



GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS ADMINISTRATION
KOBE UNIVERSITY
ROKKO KOBE JAPAN

2009-18

事業再生における企業リストラクチャリングの効果

江口 利光

Current Management Issues



1.はじめに

近年、我が国においても企業再生ファンドの登場などを通じて、事業再生といった言葉が一般的になってきている。事業再生の実行にあたっては、多くの事例において企業のリストラクチャリング（以下リストラ）が同時に行われるが、リストラといった場合、日本においてはまず人員削減がイメージされることが多い。しかしながら、実際にはその内容は多岐にわたり、大きく分けても事業・資産・子会社売却などの資産リストラ、人員削減、経営トップの交代、給与体系の変更などの組織リストラ、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をはじめとする財務リストラ（Bowman et al. (1999)）に分類することができる。またその実施規模およびタイミングも多岐にわたっている。本稿の目的は多様なリストラ手法が存在する中で、事業再生においてどのリストラをどの程度の規模、およびタイミングで実施することが、業績回復、およびその後の中長期の成長に効果的であるかを明らかにすることにある。

具体的には1980年から1998年の間に3期以上連続して営業利益がマイナスであった製造業の企業を対象として、前記3種類のリストラ類型毎にその実施規模、タイミングの違いが短中長期の業績に及ぼす影響について分析を行った。その結果、事業再生が必要な企業においては資産リストラの規模が大きいほど、中期業績の成長が大きいことが分かった。他方、組織リストラについてはある程度の規模の人員削減は再生の成功に必要な成長の観点からは過度な人員削減はむしろ業績が伸び悩むことが明らかになった。

この結果は事業再生の実務において適用できるものと考えられる。すなわち事業再生という会社としての存続が危ぶまれる状況において、従業員のモラル、また株主、金融機関、取引先をはじめとする外部の利害関係人との良好な関係を維持するためにも、早期に業績を回復することは非常に重要である。そして、そのためには再生に向けた効率的なアプローチをとることが強く求められるからである。本稿はそのような実務上のニーズに応え、もって事業再生の成功率の向上に貢献することを意図している。

2.先行研究

本稿のテーマに関連する先行研究については、まず事業再生に関するものと企業リストラに関するものに大別できる。企業リストラについてはさらに資産、財務、組織リストラといった個別の手法に特化したもの、およびこれら全てのリストラ類型を包含したものが、主としてどのようなリストラが企業価値の向上につながるかの観

点から研究が行われている。ここではまず、事業再生に関する先行研究を概観し、その後、企業リストラに関する研究についてみていく。さらに、企業リストラに関しては今回の分析により顕著な効果がみられた資産リストラを中心に、さらに掘り下げて確認する。

2-1.事業再生について

事業再生、いわゆるターンアラウンドに関する先行研究については Hofer (1980)がターンアラウンド戦略を「業務的」「戦略的」に分類したのをうけ、Hambrick and Schecter (1983)が「効率的」と「企業家的」にまとめた。その後、Robbins and Pearce (1992)はこれらのターンアラウンド戦略の分類を活用し、ターンアラウンドプロセスとして提示した。これらをもとに Slatter and Rovett (1999)は実務面からのアプローチとしてターンアラウンドを成功させるために必要な4つの目標である①直面する危機を管理する、②ステークホルダーとの関係を構築する、③事業を修復する、④資金問題を解決すると7つの要素、①経営危機の安定化、②リーダーシップ、③ステークホルダーの支援、④戦略的フォーカス、⑤組織改革、⑥コア・プロセスの改善、⑦財務リストラを提示している。これまで事業再生の戦略に関する研究は、主にターンアラウンド戦略の分類とその有効性を検証すること、また、実務的にそれをどのように運用していくかの観点から進められている。

後者の観点からは、主に変革型のリーダーシップについて研究がなされている。コッター (1996)は会社を大きく変化させる変革について、100社以上の事例からその過程で発生しやすい8つの障害を明らかにし、この障害を克服するための「8段階のプロセス」に区分した。すなわち、①危機意識を植えつける、②変革を推進する連帯チームを生む、③ビジョンと戦略を作り出す、④変革のためのビジョンを周知する、⑤行動に向けて多数の参加者の自発的な取り組みを刺激する、⑥短期的な成果を生む、⑦前進を確認し、さらなる変革に結びつける、⑧企業文化に新しい方法を定着させるである。そして、大規模な変革を成功させるためにはこの8つのプロセスが、その順序の通り実行される必要があり、いずれかの段階をスキップしても、あるいは各段階での成果を確実に築かずに先を急ぎすぎても問題が発生すると主張している。

