。とりわけ、式4ではln有利子負債の符号はマイナスとなる一方、負債割合対業種平均比ではプラス（ともに5%有意）と符合が異なる結果となった。また、ダイベストメントの大きさについては、結果式1～3いずれの符号もマイナスであり、ダイベストメントの大きさそのものは市場からむしろマイナスの評価を受けるという結果となった（式1、2で10%有意）。

さらに負債削減の大きさについては、結果式1～4いずれにおいても有利子負債削減額の符号がプラスであることから有利子負債の削減が大きいほど市場はプラスに評価することが確認できた（式1、2は10%有意、式3は5%有意）。固定資産削減については、結果式1、2いずれも符号がマイナスであり、固定資産を削減するほど市場がプラスに評価することが確認できた（式3、4ともに1%有意）。

以上の結果を整理すると、負債の大きさについて、負債が大きいほど市場が評価するという資金調達仮説は式1、4で検証された。しかし、式4では仮説と反対の結果となった。一方、ダイベストメントの大きさについては、むしろ、ダイベストメントが小さいほど市場が評価する結果となった。有利子負債削減額は、4つのモデル全てにおいて符号がプラスを示すことが有意に確認でき、有利子負債額の削減が大きいほど市場評価が高いことを示しており、負債削減が大きいダイベストメントほど市場から高い評価を受けるとする仮説3－4の妥当性が検証された。また、固定負債が削減されるほど市場が高く評価することが式3、4で検証された。

以上の分析結果から、市場は企業が行うリストラクチャリングに対し、負債削減を行う財務のリストラクチャリングの大きさを評価すること、資産のリストラクチャリングの大きさそのものも評価する点で、資金調達仮説を支持する結論が得られた。

3.6 第3章のまとめ

本章では、リストラクチャリングについて、資金調達仮説の妥当性の検証を通して、企業行動、市場評価という2つの視点から、資産リストラクチャリングの代表的な手法であるダイベストメントを分析した。

実証分析の結果、企業の資産リストラクチャリング行動を示すダイベストメントの大きさは、負債そのものの大きさよりも、負債削減額の大きさ（財務リストラクチャリング）や固定資産削減の大きさ（資産のリストラクチャリング）と統計的にプラスの有意な関係があるとの結論が得られた。これに対して、企業のダイベストメント行動に対する市場評価についても、負債の大きさやダイベストメントの大きさよりも負債削減額の大きさや固定資産削減の大きさ等のリストラクチャリングと統計的に有意な関係があることが確認された。

これらの検証結果は、ダイベストメントを巡る企業のリストラクチャリング行動と市場の評価との関係が、負債の大きさやダイベストメントの大きさよりも、負債削減や固定負債の削減といったリストラクチャリングの結果を重視している点で共通している可能性があることを示している。また、これらの分析結果は、先行研究の資金調達仮説と整合的であることを確認した。

以上の分析結果から、企業のダイベストメントに関する企業行動とその市場評価の関係性をまとめると、第1に、資産と財務のリストラクチャリングを一体として実施した場合には市場からの評価を得られること、第2に、企業が資産のみのリストラクチャリングを通じて経営効率を向上させることで企業価値を高めようとしても、リストラクチャリング行動が財務リストラクチャリングと一体でない場合には市場からの評価は得られないという点で、企業行動と市場評価に大きな乖離が生じる可能性があることが明らかとなった。

本章の分析結果を踏まえた課題は、企業の戦略的ダイベストメント行動が、企業のガバナンス構造、財務構造など、基本的な企業のリストラクチャリング行動の背景にあるメカニズムとどのような関係にあるのかについて十分明らかにしていない点にある。こうした点については、次章（第4章）において明らかにすることとしたい。

第4章 企業のリストラクチャリングとガバナンスとの関係性について

4.1 本章の概要

本章では、日本におけるガバナンス構造の大きな変化が企業のリストラクチャリングにどのような影響を及ぼしたのかを検証するために、企業のリストラクチャリングとガバナンスとの関係性について分析した。日本企業のガバナンス構造は、バブル崩壊以降の失われた20年を経て大きく変容した。企業は、バブル崩壊によってバランスシートが大きく毀損したが、金融危機によって金融システム自体が機能不全に陥ったため、従来のようなメインバンク主導による企業再編等の救済手段に頼れなくなり、自らリストラクチャリングを行う必要に迫られた。また、ガバナンス構造も、従来の安定株主としての株式相互持合やメインバンク・システムが大きく変化するとともに、外国人株主の割合が急速に高まった結果、企業の経営目的では企業価値を高めることが極めて重要になった。

その結果以下の点が明らかとなった。第1に、ダイベストメント公表企業のガバナンス構造を国内企業全体のガバナンス構造と比較した結果、安定株主によるガバナンス構造を持ち、金融機関株主の保有比率が高く外国人株主の保有比率が低いというように、むしろ伝統的なガバナンス構造となっていた、第2に、ダイベストメント実施企業のガバナンス構造も他の大企業と同様に、金融機関株主の保有比率が低下する一方で外国人株主の保有比率が上昇するといった変化が進む過程でダイベストメントが実施されている、第3に、ダイベストメント実施企業の財務構造の違いに応じてガバナンス構造には違いが見られ、負債割合が低い場合のダイベストメント実施企業ほどが安定株主（10大株主）の保有割合が高いのに対し、負債割合が高い場合のダイベストメント実施企業ほど金融機関株主の保有割合が高い、第4に、安定株主の保有比率が高く金融機関の株主保有比率が低いガバナンス構造を持つほどダイベストメント行動が進む、第5に、全有利子負債に占めるメインバンクの貸出割合のプレゼンスが低い一方で、主要取引金融機関間におけるメインバンクの貸出割合は高い場合にはダイベストメント行動が進む、といったことが確認できた。

この結果、リストラクチャリングを進めた企業は、通説と異なり、外国人株主主導のような新たなガバナンス構造を持つ企業よりも、安定株主に支えられてメインバンク・システムが堅固な伝統的なガバナンス構造を持つ企業であったということが明らかとなった。

4.2 先行研究

本章の目的である、ガバナンス構造が企業のリストラクチャリングに対してどのような影響を及ぼすのかを検証するため、ガバナンス構造と企業のリストラクチャリングとの関係性に関する先行研究を整理する。日本企業は、バブル崩壊以降、1997年に発生した金融危機が大きな契機となってガバナンス構造についても大きな変化が見られた。その大きな変化の特徴は、これまでの日本企業を支える仕組みとして、最も象徴的であったメインバンク制と株式持ち合い制度が大きく変化したことにある。すなわち、株主構成では、従来の安定株主（銀行や同じ財閥系の事業会社など）の株主保有割合が低下する一方で、外国人株主

の株主保有割合が上昇した。また、メインバンクは、不良債権処理問題の発生によって、メインバンク機能が低下することとなった。しかし、宮島（2009）が、多様化した企業統治構造をハイブリッド型企业、伝統的企業に分類したように、日本企業のガバナンス構造は、各企業間、各産業間で様ではない。また、企業がリストラクチャリングを行う事情も様々である。そこで、ここでは、企業のガバナンス構造とリストラクチャリングに関する論点を以下の通り整理した。

第1に、まず、株主構成の変化によって日本企業のガバナンス構造の主体がどう変化したのかについて先行研究を整理する。宮島・新田（2011）によれば、日本企業のガバナンス構造はメインバンクと株式持ち合いに支えられた「状態依存型ガバナンス」から、機関投資家を始めとする株式市場のモニタリング機能に依拠したものへシフトした。また、宮島・保田（2015）も、かつてのメインバンクに代わり機関投資家が経営の規律の中心となったと述べた。

第2に、リストラクチャリング企業におけるガバナンス構造の主体は機関投資家、メインバンクのどちらであったかについて先行研究を整理する。先行研究の多くは、日本企業全体ではガバナンス構造の主体が機関投資家へ交代したとしている。しかし、宮島・保田（2015）によれば、海外機関投資家は銘柄選択上の大きな偏り（ホームバイアス）があり、株主構成の変化が均等ではなく、また、リストラクチャリング企業ほど情報の非対称性の問題が大きいと指摘した。

これは、リストラクチャリング企業の場合は他の日本企業と異なり、海外投資家の割合が少ないか、もしくは十分な情報がない中でモニタリング機能を発揮できていない可能性があることを示唆している。実際に、第2章で整理したサンプル企業の外国人株主の割合は、東証上場企業の平均よりも低い水準であった。このため、先行研究での実証結果も様々である。Kang and Shivdasani（1997）は、1980年代後半のデータを用いた実証分析結果から、メインバンクによる株式保有比率が高い企業ほど、積極的なリストラクチャリング（企業規模の縮小、雇用の削減、外部取締役の解雇など）を実施しており、メインバンクの役割が大きいことを示した。

一方、広田・宮島（2001）は、経営介入という点から銀行のガバナンスを分析した結果、銀行による経営介入が企業の規律付けに役割を果たしていたのは1980年代までで、1990年代以降は役割が不明確になったと述べている。これらの先行研究結果に対し、石崎（2016）は、リストラクチャリングを進めた企業は外国人株主主導の企業よりも、安定株主主導で、メインバンクが堅固な伝統的ガバナンス構造を持つ企業であったことを実証した。

第3に、日本企業のガバナンス構造の変化を踏まえて、改めてメインバンクの役割について先行研究を整理する。

これまでの先行研究を見ると、1990年代末までの日本のメインバンクを中心とするガバナンスシステムでは、メインバンクは顧客企業の業績が好調な時は経営に干渉しない一方、顧客企業の業績が悪化すると監視を強めて業況の改善策を示したり現経営陣の経営責任を

追及したりして必要に応じて新たに経営権を掌握することで再建計画を策定したり、追加融資や債権カットなどの金融支援策を提示してきた。このように企業の状態に応じてガバナンスが発揮される仕組みを Aoki (1994) は状態依存型ガバナンスと呼んだ。これに関連する先行研究では、Kang and Shivdasani (1997) は、1980 年代後半の東証 1 部上場企業を対象にメインバンクの役割を分析した結果、メインバンクによる株式保有比率が高いほどリストラクチャリング（資産売却、雇用の削減、外部取締役の解雇）を進めており、その役割が大きいと述べている（宮島 (2011)）。しかしながら、1997 年の金融危機の発生以降、メインバンク以外の銀行は借手企業が経営難に陥る可能性が高まると速やかにその資金を企業から引き上げるようになった。こうした状況はメイン寄せ とも呼ばれ、メインバンクの負担を一層高める結果となっているとされる。小佐野・堀 (2011) は、「メイン寄せ」が生じた企業でメインバンクがどのような形で追加的融資を行っているかを実証的に分析した結果、業績の悪化した企業で「メイン寄せ」が生じたことにより、メインバンクがそれらの企業に対して非効率な戦略に基づく追加的融資を行っている可能性を示した。さらに、「メイン寄せ」を基礎とした新たなメインバンク関係と、かつての状態依存型ガバナンスとの違いについて、企業が財務危機に陥った際にメインバンクにしわ寄せされる負担が大きくなるため、メインバンクが主導権を持った形での企業再建を主導する局面が減少する一方で、財務危機に陥った企業が清算される局面が増加すると予想し、ガバナンスの状態依存性が弱まるとした（宮島 (2011)）。とはいえ、1990 年代末以降、危機に陥った企業に対するメインバンクの負債保有比率が上昇するとする先行研究が複数存在し、福田・鯉渕 (2006) は危機に陥った企業の状況が悪化するにつれてメインバンクの当該企業に対する負債保有比率が上昇したことを示した（宮島 (2011)）。また、Arikawa and Miyajima (2007) も企業の総借入に占めるメインバンク借入比率が 1997 年の金融危機以降に上昇したことを示した。

広田 (2009) は、ほとんどの企業では融資・持株・役員面でメインバンクとの結びつきが弱まっているが、メインバンクの変更は行わず、メインバンク借入への依存度も横ばいであることを示した。特に、メインバンク借入依存度について、広田 (2011) は、1990 年代以降、負債依存度の低下の一方でメインバンク借入依存の継続が顕著であるとしている。こうした、一見矛盾する状況に対する説明として、広田 (2011) は、メインバンクの役割が従来の「委託されたモニター」機能から企業のリスクヘッジや情報・金融サービス提供へと変わったとした。また、日本企業は株主価値最大化よりもむしろ企業の存続等安定性重視の財務政策をとっていると論じた。このため、企業から見て、ある種の保険付きの負債契約を兼ねたメインバンク借入に依存する構造は変わらないとの見方を示した。

以上の先行研究結果は、冒頭で整理した通り、ガバナンス構造の変化がもたらす影響が、企業固有の事情によって様ではないことを示している。そこで、本章では、こうした様々なガバナンス構造の変化をもたらした要因が、各企業のリストラクチャリングにどのような影響を及ぼしたのかについて分析を行う。

4.2 仮説の設定とリサーチデザイン

4.2.1 仮説の設定

日本企業のリストラクチャリングは、バブル崩壊後、1997年に発生した金融危機の発生が大きく影響している。というのも、金融危機の発生によって、日本の金融システムが毀損してメインバンク制が果たす機能が低下したが、このことが、メインバンクや持合株主主体のガバナンス構造が外国人投資家を始めとする株主を中心とするガバナンス構造へ変化する契機となった。しかし、こうしたガバナンス構造の変化の傾向は、宮島（2009）が示す通り、全ての企業で一様であったわけではなく、各業界、企業によって事情が大きく異なっている。

本章においても、先行研究結果は、企業の財務状況の違いによって異なるガバナンス構造が企業のリストラクチャリング行動に影響を及ぼす可能性が考えられる。そこで、例えば、財務状況が良い時に行う能動的なリストラクチャリングと財務状況が悪化した時に行う受動的なリストラクチャリングを区別して考えるとすると、能動的なリストラクチャリングについては外国人株主の影響が大きいと考えられる一方、受動的なリストラクチャリングについてはまさに状態依存型ガバナンスとしてメインバンクのガバナンスによる影響が大きいと考えられる。

以上の観点から、本章では、先行研究結果を踏まえて、異なるガバナンス構造と企業の異なる財務状態がどのように結びついて企業のリストラクチャリング行動に至ったのかに着目する。具体的には、株主構成やメインバンク等のガバナンス構造の違いがダイベストメント行動にどのような影響を与えるかを検証するため、以下の仮説を設定する。

仮説 4－1 財務構造が健全な経営状態にある場合のダイベストメント行動には、事業会社や金融機関のような伝統的株主よりも外国人株主のような新規株主が主体のガバナンス構造が影響を持つ。

仮説 4－2 財務構造が財務危機状態にある場合のダイベストメント行動には、メインバンクによる状態依存型ガバナンス構造が影響を持つ。

仮説 4－3 事業会社や金融機関のような株式持ち合い株主や安定株主はダイベストメント行動に対する影響は少ない。

4.2.2 リサーチデザイン

本章の分析に際し、企業のリストラクチャリングとガバナンスとの関係性について、以下に考え方を整理した（図 4－1 参照）。この考え方をもとに、どのようなガバナンス構造がどのような財務構造の場合にダイベストメント行動に影響を及ぼすかを検証した。

本章では、まず日本企業の株式保有構造の変化について整理したうえで、企業がリストラ

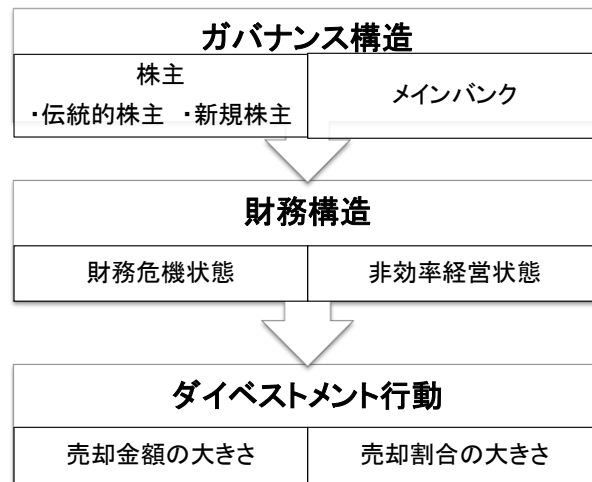


図4－1 企業のリストラクチャリングとガバナンス構造との関係

クチャリング時に行うダイベストメントに着目する。ダイベストメントとは、企業が「選択と集中」戦略に基づいて事業の再構築を行うために企業に属する資産や事業、子会社などを売却することを指す。

ダイベストメントに注目する理由は、バブル崩壊後の日本企業が株主価値の最大化を目指して、投資効率を高めるための経営への転換を迫られたが、資産や事業、子会社の売却等といった事業再構築がそのもっとも典型的な行動であったと考えられるからである。

検証方法としては、まず、石崎（2015）で対象としたダイベストメント取引を行った企業について、ガバナンス構造がどのように企業の行動に影響を及ぼしたかについて、株主保有状況や取引金融機関の観点から分析を行う。また、ガバナンス構造の違いがダイベストメント行動にどのような影響を及ぼしているのかを明らかにするために、金融機関や事業法人が主要株主となっている伝統的なガバナンス構造を持つ場合と外国人株主や機関投資家が主要株主となっている新たなガバナンス構造を持つ場合によってダイベストメント行動にどのような違いがあるのかについて比較を行う。さらに、財務の健全性が劣った企業とそうでない健全企業の場合とに分類したうえで、ガバナンス構造と企業の健全性の度合いに応じてダイベストメント行動にどのような違いがあるかといった観点から分析する。

まず、企業のダイベストメント行動を検証するための予備的な分析として、全サンプル（392）を負債割合（有利子負債/総資産）の大きさによって4グループに分類し、各グループ別にダイベストメントの大きさ（平均値）を比較した（表4－5表4－5参照）。次に、負債割合で4グループ化したうえで各株主の株主保有比率を比較してガバナンス構造の特徴を分析した（表4－6参照）。さらに、負債の大きさ、資産効率（ROA）をそれぞれ平均値で2グループ化した4グループに分類して各グループの株主保有比率を比較した（表4－7、表4－8参照）。最後に、ガバナンス構造、財務構造（安全性、収益性、成長性）、負債削減、固定資産削減がダイベストメントの大きさとの関係を総合的に分析するため、重回帰分析を実施した（表4－9参照）。

また、分析に際して用いた代理変数としては、ダイベストメントの大きさを示す代理変数として、 $\ln(\text{売却額})$ を、ダイベストメント割合の大きさを示す変数として売却額÷時価総額、売却額÷総資産を用いた。次に、表4－6では表4－5における4グループ別に株主保有比率を比較した。株主保有比率として用いたのは、10大株主、政府・地公体株主、金融機関株主、事業法人株主、外国人株主、機関投資家株主、個人株主である。ここで、10大株主は安定株主の度合いを示し、金融機関株主、事業法人株主はそれぞれ伝統的な安定株主の度合いを示すほか、金融機関株主にはメインバンクのガバナンスの度合いも示すと考えられる。一方、外国人株主や機関投資家株主は、企業にもの言う新たな株主の度合いを示すと考えられる。表4－7では、負債割合（有利子負債／総資産）、ROAの業界平均値で4グループ化した。各グループで想定する属性としては、グループ1では財務構造が良好でありながらさらに資産効率を高めようとする攻めのリストラクチャリングを行う場合、グループ2では資産効率は劣るものの負債割合が低い段階で早めのリストラクチャリングを行う場合、グループ3では資産効率は高いものの財務リストラクチャリングが迫られる場合、グループ4では財務構造が悪化した状態における資産と財務両面のリストラクチャリングを迫られる場合を想定している。

以上を踏まえてガバナンス構造がダイベストメント行動に及ぼす影響を総合的に検証するため財務構造をコントロール変数として重回帰分析を実施したが、その際には、以下のモデルを設定した。その内容は以下の通りである。

①モデルの設定²⁹

$$\begin{aligned} Div_{i,t} = & \alpha_i + \beta_1 \cdot \text{ガバナンス構造}_{i,t-1} \\ & + \beta_2 \cdot \text{コントロール変数}_{i,t-1} \\ & \quad (\text{負債の大きさ, 負債削減・固定資産削減の大きさ, 財務健全性}) \\ & + \beta_3 \cdot \text{年次ダミー} \\ & + \varepsilon_i \cdot \dots (1) \end{aligned}$$

ただし、誤差項 ε_i は以下の仮定を満たすものとする。

$$E(\varepsilon_i) = 0, \text{var}(\varepsilon_i) = \sigma^2, \text{cov}(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0, \varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2) \text{ i.i.d.}$$

²⁹ モデル式（1）は、石崎（2015）で用いた企業のダイベストメント行動モデルをもとにガバナンス構造を示すコントロール変数を加えたモデル設定とした。なお、 α_i は定数項、 ε_i は誤差項を示す。

また、コントロール変数の選択は先行研究（効率的配置仮説（John and Ofek(1995)）、資金調達仮説（Lang, Poulson and Stultz(1995)））を参考に変数を抽出したうえで、変数増減法を用いてモデルを構築し最終的にはモデル全体の当てはまりについてはF検定によりモデルの妥当性を判断した。

②変数設定

i) 被説明変数

- ・ $Div_{i,t}$: i 企業の t 期のダイベストメントの大きさを示し、代理変数として、売却額の対数値、売却額/時価総額、売却額/総資産額を用いる。

ii) 説明変数 (ガバナンス構造)

- ・ 株主によるガバナンス : i 企業の $t-1$ 期のガバナンス構造を示し、代理変数として、10大株主保有比率、金融機関株主保有比率、事業法人株主保有比率、外国人株主保有比率を用いる。
- ・ メインバンクによるガバナンス : i 企業の $t-1$ 期のガバナンス構造を示し、代理変数として、上位 1 行貸付残高/有利子負債割合、上位 1 行/上位 10 行貸出割合を用いる。

iii) コントロール変数

- ・ $Debt_{i,t-1}$: i 企業 ($t-1$ 期) の負債の大きさを示し、代理変数として、 $\ln$ (有利子負債額)、負債割合、負債割合対業種平均比を用いる。

- ・ $\Delta Debt_{i,t}$: i 企業の負債削減の大きさ ($t-1$ 期~ t 期) を示し、代理変数として、負債削減額 ($t-1$ 期の負債額と t 期の負債額との差) あるいは、 $Debt_{i,t} / Debt_{i,t-1}$ (負債増加率) を用いる。

- ・ $\Delta Asset_{i,t}$: i 企業の資産削減の大きさ ($t-1$ 期~ t 期) を示し、代理変数として、 t 期の固定資産額と $t-1$ 期の固定資産額との差 (資産増減額) あるいは、 $Asset_{i,t} / Asset_{i,t-1}$ (固定資産増加率) を用いる。

- ・ 財務上の健全性など : i 企業 $t-1$ 期の財務上の健全性を示す代理変数として、収益性・効率性 (ROA)、成長性 (売上高成長率) を設定し、具体的には、①ROA、②ROA 対業種平均比、③成長率 (売上高成長率)、④成長率 (売上高成長率) 対業種平均比とした。また、株主による評価を反映した指標として、⑤PER、⑥PBR、⑦ROE を追加した。

4.3 サンプルとデータ

本章で実証研究を行う対象とするダイベストメントサンプルの期間は、2000 年から 2007 年上期迄である。この期間を対象とした理由は、既述の通りダイベストメント実施に必要な体制整備が整った時期であると考えられるためである。即ち、90 年代のバブル崩壊以降、97 年の銀行危機、99 年の商法改正に伴う一連の企業再編法制、00 年の連結決算導入、01 年商法改正による企業のリストラクチャリングや経営の効率性向上を目的としたスピノフが認められたこと等によって、初めて事業（資産）の売買取引が活発化して企業再編が本格化した時期であった。サンプルの対象は、ブルームバーグ社の M&A 検索データから抽出したダイベストメントを公表した全案件のうち、売却価額が明示され、売却企業、買収企業とも上場企業であり、07 年時点で上場を維持し財務指標等のデータ取得が可能な上場企業間の売買取引 392 件である。また、分析に使用した財務データ（業種調整済財務指標を含む）は日本経済新聞社データを、ガバナンスデータは、日経ガバナンスデータを用いた。なお、データ分析は連結ベースである。

基本統計量については次の通りである（表 4－1 参照）。なお、サンプル数は、ダイベストメント事例 392 件をベースとするが、データベースごとに取得可能なサンプル数が異なるため、以後の回帰分析では使用する変数に応じてサンプル数を示す。

また、変数間相関係数を表 4－2 に示した。各変数の中には、総資産、売上高など共通の変数を分母、分子に含むことにより相関係数が高い変数も存在する。このため、以後の回帰分析等でこうした変数を同時に用いる際には、多重共線性を回避するため VIF 値が 2 を大幅に超えていないことを確認した。また、最終的には、モデル全体の当てはまりについて F 検定により妥当性を判断した。

表 4－1 記述統計量

	N	平均	中央値	標準偏差	最小値	最大値
ln（売却額）	392	7.09	7.13	1.89	0.58	12.04
売却額/時価総額(%)	390	7.68	1.22	36.11	0.00	675.99
売却額/総資産(%)	392	2.26	0.33	13.72	0.00	265.80
売却額/EV(%)	390	3.08	0.46	17.86	0.00	345.13
有利子負債削減額（百万円）	392	30,098	5,695	239,476	-2,200,000	996,316
ln（有利子負債額）	388	11.76	12.00	2.52	0.00	16.00
負債割合(%)	392	73.40	78.00	20.98	13.00	126.00
負債割合対業種平均比(%)	392	109.01	110.28	32.23	18.88	238.57
総資産利益率(ROA)(%)	381	3.53	3.27	4.99	-31.50	51.55
ROA対業種平均比(%)	365	159.17	80.60	1,390.45	-808.86	26,500.00
成長率(%)	381	4.29	2.00	23.30	-28.60	261.60
成長率対業種平均比(%)	381	101.21	99.77	21.48	69.82	342.71
P E R	392	19.24	14.73	91.52	-1,306.10	506.40
P B R	392	3.14	1.30	31.95	-88.36	625.23
ROE(%)	371	-1.65	4.51	41.34	-307.61	298.58
ln（総資産）	392	12.97	13.11	1.97	7.67	16.85
ln（時価総額）	392	11.68	11.74	1.90	6.93	16.56
10大株主保有比率(%)	338	44.21	39.03	17.37	0.00	94.20
政府・地公体株主保有比率(%)	338	0.04	0.03	0.03	0.00	0.24
金融機関株主保有比率(%)	338	31.95	31.37	16.32	0.63	78.02
事業法人株主保有比率(%)	343	23.00	15.98	21.99	0.39	99.54
外国人株主保有比率(%)	338	14.06	10.88	12.66	0.00	68.30
機関投資家株主保有比率(%)	338	1.44	0.00	3.16	0.00	22.77
個人株主保有比率(%)	338	31.92	28.40	18.15	4.80	90.29
メイン兼大株主割合(%)	264	12.61	10.00	14.32	0.00	60.00
上位1行貸出残高/有利子負債割合(%)	249	15.06	10.94	14.13	0.00	100.00
上位1行/上位10行貸出残高割合(%)	249	35.24	30.92	17.85	13.30	100.00
上位3行/上位10行貸出残高割合(%)	249	67.79	64.80	17.49	37.63	100.00

表 4－2 説明変数間相関係数表

	Ln（売却額）	売却額/時価総額	売却額/総資産	売却額/企業価値	有利子負債増減額	Ln（有利子負債）	負債割合	業種調整済負債割合	ROA	業種調整済ROA	売上高成長率	業種調整済売上高成長率	P E R	P B R	自己資本当期利益率（ROE）	Ln（総資産）	Ln（時価総額）	10大株主持株比率	金融機関持株比率	その他法人持株比率	外国法人等持株比率	上位1行/有利子負債割合	上位1行/上位10行
Ln（売却額）	1	0.524	0.488	0.488	0.146	0.266	0.096	0.164	0.002	-0.083	-0.225	-0.245	-0.001	0.018	-0.042	0.286	0.254	-0.066	0.146	-0.080	0.220	-0.280	-0.107
売却額/時価総額	0.231	1	0.848	0.887	0.039	-0.369	0.134	0.214	-0.212	-0.269	-0.213	-0.229	-0.229	-0.222	-0.209	-0.480	-0.652	0.238	-0.294	0.303	-0.359	0.348	0.183
売却額/総資産	0.188	0.955	1	0.975	-0.202	-0.601	-0.240	-0.040	0.015	-0.110	-0.017	-0.084	-0.051	0.080	-0.142	-0.651	-0.520	0.218	-0.333	0.159	-0.205	0.323	0.190
売却額/企業価値	0.191	0.962	0.985	1	-0.177	-0.597	-0.198	-0.017	-0.050	-0.152	-0.042	-0.095	-0.068	-0.032	-0.191	-0.633	-0.557	0.218	-0.324	0.191	-0.238	0.320	0.189
有利子負債増減額	-0.007	0.003	-0.017	-0.016	1	0.401	0.403	0.362	-0.144	-0.064	-0.337	-0.244	-0.180	-0.139	-0.041	0.335	0.086	-0.036	0.145	-0.036	-0.010	-0.187	-0.045
Ln（有利子負債）	0.257	-0.077	-0.125	-0.118	0.103	1	0.547	0.319	-0.142	-0.055	-0.211	-0.165	-0.037	-0.028	0.081	0.936	0.671	-0.326	0.471	-0.242	0.310	-0.567	-0.325
負債割合	0.079	0.066	-0.038	-0.027	0.213	0.623	1	0.671	-0.465	-0.301	-0.358	-0.270	-0.346	0.042	-0.115	0.359	-0.065	-0.131	0.146	0.079	-0.189	0.010	-0.020
業種調整済負債割合	0.139	0.026	-0.057	-0.056	0.164	0.434	0.718	1	-0.265	-0.411	-0.322	-0.304	-0.204	0.009	-0.126	0.174	-0.090	-0.069	0.077	0.096	-0.165	-0.130	-0.056
ROA	-0.044	-0.075	-0.034	-0.043	-0.065	-0.163	-0.352	-0.269	1	0.741	0.357	0.219	0.316	0.174	0.548	-0.046	0.235	0.001	0.048	-0.106	0.274	-0.087	-0.032
業種調整済ROA	0.031	0.208	0.194	0.287	-0.004	0.006	-0.032	-0.070	0.098	1	0.278	0.309	0.244	0.145	0.413	0.021	0.216	-0.006	0.067	-0.089	0.233	-0.153	-0.138
売上高成長率	-0.171	-0.034	0.009	0.002	-0.095	-0.236	-0.185	-0.194	0.168	0.021	1	0.841	0.207	0.144	0.284	-0.137	0.069	0.088	-0.102	-0.051	0.131	0.051	0.059
業種調整済売上高成長率	-0.164	-0.028	0.011	0.010	-0.071	-0.214	-0.158	-0.189	0.146	0.039	0.972	1	0.141	0.118	0.153	-0.080	0.070	0.057	-0.032	-0.064	0.053	-0.023	0.010
P E R	0.020	-0.030	-0.028	-0.022	-0.043	0.070	-0.003	0.014	0.082	0.062	0.325	0.338	1	0.089	0.285	0.047	0.240	-0.073	0.143	-0.052	0.172	-0.189	-0.139
P B R	-0.016	-0.010	0.035	-0.037	-0.013	-0.081	0.052	0.061	-0.112	-0.434	-0.008	-0.010	-0.122	1	0.118	-0.048	0.259	-0.143	-0.028	-0.253	0.180	-0.033	-0.015
自己資本当期利益率（ROE）	-0.014	-0.063	-0.007	-0.022	0.030	0.057	-0.165	-0.149	0.446	0.093	0.125	0.106	0.096	-0.150	1	0.112	0.187	-0.020	0.011	-0.061	0.214	-0.049	-0.062
Ln（総資産）	0.266	-0.135	-0.158	-0.150	0.057	0.894	0.354	0.197	0.009	0.017	-0.218	-0.197	0.057	-0.126	0.111	1	0.822	-0.339	0.485	-0.302	0.433	-0.632	-0.304
Ln（時価総額）	0.233	-0.186	-0.117	-0.136	-0.133	0.635	-0.049	-0.084	0.186	-0.033	-0.019	-0.021	0.103	-0.011	0.169	0.828	1	-0.352	0.464	-0.459	0.629	-0.666	-0.300
10大株主持株比率	-0.067	0.026	0.028	0.012	0.074	-0.224	-0.059	0.019	0.081	-0.077	0.066	0.059	-0.082	0.078	-0.039	-0.274	-0.318	1	-0.335	0.551	-0.224	0.394	0.223
金融機関持株比率	0.137	-0.117	-0.142	-0.130	0.065	0.483	0.193	0.119	-0.076	-0.002	-0.129	-0.112	0.132	-0.085	-0.089	0.497	0.418	-0.292	1	-0.353	0.400	-0.358	-0.261
その他法人持株比率	-0.052	0.081	0.040	0.044	0.129	-0.092	0.156	0.175	-0.023	-0.003	-0.077	-0.077	-0.002	0.060	0.023	-0.170	-0.373	0.700	-0.322	1	-0.544	0.333	0.073
外国法人等持株比率	0.161	-0.108	-0.043	-0.073	-0.048	0.178	-0.201	-0.168	0.189	-0.026	-0.029	-0.068	-0.127	0.007	0.081	0.349	0.526	-0.158	0.219	-0.457	1	-0.434	-0.153
上位1行/有利子負債割合	-0.166	0.015	0.040	-0.020	0.016	-0.429	-0.137	-0.192	0.053	-0.640	0.035	0.010	-0.100	0.031	-0.060	-0.400	-0.365	0.222	-0.236	0.127	-0.117	1	0.577
上位1行/上位10行	-0.099	-0.038	0.022	-0.011	0.122	-0.517	-0.284	-0.245	0.086	-0.070	0.220	0.201	0.078	0.045	-0.096	-0.348	-0.230	0.123	-0.258	0.023	0.084	0.455	1

注）左下行列はピアソン相関係数、右上行列はスピアマン順位相関係数を示す。

4.4 考察 1（日本企業の株主保有構造の推移とダイベストメントの推移）

ここでは、ダイベストメント実施企業について、ガバナンス構造がどうであったか、また、どのように変化したかについて整理する。

本章の分析対象としたサンプルは、2000 年以降 2007 年までの資産等の売却を行ったダイベストメント取引のうち、売買がともに国内の上場企業で様々な企業情報の入手が容易な事例 392 件とした。このうち株主データが取得できたサンプルを対象として、各企業の株主保有状況について整理したところ次の通りとなった（表 4－3 参照）。この対象サンプルの株主保有状況を分析した結果、特徴として次の 4 点について確認した。

