

## 企業のリストラクチャリングと財務パフォーマンスの関係について

清水 一\*

### On the relationship between corporate restructuring and financial performance

Hajime Shimizu

#### 要約

We examine several recent papers about corporate restructuring, especially the relationship between corporate restructuring and financial performance. In considering this problem, we can evaluate improvements in operating performance following downsizing actions of Japanese firm.

キーワード：リストラクチャリング，財務パフォーマンス，イベントスタディ

#### はじめに

日本では、リストラクチャリング（リストラ）といえば人員整理を意味するようになって久しい。これは、リストラの対象とされた中高年が再就職もままならず、子供の教育費や住宅ローンが払えないといったことが社会的に取り上げられたためであると思われる。リストラは日本の社会に大きな影響を与えたが、日本企業の業績や企業統治に対して実際にどれほどの効果があったのかということについての実証的な学術研究は少ないように思われる。そこで、本稿ではこれまでになされてきたリストラに関する研究を整理し、それによって、日本で行われてきたリストラが、企業の業績、特に、財務面のパフォーマンスにどのような影響を与えたかを調べるための、議論の出発点となることを期待するものである。

---

\* 提出年月日2006年1月17日 高松大学経営学部経営学科講師

## 1. リストラの分類

Bowman et al. (1999) は、リストラを次の3つの種類に分類している。

### ① 資産リストラ

子会社売却，事業部譲渡，資産売却といった資産の再構築

### ② 財務リストラ

負債の削減，デットエクイティスワップなど資本構成の再構築

### ③ 組織リストラ

トップの交代，人員整理，給与体系の変更など組織の変更に関するもの

リストラの効果は営業利益の変化と株価で計測している。Bowman et al. (1999) はリストラに関する25の文献を整理して、どのタイプのリストラが最も機能しているかを調べている。彼らによるとパフォーマンスの改善は、財務リストラが最も効果的で、改善される可能性も50%を超えている、資産リストラの効果はあまり高くないが、改善される可能性は50%を超えている、組織リストラは改善される可能性が50%を超えないことを報告している。

## 2. 業績悪化企業のリストラ

最近では攻めのリストラという言葉も聞かれ、必ずしも業績不振企業のみがリストラを行うわけではないようであるが、基本的には、業績の悪化した企業がリストラを行うことが多い。ここでは、業績の悪化した企業のリストラとその周辺に関する研究を考察する。

### 2.1 業績悪化企業の自発的なリストラ

John et al. (1992) は、買収や倒産を契機として行われるリストラではなく、企業が業績悪化に対して、自発的に行うリストラを研究している。この研究は自発的なリストラを行った企業の業績悪化要因やそれへの対応、さらに、業績悪化後の企業の変化を報告している。

サンプル企業は総資産10億ドル以上で少なくとも3年間以上の黒字を計上した後に、

1980年から1987年の間に少なくとも1年は赤字を計上した企業を選んでいる。さらに、買収や破産、清算されていないという条件を満たす企業をえらぶ。この方法によって、業績悪化に陥ったが買収や破産を避けるために黒字を回復しようとする大企業を選んでいる。最終的なサンプル数は46である。経営者やアナリストの発表したレポートの95%が、サンプル企業の赤字の原因の少なくとも一部が経済環境の悪化であるとしている。これに対して企業内部の要因を挙げるものは少ないことが報告されている。業績悪化への対応は、資産売却、子会社売却といった事業の縮小が63%と最多で、人員削減(43%)、負債削減(39%)などが続いている。

次に、業績悪化後の対応を調査している。第1は、経営者の変更についてである。赤字の年度とその後3年間の経営トップの交代率は50%(年率平均12.5%)と報告しており、たとえば、Coughlan/Schmidt(1985)の報告しているCEOの年当たり交代率12.7%などと近いものになっている。経営トップの交代は通常の退任が一般的(71%)で、すべて企業内部の人材の昇任で埋められている。退任したトップのうち76%は取締役会にとどまっている。一方、強制的な解任は少ないことが報告されている。第2に、企業の規模、費用構造、投資行動の変化を調査している。彼らの調査では総資産と売上は赤字の年度から3年後にかけて増加し続けているが、人員削減は行っていること、事業部門を削減する企業がやや多いこと、原価率と人件費率は急激に減少していること、投資は増やしているが、研究開発費、広告費等は削減していることが報告されている。第3は財務政策の変更であるが、負債比率は急減させていること、配当は変更している企業が多いが、変化の方向は一律ではないこと(減少が17%とやや多い)が報告されている。

以上のようにJohn et al.(1992)は、業績の悪化した企業が行ったリストラを分析するという新たな視点を導入した点が興味深い。一方、この研究の問題点はサンプル数が少ないため、統計的な信頼性にかける点ではないかと思われる。

## 2.2 リストラの起こりやすさ

Kang/Shivdasani(1997)は、業績の悪化した企業(日本企業)が、リストラを行う可能性を高める要因を調べている。彼らは、東証1部の製造業のうち1985年から1989年に上場されており、かつ、ROAが業界平均を超える企業を選び、そこから、営業利益が50%以上下落した企業をサンプルとしている。この選び方は、もともと問題のなかった企業が業績悪化に見舞われたときにどのように対応するかを調べるためのものであり、John et al.