2-2.リストラクチャリング全般について

変革を成功に導くリーダーシップのあり方など事業再生の実行プロセスに関する研究が行われる一方、企業リストラクチャリングについては主にリストラが業績に与

える影響について研究が行われている。まず、全てのリストラタイプを包含したものとして、リストラを①資産リストラクチャリング（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財務リストラクチャリング（負債の削減、デットエクイティスワップなどの資本構成の再構築）、③組織リストラクチャリング（経営トップの交代、人員整理、給与体系の変更など組織の変更に関するもの）の3種類に分類し、その効果を営業利益の変化と株価で計測した **Bowman et al.(1999)**の研究がある。同研究では企業業績の改善は財務リストラがもっとも顕著であり、改善される可能性も50%を超えているとしている。他方、資産リストラについては改善される可能性は50%を超えているがその改善効果はあまり高くなく、組織リストラについては改善される可能性が50%を超えないとしている。

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効果に着目したものに **John, Lang and Netter (1992)**の研究がある。これによると企業の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。また同研究は業績悪化後の企業の対応について経営者の交代、企業の規模、費用構造、投資行動の変化などの視点から調査を行っており、まず、経営者の交代については赤字の年度とその後3年間における経営トップの交代率は50%としている。また、投資行動の変化については総資産と売上は赤字の年度から3年後にかけて増加する一方で、人員や事業部門を削減する企業がやや多いことや、投資は増やしているが研究開発費、広告費は削減していることが示されている。さらに、負債については負債比率の急減と配当の変更をしている企業は多く観察されるが、その規模などは一定ではないとしている。

リストラ後の企業パフォーマンスの測定は、主に会計上の利益を用いる方法と、株価を用いる方法で行われている。まず、会計利益を用いたものとして **Kang and Shivdasani (1997)**がある。これによると、資産や人員の削減などリストラを発表した企業の1年後までのROAは悪化傾向にあるものの、3年後までをみると10%水準でプラスになっており業績の改善がみられることが報告されている。また、**Denis and Kruse (2000)**において、業績悪化の前年から4年間のROAの測定が行われており、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みられないことが報告されている。一方、株価を用いた研究に **清水・山崎 (2007)**がある。これは雇用削減、特に希望退職の効果を長期の株価パフォーマンスの観点から考察したものである。これによると希望退職を実施した場合、実施時点の直近では異常リターンは負になり、マーケットにおける評価は低いですが、24ヵ月以上になるとかなりの株価

上昇が見込まれるとしている。

2-3. 資産リストラクチャリングについて

次に、資産リストラの効果に関連する先行研究について述べる。資産リストラには資産・事業売却をはじめスピノフ、エクイティカーブアウト、スプリットアップなどいくつかの手法があり、それぞれの手法に対し数多くの研究がなされている。それらの多くは、各手法の有効性を株価パフォーマンスで検証したものである。本稿の事例においては資産リストラと同時に負債の改善がなされていないことから、負債、資本の改善よりもスリム化、本業回帰など、事業体制の再構築を目的とした資産リストラが中心であると想定できる。したがって、ここでは資産リストラの中でも、特に事業の再構築を行う際に多く用いられる資産・事業売却を中心に先行研究を検証する。

まず、資産・事業売却の定義であるが、Eckbo and Thorburn (2008)によると、企業資産の一部を他社やプライベートエクイティファンドへ売却する私的取引であり、事業部門、事業領域、関係会社、生産ラインなどが売却の対象になるとしている。通常、売り手企業は売却の対価を現金で受け取るが、株式と現金の組み合わせの場合もあり、売却の対価は残る事業への再投資、もしくは株主へ還元されることが多い。売却によって対象資産、事業はなくなるものの売り手企業自体は存続することになる。この資産・事業売却に関しては、数多くの研究において業績改善効果の有効性の検証が行われている。そしてその多くが事業売却により企業価値は向上するとしており、Miles and Rosenfeld (1983)、Mulherin and Boone (2000)は事業売却の規模が大きいほど、株価上昇のアナウンスメント効果は大きいとしている。