第 1 に、金融機関の株主割合の平均値（32.0%）は、全上場企業の平均値（2000 年 28.1%→2007 年 20.0%）と比較するとかなり高めになっている。第 2 に、外国人株主割合の平均値（13.9%）は全上場企業（2000 年 18.8%→2007 年 27.4%）よりもかなり低めになっている。第 3 に、個人の株主割合の平均値（32.7%）も全上場企業よりも高めとなっている。第 4 に、事業法人、機関投資家は概ね両者間に大きな差異は見られない。

以上の内容から、ダイベストメント行動を行った企業の株主保有状況は、伝統的な株主（金融機関、事業法人）、中でも金融機関の株主割合が高く、新たな株主（外国人、機関投資家）、中でも外国人の株主割合が低いという点が特徴的である。

以上の分析結果から、ダイベストメント実施企業の株主保有状況から見たガバナンス構造は、上場企業全体と比較すると持株株式による主要安定株主に支えられている一方で、新たな外国人株主の株式保有は他の上場企業ほど進んでいないといえる。

次に、ダイベストメント実施企業のガバナンス構造がどのように変化したかを分析するため、ダイベストメント行動前の株主保有状況の推移を整理した（表 4－4 参照）。

表 4－3 対象サンプルの株主保有状況

	(単位：％，件)						
	10大株主	政府・地公体	金融機関	事業法人	外国人	機関投資家	個人
平均	44.21	0.04	31.95	23.00	14.06	1.44	31.92
中央値	39.03	0.03	31.37	15.98	10.88	0.00	28.40
標準偏差	17.37	0.03	16.32	21.99	12.66	3.16	18.15
最小値	0.00	0.00	0.63	0.39	0.00	0.00	4.80
最大値	94.20	0.24	78.02	99.54	68.30	22.77	90.29
N	338	338	338	343	338	338	338

(注) 対象期間は 2000 年～2007 年

表4-4 対象サンプルの株主保有状況推移

		(単位：％，件)						
		10大株主	政府・地公体	金融機関	事業法人	外国人	機関投資家	個人
2期前	平均	43.40	0.75	33.67	22.91	11.59	1.45	31.43
	中央値	37.75	0.00	35.02	16.46	8.42	0.00	27.98
	標準偏差	16.52	6.35	15.53	20.54	11.47	3.06	17.66
	最小値	11.17	0.00	0.00	0.32	0.00	0.00	3.20
	最大値	97.59	66.77	78.02	99.54	75.63	23.16	97.43
	N	335	335	335	340	335	335	335
1期前	平均	43.70	0.72	32.83	22.66	12.90	0.02	31.91
	中央値	38.07	0.00	33.25	16.57	10.42	0.01	28.46
	標準偏差	16.61	6.26	15.69	21.02	11.99	0.02	17.77
	最小値	11.11	0.00	0.73	0.40	0.00	0.00	3.31
	最大値	94.06	66.76	78.02	99.54	70.00	0.16	97.43
	N	337	337	337	343	337	337	337
0期前	平均	44.21	0.04	31.95	23.00	14.06	1.44	31.92
	中央値	39.03	0.03	31.37	15.98	10.88	0.00	28.40
	標準偏差	17.37	0.03	16.32	21.99	12.66	3.16	18.15
	最小値	0.00	0.00	0.63	0.39	0.00	0.00	4.80
	最大値	94.20	0.24	78.02	99.54	68.30	22.77	90.29
	N	338	338	338	343	338	338	338

(注) 2期前, 1期前, 0期前はそれぞれダイベストメント行動実施前の決算期を示す

対象サンプルの株主保有状況の推移は、金融機関の株主割合が減少傾向にある一方で外国人の株主割合が増加傾向にある。また、10大株主の株主保有割合やその他の株主の株主割合に変化は見られない。

こうした傾向について、上場企業全体の推移と比較すると、金融機関の株主保有割合が減少して、代わりに外国人株主の株主保有割合が増加している傾向や、その他株主についてはあまり大きな変化が見られないという点で共通点がみられる。また、金融機関の株主保有割合の減少の程度（平均値で年1%程度）や外国人の株主保有割合の増加の程度（平均値で年1%程度）についても概ね同様の水準で変化しているといえる。

以上の分析結果は次の通りである。ダイベストメント実施企業サンプルのガバナンス構造の変化を見ると、上場企業全体の変化と共通の傾向が見られるものの、金融機関の株主保有割合の水準が依然として高い一方で外国人の株主保有割合の水準が依然として低い状況にあることから、株主保有状況で見た通り、ガバナンス構造の変化は他の上場企業と比較して進んでいない企業であることが確認された。

4.5 考察2（ガバナンス構造、財務構造の違いがダイベストメント行動に及ぼす影響）

4.5.1 財務の健全性の違いによるダイベストメント行動の違い

ここでは、石崎（2015）をもとに、財務の健全性の違いによりダイベストメント行動にどのような違いがあるのかを整理したうえで、そうしたダイベストメント行動にはどのようなガバナンス構造が影響を及ぼしたのかを検証する。

全サンプルを負債割合（有利子負債/総資産）の高さによって4グループに分類し、各グループのダイベストメント行動にどのような違いがあるかを検証した（表4－5参照）。ダイベストメントの大きさを示す代理変数には、ダイベストメントそのものの大きさを示すln（売却額）、ダイベストメント割合の大きさを示す売却額/時価総額、売却額/総資産を用いた。

分析の結果（石崎（2015））、ダイベストメントの大きさを示す代理変数の平均値は、グループ4とグループ1、グループ4とグループ（1+2+3）とで有意に異なる結果となり、ln（売却額）、売却額/時価総額については負債が大きいほどダイベストメントが大きい結果となった一方で、売却額/総資産は逆の結果となった³⁰。

次に、負債割合別に株主保有比率にどのような違いがあるかを整理した（表4－6参照）。

表4－5 負債割合別に見たダイベストメント行動（負債割合で4グループ化）

各代理変数	各グループ 負債割合(%)	1	2	3	1 + 2 + 3	4	有意性 1 + 2 + 3 と 4	有意性 1 と 4
		N=98	N=98	N=98	N=294	N=98		
ln（売却額）	N=391	6.82	6.97	7.17	6.98	7.37	*	**
売却額/時価総額(%)	N=389	3.98	4.47	5.64	4.70	9.67	***	***
売却額/総資産(%)（参考）	N=391	2.51	1.87	0.85	1.75	1.09	*	***

（注1）*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

（注2）本表では、全392サンプルについて、負債割合が高いサンプルから4分割したサブサンプルを用いて分析した。

（注3）負債割合の分布（以下参照）は、ほぼ標準的で左右対称であるが、歪度が示す通り右に凸の傾向がある。

平均（73.40%）、中央値（78.00%）、標準偏差（20.98%）、最小値（13.00%）、最大値（126.00%）、分散（0.044）、歪度（-0.676）、尖度（0.091）

（出所）石崎（2015）

³⁰売却額/総資産、売却額/企業価値については、代理変数の特徴として負債が大きいほど分母も大きくなり指標として小さくなるという点で、ダイベストメントの大きさを図る指標には適切でないため検討から除外するが売却額/総資産は参考とした。

表 4－6 負債割合別に見た株主保有比率の違い

</

これによると、主要株主である 10 大株主の保有比率は、負債割合が低いほど高い傾向にあるものの、負債割合が最も高い 4 グループでも比較的高い傾向を示している。また、金融機関株主の保有比率は、負債割合が高いほど高まる傾向にあるものの、負債割合が最も高い 4 グループでは比較的低い傾向を示している。また、事業法人は負債割合が最も高い 4 グループの保有比率が突出して高い。さらに、外国人は負債割合が最も高い 4 グループの保有比率が突出して低い。以上の通り、負債割合別に見た株主別の保有比率を見ると、1～3G におけるように 10 大株主、金融機関の保有比率の水準に一定の傾向がみられる場合と、4G のように 10 大株主、金融機関、事業法人の保有比率が他グループに比して比較的高い水準にある一方で、外国人の保有比率が他グループに比して比較的低い水準にある点が特徴となっている。

4.5.2 ガバナンス構造の違いによるダイベストメント行動の違い

以上の分析を踏まえて、ここでは負債の大きさ（負債割合＝有利子負債÷総資産）、資産効率（ROA）の大きさ別に全サンプルを4グループ化してダイベストメント行動やガバナンス構造について検証を行う。ここで、負債の大きさと資産効率の2つの変数について業界平均値を上回る水準かどうかで4つのマトリクスにグループ化した（表4－7参照）。

分析の結果、各グループの特徴は次の通りであった。1グループは負債割合が低い一方でROAが高いため、より高い資産効率を目指した能動的なリストラクチャリングを行っていると考えられる。2グループは負債割合が低いもののROAが低いため、資産のリストラクチャリングを行う必要があるグループと言える。また、3グループは負債割合が高いもののROAが高いことから、財務リストラクチャリングを行う必要に迫られたグループであると考えられる。2グループ、3グループともにリストラクチャリングには迫られているものの、実施のタイミングを失っていないためにリストラクチャリングの効果が期待できると考えられる。これらに対して、4グループは、負債割合が高く財務危機に陥っている可能性も高い一方で、ROAも高いため、資産リストラクチャリングと財務リストラクチャリングを共に行う受動的なリストラクチャリングが不可欠な状態にあると考えられる。

以上の各グループの特徴から、どのようなガバナンス構造が影響しているかを考える。1グループは特定のガバナンス構造が影響しているとは考えにくいのに対して、2グループ、3グループでは、例えば外国人株主といった新規株主のようにメインバンクとは異なるガバナンスが影響を及ぼした可能性も考えられる。この解釈として、株式持合の低下や取引銀行における下位行によるメイン寄せ³¹によってメインバンク・システムが機能低下したことでAoki（2004）の言う状態依存型ガバナンスが発揮されずにリストラクチャリングが実施されなかった可能性がある。一方、4グループは、財務危機状態であり、外国人株主の投資対象にはならないことで、メインバンク・システムによる状態依存型ガバナンスが発揮される可能性が高いと考えられる。

表4－7 負債の大きさ、資産効率の大きさ別 4G別比較（サンプル数）

	ROA高い	ROA低い	小計
負債小	(1G)N=69	(2G)N= 46	(1G+2G)N=115
負債大	(3G)N=47	(4G)N= 204	(3G+4G)N=251
小計	(a+c)N=116	(b+d)N=250	

（注1）負債の大きさ：業種調整済負債割合（有利子負債÷総資産）

ROAの大きさ：業種調整済ROA（日経中分類）

（注2）負債の大きさ、ROAともに中央値で分類してグループ化した

³¹ 「バブル崩壊後に、日本の銀行部門が大量の不良債権を抱え込んだことを契機として、これまでのメインバンク関係に代わって非メインバンクによる資金引き揚げ」の現象を言う（宮島（2011））。

以上の4グループ化に基づいて、財務構造の違いによってどのようなガバナンス構造となっているのかを検証する。それによって、ダイベストメント構造→財務構造→ダイベストメント行動に至るメカニズムについて検証するために、各グループ別にダイベストメント行動の状況、ガバナンス構造について分析を行った（表4－8参照）。

表4－8 4グループ（負債割合とROAについて業界平均で4つのマトリクスに分類）
別ガバナンス状況比較（平均値の比較）

Panel A：株主によるガバナンス状況

10大株主株主保有比率				
	1 G	2 G	3 G	4 G
平均	49.45%	44.06%	41.40%	42.78%
中央値	44.06%	42.02%	37.47%	36.30%
標準偏差	16.42%	18.19%	13.56%	18.16%
最小値	24.73%	0.00%	11.30%	9.07%
最大値	94.20%	80.51%	71.15%	89.42%
サンプル数	58	40	44	179
各グループ間の平均値の差の検定（t値）				
1⇔2	-1.5168			
1⇔3	-2.3273 **			
1⇔4	-2.5525 **			
2⇔3	-0.7028			
2⇔4	-0.4226			
3⇔4	-0.4732			

金融機関株主保有比率				
	1 G	2 G	3 G	4 G
平均	29.28%	28.40%	36.45%	33.99%
中央値	27.20%	26.52%	33.13%	33.67%
標準偏差	16.02%	17.33%	13.20%	16.16%
最小値	2.71%	0.86%	3.81%	0.73%
最大値	61.98%	71.67%	63.57%	78.02%
サンプル数	58	40	44	179
各グループ間の平均値の差の検定（t値）				
1⇔2	-0.2693			
1⇔3	2.251 **			
1⇔4	1.9581 **			
2⇔3	2.3133 **			
2⇔4	2.0081 **			
3⇔4	-0.9162			

事業法人株主保有比率				
	1 G	2 G	3 G	4 G
平均	23.85%	23.96%	17.78%	23.75%
中央値	18.19%	15.56%	13.29%	13.71%
標準偏差	19.59%	21.45%	14.80%	24.27%
最小値	0.87%	1.05%	0.61%	1.18%
最大値	83.57%	91.93%	62.01%	99.54%
サンプル数	58	40	44	179
各グループ間の平均値の差の検定（t値）				
1⇔2	0.0236			
1⇔3	-1.3772			
1⇔4	-0.0306			
2⇔3	-1.2826			
2⇔4	-0.0542			
3⇔4	1.6089 *			

外国法人等株主保有比率				
	1 G	2 G	3 G	4 G
平均	16.37%	15.72%	15.92%	13.28%
中央値	13.66%	12.65%	14.50%	9.46%
標準偏差	13.02%	15.15%	12.11%	12.18%
最小値	0.00%	0.06%	0.53%	0.00%
最大値	53.50%	65.36%	68.30%	59.93%
サンプル数	58	40	44	179
各グループ間の平均値の差の検定（t値）				
1⇔2	-0.2495			
1⇔3	-0.1784			
1⇔4	-1.61			
2⇔3	0.0715			
2⇔4	-1.0973			
3⇔4	-1.2333			

Panel B：メインバンクによるガバナンス状況

メイン兼大株主割合				
	1 G	2 G	3 G	4 G
平均	10.68%	6.67%	15.00%	13.96%
中央値	10.00%	0.00%	10.00%	10.00%
標準偏差	13.36%	8.90%	17.78%	14.46%
最小値	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
最大値	50.00%	30.00%	60.00%	50.00%
サンプル数	44	33	32	134
各グループ間の平均値の差の検定（t値）				
1⇔2	-1.2327			
1⇔3	1.314 *			
1⇔4	1.3319 *			
2⇔3	2.3747 ***			
2⇔4	2.6516 ***			
3⇔4	-0.3754			

上位1行貸出残高/有利子負債割合				
	1 G	2 G	3 G	4 G
平均	19.66%	19.85%	9.75%	13.23%
中央値	14.50%	14.72%	6.31%	9.99%
標準偏差	15.06%	16.09%	8.09%	12.10%
最小値	1.29%	2.69%	0.19%	0.00%
最大値	61.63%	68.85%	29.31%	90.71%
サンプル数	32	24	37	141
各グループ間の平均値の差の検定（t値）				
1⇔2	0.0541			
1⇔3	-3.2903 ***			
1⇔4	-2.6325 ***			
2⇔3	-3.0864 ***			
2⇔4	-2.4007 ***			
3⇔4	1.5096 *			

上位1行/上位10行貸付残高割合				
	1 G	2 G	3 G	4 G
平均	39.06%	43.62%	30.95%	33.02%
中央値	35.50%	38.55%	25.28%	28.21%
標準偏差	19.36%	22.95%	18.06%	15.26%
最小値	19.66%	16.90%	13.30%	13.48%
最大値	100.00%	100.00%	89.58%	96.17%
サンプル数	32	24	37	141
各グループ間の平均値の差の検定（t値）				
1⇔2	0.9811			
1⇔3	-1.9528 **			
1⇔4	-1.7917 **			
2⇔3	-2.8094 ***			
2⇔4	-2.7886 ***			
3⇔4	0.6527			

上位3行/上位10行貸付残高割合				
	1 G	2 G	3 G	4 G
平均	72.85%	74.95%	63.46%	65.71%
中央値	74.56%	78.61%	60.92%	60.95%
標準偏差	16.72%	18.63%	18.02%	16.66%
最小値	44.45%	44.73%	37.63%	40.43%
最大値	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
サンプル数	32	24	37	141
各グループ間の平均値の差の検定（t値）				
1⇔2	0.4552			
1⇔3	-2.2756 **			
1⇔4	-2.1327 **			
2⇔3	-2.5649 ***			
2⇔4	-2.4479 ***			
3⇔4	0.7132			

（注）*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

まず、株主によるガバナンスの状況を示す変数として、安定株主を示す10大株主、伝統的株主を示す金融機関、事業法人による持株比率を用いた。次に、メインバンクによるガバナンスの状況を示す代理変数としては、貸付残高が最上位のメインバンクの影響度を示す指標として、有利子負債全体に占める割合（上位1行/有利子負債割合）、上位1行の貸付残高が上位10行の貸付残高に占める割合（貸出割合）を用いた。また、複数行でメインバンク群を構成する場合も考慮して、同様な考え方から上位3行の貸付残高が上位10行の貸付残高に占める割合（貸出割合）を用いた。なお、伝統的なメインバンクの場合、貸出だけではなく、大株主としての役割も兼ねることによって影響力を行使しているとも考えられることから、貸出割合が上位10行の金融機関のうち、大株主も兼ねている場合の株主割合（メイン兼大株主割合）を用いた。

分析結果は次の通りである。Panel Aの株主によるガバナンスの状況を見ると、10大株主持株比率は1グループ、2グループといった負債割合が低いグループで比較的高く、3グループ、4グループといった負債割合が高いグループで比較的低くなっている。これは、相対的に負債割合が低く、健全な財務構造にある企業の方が安定株主の割合が高いとも解釈できる（1グループと3グループ、及び1グループと4グループの差異については統計的に有意（5%有意））。一方で、金融機関持株比率は1グループ、2グループのように負債割合が低いグループでは比較的低く、3グループ、4グループのように負債割合が高いグループでは高くなっている（1グループと3グループ、4グループ、及び2グループと3グループ、4グループの差異については統計的に有意（5%有意））。一方、外国人持株比率を見ると、10大株主の場合と同様に、1グループ、2グループといった負債割合が低いグループで比較的高く、3グループ、4グループといった負債割合が高いグループで比較的低いのが特徴となっている。これに対して、事業法人では各グループ間に傾向的な水準の差は見られない。

次にPanel Bでメインバンクによるガバナンスの状況を見ると、これらに対して、メイン兼大株主割合を見ると、1グループ、2グループといった負債割合が低いグループでは比較的低くなっているのに対し、3グループ、4グループといった負債割合が高いグループでは比較的高くなっている（2グループと3グループ、4グループの差異については統計的に有意（1%有意））。また、上位1行の貸出残高が有利子負債全体に占める割合を見ると、1グループ、2グループといった負債割合が低いグループで比較的高く、3グループ、4グループといった負債割合が高いグループで比較的低くなっている（1グループと3グループ、4グループ及び2グループと3グループ、4グループの差異については統計的に有意（1%有意））。これらの傾向は、上位1行の貸出残高が上位10行の貸出残高に占める割合、上位3行の貸出残高が上位10行の貸出残高に占める割合でも同様な傾向が見られた³²。これらは、当初の仮説で想定した、財務危機にある企業ほどメインバンク・システムの影響が大きいとする内容とは相反する結果となった。

³² いずれも、2グループ、3グループ、4グループの差異については1%有意。1グループ、3グループ、4グループの差異については5%有意。

4.5.3 ガバナンス構造がダイベストメント行動に及ぼす影響に関する回帰分析

これまでの分析結果を踏まえて、ガバナンス構造や財務構造がダイベストメント構造に及ぼす影響について重回帰分析を行った（表 4－9 パネル A～C 参照）。

表４－９ ガバナンス構造がダイベストメント行動に及ぼす影響に関する回帰分析結果

パネル A

被説明変数：	ln（売却額）											
	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
切片	6.8754	8.5 ***	6.2035	5.23 ***	6.6007	6.04 ***	6.9770	6.41 ***	6.8941	5.89 ***	8.6338	5.33 ***
10大株主割合			0.6272	0.92 --								
金融機関持株割合					-0.4076	-0.53 --						
外国人持株割合							2.2226	2.6 ***				
事業法人持株割合									-0.3564	-0.63 --		
上位1行/有利子負債割合											-3.5878	-3.16 ***
上位1行/上位10行											1.7793	2.35 **
Ln（有利子負債）	0.1455	3.35 ***	0.1666	3.44 ***	0.1645	3.16 ***	0.1179	2.53 **	0.1404	2.9 ***	0.0918	1.36 --
有利子負債削減額	0.0000	-0.42 --	0.0000	-0.57 --	0.0000	-0.64 --	0.0000	-0.46 --	0.0000	-0.59 --	0.0000	0.27 --
R O A（業種調整済）	-0.0034	-0.49 --	-0.0022	-0.3 --	-0.0025	-0.34 --	-0.0024	-0.33 --	-0.0024	-0.33 --	-0.0797	-0.89 --
成長率（業種調整済）	-1.5041	-2.79 ***	-1.3661	-1.59 --	-1.3313	-1.55 --	-1.5952	-1.86 *	-1.3963	-1.61 --	-2.6583	-2.2 **
P E R	0.0024	1.37 --	0.0024	1.28 --	0.0024	1.29 --	0.0019	1.04 --	0.0023	1.23 --	0.0009	0.41 --
P B R	0.0398	1.06 --	0.0267	0.68 --	0.0198	0.5 --	0.0167	0.43 --	0.0208	0.53 --	-0.0445	-1.01 --
自己資本当期利益率（ROE）	0.0009	0.35 --	0.0011	0.43 --	0.0008	0.3 --	0.0004	0.15 --	0.0010	0.4 --	-0.0012	-0.36 --
[2000]	1.0592	2.28 **	0.8517	1.21 --	0.8125	1.16 --	0.8883	1.28 --	0.8227	1.17 --	1.2070	1.45 --
[2001]	-0.0712	-0.32 --	-0.1377	-0.58 --	-0.1193	-0.5 --	-0.0724	-0.3 --	-0.1163	-0.48 --	-0.0373	-0.14 --
[2002]	-0.2932	-1.09 --	-0.3237	-1.09 --	-0.2681	-0.9 --	-0.1838	-0.62 --	-0.2821	-0.95 --	0.2301	0.7 --
[2003]	0.1690	0.61 --	0.2409	0.82 --	0.2423	0.82 --	0.2681	0.92 --	0.2349	0.8 --	0.1601	0.5 --
[2004]	0.0213	0.08 --	0.2770	0.99 --	0.2881	1.03 --	0.3356	1.21 --	0.3049	1.08 --	0.6838	2.26 **
[2005]	-0.0061	-0.03 --	-0.0420	-0.17 --	-0.0450	-0.18 --	-0.1661	-0.68 --	-0.0588	-0.24 --	-0.2352	-0.88 --
[2006]	-0.4023	-1.58 --	-0.4542	-1.71 *	-0.4457	-1.68 *	-0.4747	-1.8 *	-0.4345	-1.64 --	-0.5694	-2.01 **
adj.R2	6.70%		5.47%		5.29%		7.35%		5.32%		13.85%	
N	347		305		305		305		305		223	
F 値	2.78 ***		2.17 ***		2.13 ***		2.61 ***		2.14 ***		3.23 ***	

（注）*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

パネルB

被説明変数：			売却額÷時価総額															
変数	推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値	
切片	0.2084	5.99	***	0.1408	3.08	***	0.1778	4.87	***	0.1656	4.46	***	0.1254	3.08	***	0.3619	4.91	***
10大株主割合				0.0621	1.69	*												
金融機関持株割合							-0.0842	-2.1	**									
外国人持株割合										-0.1268	-2.56	**						
事業法人持株割合													0.0962	3.21	***			
上位1行/有利子負債割合																-0.0237	-0.35	--
上位1行/上位10行																-0.0704	-1.48	--
Ln（有利子負債）	-0.0103	-4.33	***	-0.0079	-3.06	***	-0.0066	-2.35	**	-0.0070	-2.71	***	-0.0067	-2.65	***	-0.0145	-3.46	***
有利子負債増減額/総資産	0.1108	1.96	*	0.1323	2.2	**	0.1329	2.22	**	0.1334	2.24	**	0.1256	2.11	**	0.0881	0.87	--
固定資産増加率	-0.0180	-1.19	--	-0.0065	-0.41	--	-0.0083	-0.53	--	-0.0016	-0.1	--	-0.0012	-0.08	--	-0.0944	-2.21	**
総資産事業利益率（ROA）（％）	-0.0033	-2.68	***	-0.0026	-2.09	**	-0.0022	-1.78	*	-0.0017	-1.3	--	-0.0023	-1.82	*	-0.0034	-1.68	*
売上高伸び率（％）	0.0000	0.16	--	-0.0004	-0.99	--	-0.0004	-0.85	--	-0.0004	-0.8	--	-0.0004	-0.84	--	0.0003	0.36	--
P E R	0.0000	-0.41	--	-0.0001	-0.68	--	-0.0001	-0.55	--	-0.0001	-0.59	--	-0.0001	-0.7	--	0.0000	-0.25	--
P B R	-0.0002	-0.96	--	-0.0002	-1.18	--	-0.0002	-1.17	--	-0.0001	-0.89	--	-0.0002	-1.31	--	-0.0002	-1.17	--
自己資本当期利益率（ROE）	0.0001	0.72	--	0.0001	0.65	--	0.0000	0.22	--	0.0001	0.44	--	0.0001	0.34	--	0.0001	0.42	--
[2000]	0.0509	2.21	**	0.0713	2.45	**	0.0673	2.32	**	0.0628	2.17	**	0.0602	2.09	**	0.0898	2.37	**
[2001]	-0.0017	-0.14	--	-0.0126	-1.02	--	-0.0092	-0.75	--	-0.0143	-1.16	--	-0.0129	-1.06	--	-0.0033	-0.21	--
[2002]	-0.0061	-0.43	--	-0.0302	-1.97	*	-0.0223	-1.45	--	-0.0323	-2.11	**	-0.0273	-1.81	*	-0.0217	-1.11	--
[2003]	0.0032	0.21	--	0.0062	0.4	--	0.0069	0.45	--	0.0041	0.26	--	0.0074	0.49	--	0.0024	0.13	--
[2004]	0.0145	1.02	--	0.0185	1.27	--	0.0178	1.22	--	0.0178	1.23	--	0.0186	1.29	--	0.0288	1.61	--
[2005]	-0.0304	-2.44	**	-0.0300	-2.35	**	-0.0307	-2.42	**	-0.0246	-1.91	*	-0.0267	-2.11	**	-0.0249	-1.53	--
[2006]	-0.0132	-0.93	--	-0.0161	-1.14	--	-0.0164	-1.16	--	-0.0132	-0.94	--	-0.0162	-1.17	--	-0.0247	-1.41	--
adj.R2	7.72%			9.22%			9.68%			10.31%			11.39%			10.47%		
N	364			318			318			318			318			236		
F 値	3.03	***		3.01	***		3.12	***		3.28	***		3.55	***		2.62	***	

（注）*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

パネルC

被説明変数：														
変数	売却額÷総資産													
	推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値
切片	0.0281	3.36	***	-0.0041	-0.37	--	0.0322	3.53	***	0.0240	2.57	**	0.0152	1.63 --
10大株主割合				0.0428	4.16	***							0.0346	2.85 ***
金融機関持株割合							-0.0454	-4.39	***					
外国人持株割合										-0.0114	-0.83	--		
事業法人持株割合													0.0242	2.83 ***
上位1行/有利子負債割合													0.0154	1.31 --
上位1行/上位10行													0.0006	0.06 --
負債割合	-0.0375	-4.26	***	-0.0269	-2.86	***	-0.0302	-3.27	***	-0.0377	-3.99	***	-0.0361	-3.89 ***
有利子負債増減額/総資産	0.0346	2.09	**	0.0474	2.62	***	0.0494	2.75	***	0.0551	2.98	***	0.0514	2.81 ***
固定資産増加率	0.0190	4.41	***	0.0261	5.68	***	0.0241	5.27	***	0.0251	5.3	***	0.0261	5.57 ***
総資産事業利益率 (ROA) (%)	-0.0013	-3.41	***	-0.0014	-3.65	***	-0.0012	-3.19	***	-0.0013	-3.18	***	-0.0013	-3.35 ***
売上高伸び率 (%)	0.0000	0.21	--	-0.0003	-2.27	**	-0.0003	-2	**	-0.0002	-1.76	*	-0.0002	-1.84 *
P E R	0.0000	0.19	--	0.0000	-0.4	--	0.0000	-0.18	--	0.0000	-0.7	--	0.0000	-0.63 --
P B R	0.0002	3.82	***	0.0001	3.09	***	0.0002	3.18	***	0.0002	3.51	***	0.0002	3.23 ***
自己資本当期利益率 (ROE)	0.0001	1.69	*	0.0001	2.51	**	0.0001	1.82	*	0.0001	2.06	**	0.0001	2.04 **
[2000]	0.0067	1.01	--	0.0105	1.21	--	0.0085	0.99	--	0.0079	0.89	--	0.0067	0.76 --
[2001]	-0.0085	-2.46	**	-0.0092	-2.54	**	-0.0068	-1.87	*	-0.0087	-2.35	**	-0.0087	-2.35 **
[2002]	-0.0077	-1.86	*	-0.0112	-2.46	**	-0.0063	-1.39	--	-0.0098	-2.1	**	-0.0092	-2.01 **
[2003]	-0.0009	-0.2	--	-0.0001	-0.02	--	0.0006	0.14	--	-0.0002	-0.04	--	0.0005	0.1 --
[2004]	0.0065	1.58	--	0.0049	1.15	--	0.0045	1.04	--	0.0053	1.2	--	0.0052	1.2 --
[2005]	-0.0053	-1.47	--	-0.0054	-1.44	--	-0.0065	-1.72	*	-0.0058	-1.47	--	-0.0054	-1.4 --
[2006]	0.0116	2.87	***	0.0080	1.95	*	0.0075	1.81	*	0.0098	2.31	**	0.0089	2.12 **
adj.R2	15.57%			22.12%			22.59%			17.86%			19.79%	17.86%
N	367			320			320			320			320	236
F 値	5.50	***		6.66	***		6.82	***		5.33	***		5.92	***

(注) *は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

重回帰分析の結果、ダイベストメント行動に対するガバナンス構造の影響については、10大株主、金融機関、外国人、事業法人、メインバンクいずれの場合も何等かの影響を及ぼすことが有意に認められた。

これらを分析すると、パネルAでは、ダイベストメント行動の大きさを示すln(売却額)を被説明変数とするモデル式に対し、統計的有意性が確認されたのは外国人持株割合(符号は+、1%有意)、メインバンク(上位1行/有利子負債割合 符号は-、1%有意、上位1行/上位10行 符号は+、5%有意)であった。これに対し、10大株主割合の符号は+、金融機関持株割合の符号は-、事業法人持株割合の符号は-であったが、いずれも統計的有意性は確認できなかった。以上の結果から、パネルAについては、外国人株主が多いほどダイベストメントの規模は大きいことが確認される一方で、メインバンクについては、有利子負債全体に占める上位1行の貸出残高の割合が少ないほど、また、上位10行の貸出残高全体に占める上位1行の貸出残高の割合が大きいほどダイベストメントの規模が大きいことが確認された。

また、パネルBでは、ダイベストメント行動の大きさを示す売却額/時価総額割合を被説明変数とするモデル式に対し、統計的有意性が確認されたのは10大株主割合(符号は+、10%有意)、金融機関持株割合(符号は-、5%有意)、外国人持株割合(符号は-、5%有意)、事業法人持株割合(符号は+、1%有意)であった。これに対し、メインバンクについては、有利子負債全体に占める上位1行の貸出残高の割合、上位10行の貸出残高全体に占める上位1行の貸出残高の割合はいずれも符号は-であったが、いずれも統計的有意性が確認できなかった。

さらに、パネルCでは、ダイベストメント行動の大きさを示す売却額/総資産割合を被説明変数とするモデル式に対し、統計的有意性が確認されたのは10大株主割合(符号は+、1%有意)、金融機関持株割合(符号は-、1%有意)、事業法人持株割合(符号は+、1%有意)であった。

これに対し、外国人持株割合の符号は-、メインバンクについては有利子負債全体に占める上位1行の貸出残高の割合、上位10行の貸出残高全体に占める上位1行の貸出残高の割合はいずれも符号は+であったが、いずれも統計的有意性が確認できなかった。

以上を整理すると、ダイベストメントの大きさを被説明変数とするモデル式1~3に対し、ガバナンスの度合いを示す説明変数について、各モデル重回帰分析結果の符号が一致しているのは安定株主を示す10大株主割合の符号は+ (パネルBで10%有意、パネルCで1%有意)、金融機関持株割合の符号は- (パネルBで5%有意、パネルCで1%有意)であった。一方、重回帰分析結果の符号が一致していないのは、外国人持株割合(パネルAでは符号は+ (1%有意)、パネルBでは符号は- (1%有意)、パネルCでも符号は- (有意性なし))、事業法人持株割合(パネルAでは符号は-、パネルBでは符号は+ (1%有意)、パネルCでも符号は+ (1%有意))、メインバンクについては有利子負債全体に占める上位1行の貸出残高の割合がパネルA- (1%有意)、パネルB- (有意性なし)、パネルC+ (有

意性なし)、上位 10 行の貸出残高全体に占める上位 1 行の貸出残高の割合がパネル A+ (5% 有意) パネル B- (有意性なし)、パネル C+ (有意性なし) となった。

以上の結果を総合すると、ダイベストメント行動にどのようなガバナンス構造が影響を及ぼすかについて、10 大株主割合が多く安定株主の度合いが大きいほどダイベストメント行動が促進されること、また、金融機関株主の割合が少ないほどダイベストメント行動が促進されることが明らかとなった。さらに、事業法人株主の場合については、3 つのモデルで符号は一致しなかったものの、統計的有意性が確認できたパネル B、C では事業法人株主の割合が多いほどダイベストメント行動が促進されることが確認された。