(1992)の視点と同じとあってよい。最終的なサンプル数は92である。彼らによると、業績の悪化した日本企業は、サンプルのうち22.8%が資産の削減を、28.3%が雇用削減や給与削減を、60.9%が経営陣の変更を行っている。

業績悪化後、企業がリストラを行う可能性をロジット回帰している。企業規模、メインバンクの株式保有比率、上位10位までの大株主（メインバンクを除く）の保有比率がそれぞれ大きくなるにつれて資産リストラの可能性が上昇し、人員整理に関しても、有意性は資産リストラほど強くないものの同じような結果が報告されている。

### 2.3 取締役会がリストラに与える影響

取締役会は株主から経営を委任され、企業の重要な方針を決定し、その執行を監督するため、企業の業績は取締役会に大きく影響されると考えられる。特に、業績が悪化し始めた場合、取締役会が適切に対応できるか否かによって、企業の運命は大きく異なるであろう。このような観点から、Perry/Shivdasani (2005)は、業績の悪化した企業に関して、取締役会の構成がリストラに与える影響を調べている。

彼らは非金融会社のうち1993年にROAが0以上で、かつ、業界平均を上回る企業を選び、そこから、課税前利益が前年より33%以上減少したものをサンプルとしている。117社が選ばれている。

取締役を3つのタイプに分類している。従業員が取締役会に入っていれば、内部取締役とよぶ。以前従業員であったものや関連会社の取締役であれば、関連取締役 (affiliated director)、その他は外部取締役とよぶ。この分類を用いて、取締役会を2種類に分類している。1つは、取締役会のうち半数以上が外部取締役の場合で、このような取締役会を、外部型取締役会 (outside board) とよび、それ以外 (外部取締役が半数未満) ならば、内部型取締役会 (inside board) とよぶ。

このように、上記のサンプル企業の取締役会を外部型と内部型に分けたとき、Perry/Shivdasani (2005)は、外部型の方が業績悪化に対して資産リストラか人員整理によって対応する傾向が強いことを示している。外部型と内部型では、外部方のほうが全体的な傾向として企業規模が大きい。Shleifer/Vishny (1992)は、大企業は事業部門を多く持っているので業績が悪化したときに売却や整理を行いやすいことを指摘している。この点を考慮するためにPerry/Shivdasani (2005)は企業の規模をコントロール変数に含めてロジット回帰を行っているが、やはり、外部型取締役会のほうが、内部型に比べて資産リストラ

や人員整理を行う傾向が強いことを報告している。

リストラと直接関係があるわけではないが、Yermack (1996) は、取締役会の規模（取締役の人数）と市場での評価の関係を研究している。アメリカの大企業452社を1984年から1991年にかけて調査したところ、取締役の人数が少ない企業ほど市場において企業価値が高く評価されていることを報告している。

#### 2.4 経営者の規律付けとリストラの関係

Perry/Shivdasani (2005) では、取締役会の構成によって、業績悪化時にリストラを行う可能性が異なることが報告された。これは、経営者の規律付けが取締役会という内部の規律付けによって影響されていることを示すものと解釈できる。では、経営者と外部からの規律付けの関係はどうなっているのでしょうか。Denis/Kruse (2000) は、アメリカにおいて企業の乗っ取りが多かった期間（1985年から1988年、これを前半期とよぶ）と、乗っ取りが少なかった期間（1989年から1992年、これを後半期とよぶ）に分けて、業績の悪化した企業が行ったリストラを分析している。これは、外部からの圧力の違いによって経営者のリストラに関する意思決定が異なるのかを調べるひとつの方法になっている。

Denis/Kruse (2000) では、総資産1億ドル以上の企業を対象に、1984年から1992年間のROAを計算し、業績の悪化する前年にはその企業の属する業種の平均ROAを当該企業のROAから引いたもの（業種調整ROA）が上位50%に入り、その次年度（業績の悪化した年）には、それが下位25%に入る企業をサンプルとしている。350社が選ばれている。