資産・事業の売り手、買い手どちらに利益をもたらすかについては、純資産をもとに総利回りを算出した結果、双方ともにプラスであるとの報告 (Hanson and Song (2000)、 Mulherin and Boone (2000)) がある。また、製造業における工場レベルでの取引において、資産移転により生産性が向上していることも確認されており、資産・事業の売却は能力の低い企業から高い企業への資産の再配置に貢献しているとの提言もなされている (Maksimovic and Phillips (2001))。

なぜ利益、企業価値が増大するのかについては、事業の集中度、他事業の悪影響の消去、事業の多角化効果などが主な理由としてあげられている。まず、事業の集中度に関するものとして、1986年から1988年の資産売却案件258件を調査したJohn and Ofek (1995)の研究がある。これによると事業売却を行っている企業の利益は増加しており、その際、親会社よりも他業界から資産が移転された事例のほうが利益は増加す

るとしている。同研究をはじめ多くの研究が本業以外の事業売却や分割が本業の取引に比べ、より大きなアナウンスメント効果を生じるとしている (Krishnaswami and Subramaniam (1999)、Deley et al. (1997)、Desai and Jain (1999))。また、Denis and Shome (2005)は資産削減を行った企業はより本業に集中し、その結果、生産性が向上していることを指摘している。

この一方で、事業売却・分割における集中度の向上が、企業価値を増大する唯一の源泉ではないとの主張もある。Mulherin and Boone (2000)は1985年から1996年までの事業売却事例を調査し、前半の5年間は本業以外の資産・事業の売却が収益の増大に寄与しているものの、後半5年の事例においては本業および本業以外の双方に、資産・事業売却による価値の増大が認められるとしている。また、Allen and McConnell (1998)、Boone (2000)は本業の資産の売却事例のほうが、その後の収益増加がやや大きいと主張するのに対し、Vijh (2002)や、Hulburt, Miles and Woolridge (2002)は反対に、本業の資産売却事例の収益増加はやや小さいと主張している。このように収益が増大する理由として、集中度の向上が寄与していることについては一定の合意が得られているものの、企業価値の向上は集中度だけでなく、その他多くの要因によるとの主張も多く議論が分かれている。

次に他事業の悪影響の消去についてであるが、これは多角化した企業において他の事業に対し負の効果を及ぼす事業を売却することは、価値向上につながるという仮説にもとづくものである。事業売却を実施した企業の投資効率の分析を行ったDittmar and Shivdasani (2003)の主張によると、事業売却はdiversification discount (多角化による割引)を減少させるとし、さらに売却後、残った事業に対し投資を行った場合、その改善効果はさらに大きくなるとしている。一方で、Colak and Whited (2007)は事業売却や分割を行った企業の多くは、企業規模が大きく、多角化の進んだ比較的成長の早い企業であるとし、これらの特徴を考慮すると事業売却・分割を行っている企業の投資効率が良好である理由は、必ずしもリストラを実施したことによるとは限らないと主張している。

事業の多角化の効果については、まず、多角化は企業価値を減少させるとの主張がある (Comment and Jarrell (1995)、Lang and Stulz (1994)、Berger and Ofek (1995))。しかしその一方で、最近の研究では、過去の研究における測定の誤り (Whited (2001)) やセグメント情報の不正確さ (Villalonga (2004)、Schoar (2002)) が指摘されている。Graham et al. (2002)は1980年から1995年の356事例を用いた分析の結果、企業価値の増大が確認されたにもかかわらず、Berger and Ofek (1995)が用いた手法を採用し

た場合、逆に企業価値は減少することになると指摘している。また、Maksimovic (2007)においても、過去の研究におけるデータの選定や検定方法の曖昧さが指摘されている。