これに対し、外国人株主やメインバンクに関する影響については、パネル A~C 間で符号が分かれる結果となった。

4.6 分析結果の解釈と論点の整理

今回の考察結果から、リストラクチャリング行動におけるダイベストメント事例を分析した結果、ダイベストメントを進めるガバナンス構造として考えられる条件とは次の通りである。第 1 に、メインバンクを含む金融機関株主による株式持合いが低い場合、第 2 に、10 大株主保有比率、事業法人株主保有比率が高く、安定株主に支えられたガバナンス構造を持つ場合、第 3 に、全有利子負債に占めるメインバンクの貸出割合が低い一方で主要金融団に占めるメインバンクの貸出割合が高い場合である。これに対し、当初予想した外国人株主の存在がガバナンス構造に及ぼす影響の大きさについては、どちらとも言えないという結果となった。

これらの解釈をもとに論点を整理すると、日本企業は安定株主によるガバナンス構造の枠組みは維持される中で、金融危機の進行によりメインバンクのプレゼンスが低下して、取引企業に対する救済余力も低下したことで、企業自身がダイベストメントの実施によって自主的に資産と財務のリストラクチャリングに取り組んできたことが改めて確認できた。

4.7 第 4 章のまとめ

本章では、2000 年~2007 年のダイベストメントを実施した日本企業のデータを用いて、ガバナンス構造がダイベストメント行動に及ぼす影響について分析した。その結果、以下の点が明らかとなった。まず、仮説 4-1 「財務構造が健全な経営状態にある場合のダイベストメント行動には、事業会社や金融機関のような伝統的株主よりも外国人株主のような新規株主が主体のガバナンス構造が影響を持つ」という点については、むしろ逆の結論が導き出される結果となった。次に、仮説 4-2 「財務構造が財務危機状態にある場合のダイベストメント行動には、メインバンクによる状態依存型ガバナンス構造が影響を持つ」という点については支持される結果となった。さらに、仮説 4-3 「事業会社や金融機関のような株式持ち合い株主や安定株主はダイベストメント行動には影響を持たない」という点については支持されない結果となった。以上をまとめると以下の通りである。

第 1 に、ダイベストメント実施企業のガバナンス構造は、伝統的な安定株主によるガバナンス構造に支えられており、金融機関株主の保有比率が高く外国人株主の保有比率が低いというように、他の大企業のガバナンス構造と比較して変化の度合いが遅いという点が大きく異なる、第 2 に、ダイベストメント実施企業のガバナンス構造も他の大企業と同様に、金融機関株主の保有比率が低下する一方で外国人株主の保有比率が上昇するといった変化が進む中でダイベストメントが実施されている、第 3 に、ダイベストメント実施企業の財務構造の違いに応じてガバナンス構造には違いが見られ、負債割合が低い場合のダイベストメント実施企業ほど安定株主（10 大株主）の保有割合が高いのに対し、負債割合が高い場合のダイベストメント実施企業ほど金融機関株主の保有割合が高い、第 4 に、安定株主の保有比率が高く金融機関の株主保有比率が低いガバナンス構造を持つほどダイベストメント行動が進む、第 5 に、全有利子負債に占めるメインバンクの貸出割合のプレゼンスが低い一方で、主要取引金融機関間におけるメインバンクの貸出割合は高い場合にはダイベストメント行動が進む、といったことが確認できた。

最後に今後の課題について述べる。本章の分析では、株主構成やメインバンクのガバナンス構造がダイベストメント行動に及ぼす影響に焦点を当てた。この分析では、ガバナンス構造の変化によって、ダイベストメント行動に対する市場の評価がどう変わったかについては分析できていない。しかし、ガバナンス構造が変化することで、その主役がメインバンクから株主へと変化する環境下においては、市場から見たガバナンス構造に対する評価がどう影響したかといった要因も検証するべきであり、ガバナンス構造の変化とダイベストメント行動に対する市場の評価を総合的に分析することが今後の課題であると考えられる。この課題については、次章（第 5 章）において分析することとしたい。

第5章 ガバナンス構造の変化がリストラクチャリングに及ぼす影響とその評価について

5.1 本章の概要

本章では、ガバナンス構造の変化やそれに伴う市場の構造の変化がリストラクチャリング時においても当てはまるのかどうかについて資金調達仮説をもとに検証した。

わが国では1997年の金融危機以降、企業のガバナンス構造が大きく変化した。こうした企業のガバナンス構造の変化の大きな特徴は、伝統的な株式相互持合いやメインバンク・システムに支えられる構造から外国人株主主導の企業価値向上を目的とする新たな仕組みへと変化したされるが、こうした構造変化が企業における資産のリストラクチャリングと市場の評価にどのように影響したかを2000年から2007年にかけてのダイベストメント実施事例をもとに分析した。

日本企業のガバナンス構造の大きな特徴は、「状態依存型ガバナンス」と呼ばれるように、企業が健全な経営状態にある際には、企業経営について自主性を重んじる代わりに、企業が財務危機に陥るとガバナンスを発揮して、銀行が役員を派遣したり、企業の再建計画を後押ししたりする点にあった。一方、光定・蜂谷（2009）の先行研究では、市場志向的なガバナンス構造を持つ企業はそうでない企業に対し、有意な株式超過収益率があることを検証した。

分析の結果、日本企業のガバナンス構造は大きく変化し、株式持ち合いの解消やメインバンク・システムの変化、外国人株主の増加などが見られたが、リストラクチャリングを実施した企業のガバナンス構造に対する市場の評価については、外国人株主による新たなガバナンス構造ではなく、メインバンク・システムに支えられた伝統的ガバナンス構造であったことが明らかとなった。以上の結果の解釈としては、コーポレート・ガバナンスの主役はメインバンクから外国人株主等の市場志向型のガバナンスへと移行したと考えられる一方、リストラクチャリングの局面においては、引き続き、従来型のガバナンス構造である状態依存型ガバナンスが投資家から評価されたものということが明らかとなった。

5.2 ダイベストメントの実施状況と株主構成の変化

5.2.1 ダイベストメントの実施状況

日本企業のダイベストメント行動は2000年～2007年前半にかけて急増した。売手・買手ともに国内の上場企業であった公表案件（392件）は、構造変化が必須となった特定業種・特定企業に集中している³³（表5－1参照）。このうち、電気機器、情報通信、化学、卸売は、事業ポートフォリオの再構築が多く、鉄鋼、小売は、「選択と集中」による事業の絞り込みが多いことを示している。

³³ 網掛けの6業種の構成比は案件数で56%、案件金額で72%。

表 5－1 業種別ダイベストメント内容

業種	案件数	金額単位：億円)		
		売却額計	構成比	売却額平均
1 小売	48	4,743	20%	99
2 電気機器	45	3,191	13%	71
3 卸売業	67	3,054	13%	46
4 化学	22	2,361	10%	107
5 鉄鋼	12	2,203	9%	184
6 情報通信	31	1,678	7%	54
7 医薬品	10	890	4%	89
8 機械	18	572	2%	32
9 輸送用機器	11	565	2%	51
10 食料品	22	525	2%	23
11 その他	6	448	2%	75

5.2.2 株主構成の変化

日本企業の株主構成は 1990 年代以降に変化し、金融機関の減少と外国人の増加が対照的となっている（表 5－2 参照）。また、株式持ち合いに代わって内外機関投資家（年金・投信・外国人）が増加した。また、国内投資家による議決権行使が積極化³⁴し、アクティビストファンドと呼ばれる一部の機関投資家³⁵による投資活動が活発化して買収の脅威も高まった³⁶。このため、株式市場を通じたガバナンスが以前より機能しやすくなったとされる。

一方、国内上場企業全体の株主構成の変化に対し、2000 年～2007 年のダイベストメント公表企業の株主構成を見ると、外国人株主の割合が低く、金融機関株主の割合が高い点が特徴的である（表 5－3 参照）。このため、リストラを実施した企業のガバナンス構造は他の日本企業とは異なる可能性もある。

³⁴ 厚生年金基金連合会（現企業年金基金）が「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」（2000 年）、「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」（2001 年）を公表し機関投資家の運用環境整備を進めた。

³⁵ M&A コンサルティング（通称「村上ファンド」）やスティー爾パートナーズ等が経営改善や株価上昇を求める株主提案や敵対的買収提案等積極的な発言を行い、株主総会で委任状争奪戦が起きるケースや定款変更議案・取締役選任議案が否決されるケースも出た。

³⁶ 経済産業省企業価値研究会『企業価値報告書 公正な企業社会のルール形成に向けた提案』2005 年 5 月 27 日、19 頁によれば、日本の経営者の 7 割が買収の脅威を感じていた。

表 5－2 株主構成の変化

(単位：％)

年度	金融機関	事業法人	外国人 (a)	機関投資家 (b)	(a)+(b)	個人
2000	30.5	21.8	18.8	6.5	25.3	19.4
2001	28.6	21.8	18.3	7.6	25.9	19.7
2002	25.7	21.5	17.7	8.4	26.1	20.6
2003	23.8	21.8	21.8	7.3	29.1	20.5
2004	13.3	22.1	23.3	4.3	27.6	21.3
2005	11.5	21.3	26.3	6.0	32.3	19.9
2006	16.7	20.8	27.8	6.6	34.4	18.7
2007	16.6	21.4	27.4	6.7	34.1	18.7

(出所) 東証 投資部門別株主保有状況より加工して作成

*1)金融機関は、東証投資部門別株主保有状況表中の金融機関から投資信託、年金信託を控除して算出

*2)機関投資家は、同上表中の投資信託と年金信託の合計値

表 5－3 ダイベストメント公表企業の株主構成

(単位：％)

年度	10大株主	金融機関	事業法人	外国人	投資信託	個人
2000	36.4	32.6	26.6	12.1	0.4	27.1
2001	41.9	35.0	21.4	12.7	1.5	26.3
2002	50.7	39.0	30.1	9.5	0.9	38.5
2003	43.2	34.0	23.7	12.2	1.4	35.0
2004	45.1	29.5	24.3	11.9	1.5	32.0
2005	42.6	29.7	18.9	18.9	1.8	28.9
2006	47.4	25.6	24.5	15.6	1.3	35.1
2007	42.0	25.9	17.9	18.1	1.6	33.5
平均	44.2	31.9	23.0	14.1	1.4	31.9

5.3 先行研究

本論文では、これまで企業のダイベストメント行動を題材に企業のリストラクチャリング行動とそれに対する市場の評価について、資金調達仮説を中心に検証を行ってきた。それによると、企業は、バブル崩壊以降、ROA や企業価値向上などを目標として、その経営改善のためのリストラクチャリングを行ってきた。

しかし、これまでの実証結果からは、株主と経営者との間の情報の非対称性によって、いくら経営者が企業価値向上を目的としてダイベストメント行動を行ったとしても、株主から見れば、経営者による事業規模や経営支配の最大化が疑われるために、売却代金を負債の返済等社外流出に回すことが市場評価の条件であるとされていた。

一方で、「選択と集中」戦略に基づくダイベストメント行動は、外国人株主など機関投資家などの株主が経営者に求める要望に沿った戦略であるため、むしろ、エージェンシーコストを引き下げる方に作用する可能性もあるとも言える。

先行研究では、海外投資家等の機関投資家の株式保有の増加が企業価値にプラスの効果を持つとされている。例えば、光定・蜂谷（2009）は、Gompers et al（2003）や Cremers et al（2005）をもとに、市場志向的ガバナンスが働きやすい株主構成を持つ企業がそうでない企業よりも有意な株式超過収益率がある要因として、投資家がガバナンスの改善を期待してエージェンシーコストを低く見積もる可能性があることを実証した。また、宮島・新田（2011）、宮島・保田（2015）は、海外投資家によるモニタリング行動（企業経営に対する発言や議決権行使等）には、経営者の努力水準の引き上げ、取締役会の改革、適切な経営・組織戦略の採用を促す等、経営に対する規律付け効果があったと述べた。さらに、宮島・新田（2011）、宮島・保田（2015）は、Ferreira and Matos（2008）を踏まえた分析結果から、内外機関投資家による外形的なガバナンス特性（取締役会の規模・社外取締役）を重視した銘柄選択とその後のモニタリング効果を検証した結果、両社の相乗効果が企業価値や企業業績にプラスとなったとした。

そこで、本章では、以上の先行研究成果をもとに、外国人株主などの増加といったガバナンス構造の変化の影響が、ダイベストメント行動実施という、企業価値向上に大きく結びつく可能性のある「選択と集中」戦略と結びついた場合に、株式市場から高く評価される可能性について実証分析を行った。

5.4 リサーチデザインと仮説

5.4.1 仮説の設定

まず、ガバナンス構造の変化が企業のリストラクチャリング公表に関する市場の評価にどう影響したのかについて、先行研究はなされていない。

そこで、光定・蜂谷（2009）、Gompers et al（2003）、Cremers et al（2005）をもとに、海外投資家などの機関投資家の株式保有の増加が企業価値に対してプラスの効果を持つとした宮島・新田（2011）、宮島・保田（2015）をもとに、仮説を設定する。

具体的な仮説設定に際しては、ガバナンス構造の変化、特に、外国人株主を中心とする新たなガバナンス構造が企業のリストラクチャリングを推進することによって、「選択と集中」戦略を加速することによって企業価値向上に貢献すると考える。

また、外国人株主を主体とするガバナンス構造は、海外投資家によるモニタリングを通じて経営の規律付けが働くとの期待感も株式市場にもたらす可能性がある。

以上の観点から以下の仮説を設定する。

仮説 5－1 企業のダイベストメント行動に対する市場の評価は株主構成などのガバナンス構造の違いによって異なる。

仮説 5－2 企業のダイベストメント行動に対する市場の評価は伝統的なガバナンス構造を示す株主構成（金融機関、事業法人）よりも、市場志向的なガバナンス構造を示す株主構成（外国人）主体の企業の方が高い。

仮説 5－3 企業のダイベストメント行動に対する市場の評価は、メインバンクによるガバナンスよりも、株主によるガバナンスの方が高い。

5.4.2 リサーチデザイン

以上の仮説の検証を行うため、リストラクチャリング（ダイベストメント）公表企業におけるガバナンス構造の違いが市場の評価にどう影響するのかを分析モデル（（2）で後述）を用いて検討した。対象期間は、最もリストラクチャリングが活発化した 2000 年から 2007 年後半までの間とした（対象サンプルは（1）で後述）。ガバナンス構造には株主構成等の公表情報を用い、メインバンクと機関投資家など主なガバナンス主体別の比較検討を行った。また、市場の評価には、ダイベストメントの公表に対する株価の反応をイベント・スタディ法により算出した。

本章のリサーチデザインの概要イメージは以下の通りである（図 5－1 参照）。

(1) サンプルとデータ

本章で用いたサンプルは、2000 年から 2007 年上期³⁷迄にダイベストメントが公表された案件のうち、i) 売却企業、買収企業とも国内上場企業であり、ii) 売却価額が明示され、iii) 2007 年時点で上場を維持し財務指標等のデータ取得が可能な 392 件である。分

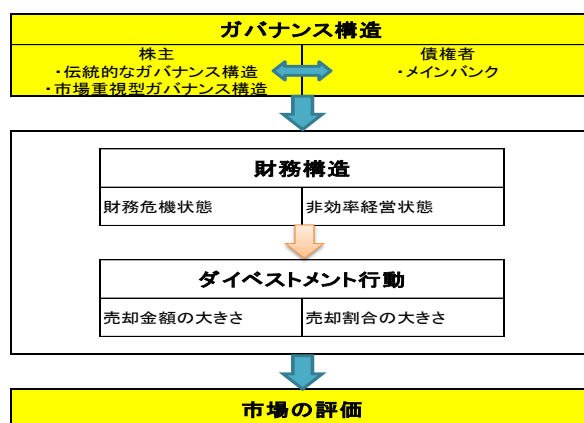


図 5－1 本章のリサーチデザイン

³⁷ サンプル対象期間を 2007 年上期までとしたのは、サブプライムローン問題の影響による国内株式市場の混乱といったノイズを排除して純粋に同条件のもとで検証を行うためである。

析に用いたデータは、ダイベストメント案件データはブルームバーグ社の M&A 検索データ、株価データ、TOPIX データ（ただし、配当調整済データを採用）、財務データ（業種調整済財務指標を含む）は日本経済新聞社データ、ガバナンスデータは日経ガバナンスデータを用いた。なお、各財務データは連結ベースを用いている。

(2) 分析モデル

本章では、仮説の検証を行うため、以下で提示する 2 つの分析モデルを用いた。第 1 のモデルでは、株主構造の違いが市場評価に及ぼす影響（仮説 5-1、5-2）を検証した。第 2 のモデルでは、株主・メインバンクといったガバナンス構造の各主体の違いが市場評価に及ぼす影響（仮説 5-3）を検証した。

① 市場評価モデル（1）

第 1 の分析モデル設定に際しては先行研究（光定・蜂谷（2009）、宮島・保田（2015））を参考にし、以下の通り設定した。

$$CAR(\pm 10)_{i,t} = F(Gov_{i,t-1}, \Delta Gov_{i,t-1 \sim t-3}, Cont_{i,t})$$

・・・ (1)

市場評価モデル（1）の特徴は、第 1 に、光定・蜂谷（2009）、宮島・保田（2015）が非説明変数として一定期間³⁸の超過収益率を用いたのに対し、本章では、イベント・スタディ法³⁹を用いて算出した累積超過収益率（CAR: Cumulative Abnormal Return）を市場の評価を示す代理変数として用いた点にある。これは、ダイベストメントを公表（アナウンス）した日を起点として±10 日間に株価の反応（収益率）が TOPIX の収益率を上回る超過収益率を加算して算出したもの⁴⁰であり、市場が合理的であればイベント（ダイベストメントの公表）によって資産価格に反映されるという特性を活用している。同手法は、様々なノイズのある株式市場におけるイベントの影響の計測に適するとされ、企業金融分野における実証研究に幅広く用いられている。

第 2 に、宮島・保田（2015）が Gompers and Metrick（2001）をもとに、説明変数として各株主の持株比率だけではなく、その変化率も説明変数に加えたが、本モデルでもそれを採用した点である。これにより、機関投資家の株式保有の増加が企業価値にプラスの影響を持つかどうかを検証する。

以上を踏まえて、モデル式（1）では変数を以下の通り設定した。

³⁸ 光定・蜂谷（2009）では短期（2 年）、長期（7 年）、宮島・保田（2015）では 1 年を対象としている。

³⁹ Campbell, Lo and Mackinlay（1997）

⁴⁰ 本稿では紙幅の制約から詳述していないが、イベント・スタディにより算出された CAR（±10）がサンプル全体で有意にプラス（2.19%）（市場がダイベストメントの公表に対しプラスの反応を示した）であったことを確認している。

i) 被説明変数（市場の評価）

- $CAR_{i,t}$: i 企業の t 期イベント日 ± 10 日の累積超過収益率 ($CAR(t=(-10, +10))$)

ii) 説明変数（ガバナンス構造）

- 株主によるガバナンス : i 企業の $t-1$ 期のガバナンス構造を示す代理変数として、金融機関株主持株比率、事業法人株主持株比率、外国人株主持株比率を用いる。
- 株主によるガバナンス構造の変化 : i 企業の $t-1$ 期のガバナンス構造の変化を示す代理変数として、金融機関株主持株比率、事業法人株主持株比率、外国人株主持株比率の変化率 ($t-1$ 期/ $t-3$ 期) を用いる。

iii) コントロール変数

- 財務指標 (i 企業 $t-1$ 期の ROA、業種調整済 ROA 業種平均比、ROE、業種調整済 ROE、自己資本比率、成長率、業種調整済成長率)。

iv) 各変数の符号の予測

各変数の予想符号は、説明変数のうち株主によるガバナンスについては、外国人株主持株比率はプラス、それ以外の株主はマイナスを予想し、株主によるガバナンス構造の変化については、外国人株主持株比率はプラス、それ以外の株主はマイナスを予想した。また、コントロール変数については、ROA、ROE、成長率については業種調整済みも含めてプラスを予想した。

② 市場評価モデル（２）

第 2 の分析モデル設定に際しては、資金調達仮説の検証を行った石崎（2015）⁴¹で用いた市場評価モデルを基にしてガバナンス効果を加味した以下のモデル設定を行った。このモデルを用いて、全サンプル（392 件）を対象に、市場の評価、ダイベストメント行動、ガバナンス構造、財務構造間の相互関係を総合的に分析する。

$$CAR(\pm 10)_{i,t} = F(Gov_{i,t-1}, Rst_{i,t-1}, Cont_{i,t})$$
$$\cdot \cdot \quad (2)$$

ただし、誤差項 ε_i は以下の仮定を満たすものとする。

$$E(\varepsilon_i) = 0, \text{var}(\varepsilon_i) = \sigma^2, \text{cov}(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0, \varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2) \text{ i.i.d}$$

市場評価モデル（２）の特徴は次の通りである。第 1 に、説明変数としてガバナンス構造を示す株主割合にリストラクチャリング効果を加えた。これは、資金調達仮説において、ダイベストメント行動そのものよりもエージェンシーコスト削減効果があるとされるリストラクチャリング効果（負債削減、固定資産削減等）を加えることで、ガバナンス構造とどちらが市場の評価に影響するかを総合的に比較分析する狙いがある。第 2 に、ガバナンス構

⁴¹ 本稿と同じサンプルを用いて 2000 年～2007 年に公表されたダイベストメント事例に対する市場の評価を被説明変数、ダイベストメントの内容（ダイベストメントの規模、割合）及びエージェンシー削減効果（負債削減、固定資産の削減）を説明変数、市場の評価に影響を及ぼす財務指標をコントロール変数とする市場評価モデルにより検証した。

造の分析を行ううえで、説明変数として、これまでの先行研究では見られなかったにメインバンクの影響を加味した。これまでの先行研究（宮島・保田（2015））でも、メインバンクと株主（特に海外投資家）のどちらのモニタリング効果があったかといった点については、株主所有構造内（金融機関と外国人投資家）の比較にとどまっていた。ただし、メインバンクも含めた金融機関による企業に対する融資残高は、企業の財務状態や設備投資、研究開発等の事業環境によって変動する。そこで着目されるのが借入のメインバンク依存度（メインバンク借入額/銀行借入額）、金融機関借入比率（金融機関借入額/有利子負債額）である。小佐野・堀（2011）は、「メイン寄せ」の分析の中で、平成 15 年版の『経済財政白書』（内閣府、2003⁴²）において、借入のメインバンク依存度が 1990 年代前半と後半の 5 年間平均の比較において上昇したこと、20004 年以降も高水準を維持していることを述べた。また、Arikawa and Miyajima（2007）において、企業の総借入に占めるメインバンク借入の比率が 1997 年の金融危機以降上昇していることも紹介している。そこで、本章では以上の分析を踏まえ、金融機関借入上位 10 行のデータを収集したうえで、メインバンク依存度として上位 1 行/有利子負債割合を、金融機関間でのメイン寄せ度合いとして上位 1 行/上位 10 行を算出した。この両指標が高い水準にある企業は、メインバンク依存度が高く、「メイン寄せ」がなされており、メインバンクが支援姿勢を明確にせざるを得ない企業である。そこで、メインバンクの両指標の交差項を算定し、メインバンクのガバナンスが強い企業の代理変数として説明変数に用いて、株主によるガバナンスによる影響度合いと比較した。

以上を踏まえて、モデル式（2）の変数を以下のように設定した。

i) 被説明変数（市場の評価）

- ・ $CAR_{i,t}$: i 企業の t 期イベント日 ± 10 日の累積超過収益率 (CAR ($t=(-10, +10)$))

ii) 説明変数

a) ガバナンス構造

- ・ 株主によるガバナンス : i 企業の $t-1$ 期の株主のガバナンスを示し、代理変数として、金融機関株主持株比率、事業法人株主持株比率、外国人株主持株比率を用いる。
- ・ メインバンクによるガバナンス : i 企業の $t-1$ 期のメインバンクのガバナンスの強さを示し、代理変数として上位 1 行貸付残高/有利子負債割合 $\times$ 上位 1 行/上位 10 行貸出割合の交差項を用いる。

b) リストラクチャリング効果

- ・ ダイベストメント実施の結果、固定資産削減等の資産リストラクチャリングや負債削減等の財務リストラクチャリング等のリストラクチャリング効果につなげているかどうかを示すもので、代理変数として以下を用いる。

⁴² 第 2 章第 3 節

iii) コントロール変数

- $Debt\ Reduction_{i,t-1 \rightarrow t}$: i 企業の有利子負債削減額 ($t-1$ 期 $\sim t$ 期)、有利子負債削減割合
- $Asset\ Restructuring_{i,t-1 \rightarrow t}$: i 企業の資産削減率 ($t-1$ 期 $\sim t$ 期)
- $Div_{i,t}$: i 企業の t 期のダイベストメントの大きさ (売却額の対数値、売却額/時価総額)
- $Debt_{i,t-1}$: i 企業 ($t-1$ 期) の負債の大きさ ($\ln$ (有利子負債額)、負債割合)
- 財務指標 (i 企業 $t-1$ 期、ROA、成長率、PER、PBR、ROE)。

iv) 各変数の予測符号

- 説明変数 (ガバナンス構造) として、株主によるガバナンスは、仮説に基づき外国人株主はプラス、それ以外の株主はマイナスを予想した。
負債削減額はプラスを予想した。
また、メインバンクによるガバナンスについては、宮島 (2011) に基づきマイナスを予想した。
- コントロール変数として、ダイベストメントの大きさはプラス、負債の大きさもプラス、コントロール変数について、財務指標については、いずれもマイナスを予想した。

(3) 記述統計量

基本統計量は次の通りである (表 5-4、表 5-5 参照)。なお、サンプル数は、ダイベストメント事例 392 件をベースとするが、データベースごとに取得可能なサンプル数が異なるため、以後の回帰分析では使用する変数に応じてサンプル数を示す。

また、変数間相関係数を表 5-6 に示した。ガバナンスを示す各持株比率は相関関係が強い (特に外国人持株比率と事業法人持株比率)。そこで、各持株比率を同じ分析に用いる場合には、多重共線性を確認し、必要に応じて修正を加える。また、外国人株主にはデータの制約上機関投資家ではない事業法人を含んでいる。そこで、頑健性の観点から、外国人事業法人を除いて同じ分析を実施したうえで、考察結果に変更がないかを確認した。これらの内容について、考察で詳述する。

表 5－4 記述統計量①（ガバナンス関連）

項目	平均	標準偏差	最小値	25%	中央値	75%	最大値	N
持株比率（金融機関）	31.7%	16.4%	0.6%	21.2%	31.2%	44.3%	78.0%	340
持株比率（証券会社）	1.5%	2.2%	0.0%	0.4%	0.8%	1.8%	17.8%	340
持株比率（事業法人）	23.1%	22.1%	0.4%	6.3%	16.0%	33.9%	99.5%	340
持株比率（外国人）	14.0%	12.6%	0.0%	3.9%	10.9%	19.9%	68.3%	340
持株比率（個人）	31.9%	18.2%	4.8%	17.4%	28.3%	43.4%	90.3%	340
持株比率増加率（金融機関）	95.2%	30.5%	2.7%	84.5%	95.2%	102.5%	285.3%	334
持株比率増加率（事業法人）	122.2%	256.6%	5.8%	85.1%	96.9%	101.2%	4523.0%	340
持株比率増加率（外国人）	294.9%	1541.1%	0.0%	93.9%	119.6%	180.6%	26850.0%	330
持株比率増加率（投信）	112.0%	143.0%	0.0%	0.0%	89.3%	150.8%	1134.5%	140
持株比率増加率（個人）	104.1%	30.7%	17.6%	88.2%	100.0%	111.0%	279.6%	336
有利子負債割合（上位 1 行/全体）	15.0%	14.1%	0.0%	5.5%	10.9%	19.8%	100.0%	249
有利子負債割合（上位 1 行/上位 1 0 行）	35.2%	17.8%	13.3%	22.4%	30.8%	44.8%	100.0%	250

表 5－5 記述統計量②（コントロール変数関連）

	平均	中央値	標準偏差	最小値	最大値	N
CAR(-10,+10) (%)	2.19	0.79	14.57	-52.81	128.35	392
ln（売却額）	7.09	7.13	1.89	0.58	12.04	392
売却額/時価総額(%)	7.68	1.22	36.11	0.00	675.99	390
売却額/総資産(%)	2.26	0.33	13.72	0.00	265.80	392
売却額/EV(%)	3.08	0.46	17.86	0.00	345.13	390
有利子負債削減額（百万円）	30,098	5,695	239,476	-2,200,000	996,316	392
ln（有利子負債額）	11.76	12.00	2.52	0.00	16.00	388
負債割合(%)	73.40	78.00	20.98	13.00	126.00	392
業種調整済負債割合(%)	109.01	110.28	32.23	18.88	238.57	392
総資産事業利益率(ROA)(%)	3.53	3.27	4.99	-31.50	51.55	381
業種調整済ROA(%)	159.17	80.60	1,390.45	-808.86	26,500.00	365
成長率(%)	4.29	2.00	23.30	-28.60	261.60	381
業種調整済成長率(%)	101.21	99.77	21.48	69.82	342.71	381
自己資本当期利益率(ROE)(%)	-1.65	4.51	41.34	-307.61	298.58	371
業種調整済ROE(%)	34.77	4.78	202.58	-507.42	2,528.33	371
P E R	19.24	14.73	91.52	-1,306.10	506.40	392
P B R	3.14	1.30	31.95	-88.36	625.23	392
ln（総資産）	12.97	13.11	1.97	7.67	16.85	392
ln（時価総額）	11.68	11.74	1.90	6.93	16.56	392

表 5－6 説明変数間相関係数表

	C A R ± 1 0	ln (売却額)	売却額/時価 総額	Ln (有利子 負債)	売却側負債 割合	有利子負債 増減額/総資 産	有利子負債 増減額	固定資産増 減率	総資産事業 利益率 (ROA)	業種調整済 ROA	成長率 (売 上高伸率)	業種調整済 成長率	P E R	P B R	自己資本当 期利益率 (ROE)	業種調整済 ROE	金融機関持 株比率	事業法人持 株比率	外国法人等 持株比率	上位1行/有 利子負債	上位1行/上 位10行
C A R ± 1 0	1	-0.104	0.027	-0.006	0.121	0.046	0.047	-0.124	-0.061	-0.074	0.041	0.079	-0.104	-0.004	0.069	0.089	-0.098	-0.012	-0.063	0.062	0.081
ln (売却額)	-0.085	1	0.524	0.265	0.098	0.110	0.146	-0.106	0.002	-0.083	-0.227	-0.247	-0.003	0.020	-0.044	-0.039	0.144	-0.078	0.221	-0.279	-0.105
売却額/時価総額	-0.022	0.230	1	-0.370	0.135	0.231	0.039	-0.316	-0.211	-0.269	-0.214	-0.229	-0.230	-0.222	-0.210	-0.071	-0.295	0.304	-0.359	0.349	0.183
Ln (有利子負債)	0.021	0.254	-0.074	1	0.556	0.171	0.401	-0.035	-0.147	-0.055	-0.217	-0.172	-0.044	-0.022	0.075	-0.025	0.467	-0.237	0.313	-0.563	-0.319
売却側負債割合	0.116	0.080	0.067	0.621	1	0.414	0.407	-0.307	-0.455	-0.301	-0.354	-0.265	-0.342	0.036	-0.108	-0.037	0.154	0.072	-0.191	0.002	-0.029
有利子負債増減額/総資産	0.043	0.106	0.044	0.222	0.285	1	0.839	-0.553	-0.170	-0.107	-0.358	-0.291	-0.253	-0.127	-0.089	-0.012	0.020	0.127	-0.174	0.043	0.049
有利子負債増減額	0.100	-0.007	0.003	0.104	0.214	0.388	1	-0.427	-0.150	-0.064	-0.340	-0.247	-0.184	-0.137	-0.044	-0.027	0.143	-0.034	-0.009	-0.184	-0.041
固定資産増減率	-0.109	-0.075	-0.051	-0.225	-0.222	-0.490	-0.144	1	0.308	0.259	0.285	0.200	0.252	0.190	0.217	0.059	0.152	-0.175	0.274	-0.147	-0.182
総資産事業利益率 (ROA)	0.012	-0.044	-0.076	-0.151	-0.344	-0.057	-0.062	0.177	1	0.739	0.351	0.209	0.304	0.184	0.544	0.245	0.028	-0.095	0.273	-0.074	-0.021
業種調整済ROA	-0.039	-0.023	0.028	-0.061	-0.032	-0.020	-0.010	0.026	0.079	1	0.278	0.309	0.244	0.145	0.413	0.202	0.067	-0.089	0.233	-0.153	-0.138
成長率 (売上高伸率)	0.024	-0.155	-0.030	-0.231	-0.195	-0.544	-0.091	0.229	0.172	-0.018	1	0.840	0.201	0.152	0.280	0.189	-0.110	-0.044	0.132	0.060	0.068
業種調整済成長率	0.037	-0.148	-0.024	-0.212	-0.169	-0.537	-0.069	0.220	0.151	-0.001	0.975	1	0.135	0.126	0.147	0.117	-0.040	-0.057	0.054	-0.015	0.018
P E R	-0.032	0.018	-0.032	0.078	0.005	-0.203	-0.044	0.041	0.066	0.010	0.309	0.321	1	0.098	0.280	0.035	0.136	-0.044	0.174	-0.182	-0.131
P B R	0.002	0.005	-0.007	-0.090	-0.052	-0.158	-0.041	0.094	0.048	-0.087	0.456	0.455	0.082	1	0.126	0.062	-0.020	-0.262	0.179	-0.043	-0.025
自己資本当期利益率 (ROE)	0.048	-0.016	-0.054	0.048	-0.137	-0.084	0.025	0.076	0.410	0.066	0.022	0.002	0.073	-0.296	1	0.545	0.003	-0.054	0.216	-0.039	-0.052
業種調整済ROE	0.021	0.042	0.374	-0.086	0.035	0.081	-0.004	0.001	-0.073	0.058	0.167	0.164	-0.018	0.637	-0.412	1	0.034	0.012	0.200	0.089	0.145
金融機関持株比率	-0.131	0.131	-0.123	0.474	0.199	0.048	0.068	-0.064	-0.068	-0.052	-0.024	-0.005	0.185	0.001	-0.111	-0.026	1	-0.348	0.403	-0.352	-0.254
事業法人持株比率	0.064	-0.058	0.085	-0.099	0.140	0.191	0.117	-0.143	-0.023	0.025	-0.111	-0.114	-0.056	-0.113	0.037	0.033	-0.332	1	-0.547	0.328	0.066
外国法人等持株比率	-0.050	0.175	-0.102	0.199	-0.194	-0.037	-0.041	0.141	0.192	-0.040	-0.023	-0.057	-0.086	0.024	0.057	-0.038	0.218	-0.447	1	-0.439	-0.157
上位1行/有利子負債	0.090	-0.261	0.016	-0.650	-0.214	-0.015	0.044	0.118	0.031	0.060	0.065	0.053	-0.140	-0.044	-0.065	-0.037	-0.381	0.208	-0.250	1	0.574
上位1行/上位10行	0.077	-0.103	-0.014	-0.399	-0.144	-0.060	0.168	0.020	0.024	0.463	0.155	0.154	0.062	-0.006	-0.143	0.150	-0.198	0.045	0.010	0.526	1