このサンプルでは、乗っ取りが多かった前半期と、乗っ取りの少なかった後半期を比べると、後半期には経営者から支配権を奪うイベント（乗っ取りや解任）が有意に減少していることが示されている。このように、乗っ取りの脅威が減少した場合、つまり、外部からの規律付けが弱まった場合、業績の悪化した企業の経営者はリストラを控える傾向にあるのか否かを調べている。結論から言うと、業績悪化企業がリストラを行う可能性は、前半期と後半期で非常に似通っている。それだけでなく、リストラの規模についても同じような傾向にあることが報告されている。以上の結果は、リストラは、外部からの規律付けがなくとも、取締役会のような内部の規律付けによって実行されている可能性が高いことを意味していることになる。

## 2.5 経営者の交代の効果

経営者を規律付ける最大の手段は強制的な解任であると考えられる。では、実際に経営者が交代すると業績はどれほどの影響を受けるのであろうか。このような視点から、Denis/Denis (1995) では、経営者の強制的な解任と業績やリストラとの関係を研究している。経営者の交代の要因には、定年や任期満了による退任や、業績悪化の責任を問われた強制的な解任、または、死亡や体調不良などによるものなどさまざまなものが考えられる。Denis/Denis (1995) は、強制解任と定年等の通常の退任という2種類の経営者の交代に注目して、交代前後の業績や、交代後に行われたリストラに関する研究を行っている。彼らは、Value Line Investment Surveyのカバーする1689社のうち、1985年から1988年の間に経営トップ（CEO、取締役会議長、社長）が交代した909社をサンプルとしている。

彼らによると、強制解任のあった企業では、解任の3年前から業績が悪化しており、解任後は業績が大幅に改善している。一方、通常の退任の場合では、退任直前にわずかに業績が下落し、退任後はわずかな改善が見られる。強制解任の後任の経営者は外部からの登用が52%であるのに対し、リタイア等通常の退任では外部からの登用は8%に過ぎない。退任した経営者が会社を去る割合は強制解任では79%であり、退任では69%と大きな差がない。また、強制解任された経営者のうちリタイアの年齢（64歳から66歳）であったものは3%であるが、リタイア等では48%に達することも報告されている。

経営トップの交代した企業（296社）の総資産、従業員数、資本支出の変化も調べている。これはトップ交代後にリストラが行われているかを間接的に調べている。強制解任の後では、総資産、従業員数、資本支出ともに減少傾向であるが、通常の退任の後では、総資産、資本支出については減少傾向は見られない。すでに述べたように、Denis/Denis (1995) では、経営者の強制解任は重大な業績悪化が先行し、解任後は大幅な業績の改善が見られることを報告しているが、これは経営トップを強制解任した場合外部からの人材の登用によって、大幅なリストラが行いやすくなり、結果として業績が回復するというシナリオが成立しているのかもしれない。

## 3. 資産売却の効果

この節では、資産の売却や事業譲渡といった資産リストラに焦点を当てて考察する。John et al. (1992) では、業績悪化企業は事業部門を削減して事業の集中度（focus）を高

める傾向があることが報告されていた。これは、資産の売却によって事業の集中度を高めることで、効率性を高めることで業績の改善に資することができるという考えがあるためである。このような資産売却の動機として事業の集中度を強調した研究としてJohn/Ofek (1995)がある。彼らは、Grimm Mergerstat Reviewで1986年から1988年に報告されている1億ドル以上の資産売却をサンプルとしている。最終的なサンプル数は321である。

売却側企業の事業部門売却後の業績を、集中度の高まった企業とそうでない企業で比較している。売却後3年目までの営業利益率とROAの変化を調べると、集中度を高めた企業グループでは増加傾向にあるのに対し、集中度を高めていない企業グループでは増加傾向が見られない。さらに、事業部門の数の変化と営業利益率の相関を回帰分析によって調べている。その結果、事業部門が増えると営業利益率が減少し、この関係は10%有意水準で有意であることが報告されている。以上の結果から、John/Ofek (1995)は資産売却によって事業の集中度を高めると、パフォーマンスを改善できると結論付けている。この研究は業績に関らず、資産を売却した企業全体の業績の変化を考察している。そのため、直ちに業績悪化企業が資産リストラを行えば、業績が改善できるか否かは明示的には分らないが、Bowman et al. (1999)で報告されているように資産リストラは業績回復に一定の効果があることが推測できる。

また関連する文献として、Berger/Ofek (1995)では企業が事業の集中度を高めると株価が上がるのが、Kaplan/Weisbach (1992)では、資産売却の理由で最多のものは企業の事業集中度や戦略を変えることであると報告されている。