最後に本稿のテーマである、事業再生における企業リストラに比較的近いと思われる業績不振時の事業売却については、多くの先行研究が業績不振時に現金を得る一手段として資産・事業売却が行われるとしている。資産・事業売却が発表されるのは株価が低迷している場合 (Alexander, Benson and Kampmeyer (1984)、Jain (1985)、Hanson and Song (2003)) や、業績が落ち込んでいる場合 (Lang, Poulsen and Stulz (1995)、Schlingemann, Stulz and Walking (2002)、Brown, James and Mooradian (1994)) が多いとの指摘がある。また、負債比率が高い企業 (Ofek (1993)、Kruse (2002)) や現金保有比率、キャッシュフロー、社債格付けが低いなど流動性に問題がある企業 (Officer (2007)) が資産・事業売却を実施するとの指摘もある。業績不振時の資産売却に関しては通常時よりも安い価値でしか売却できない、いわゆるfire-sale hypothesisを支持する見解 (Schleifer and Vishny (1992)、Pulvino (1998)、Officer (2007)) と、ゴーイングコンサーンを前提としている状況下では、そのような効果は十分に検証されていない (Eckbo and Thorburn (2008)) とする見解とに分かれている。

3.本研究の位置付け

これまでみてきたように、事業再生に関してはプロセス面にフォーカスした研究が行われてきた。また、企業リストラに関しては、リストラが企業業績・価値に与える影響を分析する研究が数多くなされてきており、多くの研究において企業業績・価値の向上に対し、良好な影響を与えるとの結果が出ている。さらに資産リストラについてはリストラ手法ごとに詳細な分析がなされており、これについても企業業績・価値に対し良好な影響を与えることが確認されている。

その一方でいくつかの課題も存在する。まず、事業再生という企業の存続が危ぶまれる、いわば特殊な状況におけるリストラ効果に着目した研究が見当たらないことである。また、リストラ類型毎にみた場合、どのリストラ類型が企業業績・価値の向上に最も貢献するのかといった点、および企業価値の向上に良好な影響を及ぼす理由については、見解が分かれており明確な結論が出ていない。さらに、多くの事例が米国におけるものであること、企業価値・業績が多くの場合、株価パフォーマンスをもとに計測されたものであることなどがあげられる。

このようなこれまでの研究の流れを踏まえ、本稿においては主に以下の 5 点に着目することで新たな知見を得ることを意図している。第 1 に事業再生における企業リストラの効果を検証する点である。第 2 にリストラの規模とタイミングが業績に与える影響を分析し、その分析にあたっては株価ではなく、営業利益、ROA、ROE といった会計データを用いる点である。第 3 に単に黒字化を達成できたか否かではなく、業績不振に陥る以前の業績と比較し、リストラの結果どのように業績が変化したかといった、成長性の切り口から分析している点である。第 4 に多くの先行研究でみられるようなリストラ発表直後や 1 年後といった短期間ではなく、業績回復後 3~10 年といった長期間にわたる業績を検証している点である。最後に、日本での 18 年間にわたる全上場企業のデータを分析の対象としている点があげられる。

4.研究課題の設定（仮説の構築）

本稿はこれまで述べてきたように、特に、①事業再生が必要な企業のみを対象としてリストラ効果を検証した研究は多くないこと、また、②リストラ実施のタイミング、および規模が企業業績に及ぼす効果に特化した研究が見当たらないことに着目している。そこで、事業再生という企業にとって特殊な状況下で実施されるリストラを対象に、その実施タイミング、規模が再生の成否、およびその後の業績に与える影響を検証することを目的として以下の仮説を設定する。

(1) 先行研究および事業再生からのアプローチ

まずは財務リストラが最も効果的で、資産リストラについては効果は高くないものの、業績が改善される可能性は比較的高く、一方、組織リストラは改善される可能性が 50%を超えないとの Bowman et al. (1999) の指摘を踏まえ以下の仮説を設定した。

仮説 1 リストラクチャリングの種類毎にその後の業績に及ぼす影響は異なる。

しかしその一方で、事業再生という抜本的な変革が求められる状況においては、対象企業の事業構造の転換を促すリストラ形態のほうが、より大きな効果をもたらすとの考えから以下の仮説を設定した。

仮説 2 事業再生が必要な状況においては、事業構造の転換を促す資産リストラや組織リストラのほうが財務リストラよりも効果が大きい。

(2) リストラの規模、タイミングからのアプローチ

また、本研究の特色であるリストラ実施の規模、およびタイミングの観点から以下の仮説を設定した。これは事業再生の成功率の観点からは中途半端な内容、規模で長期間にわたってリストラを行うよりも、短期間に集中して一定規模のリストラを行うほうが再生の成功率は高まるとの考えにもとづくものである。