注) 左下行列はピアソン相関係数、右上行列はスピアマン順位相関係数を示す。

5.5 考察結果

5.5.1 考察 1 市場評価分析①

モデル式（1）を用いた分析結果は次の通りである（表5－7参照）。

持株比率で見た株主によるガバナンスは、金融機関の符号が全てのモデルでマイナスであり、かつ3つのモデルで統計的な有意性（2つのモデルで5%有意、1つのモデルで10%有意）が確認された。

また、事業法人の符号はプラス、マイナスいずれもあり、統計的な有意性も確認できなかった。外国人の符号はすべてプラス（2つのモデルで10%有意）と確認された。

また、株主によるガバナンス構造の変化については、全てのモデルで金融機関、事業法人の符号がマイナスであるのに対し、外国人はプラスとなった（うち、統計的な有意性が確認されたのは、金融機関は2つのモデル、事業法人は全てのモデル、外国人は有意性なし）。

一方、コントロール変数は、自己資本比率は全てのモデルで符号がマイナス（全て有意性あり）、成長性は業種調整あり、なし共に全てのモデルにおいて符号がプラス（全て有意性あり）となる一方、ROE、ROAについては符号もプラス、マイナス両方があり、有意性は認められなかった。

表 5－7 ガバナンス構造が市場評価に及ぼす影響

被説明変数：市場評価	CAR (t±10)											
	Model1			Model2			Model3			Model4		
	推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値	
定数項	-0.0525	-0.97	-	-0.0331	-0.69	-	0.0812	2.73	***	0.0989	3.84	***
金融機関持株比率	-0.0822	-1.77	*	-0.0610	-1.55	-	-0.1019	-2.27	**	-0.0801	-2.09	**
事業法人持株比率	0.0110	0.34	-	0.0290	1.04	-	-0.0070	-0.19	-	-0.0129	-0.39	-
外国法人等持株比率	0.0969	1.78	*	0.0587	1.22	-	0.1053	1.82	*	0.0432	0.86	-
金融機関株主持株比率増加率	-0.0360	-1.51	-	-0.0413	-1.93	*	-0.0316	-1.49	-	-0.0392	-2.02	**
事業法人株主持株比率増加率	-0.0050	-2.45	**	-0.0044	-2.39	**	-0.0046	-2.24	**	-0.0041	-2.16	**
外国人株主持株比率増加率	0.0003	0.97	-	0.0004	1.17	-	0.0004	1.04	-	0.0004	1.31	-
業種調整済R O A	0.0000	0.03	-	-0.0004	-1.35	-						
業種調整済ROE	0.0037	1.15	-	0.0005	0.17	-						
業種調整済成長率	0.1284	2.58	**	0.1242	2.75	***						
総資産利益率(ROA)							-0.0002	-0.16	-	-0.0008	-0.65	-
自己資本当期利益率 (ROE)							0.0000	-0.23	-	0.0000	-0.3	-
売上高成長率							0.0008	1.76	*	0.0009	2.15	**
自己資本比率	-0.0009	-2.59	**	-0.0012	-4.26	***	-0.0008	-2.16	**	-0.0009	-3.09	***
業種ダミー	あり			なし			あり			なし		
年ダミー	あり			なし			あり			なし		
adj.R2	8.48%			8.62%			5.95%			6.13%		
N	278			278			284			284		
F 値	1.60	**		3.61	***		1.42	*		2.85	***	

(注) *は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

以上の分析結果から、株主によるガバナンス構造の影響は、金融機関株主の持株比率が少ないほど市場評価が高いことが確認された。これに対し、外国法人株主の持株比率の効果はプラスであったが統計的な有意性が認められたのは2つのモデルにとどまった。また、株主によるガバナンス構造の変化の影響は、金融機関株主の持株比率が低く、事業法人株主の持株比率が低いほど、市場評価は高いことが確認された。

市場評価の高さに結び付く財務上の特徴としては、売上高成長率が高く、自己資本比率が低い場合であることが確認された。

これらの分析結果から、市場の評価が高まる場合の条件は、①持株比率の水準では、金融機関の持株比率が低い場合、②持株比率の変化では、金融機関、事業法人の持株比率が低下する場合であることが確認された。これらの検証結果は、仮説5-1、5-2をほぼ支持する結論となったが、ガバナンス構造の主役が金融機関や事業法人ではなくなった点では先行研究と整合的である反面、外国人株主についてプラスの影響が確認できなかった点が非整合的な結果となった。なお、これらの分析結果は、外国人株主から事業法人を除いて再度分析した場合も変わらなかった⁴³。また、検証結果について多重共線性の検討を行った結果、どの変数もVIF値が1~2の水準と問題ないことを確認した。

5.5.2 考察2 市場評価分析②

次に、モデル(2)の分析結果が次の通りである(表5-8、表5-9参照)。リストラクチャリングの性格の違いによってガバナンスの影響に違いがあるかを明確化するため、2つのパネルに分類し、ダイベストメントによって財務リストラクチャリングのみの効果(Panel A)と財務リストラクチャリング・資産リストラクチャリング両方の効果(Panel B)を分けて分析結果を示した。

まず、Panel Aで統計的有意性が確認できたのは、①ガバナンスの影響については、金融機関(符号はマイナス、有意性10%)、メインバンク(符号はプラス、有意性5%)であった。②リストラクチャリング効果については、負債削減について有意性は認められなかった。③財務指標については、負債割合の大きさ(符号はプラス、全モデルで5%~1%有意)、株価成長性の高さ(PBR; 符号はプラス、全モデルで1%有意)、投資収益率の高さ(ROE; 符号はプラス、ほとんどのモデルで10%~1%有意)となった。

次に、Panel Bで統計的有意性が確認できたのは、①ガバナンスの影響については、金融機関(符号はマイナス、有意性5%)、メインバンク(符号はプラス、有意性5%)であった。②リストラクチャリング効果については、固定資産増加率(符号はマイナス、有意性5%~10%)が確認された。③財務指標については、売上高の成長性の高さ(符号はプラス、10%有意)、株価成長性の高さ(PBR; 符号はプラス、全てにおいて1%有意)となった。考察2についても、外国人から外国人事業法人を除いて再検討を行ったが結果は変わらなかった。

⁴³ 再分析の結果、モデル1(c)の外国人で有意ではなくなっている。

表 5－8 市場評価に対する回帰結果（PanelA）

Panel A 分析結果

被説明変数：市場評価	C A R (t: ± 1 0)											
	Model1			Model2			Model3			Model4		
	推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値	
切片	-0.0287	-0.71	-	-0.0381	-0.9	-	-0.0502	-1.18	-	-0.0537	-1.23	-
金融機関持株比率				-0.0871	-1.94	*						
外国人持株比率							-0.0105	-0.18	-			
事業法人持株比率										0.0088	0.24	-
上位1行/有利子負債割合 ×上位1行/上位10行											0.3170	2.01 **
有利子負債削減額	0.0000	1.07	-	0.0000	1.05	-	0.0000	1.22	-	0.0000	1.22	-
ln（売却額）	-0.0039	-1.06	-	-0.0022	-0.58	-	-0.0028	-0.7	-	-0.0028	-0.74	-
負債割合	0.0919	2.4	**	0.1221	3.11	***	0.1088	2.75	***	0.1097	2.81	***
総資産事業利益率（ROA）（％）	0.0010	0.64	-	0.0004	0.27	-	0.0003	0.21	-	0.0003	0.18	-
売上高伸び率（％）	0.0002	0.58	-	0.0008	1.51	-	0.0009	1.56	-	0.0009	1.56	-
P E R	-0.0001	-1.05	-	-0.0001	-0.51	-	-0.0001	-0.75	-	-0.0001	-0.75	-
P B R	0.0020	9.46	***	0.0020	9.7	***	0.0021	9.85	***	0.0020	9.78	***
自己資本当期利益率（ROE）	0.0002	1.32	-	0.0003	1.78	*	0.0003	1.88	*	0.0003	1.88	*
adj.R2	21.8%			28.7%			27.8%			27.8%		
N	370			320			320			320		
F 値	7.86	***		9.02	***		8.68	***		8.69	***	

（注）*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

表 5－9 市場評価に対する回帰結果（PanelB）

Panel B 分析結果

被説明変数：市場評価

変数	C A R (t:± 1 0)											
	Model1			Model2			Model3			Model4		
	推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値		推定値	t値	
切片	0.0494	1.05	-	0.0072	0.15	-	0.0093	0.19	-	0.0077	0.14	-
金融機関持株比率				-0.1339	-2.56	**						
外国人持株比率							-0.0663	-1.01	-			
事業法人持株比率										0.0190	0.47	-
上位1行/有利子負債割合 × 上位1行/上位10行											0.3920	2.31 **
有利子負債増減額/総資産	-0.0293	-0.4	-	-0.0199	-0.26	-	-0.0139	-0.18	-	-0.0140	-0.18	-
固定資産増加率	-0.0463	-2.35	**	-0.0351	-1.72	*	-0.0325	-1.55	-	-0.0349	-1.67	*
売却額/時価総額	0.0250	0.36	-	-0.0358	-0.48	-	-0.0240	-0.32	-	-0.0194	-0.26	-
ln（有利子負債）	0.0009	0.28	-	0.0070	1.92	*	0.0037	1.08	-	0.0030	0.89	-
総資産事業利益率（ROA）（％）	0.0008	0.51	-	0.0001	0.08	-	0.0001	0.09	-	-0.0002	-0.14	-
売上高伸び率（％）	0.0005	1.24	-	0.0010	1.78	*	0.0010	1.81	*	0.0010	1.79	*
P E R	-0.0003	-2	**	-0.0001	-0.92	-	-0.0001	-1.11	-	-0.0002	-1.17	-
P B R	0.0020	9.14	***	0.0020	9.72	***	0.0021	9.85	***	0.0021	9.72	***
自己資本当期利益率（ROE）	0.0003	1.56	-	0.0002	1.28	-	0.0003	1.66	*	0.0003	1.68	*
adj.R2	21.9%			27.9%			26.5%			26.3%		
N	364			318			318			318		
F 値	7.35	***		8.20	***		7.73	***		7.66	***	

（注）*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

以上の分析結果を整理すると、①ガバナンスの影響として、株主によるガバナンス構造については、金融機関株主の持株比率が少ない方が市場の評価が高いという以外、明確な関係は見いだせなかった。

これに対し、メインバンクの支持が堅固であるほど市場の評価が高いという結果となった。②リストラクチャリング効果については、資金調達仮説の検証を行った石崎（2015）に反して、財務リストラクチャリングによる効果は市場の評価にはつながらず、資産リストラクチャリングについて一部効果が認められるのにとどまった。

これらをまとめると、メインバンクよりも株主のガバナンスが市場の評価につながるとした仮説5－3は支持されず、企業リストラクチャリング時には、株主（機関投資家）のガバナンスよりも、メインバンクの役割の明確化が市場の評価につながっていると考えられる。

5.5.3 考察結果

考察の結果、仮説5－1は支持された。また、仮説5－2については、株主としての金融機関について明確にマイナスの影響が確認されるのにとどまり、事業法人、外国人株主について、何らかの影響があるとの確認はできなかった。最後に、仮説5－3について、株主による影響が明確に確認できなかったのに対し、メインバンクの支援姿勢は明確にプラスの影響を及ぼすことを確認した。以上の結果から、ガバナンス構造の違いが、ダイベストメントに対する市場の評価にどう影響するかについて、株主の違いによる影響は確認できなかったのに対し、メインバンクについては、市場評価にプラスの影響があることを確認した。

5.6 第5章のまとめ

本章では、企業のガバナンス構造の変化がダイベストメント行動に対する市場の評価にどう影響するかを資金調達仮説の妥当性の検証を通して分析した結果、以下のことが明らかとなった。

ダイベストメント行動に対する市場評価は、メインバンクの位置づけが堅固なガバナンス構造であるほど有意にプラスの影響があることを確認した。この実証分析を行ううえで当初想定した仮説は、リストラクチャリング行動に対する市場の評価を高めるには、エージェンシーコストの低減が有効であり、それには市場志向的な外国人株主が中心のガバナンス構造が最も効果があるとの考えに立っていた。しかし、検証結果は、市場の評価を高めるポイントが外国人株主ではなく、ガバナンスの役割を終えたとされるメインバンクに向けられていることが明らかとなり、仮説を大きく覆すものとなった。また、考察結果1、2を総合すると、市場に評価されているのは、株主としてのメインバンクではなく、債権者としてのメインバンクである可能性が高い。こうした結果から推定されるのは、わが国のガバナンス構造が大きく変化しても、リストラクチャリングの局面では、Aoki

(1994) が示した状態依存型ガバナンス機能が求められている可能性がある。これは、広田 (2011) が主張する新たなメインバンクの役割 (企業のリスクヘッジや情報・金融サービスの提供者) とも整合的であるとも考えられる。

最後に今後の課題について述べる。本章では、リストラクチャリング局面において市場が評価するガバナンス構造はメインバンクの強さとの関係性が強いことが明らかとなった。しかしながら、メインバンクの強さといっても、メインバンクの貸出シェアやメインバンクの健全性など、メインバンクの強さに関係する様々な属性までは分析できていない。このため、メインバンクのどのような側面が市場に評価される要因であるかをより明確にする必要があり、こうした点が今後の課題である。この課題については、次章 (第 6 章) で明らかにすることとしたい。

第6章 メインバンクによるガバナンスが企業のリストラクチャリング及び市場評価に及ぼす影響について

6.1 本章の概要

本章では、メインバンクと企業のリストラクチャリング行動との関係性に焦点を当てて分析を行った。中でも、企業のリストラクチャリング行動と、その市場評価に対して、メインバンクによる企業のガバナンスが果たす役割に着目して分析を行った。

日本企業はバブル崩壊後の1990年代以降、設備、雇用、負債の3つの過剰に直面し、その調整を行うため、これまでにない規模の本格的なリストラクチャリングを求められることとなった。しかし、当初、リストラクチャリングの取り組みは先送りされたため、本格的にリストラクチャリングが始まったのは2000年以降であり、バブル崩壊後10年近くも経ってからであった。このように、不良債権処理、リストラクチャリングが動き出すきっかけとなった要因の一つが1997年に起きた金融危機であった。これを機に、国・制度面、金融機関、企業それぞれの取り組みがようやく実を結び始めることとなった。

本章では、このように日本企業のリストラクチャリングが一旦は先送りされた後に、一気に本格的に実施された背景として、どのようなメカニズムが働いたのかを企業に関するメインバンクのガバナンスの変化に着目して分析を行う。福田(2015)によれば、日本企業のリストラクチャリングには、銀行を始めとする金融機関のクレジット・クランチが大きく影響していると述べている。

当時の日本企業はリストラクチャリングの実施に際して、「選択と集中」に基づき経営資源の最適化による経営効率化を図った。日本企業はこれまで、総合化や多角化によって規模の追求を図ってきたが、リストラクチャリング実施時に新たな経営目標とした指標が、ROA（使用総資本営業利益率）といった経営効率化や企業価値（株主価値）向上であった。

こうした経営目標の変化の背景には、日本企業のガバナンス構造の変化（伝統的な株式相互持ち合いやメインバンク制度等に支えられた状態依存型ガバナンスから、外国人株主を中心とする利益志向型の投資家中心のガバナンスへの変化）にあるとする主張が多くなされている。

これに対して、企業のリストラクチャリング行動は、あくまでも銀行を中心とする金融機関の不良債権処理が背景にあるという考え方も根強い。しかし、企業のリストラクチャリング行動に対するガバナンスの影響がどうであったか、特に、メインバンクがどのような影響力があったかについて先行研究は多くなされていない。そこで、本章では、企業のリストラクチャリング行動の背景には、これまで主張されてきた外国人株主を中心とするガバナンスよりも、メインバンクの不良債権処理の要因が強かったのではないかという視点から分析を行う。

分析にあたり、まず、銀行の不良債権処理がどのようなものであったのかという観点から整理を行い、その特徴や背景について整理を行う。次に、銀行の不良債権処理が企業のリストラクチャリング行動に関係が深いという前提に立ったうえで、財務が健全なメインバン

クを持つ場合とそうでない場合とでは企業のリストラクチャリング行動にどのような違いが起きるのかといった視点から分析を行う。なお、銀行の不良債権処理の時期によって、銀行が企業に対する支援姿勢に変化が生じたのではないかとの観点から、銀行の健全性とリストラクチャリング実施時期によって、企業のリストラクチャリング行動に変化が生じたのかどうかについても分析を行うが、この分析結果は本編ではなく付録に掲載する。

さらに、以上の分析を踏まえて、銀行の健全性と企業のリストラクチャリング行動について重回帰分析を行いその影響度を分析したうえで、銀行の健全性、企業のリストラクチャリング行動に対する市場の評価についても分析を行う。

6.2 先行研究と仮説

6.2.1 先行研究

日本企業のリストラクチャリング行動に対して、ガバナンス構造がどのように影響したのかに関する先行研究は限られているのが現状である。また、日本企業のガバナンス構造が伝統的な日本企業のガバナンス構造（持合株主中心、メインバンクなど債権者の影響が大きい）から新たなガバナンス構造（株主中心、外国人株主等機関投資家などの影響が大きい）への変化がどう影響したと見るかによって意見が分かれている。

この中で、先行研究の多くは、ガバナンス構造の大きな変化によって外国人株主などの機関投資家が中心のガバナンスが機能したことが企業業績にプラスの影響を及ぼしたとするものである。例えば、宮島・保田（2015）は、1990年から2008年度における実証分析結果から、新たなガバナンスの主体である外国人株主等による株式保有は経営の規律付けを通じて企業業績の向上に寄与しているに対し、金融機関（銀行・保険会社等）の株式保有は企業業績の向上にはマイナスとなっていることを示した。

これに対して、メインバンクによる伝統的なガバナンス構造が引き続き企業の行動に対して影響したとする先行研究は、対象とする分析期間によって結果が異なる。Kang and Shivdasani（1997）は、1980年代後半までの期間の分析の結果、メインバンクによる株式保有比率が高い企業ほど、企業規模の縮小、雇用削減、外部取締役削減等のリストラクチャリング行動を行っており、リストラクチャリング行動におけるメインバンクの役割が大きいとしている。また、小佐野・堀（2011）も、1980年代までは銀行による経営介入が企業の規律付けに役割を果たしていたのに対し、1990年代以降それが変化し、収益性が低い企業、業績が悪化しているいわゆる「ゾンビ企業」⁴⁴に対して、追加融資等によってリストラクチャリングの先送りをしたことで、かえって不良債権問題の深刻化や銀行危機につながった可能性があるとして述べている。

もっとも、1990年代以降のメインバンクの役割に肯定的な意見もある。福田・鯉渕（2004）や中村・福田（2008）は、いわゆる「ゾンビ企業」がその後業績回復に至ったのは、メイン

⁴⁴ 星（2006）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られている企業」と定義している。

バンクによる支援の貢献が大きい可能性がある」と述べている。また、広田（2011）も、メインバンクが将来性のある企業を選択的に支援することで、経済全体に対してプラスの影響を与えているとの見方を示している。

以上のような見方に対し、福田（2015）はメインバンクとリストラクチャリング企業の関係について、メインバンク側の要因と企業側の要因とに分けて、より構造的な視点から多面的な分析結果を示している。

それによると、まず、メインバンクの要因について、問題企業⁴⁵に対する貸し手である金融機関の対応方針の変化に着目した。すなわち、1990年代後半のメインバンクが業績不振企業に対して不採算企業を温存する消極的な対応に終始したのに対し、2000年代前半になると、不採算企業は速やかに処理する「ショック療法」へと変化したと指摘した。そのうえで、金融機関の対応方針の変化の背景を分析した結果、銀行がバランスシートの毀損によって体力を喪失したため、従来のように、企業が危機に陥った場合に救済するという機能を果たせなくなったとされる「クレジット・クランチ（信用収縮）⁴⁶」の問題があること、会計上の裁量（会計基準、金融検査マニュアルなど債権評価の共通基準がなかった）、「大きすぎて潰せない⁴⁷」等の問題に加えて、企業の「過剰債務問題」とそれに起因する債権者間の利害調整問題が複合的に発生したことがメインバンクの機能低下の要因であると指摘した。

したがって、1998年10月に金融再生法や早期健全化法が施行され、1999年4月には金融検査マニュアルの公表、2001年9月金融商品時価会計導入、2001年私的整理ガイドライン、2002年10月金融再生プログラムなど一連の問題が次々と克服されることで銀行の支援姿勢が積極的に転じたことが銀行の不良債権処理や企業のリストラクチャリング行動に影響を与えたと指摘している。なお、福田（2015）はその要因のデメリットについても次のように触れている。銀行による「外部からの規律付け」は、リストラクチャリングの実効性を高めて企業価値を回復する効果は認められたが、借り手企業の技術革新の促進よりも破綻リスクの回避のためのコスト・カットが優先される傾向があったと指摘している。

次に、企業側の要因についても、2000年代に入ってからの変化に着目している。すなわち、従来のリストラクチャリングが単なる人件費削減等のコスト削減といった不十分なものにとどまっていたのに対し、2000年代に入ってから、一部業務からの撤退、他企業との提携や経営統合といった実効性が伴う抜本的な経営構造改革が行われた、と指摘してい

⁴⁵ 福田・粕谷（2012）において、「金融ビジネス（東洋経済新報社）」2001年12月で「問題企業」とされた72社が対象となっている。この抽出基準となったのは、2001年当時の上場企業3394社のうち、①500億円以上の有利子負債の存在、②株価が額面の3倍以下である、③直近の配当がゼロである、という①～③の3条件を全て満たした企業を「問題企業」とした。

⁴⁶ 銀行のバランスシートの悪化によって貸出行動に影響が及ぶこと。

⁴⁷ 銀行は、建設業、不動産業、小売業等の非製造業を中心とする大きすぎて潰せない大手企業に対し、本来は資金を供給すべきではない「追い貸し」を行う一方で、中小企業を中心に本来は資金を供給すべき借り手に貸出が行われない、「貸し渋り」や「貸しはがし」を行った。

る。また、2000 年代になって「問題企業」が復活した要因は、企業自身のリストラクチャリングや経済構造の改革に加えて、スポンサー企業の金融支援や銀行の金融支援の決定がリストラクチャリングの実効性のクレディビリティを高めたことであると指摘し、このことが、市場の評価にもつながったと述べている。

以上の内容から推察すると、日本企業のリストラクチャリング行動には、銀行の不良債権処理やその健全性が大きく関連している可能性があると考えられる。また、同様に、日本企業のリストラクチャリング行動に対する市場の評価についても、メインバンクの支援がどの程度強固であったかが反映されていると考えられる。また、メインバンク、企業のリストラクチャリング行動、企業のリストラクチャリング行動に対する市場の評価については、1990 年代と 2000 年代とは異なるだけでなく、不良債権処理が大きく進展する 2000 年代前半（2000 年～2003 年）と 2000 年代後半（2004 年～2007）とでも異なる可能性が高いと考えられる。

このように考えると、企業のリストラクチャリング行動にはメインバンクとの関係が極めて深いと考えられるとともに、その関係の度合いはメインバンクの健全度によって大きく異なると考えられる。さらに、こうした企業のリストラクチャリング行動とメインバンクとの関係性は、不良債権処理がピークであった 2003 年頃までとそれ以降とで異なる可能性が考えられる。しかし、このようなメインバンクのガバナンスが企業のリストラクチャリング行動およびそれに対する市場の評価について実証的に研究した事例は極めて少ないのが実情である。

そこで、本章では、メインバンクと企業のリストラクチャリング行動や企業のリストラクチャリング行動に対する市場の評価との関係に着目して実証分析を行う。

6.2.2 仮説

実証分析に先立ち、主要な論点ごとに先行研究結果を整理すると次の通りである。

まず、第 1 の論点は、日本企業のリストラクチャリングにおいて、メインバンクの置かれた現状と果たすべき役割についてである。

日本では 1990 年代前半にバブルが崩壊したが、当初、メインバンク、企業ともに不良債権問題を先送りした。日本におけるリストラクチャリングも 1990 年代まではメインバンク、企業ともに消極的な対応に終始していたのが現状である。一方、バブル崩壊後 10 年以上も経過した 2000 年代に入ってからリストラクチャリングが加速したのは、バーゼル合意によって、自己資本規制を超えないと銀行業務の存続自体が危ぶまれる状況になったことが要因であるとされる。

とはいえ、そもそも銀行がバブル崩壊によってバランスシートが大きく棄損した結果、クレジット・クラッチが発生したことが従来のメインバンク機能が低下した要因⁴⁸であった。このため、銀行は、メインバンク機能を果たせる体力のある銀行（健全行）と機能が低下し

⁴⁸ 福田（2015）71 頁。

た銀行（非健全行）とに 2 極化していたと考えられる。

銀行が不良債権処理を加速して、借り手企業に抜本的なリストラクチャリングへの取り組みを促すには、メインバンクとしての支援（資金的支援、債権放棄、デットエクイティスワップ（債務の株式化））も必要であるとされる。実際に、体力の乏しい銀行ほど、クレジット・クランチの発生によって取引企業よりも自行の存続を優先して、問題企業に対する「追い貸し」、健全企業に対する「貸し渋り」、「貸し剥がし」を行ったのに対して、健全行ほど企業のリストラクチャリングを促進させて不良債権処理を加速したと考えられる。そこで、第 1 の論点を踏まえて、健全で体力のあるメインバンクほど企業経営に対する規律付け効果が高いことに関して仮説を設定する（仮説 6－1）。

次に、第 2 の論点として、企業のリストラクチャリング行動においてダイベストメントの果たす役割についてである。ダイベストメント行動は、企業が戦略的に優先度の低い事業や資産などから撤退して、新たに戦略的に優先度の高い事業や資産を選択するうえで重要な役割を果たす。また、資金調達手段という点では、株式調達、債券による調達、借入による調達よりも自社だけで決定することができるという点で経営者にとって選択しやすい有力な資金調達手段であるとも言える。

もともと、ダイベストメント行動は、経営者による事業失敗を象徴するものとしてマイナスのイメージが強かったために、経営者から敬遠されることが多かった。しかし、「選択と集中」による企業のリストラクチャリングに取り組むことがむしろ経営手腕にプラスの評価が得られるようになり、経営者から見ても資金配分の効率化を図る手段として多く使われるようになったと考えられる。さらに、福田（2015）によれば、財務危機に陥った企業がメインバンクから支援を得るには、企業自身も銀行が納得するリストラクチャリング策を銀行に示して納得を得ることが求められると述べている。そうすると、メインバンクの規律付けが機能するほど、企業がダイベストメントなどのリストラクチャリングを推進する可能性があると考えられる。

そこで、第 2 の論点を踏まえて、メインバンクのガバナンス機能が発揮されるほど、企業がダイベストメント行動によって経営改善を果たしうる潜在的な能力を引き出しやすいとの観点から仮説を設定する（仮説 6－2）。

以上の点を踏まえて設定した仮説は以下の通りである。

仮説 6－1 メインバンクの健全性が高く、かつ貸出シェアが高いなどメインバンクのガバナンス機能が強く発揮されるほど企業が行うダイベストメント規模は大きい。

仮説 6－2 メインバンクの健全性が高く、かつ貸出シェアが高いなどメインバンクのガバナンス機能が強く発揮されるほど企業が行うダイベストメント行動に対する市場の評価は高い。

また、本論文第5章の分析結果から、企業がリストラクチャリングに取り組むうえで、ガバナンス構造が果たす役割は外国人株主よりも伝統的なガバナンス構造を持つ企業であることを明らかにしたが、本章ではそれをさらに深堀する。具体的には、伝統的なガバナンス構造をより強く発揮できる健全なメインバンクとの関係が深いほど、企業はリストラクチャリング行動によって企業価値を高める可能性が高いと考える。そこで、伝統的なガバナンス構造を持ち健全なメインバンクとの関係が深い企業ほど、伝統的なガバナンス構造を持ち健全でないメインバンクとの関係が深い企業や外国人株主を中心とする新たなガバナンス構造を持つ企業よりも株式市場の評価が高いと考えられることから以下の仮説を設定する。

仮説6-3 外国人株主によるガバナンスよりも健全で体力のあるメインバンクによるガバナンスが強い企業のリストラクチャリング行動の方が株式市場の評価が高い。

6.3 データとモデルの設定

6.3.1 サンプルとデータ

6.3.1.1 データソース

本章における実証分析で分析対象としたダイベストメント案件は、リストラクチャリングに関する法制度が整備され、不良債権処理が本格化した2000年から2007年上期⁴⁹にかけてダイベストメント実施が公表された全案件のうち、売却価額が明示され、売却企業、買収企業とも国内の上場企業であり、07年時点で上場を維持し財務指標等のデータ取得が可能な上場企業間の売買取引392件である。

ダイベストメントサンプルはブルームバーグ社のM&A検索データから抽出した。イベント・スタディ分析に必要な株価データは日経AMSUS、TOPIXデータ（ただし、配当調整済み株価データを採用）財務データ（業種調整済財務指標を含む）は日本経済新聞社データ、ガバナンスデータは日経ガバナンスデータ、各銀行の不良債権比率は、全銀協、金融庁公表のデータを使用した。なお、データ分析は連結ベースである。

6.3.1.2 代理変数

本章で実証分析を行ううえで必要な変数として、まず、企業のダイベストメント行動、企業のダイベストメント行動に対する市場の評価及びそれらに関する財務指標として以下のコントロール変数を考える。さらに、企業のダイベストメント行動、それに対する市場の評価に影響を及ぼす可能性のあるメインバンクのガバナンス、また株主によるガバナンスに

⁴⁹ サンプル対象期間を2007年上期迄としたのは、リーマンショックによるサブプライムローン問題の影響によって発生した国内株式市場の混乱といったノイズを排除して純粋に同条件のもとで検証を行うためである。

ついでの説明変数を次のように考える。

i) 企業のダイベストメント行動に関する代理変数

ダイベストメントの規模を示す代理変数として $\ln$ (売却金額) を用いる

ii) 企業のダイベストメント行動に対する市場の評価に関する代理変数

市場の評価を示す代理変数として $CAR \pm 1, 10$ を用いる。なお、 CAR は累積超過収益率 (CAR : Cumulative Abnormal Return の略) であり、イベント・スタディ法を用いて算出した。

iii) 企業の財務指標に関する代理変数

○収益性：

- ・ ROA ($t-1$ 期使用総資本事業利益率 $\text{事業利益} \div \text{総資産}$)、業種調整済 ROA (i 企業 $t-1$ 期 $ROA \div$ 業種平均 ROA) なお、業種平均には日経中分類の数値を用いた
- ・ ROE ($t-1$ 期自己資本当期利益率 $\text{当期利益} \div \text{自己資本}$) 業種調整済 ROE (i 企業 $t-1$ 期 $ROE \div$ 業種平均 ROE) 業種平均には日経中分類を用いた

○成長性

- ・ 売上高成長率 (i 企業、 $t-1$ 期売上高 $\div t-2$ 期売上高) 業種調整済売上高成長率 (i 企業売上高成長率 $\div$ 業種平均売上高成長率)

○安全性

- ・ 自己資本比率 (i 企業、 $t-1$ 期 $\text{自己資本} \div \text{総資産}$)
- ・ 負債割合 (i 企業、 $t-1$ 期 $\text{有利子負債} \div \text{総資産}$) 業種調整済負債割合 (i 企業、 $t-1$ 期 $\text{負債割合} \div$ 業種平均負債割合) 業種平均には日経中分類を用いた

iv) メインバンクによるガバナンスに関する説明変数

- ・ メインバンクの定義：貸出残高が最も大きい銀行とした。なお、複数行が同額残高でそれぞれ最大の残高となっている場合 (いわゆる同率 1 位の並行メイン) は全て対象とした
- ・ メイン貸出シェア：メインバンク貸出残高 $\div$ 有利子負債
- ・ メイン不良債権比率：メインバンク不良債権額⁵⁰ $\div$ メインバンク総貸出残高、

⁵⁰ 銀行法では企業に貸出した融資額(貸出債権)のうち、元本や利子の契約どおりの回収が不能あるいは困難な状態に陥ったものを、(1) 破綻先債権、(2) (元本・利子の支払いが 6 ヶ月以上遅れる) 延滞債権、(3) 3 ヶ月以上延滞債権、(4) 貸出条件緩和債権に分類してお

- ・メインバンク集中度：メインバンク残高÷上位 10 行残高
- ・コアバンク集中度：上位 3 行貸出残高÷全取引銀行貸出残高（銀行以外の金融機関も含む）

v) 株主によるガバナンスに関する説明変数

- ・株主によるガバナンス： i 企業の $t-1$ 期のガバナンス構造を示す代理変数として、金融機関株主持株比率、事業法人株主持株比率、外国人株主持株比率を用いる。
- ・株主によるガバナンス構造の変化： i 企業の $t-1$ 期のガバナンス構造の変化を示す代理変数として、金融機関株主持株比率、事業法人株主持株比率、外国人株主持株比率の変化率（ $t-1$ 期/ $t-3$ 期）を用いる。

以上をもとに、基本統計量を示した（表 6－1、表 6－2 参照）。なお、サンプル数（標本数）は、ダイベストメント事例 392 件を対象とするが、データベースごとに取得可能なサンプル数が異なるため、以後の回帰分析などでは、都度使用する変数に応じてサンプル数を示す。

また、変数間相関係数表を示した（表 6－3 参照）。以後の回帰分析に際しては、売上高成長率と Tobin'Q のように 50%近い相関関係を持つ変数もある。このため、以後の分析でこうした変数を同時に用いる際には多重共線性を回避するため、VIF 値が 2 を大幅に上回っていないかを確認するとともに、モデルの当てはまりについて F 検定により妥当性を判断した。