#### 4. リストラ後のパフォーマンス

リストラを行った後の企業のパフォーマンスの測定には、1節で述べたように会計上の利益を用いる方法と、株価を用いる方法がある。この節では、この点に関する研究を概観する。

##### 4.1 会計利益によるもの

2.2節で紹介したKang/Shivdasani (1997)では、業種調整済みの営業利益率(=営業利益÷総資産)を用いて、リストラの効果を計測している。業績の悪化した年から1年後までの業種調整済みの営業利益率は、資産リストラや人員削減をアナウンスした企業ともに

マイナス傾向であるが、3年後までを見ると10%水準でプラスになっており、業績の改善が見られることが報告されている。

一方、2.4節で紹介したDenis/Kruse (2000) では、業績悪化の前年から悪化して3年後までの4年間の業績の推移を、業種調整済みの営業利益率（正確にはEBITDA（利益＋支払利息＋税金＋減価償却費）を総資産で割ったもの）で計測している。業績悪化の前年は前半期（1985－1988）、後半（1989－1992）でともに有意に正（平均5%程度）であるが、業績が悪化した年では有意に負（平均－5%程度）であり、業績悪化から3年後にはパフォーマンスは大幅に改善され、中位の企業と同程度になっていることが報告されている。この業績の改善がリストラによるものかを調べるために、彼らは業績の悪化した年にリストラを行った企業とそれ以外に分けて業績悪化の1年後から3年後にかけての営業利益率の変化を調べている。資産リストラは業績回復につながっているが、人員削減では業績の回復傾向が見られないことが報告されている。

#### 4.2 イベントスタディ

Denis/Kruse (2000) では、リストラのアナウンスのあった企業377社についてのイベントスタディも行っている。289社が資産リストラであり、88社が人員削減等である。アナウンス日とその前日の2日間の異常収益率を計測している。377個のサンプル全体では平均の異常収益率は0.59%、資産リストラでは1.75%（1%水準で有意）、人員削減等では－0.39%（有意でない）ことが報告されている。資産リストラは株価により影響を与えたが、人員削減等のアナウンスは株価に必ずしもよい影響を与えていないことが分かる。

日本企業のリストラに関するイベントスタディとしては、大竹・谷坂（2002）がある。彼らはリストラの中でも雇用削減行動に焦点を絞って研究を行っている。1990年代の後半においては、雇用削減をアナウンスすることで株価が上昇する傾向があること、特に、経常利益が増加している企業の雇用削減は明らかに株価にプラスの影響があることが報告されている。Denis/Kruse (2000) によるアメリカ企業に関する研究では人員削減のアナウンスは株価により影響を与えているわけではなかったもので、興味深い結果であるといえる。

#### 5. まとめ

本稿では業績が悪化した企業のリストラに関する最近の研究を中心に、取締役会などの



企業統治の問題や、株価との関係などを考察してきた。アメリカ企業に関する研究論文は非常に多いが、日本企業に関するものは依然として少ない。しかし冒頭に述べたように、90年代後半から続くリストラ（人員削減）によって正規雇用が減少し、格差のある社会になりつつある現在、これまで行われてきたリストラがどのような結果をもたらしたのかをしっかりと検証することが求められているのではないかと思われる。

## 参考文献

- Berger, P. and E. Ofek (1995) Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* 37, 39-65
- Bowman, E., Singh, H., Useem, M., and Bhadury, R (1999) When does restructuring improve economic performance. *California Management Review* 41, 33-54
- Coughlan, A. and Schmidt, R. (1985) Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 7, 43-66
- Denis, D. and Denis, D. (1995) Performance changes following top management dismissals. *Journal of Finance* 50, 1029-1057
- Denis, D. and Kruse, T. (2000) Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines. *Journal of Financial Economics* 55, 391-424
- John, K., Lang, L, and Netter, J. (1992) The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline. *Journal of Finance* 47, 891-917
- John, K. and Ofek, E. (1995) Asset sales and increase in focus. *Journal of Financial Economics* 37, 105-126
- Kaplan, S. and Weisbach, M. (1992) The success of acquisition: Evidence from divestitures, *Journal of Finance* 47, 107-139
- Perry, T. and Shivdasani, A. (2005) Do board affect performance evidence from corporate restructuring. *Journal of Business* 78, 1403-1431
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1992) Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *Journal of Finance* 47, 1344-1366
- Yermack, D. (1996) Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185-211
- 大竹文雄, 谷坂紀子 (2002) 雇用削減行動と株価, 玄田有史, 田中喜文編 リストラと転職のメカニズム, 東洋経済出版社