仮説 3 営業利益が赤字に転落後、早期にリストラを実施したほうが事業再生の成功率が高まる。

仮説 4 リストラの規模が大きいほど事業再生の成功率が高まる。

(3) 中長期の業績からのアプローチ

中長期の業績からはまず、急速なリストラは短期的には再生の成功のために必要であるが、事業構造の転換が十分になされないために中長期的には業績が伸び悩むのではないかとの観点から以下の仮説を設定した。

仮説 5 リストラのタイミングが早いほど中長期の業績は低迷する。

一方で、規模の大きなリストラは事業構造の転換、再構築を加速させるであろうとの観点から、リストラ規模が大きいほど中長期の業績改善が促進されると考え、以下の仮説を設定した。

仮説 6 事業再生時のリストラ規模が大きいほどその後の業績が良好である。

(4) 従業員のモチベーションからのアプローチ

最後に従業員のモチベーションからのアプローチとして、以下の仮説を設定した。これは、事業再生を成功させるためには一定規模のリストラの実施が必要であるが、過度なリストラへの偏重はむしろ従業員のモラルを下げ、将来の事業成長の機会を逸失するなど、中長期的な業績拡大の視点からはむしろマイナスに働くと考えたものである。

仮説 7 リストラ型よりも経営改善型の事業再生のほうが中長期の業績は良好である。

5.分析の方法

5-1.用語および指標の定義

本分析における用語および指標の定義は次の通りとする。

5-1-1.用語の定義

- ・事業再生が必要な企業：

3年次決算期以上で連続して営業利益がマイナスの企業をいう。

- ・事業再生の期間：

3年次決算期以上連続する営業利益マイナスに転落した初年度から、営業利益プラスに回復した期の直前期までの営業利益がマイナスであった期間をいう。

- ・事業再生の直前期：

「事業再生の期間」が開始する直前期、すなわち営業利益がマイナスに転落した期の直前期をいう。

- ・事業再生の直後期：

「事業再生の期間」が終了した直後の決算期、すなわち業績回復後の営業利益がプラス転換した最初の決算期をいう。

- ・事業再生の成否：

事業再生の成否は業績回復後10年間の業績を基に判断し、「事業再生の直後期を起点として連続する10年次決算期のうち9決算期以上で営業利益プラスを実現した場合」を成功と定義する。他方、「事業再生の直後期を起点として連続する10年次決算期のうち4決算期以上で営業利益がマイナスであった場合」を失敗と定義する。

- ・リストラ型企业：

事業再生が必要な企業のうち、事業再生の直後期の固定資産額、負債額、人員数を事業再生の直前期の数値と比較し、そのいずれかの数値が10%以上減少している企業をいう。

- ・経営改善型企业：

事業再生が必要な企業のうち、事業再生の直後期の固定資産額、負債額、人員数を事業再生の直前期の数値と比較し、そのいずれの数値も10%未満の減少もしくは増加している企業を、リストラ主導ではなくリストラ以外の経営改善活動を行ったものと推定し、経営改善型企业と定義する。

- ・ リストラクチャリングの種類 :

本稿においては **Bowman et al. (1999)** の定義したリストラ 3 類型に従い①資産リストラクチャリング（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財務リストラクチャリング（負債の削減、デットエクイティスワップなどの資本構成の再構築）、③組織リストラクチャリング（経営トップの交代、人員整理、給与体系の変更など組織の変更に関するもの）に分類する。

5-1-2.指標の定義

- ・ 短期業績 :

営業利益、ROE（営業利益÷純資産）、ROA（営業利益÷総資産）の3指標について「再生直前期までの過去3期の業績」と「再生直後期から将来3期の業績」とを比較した増減率を短期業績として測定する。具体的には、営業利益については直前期までの3期の累計額と直後期からの3期の累計額を算出する。ROE、ROAについては直前期までの3期および直後期からの3期の累計営業利益額を、それぞれ3期累計純資産、3期累計総資産で除することで直前3期、直後3期のそれぞれのROE、ROAを算出する。その後、これら3指標それぞれの直後期の数値を、直前期の数値で除し、1をマイナスした値を短期業績として使用する。

- ・ 中期業績 :