り、このうち「リスク管理債権」を不良債権として開示を求めている。

表 6－1 記述統計量①

	N	平均	標準偏差	最小値	25%点	中央値	75%点	最大値
売却額（百万円）	391	5,723.08	17,191.92	2.00	400.00	1,234.00	4,500.00	170,000.00
売却額/時価総額(%)	389	5.96	12.39	0.00	0.23	1.22	6.43	96.40
売却額/総資産(%)	391	1.58	3.18	0.00	0.07	0.33	1.73	28.30
ln（売却額）	391	7.08	1.88	0.58	5.99	7.12	8.41	12.04
CAR±10	391	0.02	0.15	-0.53	-0.04	0.01	0.08	1.28
有利子負債増減（△）額（百万円）	391	30,170.07	239,778.89	-2,200,000.00	-355.00	5,769.00	46,190.00	996,316.00
有利子負債変化率	391	3.76	39.93	0.00	0.80	0.92	1.01	733.00
固定資産増加率	388	1.00	0.42	0.00	0.88	0.98	1.06	6.37
負債割合(%)	391	73.38	21.01	13.00	62.00	78.00	89.00	126.00
D/Eレシオ	391	7.12	30.72	-440.00	1.40	3.00	7.10	193.30
トービンQ	391	1.23	0.83	0.43	0.98	1.06	1.21	10.03
自己資本比率(%)	389	26.13	20.48	-25.80	11.00	22.30	37.00	85.50
総資産事業利益率（ROA）(%)	380	3.52	4.99	-31.50	2.00	3.20	5.00	51.50
R O A（業種調整済）	365	1.59	13.90	-8.09	0.47	0.81	1.16	265.00
売上高成長率	380	4.29	23.33	-28.60	-4.08	2.00	7.58	261.60
売上高成長率（業種調整済）	380	1.01	0.22	0.70	0.94	1.00	1.04	3.43

表 6－2 記述統計量②

	N	平均	標準偏差	最小値	25%点	中央値	75%点	最大値
メインバンク貸出シェア(%)	305	17.71	14.38	0.00	8.00	13.80	23.30	100.00
長短借入（短期社債含）/有利子負債	369	0.86	0.19	0.19	0.79	0.94	1.00	1.00
社債/有利子負債	375	0.15	0.20	0.00	0.00	0.06	0.21	1.00
メイン兼大株主割合(%)	264	12.61	14.32	0.00	0.00	10.00	20.00	60.00
不良債権比率(%)	311	5.40	3.22	0.70	3.10	4.90	7.80	21.70
10大株主持株割合(%)	339	44.40	17.54	0.00	32.39	39.05	55.14	94.20
金融機関持株割合(%)	339	31.76	16.32	0.63	21.40	31.36	44.43	78.02
その他法人持株割合(%)	339	23.08	22.15	0.39	6.29	15.95	33.94	99.54
外国法人等持株割合(%)	339	14.07	12.63	0.00	3.99	10.98	19.93	68.30
10大株主持株比率変化率	335	1.04	0.27	0.00	0.95	1.00	1.08	2.79
金融機関株主持株比率変化率	333	0.95	0.30	0.03	0.85	0.95	1.03	2.85
その他法人株主持株比率変化率	339	1.22	2.57	0.06	0.85	0.97	1.01	45.23
外国人株主持株比率変化率	329	2.96	15.43	0.00	0.95	1.20	1.81	268.50

表6－3 相関係数表

売却額	売却額/時 売却額/総 In (売却額)			市場評価 (CAR± 10)			有利子負債 有利子負債 固定資産			負債割合	D/Eレシ		トーピン Q	自己資本 比率	総資産事業 ROA (業種調整済)		売上高成長率 (業種調整済)		メインバンク貸出シェア	上位1行/上位10行		長短借入金/有利子負債		社債/有利子負債		メイン兼大株主割合	不良債権比率	10大株主持株比率	金融機関持株比率	その他法人持株比率		10大株主持株比率増加率	金融機関株主持株比率増加率	その他法人株主持株比率増加率	
	売却額	売却額/時	売却額/総 In (売却額)	市場評価 (CAR± 10)	有利子負債 債増減額	有利子負債 債変化率	固定資産 変化率	D/Eレシ オ	トーピン Q		総資産事業 ROA (業種調整済)	売上高成長率 長率 (業種調整済)			売上高成長率 長率 (業種調整済)	上位1行/上位10行	長短借入金/有利子負債	社債/有利子負債		メイン兼大株主割合	不良債権比率	10大株主持株比率	金融機関持株比率	その他法人持株比率 人持株比 率	その他法人持株比率 等持株比 率					10大株主持株比率 主 持株比 率増加率	金融機関株主持株比率 主 持株比 率増加率			その他法人株主持株比率 主 持株比 率増加率	その他法人株主持株比率 主 持株比 率増加率
売却額	1	0.520	0.485	1.000	-0.102	0.148	-0.070	-0.102	0.096	0.112	0.025	-0.102	0.009	-0.083	-0.229	-0.251	-0.155	-0.102	-0.098	0.097	0.089	0.022	-0.067	0.155	-0.085	0.227	0.062	0.063	-0.113	-0.006					
売却額/時価総額	0.267	1	0.847	0.520	0.031	0.041	-0.235	-0.313	0.135	0.065	-0.237	-0.139	-0.205	-0.269	-0.218	-0.236	0.266	0.189	0.061	-0.067	0.047	0.045	0.238	-0.289	0.300	-0.356	0.062	-0.082	0.172	0.053					
売却額/総資産	0.216	0.515	1	0.485	-0.029	-0.201	-0.096	-0.115	-0.240	-0.199	0.086	0.244	0.021	-0.110	-0.021	-0.091	0.277	0.197	0.009	-0.004	-0.051	-0.097	0.218	-0.328	0.155	-0.200	-0.063	-0.102	0.085	0.065					
n (売却額)	0.535	0.320	0.269	1	-0.102	0.148	-0.070	-0.102	0.096	0.112	0.025	-0.102	0.009	-0.083	-0.229	-0.251	-0.155	-0.102	-0.097	0.097	0.089	0.022	-0.067	0.155	-0.085	0.227	0.062	0.063	-0.113	-0.006					
市場評価 (CAR± 10)	-0.005	-0.004	-0.014	-0.082	1	0.044	-0.030	-0.131	0.127	0.101	-0.006	-0.118	-0.072	-0.074	0.036	0.074	0.084	0.087	0.020	-0.040	-0.013	0.048	0.028	-0.110	-0.002	-0.064	-0.087	-0.066	0.041	-0.041					
有利子負債増減額	-0.020	0.025	-0.046	-0.006	0.087	1	-0.637	-0.423	0.403	0.283	-0.110	-0.409	-0.148	-0.064	-0.336	-0.243	-0.024	-0.046	0.016	-0.014	0.159	0.228	-0.036	0.143	-0.035	-0.012	0.129	0.005	-0.004	0.004					
有利子負債変化率	-0.022	-0.029	0.004	-0.084	-0.020	-0.017	1	0.527	-0.147	-0.047	0.083	0.146	0.048	0.018	0.233	0.176	-0.118	-0.107	-0.113	0.118	-0.113	-0.184	-0.203	0.049	-0.105	0.115	-0.073	0.046	-0.103	-0.053					
固定資産変化率	-0.004	-0.149	0.213	-0.076	-0.118	-0.144	0.240	1	-0.312	-0.213	0.208	0.305	0.311	0.259	0.290	0.207	-0.177	-0.192	0.059	-0.050	-0.043	-0.155	-0.126	0.156	-0.179	0.271	-0.175	0.060	-0.101	0.034					
負債割合	0.034	0.162	-0.210	0.078	0.132	0.213	-0.191	-0.228	1	0.820	-0.071	-0.999	-0.460	-0.301	-0.359	-0.271	-0.048	-0.020	0.119	-0.122	0.164	0.191	-0.130	0.146	0.079	-0.190	0.173	0.061	-0.003	0.046					
D/Eレシオ	0.019	0.060	-0.017	0.088	0.249	0.080	-0.016	0.003	0.180	1	-0.118	-0.818	-0.373	-0.211	-0.227	-0.149	-0.097	-0.128	0.064	-0.068	0.136	0.048	-0.255	0.127	-0.060	-0.096	0.117	-0.004	-0.054	0.013					
トーピンQ	-0.028	-0.102	0.236	-0.073	0.191	-0.066	0.047	0.299	-0.138	0.023	1	0.078	0.284	0.185	0.107	0.059	0.038	0.060	0.007	0.000	-0.053	-0.071	-0.067	0.018	-0.233	0.248	-0.131	0.077	-0.198	0.082					
自己資本比率	-0.043	-0.163	0.220	-0.080	-0.117	-0.215	0.155	0.221	-0.998	-0.175	0.203	1	0.451	0.292	0.356	0.267	0.056	0.029	-0.126	0.134	-0.167	-0.200	0.140	-0.148	-0.076	0.191	-0.167	-0.060	0.015	-0.043					
総資産事業利益率 (ROA)	0.024	-0.153	-0.049	-0.036	-0.044	-0.061	0.482	0.189	-0.345	-0.074	0.107	0.336	1	0.739	0.359	0.220	-0.004	-0.035	-0.152	0.141	-0.023	-0.221	0.002	0.030	-0.099	0.267	-0.131	0.095	-0.072	0.128					
ROA (業種調整済)	-0.017	0.004	0.000	-0.014	-0.039	-0.010	0.042	0.019	-0.036	-0.013	-0.008	0.038	0.083	1	0.278	0.309	-0.088	-0.138	-0.058	0.056	0.034	-0.080	-0.006	0.067	-0.089	0.233	0.001	0.113	-0.050	0.035					
売上高成長率	-0.044	-0.110	0.017	-0.170	0.005	-0.094	0.108	0.246	-0.182	-0.049	0.502	0.178	0.167	0.013	1	0.841	-0.033	0.061	-0.056	0.043	-0.179	-0.322	0.087	-0.099	-0.053	0.134	-0.126	0.030	-0.013	0.032					
売上高成長率 (業種調整済)	-0.033	-0.115	-0.009	-0.162	0.019	-0.072	0.102	0.238	-0.156	-0.033	0.505	0.150	0.145	0.031	0.973	1	-0.104	0.013	-0.106	0.088	-0.124	-0.164	0.056	-0.026	-0.068	0.057	-0.047	0.036	-0.017	0.005					
メインバンク貸出シェア	-0.084	-0.018	0.128	-0.150	0.040	-0.001	0.099	-0.012	-0.168	-0.039	0.212	0.169	-0.070	-0.210	0.046	0.040	1	0.598	0.029	-0.034	-0.115	-0.169	0.204	-0.316	0.179	-0.318	0.005	-0.034	0.158	0.065					
上位1行/上位10行	-0.037	-0.033	0.130	-0.069	0.086	0.039	0.039	-0.053	-0.115	-0.106	0.197	0.120	-0.062	-0.070	0.132	0.123	0.580	1	-0.055	0.084	-0.106	-0.086	0.223	-0.267	0.075	-0.157	-0.022	-0.088	0.108	-0.025					
長短借入金/有利子負債	-0.153	0.138	0.039	-0.128	0.008	0.158	0.047	0.005	0.263	0.073	-0.005	-0.266	-0.057	0.044	-0.114	-0.144	-0.004	-0.108	1	-0.993	-0.001	0.081	0.031	-0.010	0.054	0.040	0.081	-0.001	0.004	0.035					
社債/有利子負債	0.141	-0.142	-0.034	0.109	-0.005	-0.150	0.188	0.024	-0.279	-0.065	0.052	0.280	0.048	-0.043	0.099	0.124	-0.005	0.158	-0.993	1	0.000	-0.071	-0.049	-0.006	-0.053	-0.032	-0.086	-0.045	0.013	-0.063					
メイン兼大株主割合	0.021	0.180	-0.026	0.109	-0.047	-0.048	0.020	-0.023	0.152	0.110	-0.065	-0.152	0.044	0.050	-0.077	-0.051	-0.101	-0.119	0.013	-0.017	1	0.294	0.025	0.206	0.027	-0.093	0.200	0.058	0.069	-0.055					
不良債権比率	-0.038	0.020	-0.138	0.003	0.016	0.212	-0.071	-0.074	0.151	-0.001	-0.039	-0.152	-0.071	-0.025	-0.295	-0.207	-0.052	0.009	0.015	0.000	0.306	1	0.101	0.058	0.109	-0.142	0.192	-0.061	0.012	-0.219					
10大株主持株比率	-0.098	0.130	0.175	-0.074	0.067	0.078	-0.047	-0.074	-0.053	-0.113	0.133	0.066	0.088	-0.036	0.061	0.043	0.191	0.168	0.027	-0.043	0.039	0.172	1	-0.334	0.550	-0.223	0.227	0.058	0.228	0.057					
金融機関持株比率	0.035	-0.155	-0.283	0.151	-0.155	0.053	-0.135	-0.068	0.182	-0.111	-0.196	-0.181	-0.072	-0.043	-0.115	-0.081	-0.310	-0.229	0.040	-0.070	0.209	0.047	-0.294	1	-0.350	0.397	0.182	0.344	-0.174	-0.001					
その他法人持株比率	-0.034	0.174	0.079	-0.074	0.102	0.127	-0.015	-0.146	0.146	0.033	-0.009	-0.141	-0.011	0.026	-0.077	-0.084	0.110	0.072	0.111	-0.104	0.075	0.254	0.712	-0.342	1	-0.543	0.107	-0.038	0.416	0.011					
外国法人等持株比率	0.056	-0.166	0.023	0.177	-0.054	-0.055	0.012	0.159	-0.200	-0.061	0.056	0.204	0.187	-0.034	0.095	0.034	-0.260	-0.043	-0.023	0.027	-0.108	-0.113	-0.169	0.231	-0.458	1	0.002	0.087	-0.311	0.167					
10大株主持株比率増加率	-0.034	0.084	0.000	0.037	0.042	0.107	-0.171	-0.192	0.260	-0.106	0.071	-0.248	-0.149	-0.037	-0.146	-0.092	0.127	0.089	0.125	-0.146	0.145	0.190	0.370	0.200	0.235	-0.068	1	0.302	0.139	0.070					
金融機関株主持株比率増加率	0.006	-0.103	-0.048	0.084	-0.066	0.021	-0.187	0.057	0.132	-0.193	-0.009	-0.126	-0.105	-0.031	0.126	0.145	-0.030	-0.037	0.003	-0.066	0.017	-0.048	0.076	0.351	-0.044	0.019	0.335	1	-0.082	-0.022					
その他法人株主持株比率増加率	-0.016	0.074	0.068	-0.019	-0.039	-0.071	-0.023	-0.043	-0.013	-0.006	0.040	0.020	-0.050	-0.023	0.038	0.081	0.308	0.186	-0.001	-0.001	0.056	0.078	0.147	-0.096	0.135	-0.100	0.252	-0.043	1	-0.074					
外国入株主持株比率増加率	-0.020	0.015	0.002	-0.034	0.046	-0.001	-0.012	-0.031	0.026	-0.018	-0.008	-0.025	-0.004	-0.010	0.014	0.001	0.011	-0.056	0.071	-0.071	0.045	-0.072	0.109	-0.109	0.140	-0.064	-0.024	-0.024	-0.011	1					

(注) 左下行列はピアソン相関係数、右上行列はスピアマン順位相関係数を示す。

6.3.2 モデルの設定

本章では、企業のダイベストメント行動及びダイベストメント行動に対する市場の評価に関するメインバンクの影響度を分析するため、健全行（Strong Bank（以下、「Strong」と略する））、非健全行（Weak Bank（以下、「Weak」と略する））

6.3.2.1 企業行動モデルの設定⁵¹

$$\begin{aligned} \text{Div}_{i,t} = & \alpha_i + \beta_1 \cdot \text{ガバナンス構造}_{i,t-1} \\ & + \beta_2 \cdot \text{コントロール変数}_{i,t-1} \\ & \quad (\text{負債の大きさ, 負債削減・固定資産削減の大きさ, 財務健全性}) \\ & + \beta_3 \cdot \text{年次ダミー} \\ & + \varepsilon_i \cdot \dots (1) \end{aligned}$$

ただし、誤差項 ε_i は以下の仮定を満たすものとする。

$$E(\varepsilon_i) = 0, \text{var}(\varepsilon_i) = \sigma^2, \text{cov}(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0, \varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2) \text{i.i.d.}$$

6.3.2.2 市場評価モデルの設定⁵²

$$\begin{aligned} \text{CAR}(\pm 10)_i = & \alpha_i + \beta_1 \cdot \text{ガバナンス構造}_{i,t-1} \\ & + \beta_2 \cdot \text{コントロール変数}_{i,t-1} \\ & \quad (\text{負債の大きさ, 負債削減・固定資産削減の大きさ, 財務健全性}) \\ & + \beta_3 \cdot \text{年次ダミー} \\ & + \varepsilon_i \cdot \dots (2) \end{aligned}$$

ただし、誤差項 ε_i は以下の仮定を満たすものとする。

$$E(\varepsilon_i) = 0, \text{var}(\varepsilon_i) = \sigma^2, \text{cov}(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0, \varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2) \text{i.i.d.}$$

⁵¹ モデル式（1）は、石崎（2015）で用いた企業のダイベストメント行動モデルをもとにガバナンス構造を示すコントロール変数を加えたモデル設定とした。なお、 α_i は定数項、 ε_i は誤差項を示す。

また、コントロール変数の選択は先行研究（効率的配置仮説（John and Ofek(1995)）、資金調達仮説（Lang, Poulson and Stultz(1995)））を参考に変数を抽出したうえで、変数増減法を用いてモデルを構築し最終的にはモデル全体の当てはまりについてはF検定によりモデルの妥当性を判断した。

⁵² モデル式（2）は、石崎（2015）で用いた市場評価モデルをもとにガバナンス構造を示すコントロール変数を加えたモデル設定とした。なお、 α_i は定数項、 ε_i は誤差項を示す。また、コントロール変数の選択は先行研究（効率的配置仮説（John and Ofek(1995)）、資金調達仮説（Lang, Poulson and Stultz(1995)））を参考に変数を抽出したうえで、変数増減法を用いてモデルを構築し最終的にはモデル全体の当てはまりについてはF検定によりモデルの妥当性を判断した。

②変数設定

i) 被説明変数

- ・ $Div_{i,t}$: i 企業の t 期のダイベストメントの大きさを示し、代理変数として、売却額の対数値、売却額/時価総額、売却額/総資産額を用いる。

ii) 説明変数 (ガバナンス構造)

- ・ 株主によるガバナンス : i 企業の $t-1$ 期のガバナンス構造を示し、代理変数として、10大株主保有比率、金融機関株主保有比率、事業法人株主保有比率、外国人株主保有比率を用いる。
- ・ メインバンクによるガバナンス : i 企業の $t-1$ 期のガバナンス構造を示し、代理変数として、上位 1 行貸付残高/有利子負債割合、上位 1 行/上位 10 行貸出割合を用いる。

iii) コントロール変数

- ・ $Debt_{i,t-1}$: i 企業 ($t-1$ 期) の負債の大きさを示し、代理変数として、 $\ln$ (有利子負債額)、負債割合、負債割合対業種平均比を用いる。
- ・ $\Delta Debt_{i,t}$: i 企業の負債削減の大きさ ($t-1$ 期~ t 期) を示し、代理変数として、負債削減額 ($t-1$ 期の負債額と t 期の負債額との差) あるいは、 $Debt_{i,t} / Debt_{i,t-1}$ (負債増加率) を用いる。
- ・ $\Delta Asset_{i,t}$: i 企業の資産削減の大きさ ($t-1$ 期~ t 期) を示し、代理変数として、 t 期の固定資産額と $t-1$ 期の固定資産額との差 (資産増減額) あるいは、 $Asset_{i,t} / Asset_{i,t-1}$ (固定資産増加率) を用いる。
- ・ 財務上の健全性など : i 企業 $t-1$ 期の財務上の健全性を示す代理変数として、収益性・効率性 (ROA)、成長性 (売上高成長率) を設定し、具体的には、①ROA、ROA 対業種平均比、②ROE、③成長率 (売上高成長率)、成長率 (売上高成長率) 対業種平均比とした。

6.4 銀行の不良債権処理

6.4.1 銀行の不良債権処理問題

本章では、メインバンクと企業のリストラクチャリング行動との関係性に焦点を当てて分析を行うが、分析に先立ち、日本における不良債権処理問題がメインバンクの行動に及ぼした影響を分析する。分析の目的は、バブル崩壊によってメインバンクのバランスシートが劣化したことにより発生した「クレジット・クラッシュ」がどのように企業のリストラクチャリングに影響したのかを明らかにすることである。さらに、メインバンクの健全性によって企業のリストラクチャリング行動にどのような違いが出るのか明らかにすることで次の実証分析に反映させる。

6.4.1.1 日本における不良債権処理問題

日本経済は 1990 年のバブル崩壊とその後の経済環境悪化によって、地価や株価等が大幅に下落した。一方で、日本の銀行業界は、経済が一層過熱化する中、財務省（当時大蔵省）の金融自由化（規制緩和政策）の影響もあって、急速に貸付残高を増やしていった。このため、貸付債権を保全すべき土地担保の価値がバブル崩壊とともに大幅に下落した。さらに、貸出先の業績の悪化も加わって、多くの貸付債権が不良債権化するなど、銀行の資産である貸出債権の質が急速に劣化することとなった。

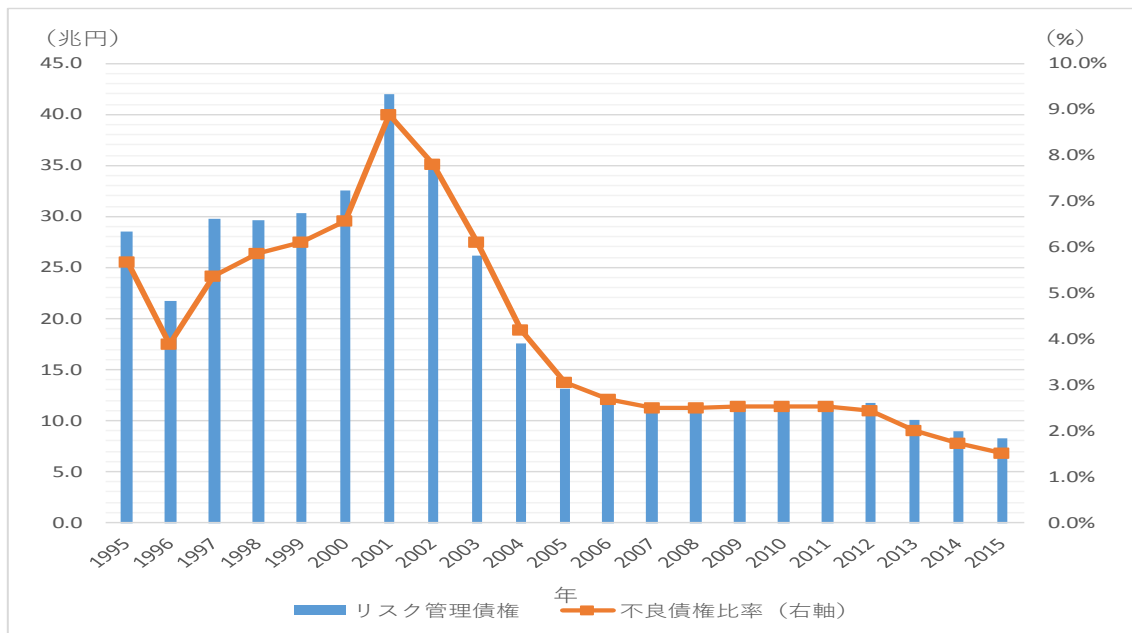
こうした不良債権問題に対して、政府、銀行、借り手企業はいずれも問題を先送りした。このため、不良債権額、不良債権比率はいずれも 1990 年代を通じて一貫して増加し、2001 年にピークに達した。これに対し、「金融再生プログラム」が発動された 2002 年頃より不良債権処理が本格化した⁵³。このように、日本経済における不良債権処理問題を考えると、2001 年をピークとして、不良債権問題が深刻化した時期と、一気に不良債権処理が加速した時期とに大きく分かれている（図 6－1 参照）。

6.4.1.2 主要銀行の不良債権処理

次に、主要行の不良債権処理を見ると、銀行全体よりも若干先駆けて不良債権処理を終えたとみられることが確認できるが、この間、各主要銀行の不良債権比率にはばらつきが見られることから、各行の体力もかなり格差が生じていたと考えられる（図 6－2 参照）。

主要行の不良債権比率は、平均値、中央値のみならず、標準偏差についても、同様の低下傾向を示している。このことは、各主要行の不良債権処理が進んだだけでなく、金融再編により非健全行の破綻や吸収合併による健全化の過程で業界全体の健全化が進んだとみられる（表 6－4 PanelA 参照）。

⁵³ 福田（2015）p.133-135 参照。



注1：リスク管理債権は、何らかの理由によって返済されない、延滞しているといった状況にある貸出金のこと。「破綻先債権」、「延滞債権」、「3 ヶ月以上延滞債権」、「貸出条件緩和債権」の4種類に区分される。銀行法上開示が求められている。

注2：不良債権比率は、リスク管理債権÷貸出債権額で求めた。

(出所) 金融庁資料より作成

図6-1 不良債権推移

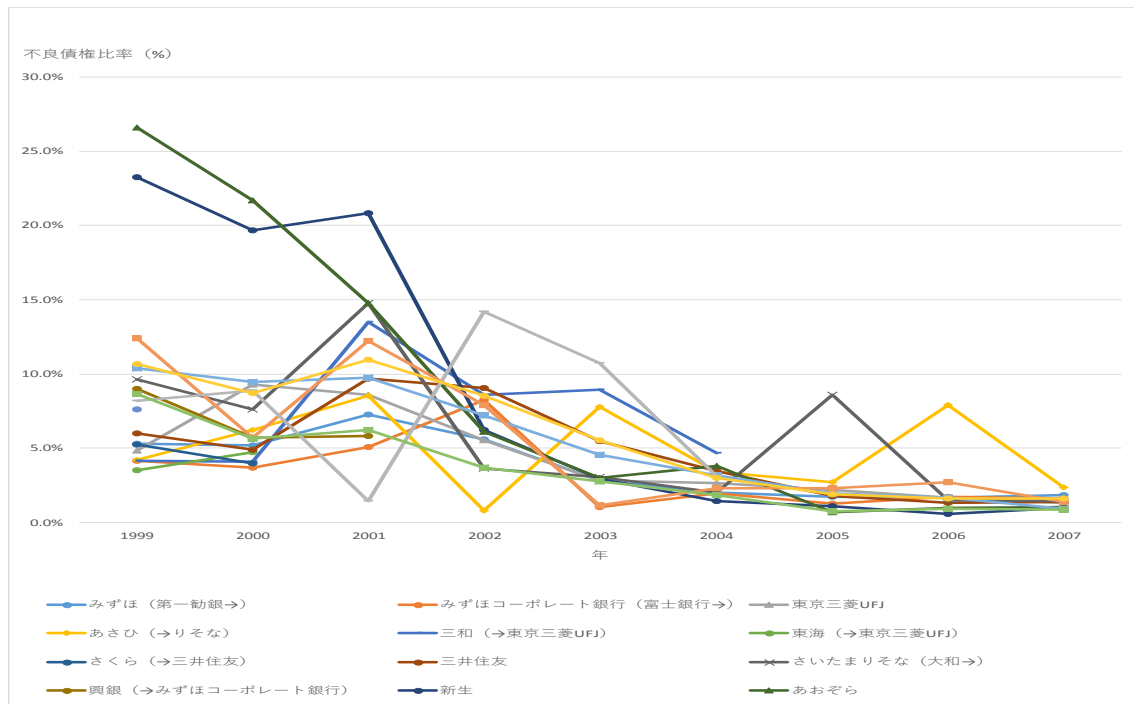


図6-2 主要銀行の不良債権比率推移

一方で、本章が分析の対象とした対象データの特徴について主要行の傾向と比較したところ、次の2つの特徴が確認された（表6－4参照）。第1に、不良債権比率のピークが主要行よりも遅い2003年となっていること、第2に、対象データの不良債権比率が、2000年、2001年は主要行平均よりも低い一方で、2002年以降は主要行平均よりも高い水準となっていることである。

この解釈として、1点目については、対象データには新生銀行（旧長銀）、あおぞら銀行（旧日債銀）がメインバンクとして関与する案件が少なかった⁵⁴ことが2000年、2001年の不良債権比率が主要銀行を下回った要因であり、2点目については、2002年以降、対象データには主要行の中でも健全性が劣る銀行がメインバンクとなっていたことが考えられる。

表6－4 不良債権比率比較（対象データと主要銀行との比較）

◆Panel A 主要銀行不良債権比率

	2000～2007	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
平均	5.0%	9.1%	7.9%	10.0%	6.8%	4.5%	2.8%	2.3%	2.0%	1.4%
標準偏差	2.8%	6.3%	5.2%	4.8%	3.1%	2.9%	0.9%	2.1%	1.9%	0.4%
最大値	21.7%	26.6%	21.7%	20.8%	14.2%	10.7%	4.6%	8.6%	7.9%	2.3%
75.00%	6.1%	10.5%	9.1%	13.5%	8.5%	6.1%	3.4%	2.3%	1.7%	1.6%
中央値	4.3%	7.9%	5.7%	9.7%	6.7%	3.1%	2.8%	1.9%	1.6%	1.4%
25.00%	3.2%	4.7%	4.8%	6.2%	5.1%	2.8%	2.0%	1.2%	1.1%	1.0%
最小値	0.5%	3.5%	3.7%	1.4%	0.8%	1.0%	1.5%	0.7%	0.5%	0.8%
尖度	-	3.47	3.48	0.70	1.84	0.16	-0.47	9.40	9.67	0.37
歪度	-	1.93	2.00	0.50	0.43	0.99	0.44	2.92	3.00	0.67
N	110	18	17	15	14	14	14	12	12	12

（注1）全銀協HP記載のデータより作成。主要行とは、都銀、長信銀、信託銀を意味し、以下の銀行のデータを集計したもの。

（都銀とは、第一勧銀、富士、東京三菱、あさひ、三和、東海、さくら、住友、大和、及びその後継行、長信銀は、興銀、新生、あおぞら、信託銀とは、三菱信託、安田信託、UFJ信託、三井信託、中央信託、住友信託およびその後継行。）

◆Panel B ダイベストメントサンプル不良債権比率

	2000～2007	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
平均	5.3%	5.6%	5.7%	7.2%	7.5%	5.5%	3.9%	2.9%	1.8%
標準偏差	3.1%	1.8%	2.1%	3.6%	3.3%	3.2%	2.3%	1.8%	0.4%
最大値	13.5%	9.0%	9.5%	13.5%	13.5%	10.7%	9.0%	8.6%	2.2%
75.00%	7.8%	6.0%	6.0%	9.7%	9.0%	8.9%	5.5%	3.5%	2.2%
中央値	4.9%	4.9%	5.2%	5.8%	8.2%	5.5%	2.8%	2.2%	1.7%
25.00%	3.1%	4.3%	4.2%	4.3%	3.9%	2.8%	1.9%	1.7%	1.5%
最小値	0.7%	4.2%	2.2%	3.2%	3.2%	1.0%	1.0%	0.7%	1.3%
歪度	0.81	1.33	0.81	0.82	0.45	-0.03	0.87	1.51	0.10
尖度	0.17	0.20	-0.69	-0.76	-0.70	-1.24	-0.59	2.01	-1.49
N	311	15	69	42	44	40	53	39	9

（注1）ダイベストメントサンプル不良債権比率表に示すメインバンクの不良債権比率は1期前の決算値を基にしている。

このため、該当年度は案件公表日の1期前（例えば、案件公表日が2004年度であれば2003年度）として作成した。

⁵⁴ 新生銀行の案件はなし。あおぞら銀行の案件も2件にとどまる。

表 6－5 主要銀行不良債権比率の推移

番号	旧行名	新行名	1999	PR値	2000	PR値	2001	PR値	2002	PR値	2003	PR値	2004	PR値	2005	PR値	2006	PR値	2007	PR値
1	第 一 勧 業	み ず ほ (第 一 勧 銀 →)	5.3%	35.2%	5.2%	31.2%	7.3%	28.5%	5.6%	30.7%	2.8%	30.7%	2.0%	30.7%	1.7%	36.3%	1.7%	63.6%	1.9%	90.9%
2	富	士 み ず ほ コーポレート銀行 (富士銀行→)	4.1%	5.8%	3.7%	0.0%	5.1%	7.1%	8.2%	69.2%	1.0%	0.0%	1.9%	15.3%	1.3%	27.2%	1.7%	81.8%	1.6%	81.8%
3	東 京 三 菱	東 京 三 菱 UFJ	4.9%	23.5%	9.3%	81.2%	8.6%	42.8%	5.6%	23.0%	2.8%	23.0%	2.6%	46.1%	2.2%	72.7%	1.6%	54.5%	1.3%	36.3%
4	あ さ	ひ あ さ ひ (→ リ そ な)	4.2%	17.6%	6.2%	56.2%	8.5%	35.7%	0.8%	0.0%	7.8%	84.6%	3.4%	76.9%	2.7%	90.9%	7.9%	100.0%	2.3%	100.0%
5	三	和 三 和 (→ 東 京 三 菱 UFJ)	4.2%	11.7%	4.1%	12.5%	13.5%	78.5%	8.6%	84.6%	9.0%	92.3%	4.6%	100.0%						
6	東	海 東 海 (→ 東 京 三 菱 UFJ)	3.5%	0.0%	4.7%	18.7%	→UFJ銀行													
7	さ く	ら さ く ら (→ 三 井 住 友)	5.2%	29.4%	4.0%	6.2%	→三井住友銀行													
8	住	友 三 井 住 友	6.0%	41.1%	4.9%	25.0%	9.7%	50.0%	9.0%	92.3%	5.5%	69.2%	3.5%	84.6%	1.8%	45.4%	1.3%	27.2%	1.4%	45.4%
9	大	和 さ い た ま り そ な (大 和 →)	9.6%	70.5%	7.6%	62.5%	14.8%	92.8%	3.6%	7.6%	3.1%	53.8%	2.0%	23.0%	8.6%	100.0%	1.5%	36.3%	1.4%	63.6%
10	興	銀 興 銀 (→ み ず ほ コーポレート銀行)	9.0%	64.7%	5.7%	43.7%	5.8%	14.2%	→みずほCB											
11	新	生 新 生	23.2%	94.1%	19.6%	93.7%	20.8%	100.0%	6.2%	46.1%	2.9%	38.4%	1.5%	0.0%	1.1%	18.1%	0.5%	0.0%	1.0%	18.1%
12	あ お ぞ	ら あ お ぞ ら	26.6%	100.0%	21.7%	100.0%	14.8%	85.7%	6.1%	38.4%	3.0%	46.1%	3.8%	92.3%	0.7%	0.0%	1.0%	18.1%	1.0%	27.2%
13	三 菱 信 託	三 菱 UFJ 信 託	10.4%	76.4%	9.5%	87.5%	9.8%	57.1%	7.2%	53.8%	4.5%	61.5%	3.2%	69.2%	2.0%	63.6%	1.7%	72.7%	0.9%	9.0%
14	安 田 信 託	み ず ほ 信 託 (安 田 信 託 →)	12.4%	88.2%	5.7%	50.0%	12.2%	71.4%	7.9%	61.5%	1.2%	7.6%	2.3%	38.4%	2.3%	81.8%	2.7%	90.9%	1.4%	54.5%
15	U F J 信 託	UFJ 信 託 (→ 三 菱 UFJ 信 託)	8.2%	52.9%	8.9%	75.0%	1.4%	0.0%	14.2%	100.0%	10.7%	100.0%	3.1%	61.5%	→三菱UFJ信託					
16	三 井 信 託	中央三井信託 (三井信託→)	10.7%	82.3%	8.7%	68.7%	10.9%	64.2%	8.5%	76.9%	5.5%	76.9%	3.0%	53.8%	1.9%	54.5%	1.6%	45.4%	1.6%	72.7%
17	住 友 信 託	三 井 住 友 信 託 (住 友 信 託 →)	8.6%	58.8%	5.6%	37.5%	6.2%	21.4%	3.7%	15.3%	2.8%	15.3%	1.8%	7.6%	0.7%	9.0%	0.9%	9.0%	0.8%	0.0%
18	中 央 信 託	中央信託 (→ 中央三井信託)	7.6%	47.0%	→中央三井信託															