算出方法は短期業績と同様であるが、対象期間を「再生直前期までの過去5期」、および「再生直後期から将来5期」とする。

- ・ 長期業績 :

算出方法は短期業績と同様であるが、対象期間を「再生直前期までの過去10期」、および「再生直後期から将来10期」とする。

- ・ リストラクチャリングの実施規模の測定 :

リストラの実施規模については会計上の固定資産額を資産リストラ、会計上の負債額を財務リストラ、人員数を組織リストラの代理変数とし、それぞれの値の変動をもって測定する。

・固定資産増減率：

固定資産の削減規模、および削減率の時系列の変化をみるための指標であり、「事業再生期間の1年目、2年目、3年目、再生期間中で削減が最大となった時点、再生の直後期」のそれぞれの値から「再生の直前期」の値を除し1を引いたもので、それぞれ再生直前期からの増減率を表す。

・負債増減率：

負債の削減規模、および削減率の時系列の変化をみるための指標であり、「事業再生期間の1年目、2年目、3年目、再生期間中で削減が最大となった時点、再生の直後期」のそれぞれの値から「再生の直前期」の値を除し1を引いたもので、それぞれ再生直前期からの増減率を表す。

・人員増減率：

人員の削減規模、および削減率の時系列の変化をみるための指標であり、「事業再生期間の1年目、2年目、3年目、再生期間中で削減が最大となった時点、再生の直後期」のそれぞれの値から「再生の直前期」の値を除し1を引いたもので、それぞれ再生直前期からの増減率を表す。

・最大削減時タイミング：

事業再生の期間中で、削減規模が最大となったタイミングを把握するための指標であり、リストラの実施スピードの代理変数として用いる。資産、負債、人員数が再生の直前期に比べ最大の削減率になった時点を指し、「事業再生の期間」の初年度を起点とする年数で示す。例として、赤字で転落した時点を初年度とし3年目の固定資産の削減率が最大であった場合、固定資産の最大削減時タイミングは3年となる。

・10%削減時タイミング：

事業再生の期間中において固定資産、負債、人員数が再生の直前期より10%減少し

た時点を指し、「事業再生の期間」の初年度を起点とする年数で示す。固定資産、負債、人員数毎に算出し、一定規模のリストラが実施されるまでの期間を表す指標として用いる。例として、赤字に転落した時点を初年度とし2年目に固定資産が再生直前期より10%減少した場合、固定資産の10%削減時タイミングは2年となる。

・70%削減時タイミング：

対象企業のリストラの大部分が実行されたタイミングを把握するための指標であり、リストラの実施スピードの代理変数として用いる。固定資産、負債、人員数それぞれについて算出し、事業再生の直前期から事業再生の直後期への減少額を100%とした場合、その70%の削減額に達した時点をいい、赤字に転落した初年度からの経過年数で表す。

5-2.分析の対象と方法

本稿ではまず、日本において株式上場している全企業を対象に、1980年から業績回復後10年間の業績の把握が可能である1998年までに、3期以上連続して営業利益がマイナスとなった企業を事業再生が必要な企業として抽出した。その後、これらの企業の中から以下の手順でサンプル企業の抽出および分類を行った。

(1) 全対象企業の中から(2)の再生成功企業、および再生失敗企業の定義に合致する製造業企業を抽出した(93社)。

(2) (1)の対象企業を以下のタイプに分類した。

①再生成否による分類

再生成功企業(53社)：「事業再生の直後期」を起点として連続する10年次決算期のうち9決算期以上で営業利益プラスを実現した企業

再生失敗企業(40社)：「事業再生の直後期」を起点として連続する10年次決算期のうち4決算期以上で営業利益マイナスであった企業

②再生手法による分類

リストラ型企業(63社)：「事業再生の直後期」の固定資産額、負債額、人員数を「事業再生の直前期」の値と比較し、そのいずれかが10%以上減少している企業

経営改善型企业（30社）：「事業再生の直後期」の固定資産額、負債額、人員数を「事業再生の直前期」の値と比較し、そのいずれもが10%未満の減少もしくは増加している企業

分析方法については、まず、リストラ型、経営改善型のグループ毎の再生成功率、および短中長期での業績の比較を行った。次に、リストラ型企业に対しリストラ実施のタイミング、規模と事業再生の成否との関連を検証した。最後にリストラ型の事業再生成功企業について、リストラ実施のタイミング、規模と業績回復後の短中長期業績との因果関係の分析を行った。（図表1.リサーチデザイン参照）