(*1) PR値 (パーセントایل ランク値) は各主要行、信託銀行の全体における位置づけ (不良債権比率の大きさの度合いによってパーセントアイルを設定したうえで、75%以上にあたる銀行を網掛した。

6.4.1.3 銀行の健全性の違いによる貸出シェア、不良債権処理の違いと財務上の特徴

i) 貸出シェア、不良債権比率の違い

これまでの分析により、各主要銀行の不良債権比率にはばらつきがあり、各行の体力には差がある可能性を指摘した。

次に、銀行の体力（健全性）の違いによって、貸出シェア、不良債権比率、パフォーマンスの違いがあるかどうかを比較した（表6-6参照）。

表6-6 メインバンク健全度別貸付シェア、不良債権比率

貸付シェア（上位1行/有利子負債）

	Strong	Weak	t値/ z 値	有意性
数	238	68		
平均	16.9%	20.4%	0.12	--
中央値	13.3%	16.5%	0.05	*
標準誤差	0.9%	1.7%		

貸付シェア（上位1行/上位10行）

	Strong	Weak	t値/ z 値	有意性
数	203	46		
平均	34.2%	39.8%	0.05	*
中央値	29.1%	41.5%	0.01	***
標準誤差	1.2%	2.6%		

不良債権比率

	Strong	Weak	t値/ z 値	有意性
数	240	72		
平均	4.8%	7.5%	<.0001	***
中央値	4.8%	6.0%	0.79	--
標準誤差	0.2%	0.4%		

（注）*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

比較に際しては、まず、銀行の非健全行の定義を定める必要がある。そこで、次の通り、2つの観点から非健全行と考えられる定義を整理したうえで、その結果について比較を行った。すなわち、i) は、経営破綻に陥った破綻行や業績不振によって経営の健全性が低い場合⁵⁵、ii) は主要行の中で不良債権比率の高い上位 25%⁵⁶である場合である。

その結果、i の場合では、貸出シェア、不良債権比率ともに差がみられたのに対し、ii) の場合では、不良債権比率には差がみられたのに対し、貸出シェアについてはほとんど差が見いだせなかった。そこで、これ以降の分析において、健全行（以下、strong）と非健全行（以下、weak）の比較を行う場合の非健全行の定義には、i) 経営破綻に陥った破綻行や業績不振によって経営の健全性が低い銀行（新生銀行（旧長銀）、あおぞら銀行（旧日債銀）、UFJ 銀行（旧三和、東海）、りそな（埼玉）、足利銀）を用いることとする。

ii) 財務上の特徴の違い

また、銀行の健全性の違いと、ダイベストメント行動を公表した企業の財務状況に違いがあるかどうかを比較した（表 6－7 参照）。

これによると、総資産規模は平均値、中央値ともに健全行が非健全行を上回っている（平均値のみ 1%有意）のに対して、収益性、成長性、安全性の各指標について、収益性の指標では、ROA、および ROA（業種調整済）に関してみるといずれの場合でも平均値、中央値ともに健全行が非健全行を上回る結果が得られた（中央値のみ 5%有意）、ROE でも健全行が非健全行を上回っている（有意性なし）。また、成長性の指標でも、売上高成長性、売上高成長性（業種調整済）について、平均値、中央値ともに健全行が非健全行を上回る（平均値のみ 1%有意）結果となった。さらに、安全性の指標では、負債割合、負債割合（業種調整済）について、概ね同水準ではあるものの、平均値、中央値ともに健全行が非健全行を上回った（負債割合は、平均値で 5%有意、中央値で 5%有意、負債割合業種調整済では中央値で 5%有意）。

以上の結果をまとめると、健全行および非健全行との違いについて、財務上の違いの観点から比較した場合、健全行をメインバンクとするダイベストメント企業の方が、非健全行をメインバンクとするダイベストメント企業よりも、総資産規模が大きく、収益性、成長性、安全性全ての面においても優位であることが明らかとなった。

⁵⁵ 新生銀行（旧長銀）、あおぞら銀行（旧日債銀）、UFJ 銀行（旧三和、東海）、りそな（埼玉）、足利銀を対象とした。

⁵⁶ 定義上、各年で異なる銀行を対象とした。

表 6－7 銀行健全性の違いとダイベストメント企業の財務上の特徴

Panel A

総資産規模

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	1,822,284	1,227,465	-2.67	***
中央値	500,765	596,492	0.25	--
標準偏差	2,941,341	1,307,520		
N	306	80		

ln(売却側売上規模)

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	5.66	5.67	0.12	--
中央値	5.71	5.72	0.07	--
標準偏差	0.89	0.84		
N	306	80		

ln(売却側総資産規模)

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	5.65	5.65	0.04	--
中央値	5.70	5.78	0.25	--
標準偏差	0.87	0.78		
N	306	80		

(注) *は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

Panel B

総資産利益率(ROA)

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	3.51	2.90	-1.09	--
中央値	3.51	2.78	-2.40	**
標準偏差	4.39	4.24		
N	298	77		

R O A (業種調整済)

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.87	0.66	-1.52	--
中央値	0.85	0.59	-2.49	**
標準偏差	1.43	0.93		
N	287	73		

自己資本当期利益率 (ROE)

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	-1.55	-3.87	-0.32	--
中央値	4.43	5.07	0.56	--
標準偏差	37.09	56.83		
N	295	70		

売上高成長率

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	3.68	-2.23	-3.89	***
中央値	2.10	-0.39	-1.63	--
標準偏差	11.83	12.07		
N	298	77		

売上高成長率 (業種調整済)

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	1.00	0.96	-2.92	***
中央値	1.00	0.97	-2.27	**
標準偏差	0.10	0.12		
N	297	78		

負債割合

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.72	0.78	2.00	**
中央値	0.75	0.88	2.45	**
標準偏差	0.19	0.26		
N	306	80		

負債割合 (業種調整済)

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	1.08	1.16	1.57	--
中央値	1.10	1.19	2.51	**
標準偏差	0.29	0.43		
N	306	80		

(注) *は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

6.5 実証分析

6.5.1 単変量分析①：メインバンクの健全性が企業のダイベストメント行動及びリストラクチャリングに及ぼす影響

6.5.1.1 銀行の健全性の違いによる企業のダイベストメント行動の違い

i) 健全行と非健全行による違い

これまでの分析で、非健全行について定めた定義に基づき分析を行った場合、取引企業の規模や財務面にも格差が見られることが明らかとなったため、さらに分析を進めて、銀行の健全性の違いと企業のダイベストメント行動（特に規模）に違いがあるのかを検証した。

検証にはベストメント行動の規模を示すと考えられる代理変数（売却額、 $\ln$ （売却額）、売却額／時価総額、売却額／総資産、売却額／企業価値）を用いて、健全行（**Strong Bank**（以下、「**Strong**」と略する））、非健全行（**Weak Bank**（以下、「**Weak**」と略する））の平均値、中央値を比較⁵⁷した（表6－8参照）。

比較の結果、ダイベストメントの大きさについては、売却額、 $\ln$ （売却額）ともに、平均値では **Strong** が **Weak** を上回る一方、中央値でみると **Weak** が **Strong** を上回る結果となった。また、中央値の差は統計的有意性があることが確認された。

対象データはかなりの大型案件も含まれるため、グループ同士の特徴を比較する場合には、中央値での比較の方が大型案件の存在は活かしたうえで、ノイズを排除した比較が可能であるため、以下の比較では、グループ間での中央値を中心として比較を行う。

また、ダイベストメントの割合は、対象企業におけるダイベストメントのインパクトを示す代理変数と考えられる。売却額／時価総額、売却額／総資産、売却額／企業価値は概ね同水準であるが、**Weak** が **Strong** を若干上回る結果となっており、売却額／時価総額の中央値、売却額／総資産の平均値において有意性が確認された。

以上の結果を総合すると、銀行の健全性の違いがダイベストメント規模の違いに係るかどうかについては、顕著な違いが確認できなかった。

そこで、次に、銀行の健全性の違いによって、リストラクチャリングの内容に違いが出るのかどうかについて検証を行う。

⁵⁷ 比較の方法は、平均値の比較は t 検定、中央値の比較にはメディアン検定を用いた。

表6-8 メインバンク健全度の違いとダイベストメント行動

売却額

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	5,416	4,860	-0.43	--
中央値	1,170	2,077	2.00	**
標準偏差	16,409	7,954		
N	310	80		

ln（売却額）

	Strong	Weak	t値/z値	有意性
平均	0.02	0.01	1.34	--
中央値	0.00	0.00	2.00	**
標準偏差	0.03	0.02		
N	310	80		

売却額/時価総額

	Strong	Weak	t値/z値	有意性
平均	0.02	0.02	1.38	--
中央値	0.00	0.01	3.26	***
標準偏差	0.04	0.04		
N	308	80		

売却額/総資産

	Strong	Weak	t値/z値	有意性
平均	0.05	0.08	-1.78	*
中央値	0.01	0.03	0.75	--
標準偏差	0.12	0.11		
N	310	80		

売却額/EV

	Strong	Weak	t値/z値	有意性
平均	7.00	7.32	-0.15	--
中央値	7.07	7.64	0.50	--
標準偏差	1.87	1.83		
N	308	80		

（注）*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

6.5.1.2 銀行の健全性の違いによる企業のリストラクチャリング内容の違い

6.5.1.1 では、銀行の健全性の違いが企業のダイベストメント行動の違いに関するかどうかについて検証した。次に、6.5.1.2 では、銀行の健全性の違いが企業のダイベストメント行動を通じたリストラクチャリング行動の違いにどのように関係するのかについて検証を行う。

その背景として考えられるのは、企業は、ダイベストメント行動によって、固定資産を売却することで資産規模を圧縮するとともに、資産売却によって得た資金を負債の削減に充てたり、あるいは他の投資に振り向けたりすることでポートフォリオの再構築を行う。しかし、企業の規模や財務体質が同じであっても、メインバンクの健全性の違いによる資金供給の度合等の支援姿勢が異なることで、企業側もダイベストメント行動やさらには資産や負債の圧縮を含めたリストラクチャリング行動についての見直しを迫られる可能性がある。そこで、以下では、銀行の健全性の違いと企業のリストラクチャリング行動との関係を確認する。

i) 健全行と非健全行による違い

まず、銀行の健全性の違いと企業のリストラクチャリング行動との関係を分析するのに際し、企業のリストラクチャリング行動の結果として資産や負債のリストラクチャリングに帰結する点に着目し、資産、負債のリストラクチャリングを示す代理変数を以下の通り設定し、その変化を算出したうえで健全行と非健全行との違いを比較した。その結果を示したのが表6－9である。

資産リストラクチャリング

- ・総資産変化率：総資産（ t 期）／総資産（ $t-1$ 期）
- ・固定資産変化率：固定資産（ t 期）／固定資産（ $t-1$ 期）

負債リストラクチャリング

- ・有利子負債増（-）減額⁵⁸：－（有利子負債（ t 期）－有利子負債（ $t-1$ 期））
- ・有利子負債変化率：有利子負債（ t 期）／有利子負債（ $t-1$ 期）
- ・有利子負債割合変化率：有利子負債割合（ t 期）／有利子負債割合（ $t-1$ 期）

（注）代理変数の意味とリストラクチャリング行動との関係は、リストラクチャリングを進めて固定資産を削減するほど、総資産変化率、固定資産変化率は小さくなる。また有利子負債増減額は有利子負債を削減するほど大きくなる。有利子負債変化率、有利子負債割合変化率もリストラクチャリングを進めて有利子負債を削減するほど小さくなる。

⁵⁸ リストラを進めるほど数字が大きくなるよう、有利子負債の減額の符号を＋、増額の符号を－としている。

表6－9 メインバンクの健全度の違いとリストラクチャリング行動

有利子負債増減額

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	9,453	114,180	3.20	***
中央値	5,769	9,107	2.30	**
標準偏差	229,985	266,235		
N	307	79		

有利子負債変化率

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.96	0.96	0.00	--
中央値	0.93	0.83	-2.45	**
標準偏差	0.46	0.83		
N	307	79		

有利子負債割合変化率

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.94	0.98	0.79	--
中央値	0.95	0.95	0.05	--
標準偏差	0.25	0.43		
N	305	78		

固定資産変化率

	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.98	0.94	-0.79	--
中央値	0.99	0.90	-2.70	***
標準偏差	0.25	0.40		
N	305	78		

(注) *は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

その結果、以下の点を確認した。固定資産のリストラクチャリングについては、大きな差異ではないものの、**Strong** が **Weak** を平均値、中央値ともに上回った（中央値のみ 1% 有意）。また、負債のリストラクチャリングについては、有利子負債削減額は、平均値、中央値ともに **Weak** が **Strong** を上回る結果となった（平均値で 1% 有意、中央値で 5% 有

意)のに対し、有利子負債変化率、有利子負債割合変化率は **Strong**、**Weak** 間で大きな差異は認められず、ともにほぼ同水準であった。

この解釈として、健全性が低い非健全行をメインバンクに持つ企業がリストラクチャリングを行う場合には、健全性が高い健全行をメインバンクに持つ企業の場合と比較して、メインバンクからの十分な支援が期待できないか、あるいは、メインバンク側の事情によりより厳しく負債の返済を求められるリスクに対応するため、負債のリストラクチャリング規模を高める必要が生じる可能性が考えられる。

6.5.1.3 まとめ

これまで、企業のダイベストメント行動及びダイベストメント行動実施によるリストラクチャリング行動が、メインバンクの健全性やリストラクチャリング時期の違いとの関係によってどのように違うのかについて検証を行った。

この検証を行うため、メインバンクの健全性に応じて健全行と非健全行に分類し、ダイベストメント行動の規模（売却金額の大きさ、売却金額の資産に対する割合）、リストラクチャリング行動（資産や負債のリストラクチャリング金額の大きさ、資産に対する割合）の違いに関係するかを検証した。

その結果、ダイベストメント行動の大きさ（中央値で比較⁵⁹）は非健全行が健全行を上回ることが確認された⁶⁰。また、リストラクチャリング行動の大きさ（中央値で比較⁶¹）についても、同様に非健全行が健全行を上回ることが確認された⁶²。

以上をまとめると、資産のリストラクチャリング、負債のリストラクチャリングについて、メインバンクの健全性別に見た分析では、非健全行が健全行を上回った。

これまで見た通り、企業のダイベストメント行動とリストラクチャリング行動については、メインバンクの健全性やリストラクチャリング期間であるかどうかで大きく変わる重要な要素であることが確認できたが、これに対し、市場はどのように評価したのかについて、以下で分析を行う。

⁵⁹ リストラの案件の性格上、平均値は少数の大規模案件の影響を大きく受けるため、中央値の方がサンプルの傾向を忠実に反映するという理解のもとに、中央値での分析結果を用いることとした。

⁶⁰ 統計的有意性が確認された変数は次の通り。売却額（5%有意）、ln（売却額）（5%有意）、売却額/時価総額（1%有意）。

⁶¹ 同上。

⁶² 統計的有意性が確認された変数は次の通り。有利子負債増減額（5%有意）、有利子負債変化率（5%有意）、固定資産変化率（1%有意）。

6.5.2 単変量分析②：銀行の健全性の違い別に見たダイベストメントに対する市場評価の違い

まず、銀行の健全性の違いと市場の評価との関係进行分析するのに際し、イベント・スタディで求めた累積超過収益率（CAR）を市場の評価を示す代理変数として設定したうえで健全行と非健全行との違いを比較した。その結果が表6－10である。

分析の結果、CAR±1、CAR±10いずれの場合においても、平均値、中央値ともに非健全行に対する市場の評価が健全行を上回ることが確認された⁶³。

表6－10 メインバンクの健全度の違いと企業のダイベストメント行動に対する市場評価の違い

	Strong bank	Weak bank	t値（z値）	有意性
市場評価：CAR±1				
平均	-0.11%	1.29%	2.11	**
中央値	-0.14%	0.42%	0.76	--
標準偏差	4.18%	5.42%		
N	290	78		
市場評価：CAR±10				
平均	1.28%	1.86%	0.48	--
中央値	0.63%	1.11%	0.51	--
標準偏差	9.36%	9.87%		
N	290	78		

（注）*は10%有意水準を、**は5%有意水準を、***は1%有意水準を表す。

⁶³ ただし、統計的有意性が確認された変数は、CAR±1（平均値）のみにとどまる（5%有意）。

以上をまとめると、銀行の健全性の違いによるダイベストメント行動に対する市場の評価の違いに関する分析結果では、非健全行が健全行を上回った。

そこで、以上の分析を踏まえて、以下ではダイベストメント行動、リストラクチャリング行動、財務指標等の変数をコントロールした重回帰分析によって検証を行う。

6.5.3 重回帰分析：メインバンクによるガバナンスがダイベストメント行動及びリストラクチャリング行動に及ぼす影響

本節では以上の分析結果を踏まえて、企業がリストラクチャリング時に行うダイベストメント行動に対するメインバンクのガバナンスの影響度を分析するため、ダイベストメント行動に関連する要因の影響をコントロールしたうえで重回帰分析を行った。重回帰分析実施に際し、ダイベストメント行動の大きさを示す代理変数は $\ln$ （売却額）を用いた。他の代理変数の候補である売却額／時価総額、売却額／総資産については、これまでの分析結果から企業規模や資金調達内容の影響を受けることから、ダイベストメント行動の大きさについてのみ検討したい場合は $\ln$ （売却額）が最も適当であると判断し、 $\ln$ （売却額）を従属変数とした。次に、説明変数であるが、メインバンクの影響度を測る代理変数として、メイン貸出シェア（メインバンク貸出残高÷有利子負債残高）、メイン不良債権比率（メインバンク不良債権÷メインバンク貸出額）、メインバンクダミー（経営破綻、被合併行は1、それ以外は0）、メインバンク集中度（上位1行残高÷上位10行残高）、コアバンク集中度（上位3行÷金融機関貸出残高計）、借入依存度（借入残高÷全有利子負債残高）を用いた。コントロール変数として、リストラクチャリング期間に関するダミー変数（2000～2003年を1、2003～2007年を0）、ダイベストメント実施企業の倒産リスクに関する倒産リスクダミー（倒産リスクありを1、なしを0）、ダイベストメント実施公表企業の前年度の主要財務指標を用いる。これらの独立変数間の関係について相関係数からは各変数間の相関はいずれも高くはなく多重共線性の問題が生じる可能性は少ない。

重回帰分析の結果は次の通りである（表6－11参照）。

まず、説明変数としてメインバンクの強さを示す代理変数は、メイン貸出シェアの符号が Model 1～5 全てにおいてマイナスとなった（但し、有意性が確認できたのは Model 2のみ）。また、メイン不良債権比率の符号についても、Model 1～5 全てにおいてマイナスとなっている（Model 1、5で5%有意、Model 2～4で10%有意）。さらに、メインバンクダミー（Weak bank）の符号は、全てのモデルにおいてプラスとなった（Model 1、5で1%有意、Model 3、4で5%有意、Model 2で10%有意。）。

また、メインバンクによる企業の資金調達に対する影響度として、メインバンク集中度（上位1行÷上位10行）の符号はプラス（有意性なし）、コアバンク集中度（上位3行÷銀行残高全体）の符号はマイナス（5%有意）、借入依存度の符号はマイナス（5%有意）となった。

一方、企業のリストラクチャリングに関するコントロール変数について、倒産リスクダミー（リスクあり）の符号はプラスであり、全てのモデルで5%有意となった。また、リストラクチャリング期間ダミーの符号はプラス（Model 2、3で5%有意、Model 1、4で10%有意）となった。

その他の財務指標に関するコントロール変数については、次の結果となった。負債（ln（有利子負債）：プラス（Model 1:1%有意）、負債割合マイナス（Model 5:有意性なし）、負債割合（業種調整済）プラス（Model 3:10%有意）、自己資本比率プラス（Model 1、3で1%有意）、ROE：マイナス（有意性なし）、ROE（業種調整済）：マイナス（有意性なし）、ROA（総資産利益率）：プラス（有意性なし）、ROA（業種調整済）：マイナス（有意性なし）、売上高成長率：マイナス（Model 4、5で5%有意、Model 1で10%有意）、売上高成長率（業種調整済）：マイナス（有意性なし）、トービンQ：プラス（Model 2、3で5%有意）、ln（総資産）：プラス（Model 3で1%有意）。

以上の重回帰分析結果をまとめると次の通りである。

まず、メインバンクとして、企業のリストラクチャリングには貸出シェアが最も影響すると予想したが、分析の結果いずれのモデルにおいても符号がマイナスであり、有意性が確認されたモデルも1つのみであった。このことから、少なくともメインバンクの貸出シェアは企業のダイベストメントに対してプラスの影響を及ぼしていないことが確認された。次に、メインバンクが企業のリストラクチャリングを進めようとした場合、メインバンクに企業体力がある（＝不良債権比率が少ない）ことが前提になると予想した。分析の結果、不良債権比率の符号は、全てのモデルにおいて有意にマイナスの係数を示したことから、メインバンクの不良債権比率が少ない方が企業のダイベストメント行動は大きくなることが確認された。さらに、メインバンクが経営破綻や非合併行など経営危機にある場合にも企業のリストラクチャリングに応じることが難しくなると予想した。分析の結果は、メインバンクダミー（非健全行）の符号が全てのモデルにおいて有意にプラスの係数を示したことから、予想に反して非健全行がメインバンクの方が企業のダイベストメント行動は大きいことが確認された。

以上の検討に加えて、メインバンクのポジション（位置づけ）によっても、メインバンクが企業のリストラクチャリングに及ぼす影響度は変わると予想した。まず、メインバンク集中度（上位1行÷上位10行残高）が高い場合、メインバンクは企業のリストラクチャリングを進める動機が強まると予想した。分析の結果、係数の符号はプラスであり予想と合致したが有意性は確認されなかった。また、コアバンク集中度は、装置産業等の銀行取引状況で良く見られるケースであるが、メインバンクの資金的負担が相対的に薄まることで企業のリストラクチャリングに応じる動機が強まると予想した。分析の結果、係数の符号は有意にマイナスとなったことから、コアバンク集中度が高いとかえって企業のダイベストメント行動は弱まることを示す結果となった。さらに、企業の資金調達手段として、社債よりも借入依存度が高い場合、メインバンクと企業との取引関係の強さを示し、

メインバンクから見て企業のリストラクチャリングを進める動機が強まると予想したが、分析の結果、係数の符号は有意にマイナスとなったことから、借入依存度が高いほどかえって企業のダイベストメント行動は弱まることを示す結果となった。

一方で、企業がリストラクチャリング行動を行ううえで、どれほど必要に迫られるかは企業活動の存続が脅かされているのかによって大きく影響を受けると考えられることから、倒産リスクダミー（リスクあり）が強いとダイベストメント行動を強めると予想した。分析の結果、係数の符号は全てのモデルで有意にプラスを示したことから、倒産リスクが高い企業は予想通りダイベストメント行動を強めることが確認された。

それ以外のコントロール変数に関する分析結果としては、リストラクチャリング期間ダミー（2000-2003）は4つのモデルで係数の符号が有意にプラスを示したことから、集中的に不良債権処理が進んだリストラクチャリング期間ほど、ダイベストメント行動も進んだことが確認された。また、トービン Q の符号が2つのモデルで有意にプラスを示したことから投資機会がある方が、ダイベストメント行動が進むことが確認された。負債については、 $\ln$ （有利子負債）の符号が Model 1 で有意にプラスであること、負債割合の符号がマイナスであること、負債割合（業種調整済）の符号はプラスである（2つのモデルのうち1つで10%有意）ことから、負債が大きいほど、同業界平均よりも負債割合が高いほどダイベストメント行動が促進されることが明らかとなった。負債割合の符号はマイナス、自己資本比率の符号はプラス（2つのモデルで有意性あり）であることから、財務体質の安全性が高いほどダイベストメント行動が高まることが確認された。売上高成長率の係数の符号は3つのモデルで有意にマイナスであることから、成長性が低いほどダイベストメント行動が高まることが確認された。

以上の重回帰分析結果をまとめると次の通りである。

企業のダイベストメント行動が高まるのは、メインバンク側と企業側の2つの要因があることが明らかとなった。メインバンク側の要因としては、メインバンクが経営破綻や合併に晒されるなど危機的な状況にあること、不良債権比率が低いことが示された。また、企業側の要因としては、倒産リスクが高まっていること、成長性が低いこと、投資機会など成長の余地があること、財務の安全性が少しでも良いこと（自己資本比率が高い、負債割合が低いなど）が示された。

これらの分析結果から、これまで企業側に強いリストラクチャリングの必要性がある場合でも、メインバンク側が危機的な状態にある場合には企業のリストラクチャリングに対する支援を先送りする可能性があると思定していたが、本分析の結果、メインバンク、企業ともにリストラクチャリング実施に対する動機がある場合には、ダイベストメント行動につながりやすいことが明らかとなった。また、メインバンクが危機的な状態にない場合でも、不良債権比率が低いほどダイベストメント行動につながっていることも示された。

これらの結果は、企業側にリストラクチャリングの必要性があっても、企業体力のある

健全行の場合には、企業に対する十分な資金的支援や不良債権処理の先送りなど様々な余裕があることで、企業が思い切ったリストラクチャリングを行う妨げとなる可能性を示唆している。

そこで、メインバンクの健全度と企業の倒産リスク別に4グループ化したうえで、ダイベストメント行動の規模を比較した。

表 6－11 メインバンクによるガバナンスがダイベストメント行動に及ぼす影響

従属変数：ln（売却額）	Model 1			Model 2			Model 3			Model 4			Model 5		
変数	推定値	t値	有意性	推定値	t値	有意性	推定値	t値	有意性	推定値	t値	有意性	推定値	t値	有意性
メイン貸出シェア	-1.1158	-1.26	-	-2.0601	-2.45	**	-0.6580	-0.72	-	-1.0445	-0.87	-	-0.7806	-0.82	-
メイン不良債権比率	-8.9426	-2.18	**	-7.9542	-2.02	**	-7.7298	-2	**	-9.1781	-1.78	*	-8.9834	-2.19	**
メインバンクダミー（Weak Bank）	0.3543	2.5	**	0.2328	1.61	-	0.2681	1.89	*	0.3770	2.16	**	0.3559	2.52	**
メインバンク集中度（上位1行/上位10行）										0.3673	0.43	-			
コアバンク集中度（上位3行/全体）													-1.5771	-2.57	**
借入依存度										-2.3130	-2.65	***			
リストラ期間ダミー[2000~2003]	0.2191	1.78	*	0.3147	2.52	**	0.2673	2.17	**	0.2206	1.56	-	0.1909	1.52	-
倒産リスクダミー[リスクあり]	0.2811	2.34	**	0.2678	2.2	**	0.2675	2.25	**	0.3473	2.41	**	0.2838	2.36	**
Ln（有利子負債）	0.2136	3.01	***							0.1340	1.56	-			
負債割合													-0.3004	-0.42	-
負債割合（業種調整済）				0.6117	1.1	-	1.0790	1.93	*						
自己資本比率	0.0150	1.75	*	0.0095	1.09	-	0.0217	2.36	**	0.0120	1.15	-			
自己資本当期利益率（ROE）	-0.0042	-1.37	-							-0.0026	-0.77	-	-0.0026	-0.86	-
自己資本当期利益率（ROE）（業種調整済）				-0.0204	-0.4	-	0.0128	0.25	-						
総資産利益率（ROA）	0.0228	0.77	-							0.0309	0.92	-	0.0322	1.11	-
総資産利益率（ROA 業種調整済）				-0.0448	-0.49	-	-0.0604	-0.68	-						
売上高成長率	-0.0174	-2.04	**							-0.0296	-2.53	**	-0.0196	-2.34	**
売上高成長率（業種調整済）				-1.4511	-1.56	-	-1.2479	-1.37	-						
トービンQ	0.3153	1.38	-	0.4619	1.74	*	0.5459	2.1	**	0.2408	0.87	-	0.1080	0.7	-
ln（総資産）							0.2594	3.53	***						
定数項	4.6886	4.2	***	8.0830	6.02	***	3.3404	1.78	*	7.7001	4.32	***	8.3714	11.16	***
Adj.R2	10.66%			5.48%			9.38%			13.07%			9.63%		
N	288			278			278			212			290		
F値	4.11			2.46			3.39			3.44			3.80		
p値	<.0001			0.01			0.00			<.0001			<.0001		
Durbin-Watson	2.09			2.08			2.04			2.14			2.09		

（* 1）***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意を示す。

（* 2）標本数の違いは業種調整済データ数の制約によるものである。

表6－12 メインバンクの健全度と企業の倒産リスク別に見たダイベストメント行動の違い

		企業の倒産リスク		
		High	Low	
健全度	Weak	①38	②43	81
	Strong	③102	④209	311
		140	252	392

In (売却額)	グループ別基本統計量				グループ間平均値比較		
グループ	1	2	3	4	1 ⇄ 2	1 ⇄ 3	1 ⇄ 4
N	38	43	102	209	-2.20	-1.89	-2.80
平均値	7.863	6.945	7.189	6.937	0.03	0.06	0.01
中央値	8.145	7.150	7.420	6.960	**	*	***
標準偏差	1.703	1.969	1.852	1.901			
最小値	4.300	2.300	0.580	1.100			
25%	6.830	5.940	6.130	5.845			
75%	8.798	8.520	8.290	8.290			
最大値	12.040	10.170	11.900	11.930			

(注1) ***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意を示す。

(注2) グループ間平均値の比較はt検定による。数字は上段t値／中段p値／下段有意性を表す。

分析の結果、ダイベストメント行動の規模が大きいのは、企業の倒産リスクが高い場合であることが明らかとなった。すなわち、メインバンクが非健全行で企業の倒産リスクが高いグループ1のダイベストメント行動の規模が最も大きく（有意性あり）、次いで、メインバンクが健全行で企業の倒産リスクが高いグループ3、メインバンクが非健全行で企業の倒産リスクが低いグループ2、メインバンクが健全行で企業の倒産リスクが低いグループ4の順となった（ただし、統計的有意性が確認できたのはグループ1の平均値が他グループよりも高い場合のみ）。

この実証分析結果から、企業のダイベストメント行動の規模が大きくなるのは、メインバンクの健全性よりも企業そのものの倒産リスクが高い場合であることが明らかとなった。

そこで、こうした結果を踏まえて、以上のようなダイベストメント行動に対し、市場がどう評価したのかについて、以上の分析と同様の類型に基づき比較検証を行うこととする。

6.5.4 追加的な実証分析：メインバンクによるガバナンスがダイベストメント行動及びリストラクチャリング行動に対する市場の評価に及ぼす影響

6.5.4.1 ガバナンス構造がリストラクチャリング時の市場評価に及ぼす影響

ここでは、以上結果を踏まえて、メインバンクのガバナンス構造が企業のダイベストメント行動に対する市場の評価にどのような影響を及ぼすかを分析するため、(3)の分析で用いたメインバンクの健全性と企業の倒産リスクに基づくグループ化を基に比較検証する。まず、比較検証に際して、各グループに関するメインバンクの状況を整理すると次の通りとなる。

表6－13 メインバンク健全度と企業の倒産リスク別に見たメインバンク貸出シェア、不良債権比率

		企業の倒産リスク		
		High	Low	
健全度	Weak	①38	②43	81
	Strong	③102	④209	311
		140	252	392

Panel A:メイン貸出シェア

グループ	グループ別基本統計量				グループ間平均値比較		
	1	2	3	4	1 ⇄ 2	1 ⇄ 3	1 ⇄ 4
N	36	32	85	153	1.48	-0.15	-0.54
平均値	17.99%	23.13%	17.58%	16.57%	0.14	0.88	0.59
中央値	16.50%	16.80%	14.80%	13.00%	-	-	-
標準偏差	10.64%	21.62%	13.62%	13.50%			
最小値	5.10%	0.10%	0.90%	0.00%			
25%	12.00%	12.20%	7.10%	7.80%			
75%	21.35%	29.38%	23.50%	22.50%			
最大値	58.10%	100.00%	60.20%	82.00%			

(注1) ***: 1%有意、**: 5%有意、*: 10%有意を示す。

(注2) グループ間平均値の比較はt検定による。数字は上段t値/中段p値/下段有意性を表す。

Panel B:メイン不良債権比率比較

グループ	グループ別基本統計量				グループ間平均値比較		
	1	2	3	4	1 ⇄ 2	1 ⇄ 3	1 ⇄ 4
N	37	35	87	153	-2.01	-5.47	-6.49
平均値	8.20%	6.78%	4.98%	4.63%	0.05	<.0001	<.0001
中央値	8.60%	4.60%	4.90%	4.70%	**	***	***
標準偏差	3.94%	3.99%	2.76%	2.58%			
最小値	4.10%	2.70%	1.00%	0.70%			
25%	4.30%	4.10%	2.90%	2.20%			
75%	13.50%	8.60%	8.20%	5.90%			
最大値	13.50%	21.70%	9.70%	10.70%			

(注1) ***: 1%有意、**: 5%有意、*: 10%有意を示す。

(注2) グループ間平均値の比較はt検定による。数字は上段t値/中段p値/下段有意性を表す。

これによると、メインバンクの貸出シェアはグループ2が最も高く、グループ4が最も低い（統計的有意性が認められるのは、グループ2がグループ3、4と比較して平均値が高いという点に限られる）。また、不良債権比率は、グループ1が最も高く、次にグループ2、グループ3、グループ4の順となっている（グループ3、4の比較以外は有意性あり）。

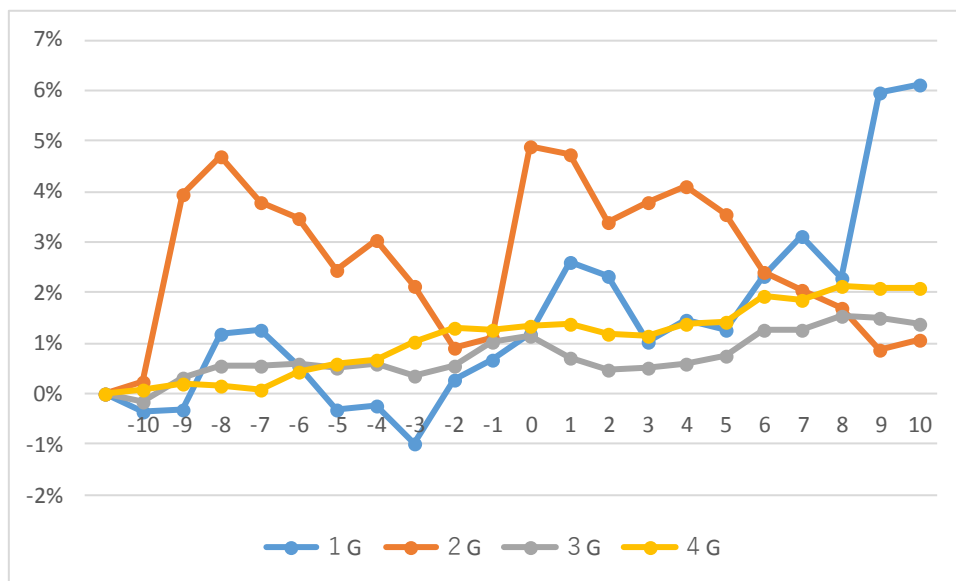


図6－3 メインバンクの信用度と企業の倒産リスク度合別に見たダイベストメントに対する市場評価の比較

以上の各グループの特徴を踏まえて、メインバンクの健全性と企業の倒産リスク別に4セルに類型化されたグループごとに市場の評価の違いを分析した。

分析の結果、市場からの評価が高いのは、企業の倒産リスクの高さよりも銀行の健全性が低い非健全行がメインバンクである場合（グループ1、2）に市場の評価が高いことが明らかとなった。

また、グループ1、2を比較すると、CAR $\pm$ 1、CAR0,1 など公表日前後の短期間ではグループ2の方が高く、公表日からの時間の経過に伴ってグループ1の市場評価が高まる傾向にあることが明らかとなった。

表 6－1 4 グループ（銀行健全度及び企業の倒産リスクで4つのマトリクスに分類）別
市場評価比較（まとめ）

		企業の倒産リスク		
		リスクあり	リスクなし	
銀行健全度	Weak	① N : 38 CAR:2.49%	② N : 43 CAR:2.77%	N : 81
	Strong	③ N : 101 CAR:0.32%	④ N : 209 CAR:0.20%	N : 310
		N : 139	N : 252	N : 391

グループ	N	CAR ± 1	CAR 0,1	CAR ± 10
1	38	2.49%	1.89%	6.39%
2	43	2.77%	2.42%	0.51%
3	101	0.32%	-0.04%	1.37%
4	209	0.20%	0.25%	2.13%

表6－15 4グループ（銀行健全度及び企業の倒産リスクで4つのマトリクスに分類）
別市場評価比較

Panel A:市場評価（CAR±1）

グループ	グループ別基本統計量				グループ間平均値比較		
	1	2	3	4	1 ⇄ 2	1 ⇄ 3	1 ⇄ 4
N	38	43	102	209	0.19	-1.68	-1.91
平均値	2.49%	2.77%	0.33%	0.20%	0.85	0.09	0.06
中央値	1.15%	0.40%	0.37%	-0.19%	-	*	*
標準偏差	9.80%	9.42%	4.81%	6.28%			
最小値	-11.67%	-6.15%	-19.45%	-15.77%			
25%	-1.63%	-1.84%	-2.01%	-2.20%			
75%	5.17%	4.08%	2.75%	1.69%			
最大値	47.76%	55.42%	14.57%	53.46%			

（注1）***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意を示す。

（注2）グループ間平均値の比較はt検定による。数字は上段t値／中段p値／下段有意性を表す。

Panel B:市場評価（CAR 0、1）

グループ	グループ別基本統計量				グループ間平均値比較		
	1	2	3	4	1 ⇄ 2	1 ⇄ 3	1 ⇄ 4
N	38	43	102	209	0.39	-1.64	-1.50
平均値	1.89%	2.42%	-0.04%	0.25%	0.70	0.10	0.13
中央値	0.70%	0.26%	-0.09%	0.19%	-	-	-
標準偏差	9.19%	9.15%	4.68%	5.39%			
最小値	-14.30%	-5.74%	-21.21%	-14.52%			
25%	-1.60%	-2.03%	-1.65%	-1.74%			
75%	4.02%	3.41%	1.01%	1.49%			
最大値	44.81%	53.46%	20.66%	55.04%			

（注1）***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意を示す。

（注2）グループ間平均値の比較はt検定による。数字は上段t値／中段p値／下段有意性を表す。

Panel C:市場評価（CAR±10）

グループ	グループ別基本統計量				グループ間平均値比較		
	1	2	3	4	1 ⇄ 2	1 ⇄ 3	1 ⇄ 4
N	38	43	102	209	-1.82	-1.78	-1.66
平均値	6.39%	0.51%	1.47%	2.13%	0.07	0.08	0.10
中央値	3.08%	0.54%	0.54%	0.77%	*	*	*
標準偏差	15.89%	9.30%	15.04%	14.93%			
最小値	-22.11%	-18.93%	-52.81%	-46.90%			
25%	-1.46%	-5.60%	-6.21%	-3.47%			
75%	14.24%	7.03%	9.25%	7.08%			
最大値	75.99%	18.64%	63.54%	128.35%			

（注1）***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意を示す。

（注2）グループ間平均値の比較はt検定による。数字は上段t値／中段p値／下段有意性を表す。

6.5.4.2 ガバナンス構造がリストラクチャリング及びその市場評価に及ぼす影響

次に、以上の結果を踏まえて、企業のダイベストメント行動に対する市場の評価が、企業のガバナンス構造によって異なるのかどうかを検証する。ここで比較の対象とするのは、メインバンクを主体とする旧来型のガバナンス構造と、外国人株主を主体とする新たなガバナンス構造である。

この分析に際して、全 392 サンプルを対象として、メインバンクの健全度による分類（健全行、非健全行）と、外国人株主の持株割合による分類（全サンプルを 2 分割した分類）に基づく合計 4 つのセルに分割して、市場の評価を比較した。

分析の結果、市場の評価が高かったのは、銀行の健全度が低い非健全行がメインバンクである場合（グループ 1、2）に市場の評価が高いことが明らかとなった。

また、グループ 1、2 を比較すると、グループ 1 が公表日直後の市場評価が高いのに対して、公表日から時間が経過するとともにグループ 2 の市場評価が高まることが確認された。

表 6－16 4 グループ（銀行健全度と外国人株主持株割合で 4 つのマトリクスに分類）別に見た市場評価の比較（まとめ）

		外国人株主		
		少ない	多い	
銀行健全度	Weak	① N : 42 CAR:2.35%	② N : 22 CAR:1.74%	N : 64
	Strong	③ N : 127 CAR:0.32%	④ N : 149 CAR:0.07%	N : 276
		N : 169	N : 171	N : 340

グループ	N	CAR±1	CAR 0,1	CAR±10
1	42	2.35%	2.27%	5.13%
2	22	1.74%	0.84%	0.75%
3	127	0.32%	0.55%	2.31%
4	149	0.07%	-0.14%	1.25%

表 6－17 4 グループ（銀行健全度と外国人株主持株割合で 4 つのマトリクスに分類）
別に見た市場評価の比較

Panel A :市場評価（CAR±1）

グループ	グループ別基本統計量				グループ間平均値比較		
	1	2	3	4	1 ⇄ 2	1 ⇄ 3	1 ⇄ 4
N	42	22	127	149	-0.37	-1.80	-2.06
平均値	2.35%	1.74%	0.32%	0.07%	0.72	0.07	0.04
中央値	0.77%	-0.41%	-0.13%	-0.19%	-	*	**
標準偏差	8.75%	6.93%	6.57%	5.15%			
最小値	-11.67%	-11.10%	-12.93%	-15.77%			
25%	-1.57%	-2.28%	-2.65%	-1.66%			
75%	5.17%	4.94%	2.39%	1.61%			
最大値	47.76%	19.38%	53.46%	41.80%			

（注 1）***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意を示す。

（注 2）グループ間平均値の比較はt検定による。数字は上段t値／中段p値／下段有意性を表す。

Panel B:市場評価（CAR 0、1）

グループ	グループ別基本統計量				グループ間平均値比較		
	1	2	3	4	1 ⇄ 2	1 ⇄ 3	1 ⇄ 4
N	42	22	127	149	-0.96	-1.71	-2.44
平均値	2.27%	0.84%	0.55%	-0.14%	0.34	0.09	0.02
中央値	0.77%	0.41%	0.02%	0.13%	-	*	**
標準偏差	8.31%	6.59%	6.43%	3.53%			
最小値	-14.30%	-13.48%	-8.78%	-14.52%			
25%	-1.48%	-2.83%	-2.09%	-1.49%			
75%	4.24%	4.08%	1.44%	1.06%			
最大値	44.81%	19.47%	55.04%	18.07%			

（注 1）***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意を示す。

（注 2）グループ間平均値の比較はt検定による。数字は上段t値／中段p値／下段有意性を表す。

Panel C:市場評価（CAR±10）

グループ	グループ別基本統計量				グループ間平均値比較		
	1	2	3	4	1 ⇄ 2	1 ⇄ 3	1 ⇄ 4
N	42	22	127	149	-1.12	-1.07	-1.49
平均値	5.13%	0.75%	2.31%	1.25%	0.26	0.29	0.14
中央値	2.15%	0.46%	0.61%	0.28%	-	-	-
標準偏差	14.63%	11.34%	16.04%	14.37%			
最小値	-16.30%	-22.11%	-52.81%	-46.90%			
25%	-1.46%	-8.33%	-5.90%	-3.73%			
75%	10.26%	7.69%	8.93%	6.19%			
最大値	75.99%	24.18%	69.75%	128.35%			

（注 1）***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意を示す。

（注 2）グループ間平均値の比較はt検定による。数字は上段t値／中段p値／下段有意性を表す。

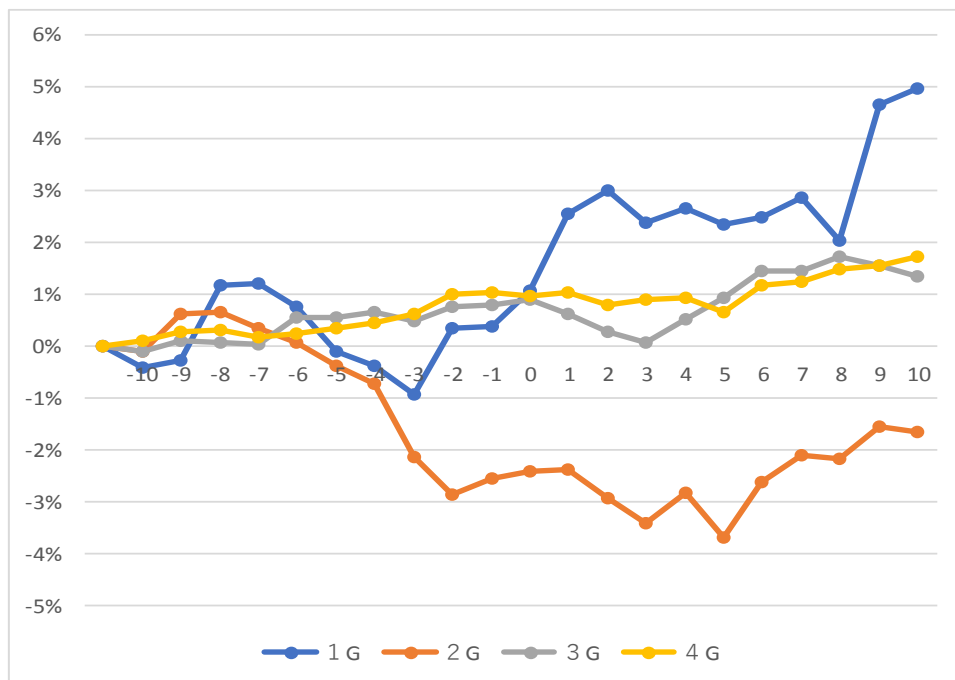


図 6－4 4 グループ（銀行健全度と外国人株主持株割合で 4 つのマトリクスに分類）別に見た市場評価の比較

6.5.5 実証分析結果まとめ

以上の実証分析結果をまとめると次の通りである。

まず、6.5.1 単変量分析①では、メインバンクの健全性の違いとダイベストメント行動との関係について分析を行った。まず、実施企業の財務状況との関係について予備的な分析を行った結果、健全性が高いメインバンクを持つ企業は、健全性が低いメインバンクを持つ企業よりも総資産規模が大きく、収益性、成長性、安全性いずれの場合も優位であることが確認された。

また、メインバンクの健全性の違いによって、企業のダイベストメント行動に違いがあるかを検証した結果、ダイベストメント行動の大きさ、リストラクチャリング行動の大きさいずれにおいても、健全性が低い非健全行のグループが、健全性が高い健全行のグループよりも大きいことが有意に確認された⁶⁴。

次に、6.5.2 単変量分析②では、メインバンクの健全性の違いによって、企業のダイベストメント行動に対する市場評価が異なるかを分析した。分析の結果、市場の評価を示す累積超過収益率（CAR $\pm$ 1、10）は、メインバンクが非健全行である場合の方が健全行

⁶⁴ ダイベストメント行動の大きさに関する統計的有意性の検証結果：売却額（5%有意）、 $\ln$ （売却額）（5%有意）、売却額÷時価総額（1%有意）、リストラ行動の大きさに関する統計的有意性の検証結果：有利子負債削減額（5%有意）、有利子負債変化率（5%有意）、固定資産変化率（1%有意）。

である場合よりも高い値を示すことが明らかとなった⁶⁵。以上の分析結果は、企業のダイベストメント行動に対する市場評価がメインバンク銀行の健全性によって異なること、メインバンクが非健全行の企業に対する市場評価はメインバンクが健全行の企業に対する市場の評価よりも高いことが確認された⁶⁶。

さらに、6.5.3の重回帰分析では、以上の単変量分析結果を踏まえて、企業におけるメインバンクによるガバナンス構造が、企業のダイベストメント行動に対してどのような影響を及ぼすのかについて総合的な分析を行うため重回帰分析を実施した。重回帰分析では、企業の財務指標、リストラクチャリング実施時期をコントロールしたうえで、メインバンクによるガバナンスの影響を説明変数、ダイベストメント行動の大きさを示す代理変数を従属変数とする重回帰分析を行った。

分析の結果、企業のダイベストメント行動の大きさには、メインバンクと企業自身の2つの要因があることが明らかとなった。第1のメインバンクによる要因としては、メインバンクが経営破綻行や業績不振により非買収であるなど危機的な経営状況にある非健全行であること、不良債権比率が低いことがあることが明らかとなった⁶⁷。また、第2の企業自身の要因としては、倒産リスクがあること、成長性が低いこと、投資機会など成長の余地があること、財務の安全性が高いこと（自己資本比率が高い、負債割合が低いなど）などがあることが明らかとなった。

この結果を踏まえて、さらに、企業のダイベストメント行動の大きさに対して、メインバンクと企業自身の2つの要因のどちらがより強い影響度があるのかを検証した結果、メインバンクの影響よりも企業の倒産リスクの高さの方が影響度が高いことが明らかになった一方で、メインバンクとリストラクチャリングの間には強い関係性が見出せなかった。

次に、企業のダイベストメント行動に対する市場の評価は、企業の倒産リスクの高さよりもメインバンクが非健全行であるかが最も影響する要因であることが明らかとなった。ここで、市場の評価に対するメインバンクの影響度は、メインバンクが非健全行であるという点で認められる一方で、メインバンクが企業に対して最も影響度を持つと考えられた貸出シェアとの関係については確認できなかった。このため、メインバンクの影響度がガバナンスの強さによるものかどうかまでは確認できていない。

⁶⁵ CAR±1は、非健全行がプラスとなったのに対し、健全行はマイナスとなった。CAR±10では、非健全行、健全行ともにプラスであり、平均値、中央値ともに非健全行が健全行を上回る水準となった。

⁶⁶ ただし、CAR±1の平均値の場合のみ有意性（5%有意）が確認された。

⁶⁷ 危機的な経営状況にある非健全行と不良債権比率が低い状況は表面的に相反する条件である。しかし、非健全行であっても健全行と同様に不良債権処理を進めており、時系列的に不良債権比率が低下させてきた。したがって、本分析結果の解釈としては、メインバンクが非健全行である場合には、不良債権比率が高い時期よりも不良債権比率が低下した時期に実施されたダイベストメント行動の方が市場評価が高い結果となっている、と解釈できる。

また、6.5.4の追加的な実証分析では、メインバンクと外国人株主のどちらのガバナンスがダイベストメント行動やそれに対する市場の評価に影響を及ぼすのかについて分析を行った。その結果、外国人株主割合の高さよりもメインバンクが非健全行である方が市場評価への高さに対する影響度が強いことが確認された。

以上の分析の結果、企業のダイベストメント行動と、それに対する市場の評価とはそれぞれ異なるファクターに依存するため、企業のダイベストメント行動が大きく、かつ、市場の高い評価も得られる場合はメインバンクが非健全行であり倒産リスクの高い企業がダイベストメントを実施する場合に限られることが確認された。以上の分析結果は、Kang and Shivdasani (1997) が述べた、メインバンクのガバナンスが強いほどリストラクチャリングの程度が強いという内容とは異なる結果となった。しかし分析結果の解釈として、メインバンクが非健全行であり、企業の倒産リスクも高まった場合には、メインバンクのガバナンスが強まり、企業のダイベストメントを促進してリストラクチャリングの程度が強まることが考えられる。

6.6 第6章のまとめ

本章では、メインバンクによるガバナンスが企業のリストラクチャリングとそれに対する市場の評価に関してどのような影響を及ぼすのかという視点から分析を行った。企業のリストラクチャリングに関してメインバンク要因に着目した理由は、日本企業のリストラクチャリングが銀行の不良債権問題と極めて密接な関係があったと考えられるからである。

日本の金融システムはバブル崩壊によって大きなダメージを受け、その結果、従来の日本のメインバンク機能が大きく変化した。つまり、日本の銀行にとってバブル崩壊は、不動産や株式などの資産価値の大幅な下落や取引企業の業績悪化を通じて貸出債権の質の低下によってバランスシートが大きく毀損した。

企業のリストラクチャリングとメインバンクとの関係性は、このバランスシートの劣化が、貸出行動に負の影響を与えるクレジット・クランチを招いたことに起因している。福田（2015）によれば、こうして経営危機に直面しクレジット・クランチが発生した銀行にとっては、「少しでも財務内容を改善し BIS 規制に定められた自己資本比率を維持するかが大きな課題」であり、これが、メインバンクの機能低下の実態であると考えられる。

結局、企業のリストラクチャリングに応じられるかどうかは体力次第であり、あくまでも自行の存続が優先であるため、従来のメインバンクならば行わなかった「追い貸し」、「貸し渋り」、「貸しはがし」などの手段を講じて資産サイドのダメージを極力軽減⁶⁸するか、大幅な増資をするしかなくなる。現象が見られる通りメインバンクが機能低下に至ったと考えられる。さらに、本章で分析の対象とした 2000 年以降になると、銀行は積極的に不良債権処理を行うため、従来よりも企業のリストラクチャリング行動に積極的に対応するようになったが、この時期こそまさしく、日本企業のリストラクチャリングがメインバンクの体力（財務の健全性）に依存したと考えられる。

そこで、本章では、こうしたバブル崩壊以降のメインバンクの機能低下が企業のダイベストメント行動に大きな影響を及ぼした可能性について実証分析を行った。実証分析に際しては、メインバンクの財務の健全性が高く、メインバンクとの関係の深い企業ほど、リストラクチャリングの規模が大きく、また、それに対する市場の評価も高いとの仮説をもとに、企業のリストラクチャリングやそれに対する市場評価がメインバンク要因と企業要因によって影響されると仮定し、どのような影響を及ぼすのかを検証した。

検証に際して、メインバンクの非健全性を測る指標には、経営破綻や買収等経営危機状態に陥った銀行を非健全行として分類したダミー変数を用いて影響度の分析を行った。また、企業の経営危機を測る指標には、アルトマン経営指数に基づいて倒産危機ありと判断される企業を経営危機企業として分類したダミー変数を用いて影響度の分析を行った。

分析の結果は次の通りであった。まず、企業のダイベストメント行動について分析したところ以下の結果を得た。重回帰分析の結果、ダイベストメントの規模の大きさは、メインバ

⁶⁸ 福田（2015）は、特に、2004 年に見直しが行われる前の「バーゼル合意」に基づく銀行規制でこのような傾向が強く見られたと指摘している。

ンクが非健全行であること、リストラクチャリング実施のタイミングがリストラクチャリング期間（2000-2003 年）であること、企業が負債を多く抱えていること、倒産リスクが高いこと、が関係していることを確認した。さらに、追加的な分析として、メインバンク要因（メインバンクが非健全行）と企業要因（倒産リスクが高い）のどちらの要因がダイベストメントの大きさに結び付いているかを分析した結果、企業要因（倒産リスクの高さ）の影響度の方が大きいことを確認した。

これに対し、ダイベストメント行動に対する市場の評価について分析したところ以下の結果を得た。市場の評価は、企業要因（倒産リスクが高い）よりもメインバンク要因（メインバンクが非健全行であること）の影響度の方が大きいことを確認した。また、メインバンク要因と外国人株主との比較では、メインバンク要因が外国人株主よりも影響度が大きいことを確認した。

以上の分析結果をまとめると、企業のダイベストメント行動については、企業要因（倒産リスクが高い）の影響度が大きい一方で、企業のダイベストメント行動に対する市場の評価については企業要因よりもメインバンク要因の方が高いことを明らかにした。ただし、メインバンク要因の内容は、仮説の想定とは逆で、メインバンクが非健全行の方が健全行の場合よりもダイベストメント行動が大きい結果となった。

この分析結果の解釈として、企業のダイベストメント行動に関してメインバンク要因よりも企業要因の影響度が高いのは、企業の倒産リスクが高まるほどメインバンクの健全性の度合いや支援体制の如何にかかわらず、ダイベストメント行動によって自発的に資金の確保を行ったことを示していると考えられる。その要因として、メインバンクのガバナンスが企業のリストラクチャリングを促しているというよりも、メインバンクが経営危機によって「問題企業」に対する支援を行えないことが、かえって企業自身のリストラクチャリングを促している可能性が考えられる。

次に、ダイベストメント行動に対する市場評価に関しても、仮説の想定とは逆の結果となった。すなわち、メインバンクが非健全行である方が市場の評価につながる事が明らかとなった。この結果の解釈について、仮説の想定では、メインバンクが健全行の企業の方が、「問題企業」に対する支援を行う体力（余裕）があると期待されていることで市場から評価を受けると考えたが、分析結果は、メインバンクが非健全行の企業の方が、自発的にリストラクチャリングを実施せざるを得ないことで、市場の期待を上回った可能性が考えられる。

この結果は、福田（2015）が旧長銀と旧日債銀の取引企業を比較した結果、安易な救済を行わない旧長銀の取引企業に対する「ショック療法（＝ハードな予算制約）」の方が「追い貸し」によって非効率な企業に対する延命に加担したとされる「漸進主義（＝ソフトな予算制約）」よりも存続企業の企業価値を向上させるとする主張と整合的である⁶⁹。

本章では、企業のダイベストメント行動とそれに対する市場の評価に関するメインバンクのガバナンス構造の影響について分析した結果、メインバンクの健全度の違いによって

⁶⁹ 福田（2015）第4章（103-132頁）

企業のダイベストメント行動およびそれに対する市場の評価が異なること、非健全行をメインバンクとする場合の方が健全行の場合よりもダイベストメント行動が大きいことを明らかにした。加えて、非健全行がメインバンクの方が、日本的な「漸進主義」を採用する余裕がなかったことが却って企業のリストラクチャリング行動やそれに対する市場の評価にプラスである可能性があることを明らかにした。

最後に本章の課題について述べる。本章では、非健全行であって、本来の機能が低下したメインバンクを持つ企業の方が、企業行動（ダイベストメント行動）の面でもそれに対する市場の評価の面でもプラスに作用する可能性を指摘した。しかし、本章で用いたデータは分析時点で上場を維持しデータが存続しているサンプルを対象としてなど、企業の生存バイアスの影響を受けている。そこで、分析に際しては、ダイベストメントを実施したが企業存続がなかったサンプルも対象とした分析も行う必要がある。また、福田（2015）が指摘したような、企業の再建には有効な役割を果たした金融支援（債権放棄など）までの分析は及んでいない。こうした点については今後の課題としたい。

第7章 結論と今後の課題

7.1 本論文の概要と結論

本論文では、企業のリストラクチャリング行動とそれに対する株式市場の評価、企業のガバナンスについて、それぞれがどのように影響を与えているのかを検証するため、企業がリストラ行動を行う際に実施するダイベストメントに焦点を当てた実証分析を行った。ダイベストメントは、企業が「選択を集中」戦略によって、事業ポートフォリオを再構築する際に行う資産（事業部門、子会社、不動産など）の売却行動全般を対象としており、日本企業が最も活発にリストラクチャリングを行った2000年以降、案件数が急増した。そこで、本論文では、2000年から2007年前半までに企業が公表したダイベストメントを対象サンプルとして分析した。分析結果を踏まえた本論文の概要は次の通りである。

企業が行ったダイベストメント公表に対する株式市場の反応について、イベント・スタディを用いて計測した結果、市場はプラスの評価を行うことを確認した。また、企業のダイベストメント行動を分析した結果、ダイベストメントの規模は、資産リストラクチャリング（固定資産の削減）、財務リストラクチャリング（負債の削減）とプラスの関係性が高いことを確認した。これに対して、企業のダイベストメント行動に対する市場の評価を分析した結果、市場は、企業のダイベストメント行動の規模そのものよりも、資産リストラクチャリングや財務リストラクチャリングを伴う場合にプラスの評価を行うことを明らかにした（第3章）。

次に、企業のダイベストメント行動は、どのようなガバナンス構造が影響するのかについて、株主構成の観点から検証を行った。その結果、外国人株主主導の新たなガバナンス構造を持つ企業よりも、金融機関や事業法人など安定株主主導の伝統的なガバナンス構造がダイベストメント行動にプラスの影響を持つことを明らかにした（第4章）。また、市場は、ダイベストメント行動を行う企業のどのようなガバナンス構造に対してプラスの評価を行っているのかについて検証した。その結果、市場は外国人株主が主体のガバナンス構造よりもメインバンクとの関係性が堅固なガバナンス構造を持つ企業のダイベストメント行動を評価することを明らかにした（第5章）。

以上の検証結果は、企業のリストラクチャリングに影響を持つガバナンス構造は、ダイベストメント行動の面でも、また株式市場の評価の面でもメインバンクの影響度が高いことを示した。そこで、次に、メインバンクの健全性が高い方が企業に対する規律付け効果が高まるとの仮説に基づき実証分析を行った。その結果、企業のリストラクチャリング行動はメインバンクの健全性の有無にかかわらず、メインバンク要因よりも企業要因（倒産リスクが高い）の影響が高いことが明らかとなった。一方、企業のリストラクチャリング行動に対する市場の評価に対しては、企業要因よりもメインバンク要因（メインバンクが非健全行）の影響が大きいことを明らかにした（第6章）。

以上の分析結果の意義についてまとめると、次の通りである。

まず、第3章では、企業のダイベストメント行動の動機と企業のダイベストメント行動に対する株式市場における評価の視点が同じであることを示すとともに、資金調達仮説と整合的であることを確認した。

次に、第4章では、企業のガバナンスとリストラクチャリング行動との関係性についての分析から、ダイベストメント行動を行う企業のガバナンス構造は、多くの先行研究結果とは対照的に、メインバンクの位置づけが堅固な伝統的なガバナンス構造を持つ企業であることを明らかにした。

また、第5章では、企業のガバナンス構造と企業のリストラクチャリング行動に対する株式市場の評価の関係に焦点を当てて分析した結果、企業のダイベストメント行動に対する株式市場の評価は、市場志向的な外国人株主が中心のガバナンス構造が株式市場の評価を高める要素にはなっておらず、むしろ、メインバンクの位置づけが明確であるほどプラスの影響があることを確認した。

さらに、第6章では、第4章、第5章の分析結果を踏まえて、メインバンクによるガバナンスが企業のリストラクチャリング行動とそれに対する市場の評価に対して及ぼす影響に焦点を当てて分析を行った結果、メインバンクの健全性が乏しく体力がない方が、企業のリストラクチャリング行動が促進され、市場からの評価も高いという結果となった。

7.2 本論文の結論のまとめとその解釈

本論文における分析結果とその解釈をまとめると以下の通りとなる。ただし、本分析結果は、対象にしたサンプルが、2000年から2007年にかけてダイベストメントを公表して、売手・買手ともに日本の上場企業であり、2008年時点で存続した企業であるという点において、サンプル数及びサンプルの性格上の制約のうえに成り立っている点は留意すべき点である。

- (1) 企業がダイベストメント行動を行う動機と企業のダイベストメント行動の公表に対する株式市場の評価の要因はほぼ一致しており、両者とも資産のリストラクチャリングと財務のリストラクチャリングを一体で行うことが要件となっている。

しかし実際には、企業のダイベストメント行動に関しては、情報の非対称性やエージェンシー問題が存在するために、企業のダイベストメント行動の公表に対して、企業がダイベストメント行動の結果獲得する資金を負債の削減等明確な用途を示さない限り株式市場は評価をディスカウントする傾向にある。これは資金調達仮説とも整合的である（第3章）。

- (2) ダイベストメント行動を公表した企業サンプルは、日本企業全般の株主構成よりも外国人株主の保有比率が低い点が特徴的である。また、ダイベストメント行動を公表した企業のガバナンス構造は、安定株主比率が高いか金融機関株主の保有比率

が高いといった伝統的な株主構造を持つことを明らかにした。

これは、外国人投資家等の株主を中心とする新たなガバナンス構造が影響したとする当初の仮説とは逆の結果であった（第4章）。

- (3) 企業のダイベストメント行動に対する株式市場の評価に対して、ガバナンス構造がどのように影響したかを分析した結果、株主構成の違いというよりも、メインバンク・システムが堅固であるほどプラスの影響があることを明らかにした。

これについても、当初の仮説と異なる結果であり、ガバナンス構造の変化にもかかわらず、リストラクチャリング行動を行う企業のガバナンス構造は日本における伝統的なガバナンス構造を持つ企業であることが明らかとなった。ただし、この内容は、伝統的なガバナンス構造によって非効率経営となるからリストラクチャリングが必要になったことを意味するのか、それとも、まさしく状態依存型ガバナンスの発動の結果であるという解釈が成り立つのかは明らかとなっていない（第5章）。

- (4) 企業のダイベストメント行動とそれに対する株式市場の評価に関して、メインバンクの健全性がどのように影響したのかに焦点を当てて分析した結果、健全なメインバンクが企業のリストラクチャリング行動やその市場評価に影響するという当初想定した仮説と大きく異なる内容となった。この解釈として考えられるのは、第1に、ダイベストメント行動については、リストラクチャリング手段としての性格が、メインバンクの支援を得られなくても、企業だけで実施して資金を獲得できる手段であることから、メインバンクが非健全行で体力がないほど、企業独自のリストラクチャリング手段を選択した可能性があること、第2に、ダイベストメント行動に対する市場評価については、メインバンクが非健全行で体力がないほど、企業が独自にリストラクチャリングを進めた場合の効果が株式市場の期待を上回るインパクトを持った可能性があることが考えられる（第6章）。

7.3 今後の課題

本論文では、企業のリストラクチャリング行動とそれに対する株式市場の評価要因、及びガバナンス構造との関係性を明らかにすることを目的に実証分析を行った。

本論文における分析において一貫した重要なテーマが、企業のリストラクチャリングの背景として、バブル崩壊後のガバナンス構造の変化であった。すなわち、分析対象期間である2000年から2007年までは、メインバンク機能の低下、株式持ち合いの解消、外国人株主の役割の向上といった変化が大きなポイントであった。しかし、その後も企業とメインバンクとの関係性は継続しており、また、株式持ち合いの動きも再び活発化するなど、分析対象期間に顕著であった傾向は分析対象期間より前のバブル崩壊前に逆戻りした印象がある。このように、メインバンクとの関係が維持されたことは、本論文の分析結果を支持するもの

であるとも考えられる。しかし、一方で、本論文の実証分析が対象サンプルの制約を大きく受けていることから、今後は、ダイベストメントが実施されていない他のサンプルも含めた全体像の把握が課題である。

また、本論文の分析では、借入残高の多寡や取引金融機関間でのシェアをもとにした実証分析にとどまったが、メインバンクの影響度合いについては、外形的な借入残高のシェアのみならず、役員派遣等も含めた有形無形の経営改善効果、モニタリング体制も合わせた分析が不可欠であり、今後は分析対象に加える必要がある。

さらに、本論文での分析では、情報の非対称性やエージェンシー問題が論点となった。こうした問題について、エージェンシーコストを低減するための要件として、株主構成での外国人株主の保有比率の高さやメインバンクの借入残高の割合の高さが関係するとの仮説に基づいて実証分析を行った。そこで、株式市場の評価が高いダイベストメント企業のガバナンス構造は、伝統的なガバナンス構造を持つ企業であることを明らかにしたが、この解釈として、伝統的なガバナンス構造を持つ企業の非効率的な経営を行ったことが、結果的にリストラクチャリングによる株価効果をもたらしたのか、それとも伝統的な状態依存型ガバナンスの仕組みが機能した結果によるものなのかは十分明らかにできなかった。これについては、伝統的なガバナンス構造を持つ企業とそうでない企業との財務健全性を比較する工夫を行うことで、もう一段深掘した分析も可能と考えられるため今後の課題としたい。また、コーポレート・ガバナンスに関係するのは、株主構成だけではなく、内部ガバナンス体制も合わせて検討する必要がある。コーポレート・ガバナンスの仕組みの多くは見直され改善された結果、特に、内部ガバナンス体制（取締役会のあり方や委員会設置の仕組み、外部取締役の導入など）の制度整備は顕著であることから、今後の追加的な分析課題である。こうした点は、データの制約から今回の分析では行えなかったが、今後の研究課題を遂行する上での課題としたい。

7.4 本論文の貢献と提言

本論文では、企業がリストラクチャリングを行う動機、ダイベストメント取引の内容、株式市場の評価、ガバナンスの状況等、様々な要素について、複眼的な視点から分析を行った。

その結果、企業のダイベストメント行動は、市場から有意にプラスの評価を得たことを確認した。そもそも、企業が本格的にリストラクチャリング行動を行う 2000 年以前は、ダイベストメントは企業経営の失敗の象徴と捉えられかねない恐れがあった。このため、村松・宮本（1999）、薄井（2001）、矢部（2007）では市場の評価について有意にプラスの結果を確認できていない。本論文の貢献の第 1 は、こうした株式市場のプラスの結果を元に、ダイベストメント行動及びその市場評価に関する、ガバナンス（株主、銀行借入）、リストラクチャリング（資産リストラクチャリング、財務リストラクチャリング）、財務指標、メインバンクの不良債権比率などの関連データベースを作成し、包括的に関連データ間の関係性を分析したことで、どのような要因が市場の評価にプラスの影響を及ぼすのかを分析した

ことである。

本論文の貢献の第 2 は、以上の第 1 の分析結果に合わせて、企業のリストラクチャリング行動と対比させることによって、本論文の重要なテーマである情報の非対称性やエージェンシー問題等について具体的に分析した点である。

本論文の貢献の第 3 は、本論文の貢献の第 2 の分析に加えて、ガバナンスの影響についても、株主によるガバナンスと金融機関によるガバナンスによる影響を複眼的に分析したことである。これまでの先行研究結果では、株主と金融機関によるガバナンス構造が同時に変化した影響を捉えることが難しい。

以上の通り、本論文の貢献は、株式市場からのプラスの評価結果を用いた分析、企業のリストラクチャリング行動の動機と株式市場の評価との対比分析、株主とメインバンクのガバナンス構造の影響の比較を総合的に分析したことにある。

次に、本論文の貢献によって得られた結論がどのような意義、提言内容を持つのかを整理すると次の通りである。

まず、7.2 での本論文の結論（1）では、企業のリストラクチャリング行動の動機と、株式市場の評価の要因はほぼ一致していることを明らかにしていた。この結果を踏まえると、企業経営側が適切に情報開示を行い、株式市場（投資家）側との対話の工夫をうまく行うことができれば、企業のリストラクチャリング行動は市場からディスカウントされずに、より効率的に企業価値を高めることができる可能性がある。実際に、国の成長戦略における「日本再興戦略」では、企業側に対する規律付けと機関投資家側に対する規律付けを両輪として企業価値向上を促す仕組みを進めている。本論文の結果も、こうした政策と整合的である。

次に、7.2 での本論文の結論（2）では、リストラクチャリング行動を行う企業に対する外国人株主の持株割合が全体平均を下回ることが確認された。この解釈としては、外国人投資家のホームバイアス問題や、倒産リスクの高さを外国人投資家が嫌気した可能性などが考えられる。いずれにしても、とりわけ企業価値の向上に敏感な外国人投資家に対する IR（情報公開）を積極的に行うことにより、リストラクチャリング行動を行う企業がより企業価値向上を果たしやすくなる可能性がある。

本論文の結論（3）、（4）では、リストラクチャリング行動に対する株式市場の評価は、メインバンクが堅固で、かつメインバンクが非健全行（**weak bank**）である方が高いとの結論が得られた。この結果は、メインバンクの機能が低下したにもかかわらずリストラクチャリングが実行されたことについて、市場が意外性を評価した可能性もある。その場合には、この分析結果がメインバンクの役割をプラスに評価したものとは言い難い面もある。しかし、昨今の宮島編（2011）では、「銀行・メインバンクとの長期的関係が、企業の資金調達リスクをヘッジし、企業の存続確率を高める役割を果たしている」と述べており、また、「日本の大企業にとって銀行借入・メインバンク借入は、単なる負債ではなく、ある種の保険付きの負債契約であると解釈できる」とも述べている。

以上の点から、メインバンク、株主ともに一定の条件を満たせばそれぞれ規律付け効果を

担うことが確認できたが、企業固有の状況に応じて、どのように役割分担すれば良いか、緊張感ある規律付けの効果を維持するのかをにはどうすれば良いのかを、今後も分析することが「建設的対話」を通じて企業価値を高めるには重要である。

以上様々な異なる事情を抱えて類型化が困難なリストラクチャリング行動の分析を多面的に行うことができたことが本論文の貢献である。

本論文での実証分析結果と分析結果を踏まえた貢献内容をさらに発展させることが重要である。

謝 辞

本論文が完成に至るまでに実に多くの方々に支えて頂きました。ここに、本論文の作成過程を振り返るとともに、お世話になった皆様への感謝の気持ちを綴りたいと思います。

まず初めに、東京工業大学大学院社会理工学研究科の永田京子准教授には本当にお世話になりました。入学時よりお世話になった蜂谷先生が一橋大学に移られた後、永田准教授が引き継いでくださる形でご指導を頂きました。永田准教授からのご指導がなければとてもここまで辿り着くことができませんでした。先生には、研究活動の意義や厳しさ、楽しさ、問題設定のあり方、論文の価値をどのように表現してどう結果を導くべきか等、今の私にとって大変貴重でかけがいのない教えを頂きました。頂いた教えは必ずや今後さらなる研究活動を進めるうえで大きな財産となっていくものと感謝しております。

そして何より、東京工業大学大学院社会理工学研究科において入学時よりご指導を賜った一橋大学商学部商学部長・大学院商学研究科長の蜂谷豊彦教授（入学当時 東京工業大学大学院社会理工学研究科准教授）に心より感謝の気持ちを述べたいと思います。蜂谷先生は2009年4月に一橋大学大学院商学研究科に移られてからも、東京工業大学大学院在籍の社会人大学院生のため、2つの大学院を兼務してご指導を頂きました。中でも、最後に残された私に対しては、業務に忙殺されて研究に打ち込めない状況を案じて、所属する会社にまで出向いていただき研究のご指導を頂くなど、とても贅沢な機会を頂きました。同時に多大なご負担をおかけしました。私が業務繁忙と研究活動の両立がうまくなく、研究成果が形になるまでに多大な時間をかけてしまったことをお詫びするとともに、先生には重ねて心よりお礼申し上げたいと存じます。

蜂谷先生との出会いは、わたくしが一橋大学大学院国際企業戦略研究科(ICS)を卒業後、次のステップとして、どのようにキャリアを生かしたら良いかを案じた際に、ICSの指導教官であられた佐山教授が東京工業大学のご出身であることを知りご相談をさせていただいた際、蜂谷准教授（当時）をご紹介くださったことがきっかけでした。そこで東京工業大学大学院社会理工学研究科を訪ねた際、蜂谷先生が入学前にもかかわらず、社会人大学院生の中に参加することをお認め頂き、円滑に研究生生活のスタートダッシュをきれるよう心配りをして頂きました。ここまでやってこられたのは蜂谷先生のご恩なしには語れません。

東京工業大学大学院社会理工学研究科の飯島淳一教授、井上光太郎教授、妹尾大准教授、鈴木定省准教授には、論文審査にあたり、数多くの貴重なコメントを頂戴しました。論文審査での先生方とのディスカッションやご指導を頂いたことで、これまでにはない切り口や観点に気づかせて頂くことができました。今後の研究活動にも、必ずや大きな財産になるものと確信しております。改めて深く感謝の意を表したいと存じます。

東京工業大学大学院入学までの過程でお世話になった先生方にも感謝の意を表したいと存じます。ゼミでご指導頂いた佐山展生教授、野間幹晴准教授にもお礼を述べたいと思いま

す。まず、修士論文をご指導頂いた佐山先生・野間先生には一橋 ICS で学んだ経営財務の専攻を発展させていくうえで東京工業大学大学院社会理工学研究科が道の一つであることをご示唆頂きました。将来の灯を照らしていただいたことに大変感謝しております。

東京工業大学大学院の蜂谷研究室で一緒にさせていただいた皆様にも感謝したいと思います。高見茂雄氏（立正大学教授）、山本修氏（ユニゾン・キャピタル）、光定洋介氏（あすかアセットマネジメント、産業能率大学教授）、市川朋治氏（あおぞら銀行）、入江和彦氏（三菱商事 UBS リアルティ）、重見庸典氏（日本銀行）、山田方敏氏（亜細亜大学教授、当時：旭硝子）、山田隆氏（昭和女子大学教授、当時：新光投信）、鉄田義人氏（大和証券 SMBC）の皆さんは、いずれも深いビジネス経験を糧にして、幅広い関心と向学心によって研究活動を進む方々でした。蜂谷先生が醸し出す自由闊達な雰囲気のもと、積極的な研究・議論を通じて多くの示唆を頂けたことは時として行き詰りがちな論文を前に進めるうえで大いなる刺激を頂きました。また、修士課程の学生であった清田様にもデータ作成の作業を支援頂き、本論文の作業を行ううえで大いに助けて頂きました。ここにお礼申し上げます。

最後に、本論文作成のための研究活動が続けるうえで、業務が繁忙を極めた結果、業務終了後の深夜や休日の多くを執筆作業に費やすこととなりました。この間、最も負担をかけ、かつまた、一番身近で支援してくれた妻のやよみの支えがなければ、とても成果につなげることはできませんでした。心から「ありがとう」と伝えたいと思います。

平成29年8月

石崎 篤史

参考文献

- [1] Allen, J. W. and J. J. McConnell (1998) "Equity Curve-outs, Managerial Discretion," *Journal of Finance* 53(1), pp.163-186.
- [2] Aoki, M. (1994) "The contingent governance of teams: Analysis of institutional complementarity," *International Economic Review* 35(3), pp.657-676.
- [3] Aoki, M. (1994) "Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View," in Aoki, M. H. Patric, and P. Sheard, *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, pp.109-141.
- [4] Aoki, M. (2013) "Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Development View," *Chapters*, pp.342-374.
- [5] Aoki, M., H. Patrick, and P. Sheard (1994) "The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview," in Aoki, M. H. Patric, and P. Sheard, *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.
- [6] Aoki, M., G. Jackson and H. Miyajima (2007) *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press.
- [7] Arikawa, Y. and H. Miyajima (2007) "Relationship Banking in Post-Bubble Japan: Coexistence of Soft- and Hard-Budget Constrains," in Aoki, M. G. Jackson and H. Miyajima, eds. *Corporate Governance in Japan*, Oxford University Press.
- [8] Arzac, E. R. (2005) *Valuation for mergers, buyouts, and restructuring*, John Wiley & Sons.
- [9] Berger, P. G. and E. Ofek (1995) "Diversification's effect on firm value," *Journal of Financial Economics* 37(1), pp.39-65.
- [10] Blair, M. M., S. J. Lane, and M. A. Schary (1991) *Patterns of corporate restructuring, 1955-1987*, Brookings Institution.
- [11] Bowman, E. H. and H. Singh (1990) *Overview of Corporate Restructuring: Trends and Consequences*, in Rock, M. L., and P. H. Rock, eds. *Corporate restructuring*, McGraw-Hill, pp.8-18.
- [12] Bowman, E. H. and H. Singh (1993) "Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm," *Strategic Management Journal* 14(S1), pp.5-14.
- [13] Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy, eds. (2008) "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance," *The Journal of Finance* 63.4, pp1729-1775.
- [14] Campbell, J. Y., A. W. Lo and A. C. MacKinlay (1997) *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University press.

- [15] Chan-Lau, J. A (2002) "Corporate Restructuring in Japan: An Event Study Analysis," *Japan and the World Economy*, 14(4), pp.367-377.
- [16] Coyne, J. and M. Wright (1986) "An Introduction to Divestment: The Conceptual Issues," in J.Coyne & M.Wright eds., *Divestment and Strategic Change*, Oxford: Philip Allan.
- [17] Cremers, K. J. M and V. B. Nair (2005) "Governance Mechanisms and Equity Prices," *The Journal of Finance* 60(6), pp.2859-2894.
- [18] Ferreira, M. A. and P. Matos (2008) "The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world," *Journal of Financial Economics* 88(3), pp.499-533.
- [19] Gompers, P. A. and A. Metrick (2001) "Institutional Investors and Equity Prices," *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), pp.229-259.
- [20] Gompers, P.A, J. Ishii, and A. Metrick (2003) "Corporate Governance and Equity Prices," *The Quarterly Journal of Economics* 118(1), pp.107-156.
- [21] Hite, G. L., J.E. Owers and R. C. Rodgers (1987) "The market for interfirm asset sales: Partial sell-offs and total liquidations," *Journal of Financial Economics* 18(2), pp.229-252.
- [22] Hoskisson, R. E., R. A. Johnson and D. D. Moesel (1994) "Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance," *Academy of Management journal*, 37(5), pp.1207-1251.
- [23] Jensen, M. C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review* 76(2), pp.323-329.
- [24] Jensen, M. C. and R. S. Ruback (1983) "The market for corporate control: The scientific evidence," *Journal of Financial economics* 11 (1-5), pp.5-50.
- [25] John, K. and E. Ofek (1995) "Asset sales and increase in focus," *Journal of Financial Economics* 37(1), pp.105-126.
- [26] Kang, J. K. and A. Shivdasani (1995) "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics* 46(1), pp.29-58.
- [27] Kang, J. K. and A. Shivdasani (1997) "Corporate restructuring during performance declines in Japan," *Journal of Financial economics* 46(1), pp.29-65.
- [28] Kang, J. K. and R. M. Stultz (1997) "Why is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan," *Journal of Financial Economics* 46(1), pp.3-28.
- [29] Koh, S., R. B. Durand and L. Dai eds. (2015) "Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring," *Journal of Corporate Finance* 33, pp.19-33.

- [30] Lang, L., A. Poulsen, and R. Stulz (1995) "Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion," *Journal of Financial Economics* 37(1), pp.3-37.
- [31] Levy, J. (2000) "Financial Reorganization and Corporate Restructuring in Japan," in T. Bayoumi and C. Collyns eds. *Post Bubble Blues: How Japan Responded to Asset Price Collapse* IMF Publication Services, pp.164-199.
- [32] Miles, J. A. and J. Rosenfeld (1983) "The Effect of Voluntary Spin-off Announcements on Shareholder Wealth," *Journal of Finance* 38(5), pp.1597-1606.
- [33] Mulherin, J. H. and A. L. Boone (2000) "Comparing Acquisitions and Divestitures," *Journal of Corporate Finance* 6(2), pp.117-139.
- [34] Narayanan, M. P., & Nanda, V. K. (2006) *Finance for strategic decision making: What non-financial managers need to know*, John Wiley & Sons.
- [35] Rabenscraft, D. J. and F. M. Scherer (1987) *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*, Brookings Institution Press.
- [36] R. Michael, W. Shaw (1995) "The Choice of Going Public : Spin-Offs vs Carve-Outs," *Financial Management* 24, pp.5-21.
- [37] Schipper, K. and A. Smith (1983) "Effects of Recontracting on Shareholders Wealth: The Case of Voluntary Spin-offs," *Journal of Economics* 12(4), pp.437-467.
- [38] Schipper, K. and A. Smith (1986) "A Comparison of Equity Carve-Outs and Seasoned Equity Offerings: Share Price Effects and Corporate Restructuring," *Journal of Financial Economics* 15, pp.153-186.
- [39] Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., & Walkling, R. A. (2002) "Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets," *Journal of financial Economics* 64(1), pp.117-144.
- [40] Sheard, P. (1989) "The main bank system and corporate monitoring and control in Japan," *Journal of Economic Behavior & Organization* 11(3), pp.399-422.
- [41] Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003) "Stock market driven acquisitions," *Journal of financial Economics* 70(3), pp.295-311.
- [42] Sudarsanam, P. S. (1995) *The essence of mergers and acquisitions*, Pearson PTR.
- [43] 青木雅彦 (1995) 『経済システムの進化と多元性－比較制度分析序説』東洋経済新報社.
- [44] 石崎篤史 (2015) 「企業の資産売却に対する市場評価の検証－資金調達仮説に基づく企業行動と市場評価のメカニズムの比較－」『資産評価政策学』第 16 巻 1 号通巻 28 号, pp.29-38.
- [45] 石崎篤史 (2016) 「日本におけるメインバンク・システムの変化と企業のリストラクチャリングとの関係性について」『拓殖大学論集－政治・経済・法律研究』第 18 巻第 2 号 2016, pp.111-133.

- [46] 石崎篤史 (2017)「ガバナンスの変化がリストラクチャリングに対する市場の評価に及ぼす影響」『資産評価政策学』第 17 巻 2 号通巻 33 号, pp.17-28.
- [47] 伊藤邦雄 (1999)『グループ連結経営 新世紀の行動原理』日本経済新聞出版社.
- [48] 井上光太郎・加藤英明 (2006)『M&A と株価』東洋経済新報社.
- [49] 薄井彰編著 (2001)『M&A 21 世紀Ⅱバリュー経営の M&A 投資』中央経済社.
- [50] 大坪稔 (2005)『日本企業のリストラクチャリングー純粹持株会社・分社化・カンパニー制と多角化ー』中央経済社.
- [51] 小佐野広・堀敬一 (2011)「「メイン寄せ」による規律付けと実証分析」宮島英昭編著 (2011)『日本の企業統治 - その再設計と競争力の回復に向けて - 』第 1 章, 東洋経済新報社, pp.73-103.
- [52] 加賀谷哲之・伊藤邦雄 (2002)「経営学のイノベーション 企業価値経営論 (4)」『一橋ビジネスレビュー』2002 年 AUT, pp.124-142.
- [53] 川本真哉・齋藤隆志 (2009)「MBO による事業売却と株式市場の評価」WIAS Discussion Paper 2009-004, pp.7-11.
- [54] 菊谷達弥・齋藤隆志 (2006a)「企業グループの視点からみた事業構造の再編: 90 年代末~2000 年代初めのグループ戦略」京都大学大学院経済学研究科ワーキングペーパー J-54.
- [55] 菊谷達弥・齋藤隆志 (2006b)「事業ガバナンスとしての撤退と進出 - どのような事業から撤退し、どのような事業に進出するか - 」京都大学大学院経済学研究科ワーキングペーパー J-56.
- [56] 小沼靖 (2002)『日本企業型グループ・リストラクチャリング - 企業価値創造のための投資と撤退のマネジメント - 』ダイヤモンド社.
- [57] 籠屋邦夫 (2000)『選択と集中の意思決定 - 事業価値次第化へのディシジョン・マネジメント - 』東洋経済新報社.
- [58] 高橋宏誠 (2010)『戦略経営バイブル』PHP 研究所.
- [59] 中野誠・蜂谷豊彦 (2003)「事業ファイナンスへの招待 第 3 回事業の再構築と企業価値」『一橋ビジネスレビュー』2003 年 AUT, pp.124-139.
- [60] 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』(日本政策投資銀行設備投資研究所) Vol.28-1.
- [61] 西崎健司・倉成資成 (2003)「株式保有構成と企業価値 - コーポレート・ガバナンスに関する一考察 - 」日本銀行金融研究所『金融研究』第 22 巻別冊第 1 号, pp.161-199.
- [62] ハーバード・ビジネス・レビュー編、DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー編集部訳 (2003)『「選択と集中」の戦略』ダイヤモンド社.
- [63] 服部暢達 (2004)『実践 M&A マネジメント』東洋経済新報社.
- [64] 服部暢達 (2005)『M&A 最強の選択』日経 BP 社.
- [65] 花崎正晴 (2008)『企業金融とコーポレート・ガバナンスー情報と制度からのアプロー

チ』東京大学出版会.

- [66] 花崎正晴・堀内昭義 (2006)「銀行融資中心の金融システムと企業統治 - 金融自由化によって銀行の機能は脆弱化したか -」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.06-J-07.
- [67] 広田真一 (2009a)「日本のメインバンク関係 - モニタリングからリスクヘッジへ -」RIETI Discussion Paper Series,09-J-023.
- [68] 広田真一 (2009b)「メインバンクのリスクヘッジ機能 - 关系的契約アプローチ -」早稲田大学ファイナンス総合研究所ワーキングペーパーシリーズ WIF-09-003.
- [69] 広田真一 (2011)「日本の大企業の資金調達 - 企業の存続確率最大化の観点から -」宮島英昭編著 (2011)『日本の企業統治 - その再設計と競争力の回復に向けて -』第9章 東洋経済新報社, pp.396-408.
- [70] 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』第10号, pp.35-61.
- [71] 福田慎一 (2015)『失われた20年を超えて』NTT出版.
- [72] 福田慎一・鯉渕賢 (2006)「不良債権と債権放棄—メインバンクの超過負担」『経済研究』第57巻第2号, pp.110-120.
- [73] 古川浩一・蜂谷豊彦・中里宗敬・今井潤一 (2013)『コーポレートファイナンスの考え方』中央経済社.
- [74] 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, pp.199-221.
- [75] 堀内昭義・花崎正晴 (2000)「メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか - 製造業に関する実証研究 -」日本政策投資銀行設備投資研究所『経済経営研究』第21巻1号.
- [76] 光定洋介 (2006)「海外アクティビズムと日本への示唆—経営者と投資家の対話がより重要に—」『証券アナリストジャーナル』第44巻8号, pp.34-48.
- [77] 光定洋介・蜂谷豊彦 (2009)「株主構成と株式超過収益率の検証—市場志向的ガバナンスのわが国における有効性—」『証券アナリストジャーナル』第47巻5号, pp.51-65.
- [78] 宮島英昭 (2009)「日本型企业システムの多元的進化: ハイブリッドモデルの可能性」RIETI (経済産業研究所) Discussion Paper Series09-J-017.
- [79] 宮島英昭編著 (2011)『日本の企業統治—その再設計と競争力の回復に向けて—』東洋経済新報社.
- [80] 宮島英昭・新田敬祐 (2011)「株式所有構造の多様化とその帰結: 株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割」RIETI (経済産業研究所) Discussion Paper Series,11-J-011.
- [81] 宮島英昭・保田隆明 (2015)「株式所有構造と企業統治」『財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」』平成27年第1号(通巻第121号)2015年3月.

- [82] 御園一 (2011)「日本企業のパフォーマンスの変化と、資本と労働の効率に関する考察」
『財務省財務総合政策研究所「ファイナンスレビュー」』平成 23 年第 6 号 (通巻
第 107 号) 2011 年 5 月.
- [83] 村松司叙・宮本順二郎 (1999)『企業リストラクチャリングとM&A』同文館出版.
- [84] 森川正之 (1998)「新規事業への進出と既存事業からの撤退 - 日本企業の実証分析 -」
通商産業研究所ディスカッションペーパーNo.98-DOJ-87.
- [85] 安田荘助・松古樹美・高谷晋介 (2000)『株式交換と会社分割 グループ価値を高める
新しいマネジメント手法』日本経済新聞社.
- [86] 安田隆二 (2003)『企業再生マネジメント』東洋経済.
- [87] 矢部謙介 (2007)「日本における事業譲渡の価値創造効果」『企業会計』Vol59, pp.1353-
1363.
- [88] 渡辺彰博・井上光太郎・佐山展生 (2005)『M&A とガバナンス』中央経済社.

付 録 (Appendix)

**表 1 リストラクチャリング期間、メインバンクの健全度の違い別に見たダイベストメント
行動の違い**

リストラ期間 (2000年～2003年)					ポストリストラ期間 (2003年～2007年)				
売却額					売却額				
	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性		Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	5,768	6,055	0.14	--	平均	5,193	2,694	-1.91	*
中央値	1,180	2,488	1.35	--	中央値	1,174	1,400	0.63	--
標準偏差	18,225	9,571			標準偏差	14,801	3,229		
N	145	50			N	162	29		
ln (売却額)					ln (売却額)				
	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性		Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	7.166	7.472	1.04	--	平均	6.892	6.994	0.27	--
中央値	7.070	7.815	1.35	--	中央値	7.070	7.240	0.63	--
標準偏差	1.742	1.931			標準偏差	1.962	1.640		
N	145	50			N	162	29		
売却額/時価総額					売却額/時価総額				
	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性		Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.053	0.095	1.91	*	平均	0.055	0.043	-0.94	--
中央値	0.009	0.047	3.60	***	中央値	0.009	0.019	1.81	*
標準偏差	0.134	0.132			標準偏差	0.116	0.050		
N	144	50			N	161	29		
売却額/総資産					売却額/総資産				
	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性		Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.010	0.009	-0.16	--	平均	0.021	0.016	-1.23	--
中央値	0.002	0.003	1.03	--	中央値	0.005	0.010	1.04	--
標準偏差	0.018	0.018			標準偏差	0.039	0.018		
N	145	50			N	162	29		
売却額/EV					売却額/EV				
	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性		Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.016	0.021	0.66	--	平均	0.026	0.022	-0.63	--
中央値	0.003	0.004	0.37	--	中央値	0.005	0.008	1.04	--
標準偏差	0.032	0.047			標準偏差	0.047	0.034		
N	145	50			N	160	29		

(*1)***: 1%有意、**5%有意、*: 10%有意

表2 メインバンクの健全度の違い別に見たリストラクチャリング行動の違い

Weak Bank					Strong Bank				
総資産変化率									
	リストラ期 間	ポストリス トラ期間	t値 (z値)	有意性		リストラ期 間	ポストリス トラ期間	t値 (z値)	有意性
平均	0.882	0.952	-0.80	--	平均	0.937	1.014	-3.52	***
中央値	0.890	0.984	2.58	***	中央値	0.961	1.016	-5.84	***
標準偏差	0.175	0.453			標準偏差	0.124	0.240		
N	47	29			N	141	158		
固定資産変化率									
	リストラ期 間	ポストリス トラ期間	t値 (z値)	有意性		リストラ期 間	ポストリス トラ期間	t値 (z値)	有意性
平均	0.913	0.925	-0.12	--	平均	0.957	0.975	-0.79	--
中央値	0.875	0.942	2.11	**	中央値	0.972	0.995	-2.14	**
標準偏差	0.186	0.561			標準偏差	0.165	0.244		
N	47	29			N	141	158		
有利子負債増減額									
	リストラ期 間	ポストリス トラ期間	t値 (z値)	有意性		リストラ期 間	ポストリス トラ期間	t値 (z値)	有意性
平均	179,201	61,353	2.88	***	平均	32,929	17,913	0.91	--
中央値	44,938	1,689	-2.02	**	中央値	14,454	3,041	3.97	***
標準偏差	229,550	129,388			標準偏差	164,928	114,325		
N	47	29			N	141	158		
有利子負債変化率									
	リストラ期 間	ポストリス トラ期間	t値 (z値)	有意性		リストラ期 間	ポストリス トラ期間	t値 (z値)	有意性
平均	0.803	0.972	-1.18	--	平均	0.898	0.931	-0.94	--
中央値	0.834	0.914	2.24	**	中央値	0.914	0.942	-1.79	*
標準偏差	0.245	0.748			標準偏差	0.273	0.335		
N	47	29			N	141	158		
有利子負債割合変化率									
	リストラ期 間	ポストリス トラ期間	t値 (z値)	有意性		リストラ期 間	ポストリス トラ期間	t値 (z値)	有意性
平均	0.935	0.956	-0.25	--	平均	0.961	0.901	2.20	**
中央値	0.966	0.940	-0.23	--	中央値	0.976	0.930	3.19	***
標準偏差	0.192	0.433			標準偏差	0.214	0.250		
N	47	29			N	141	158		
有利子負債増減額/総資産									
	リストラ期 間	ポストリス トラ期間	t値 (z値)	有意性		リストラ期 間	ポストリス トラ期間	t値 (z値)	有意性
平均	0.079	0.044	0.95	--	平均	0.043	0.016	2.79	***
中央値	0.096	0.018	-2.48	**	中央値	0.034	0.013	3.51	***
標準偏差	0.088	0.187			標準偏差	0.070	0.093		
N	47	29			N	141	158		

***: 1%有意、**: 5%有意、*: 10%有意

表3 リストラクチャリング期間の違い別に見たメインバンク健全度の違いによるリスト
ラクチャリング行動の違い

リストラ期間（2000年～2003年）					ポストリストラ期間（2004年～2007年）				
総資産変化率					総資産変化率				
	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性		Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.945	0.927	-0.49	--	平均	1.014	0.953	-0.71	--
中央値	0.961	0.890	-2.43	**	中央値	1.016	0.984	-1.39	--
標準偏差	0.015	0.025			標準偏差	0.240	0.453		
N	144	49			N	158	29		
固定資産変化率					固定資産変化率				
	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性		Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.963	0.953	-0.22	--	平均	0.975	0.925	-0.47	--
中央値	0.973	0.875	-1.77	*	中央値	0.995	0.942	-1.80	*
標準偏差	0.171	0.272			標準偏差	0.244	0.561		
N	144	49			N	158	29		
有利子負債増減額					有利子負債増減額				
	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性		Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	1,212	144,819	2.79	***	平均	17,913	61,354	1.84	**
中央値	12,790	37,617	1.02	--	中央値	3,041	1,689	-0.60	--
標準偏差	312,745	317,262			標準偏差	9,256	21,674		
N	145	50			N	159	29		
有利子負債変化率					有利子負債変化率				
	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性		Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.929	0.950	0.16	--	平均	0.931	0.972	0.29	--
中央値	0.916	0.834	-3.56	***	中央値	0.942	0.914	-0.20	--
標準偏差	0.389	0.883			標準偏差	0.034	0.079		
N	145	50			N	159	29		
有利子負債割合変化率					有利子負債割合変化率				
	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性		Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.976	0.992	0.25	--	平均	0.901	0.956	0.66	--
中央値	0.981	0.966	-1.12	--	中央値	0.930	0.940	0.64	--
標準偏差	0.247	0.436			標準偏差	0.250	0.433		
N	144	49			N	158	29		
有利子負債増減額／総資産					有利子負債増減額／総資産				
	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性		Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
平均	0.037	0.048	0.44	--	平均	0.016	0.044	0.78	--
中央値	0.033	0.093	1.36	--	中央値	0.013	0.018	0.20	--
標準偏差	0.082	0.175			標準偏差	0.093	0.187		
N	145	50			N	159	29		

(*1)***：1%有意、**5%有意、*：10%有意

表4 メインバンクの健全度別にリストラクチャリング期間の違いで見た市場評価の違い

Strong bank					Weak bank				
	リストラ 期間	ポストリ ストラ期 間	t値 (z値)	有意性		リストラ 期間	ポストリ ストラ期 間	t値 (z値)	有意性
市場評価：CAR±1									
平均	-0.32%	0.07%	-0.78	--	平均	1.28%	1.30%	-0.01	--
中央値	-0.19%	-0.12%	-0.35	--	中央値	0.55%	0.21%	-0.46	--
標準偏差	4.34%	4.06%			標準偏差	5.84%	4.76%		
N	133	157			N	48	30		
市場評価：CAR±10									
平均	1.40%	1.18%	0.20	--	平均	2.54%	0.78%	0.76	--
中央値	0.61%	0.66%	-0.12	--	中央値	1.40%	0.21%	-0.92	--
標準偏差	9.80%	9.01%			標準偏差	9.84%	9.99%		
N	133	157			N	48	30		

***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意

表5 リストラクチャリング期間別にメインバンクの健全度で見た市場評価の違い

リストラ期間（2000-2003）					ポストリストラ期間（2004-2007）				
	Strong	Weak	t値 (z値)	有意性		Strong	Weak	t値 (z値)	有意性
CAR±1									
平均	-0.32%	1.28%	1.73	*	平均	0.07%	1.30%	1.48	--
中央値	-0.19%	0.55%	0.72	--	中央値	-0.12%	0.21%	0.43	--
標準偏差	4.34%	5.84%			標準偏差	4.06%	4.76%		
N	133	48			N	157	30		
CAR±10									
平均	1.40%	2.54%	0.69	--	平均	1.18%	0.78%	-0.22	--
中央値	0.61%	1.40%	0.72	--	中央値	0.66%	0.21%	0.03	--
標準偏差	9.80%	9.84%			標準偏差	9.01%	9.99%		
N	133	48			N	157	30		

(*1)Strong:Strong Bank,Weak:Weak Bank

(*2)***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意

表6 リストラクチャリング期間の違いで見た市場評価の違い

	リストラ 期間	ポストリ ストラ期 間	t値 (z値)	有意性
市場評価：CAR±1				
平均	-0.32%	0.07%	-0.78	--
中央値	-0.19%	-0.12%	-0.35	--
標準偏差	4.34%	4.06%		
N	133	157		
市場評価：CAR±10				
平均	1.40%	1.18%	0.20	--
中央値	0.61%	0.66%	-0.12	--
標準偏差	9.80%	9.01%		
N	133	157		

***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意