【図表1を挿入】

5-3. サンプルの説明

次にサンプルについて概観する。まず、図表2.「再生成功企業の基本統計量」によると、営業利益については経営改善型企業の増加率（中央値）が短中長期の全てを通じて上回っている。一方でROEについてはリストラ型企業の増加率が高く、ROAについては短期ではリストラ型企業が、中長期では経営改善型企業が上回っていることが分かる。また、図表3.「リストラ型企業のリストラ類型による分類」によると再生成功企業、失敗企業ともに実施したリストラ類型の比率、また同時に実施したリストラの数について大きな差がないことが分かる。

【図表2を挿入】

【図表3を挿入】

5-4. 実証研究のデザイン

5-4-1. サンプルおよび指標の特徴

本研究のサンプル、指標の採用にあたり特徴的な点として、まず3期以上連続して営業損失を計上した企業を対象としている点があげられる。これは一時的な業績悪化ではなく抜本的な対策が必要であることを意味しており、事業再生が必要な企業の抽出を目的としている。このことは、本研究の目的である事業再生におけるリストラクチャリングの効果を検証することに適していると同時に、一時的に業績が悪化した企業や、リストラを実施したか否かによってサンプルを抽出している先行研究との差別化を意図している。また、金融情勢、不動産価格の変動等のリストラ以外の業績への

影響要因を最小化するため対象を製造業の企業に限定している。次に赤字転落前と黒字回復後の業績を比較し、その増減率を業績指標として採用している点があげられる。これは再生前後における成長という視点を導入することで、単なる黒字回復にとどまらず中長期的な成長を実現するリストラのあり方について検証することを目的としている。

5-4-2. リサーチ方法

本研究においては、以下のリサーチを実施する。(図表 1. 「リサーチデザイン」参照)

(1) リサーチ 1: リストラ型企業と経営改善型企業の再生の成功率を比較

前記の定義にもとづき対象企業をリストラ型企業と経営改善型企業に分類し、各グループの再生成功率を算出する。

(2) リサーチ 2: リストラ型の再生成功企業と経営主導型の再生成功企業の短中長期の業績を比較

リストラ型の再生成功企業と経営主導型の再生成功企業をそれぞれグループとし、グループ間の短期、中期、長期業績に統計的に有意な差があるかについて、t 検定、およびウィルコクソン検定により検証する。

(3) リサーチ 3: リストラ型の再生成功企業と失敗企業のリストラ規模を比較

リストラ型企業を対象に再生成功企業と失敗企業をそれぞれグループとし、固定資産削減率、負債削減率、人員削減率に統計的に有意な差があるかについて、t 検定、およびウィルコクソン検定により検証する。

(4) リサーチ 4: リストラ型の再生成功企業と失敗企業のリストラの実施タイミングを比較

リストラ型企業を対象に再生成功企業と失敗企業をそれぞれグループとし、最大削減時タイミング、10%削減時タイミング、70%削減時タイミングに統計的に有意な差があるかについて、t 検定、およびウィルコクソン検定により検証する。

(5) リサーチ 5: リストラ型の再生成功企業を対象にリストラ規模および実施タイミングと短中長期業績の因果関係を分析

リストラ型の再生成功企業を対象に短期業績、中期業績、長期業績と固定資産削減率、負債削減率、資本削減率との因果関係を重回帰分析により検証する。

分析モデルとしては被説明変数として短期業績、中期業績、長期業績を、説明変数として固定資産増減率、負債増減率、資本増減率を設定した。また、大企業は事業部門を多く有しているため業績が悪化した際、事業売却や整理を行いやすい (Shleifer and Vishny (1992)) との指摘を考慮し、コントロール変数として対象企業の再生直前期の総資産額、純資産額、固定資産額、負債額、人員数を設定する。

リサーチモデル

$$y:\text{業績} = x1:\text{負債増減率} + x2:\text{資産増減率} + x3:\text{人員増減率} + x4:\text{事業再生の期間} + \\ x5:\text{総資産額} + x6:\text{純資産額} + x7:\text{負債額} + x8:\text{固定資産額} + x9:\text{人員数}$$

(変数)

被説明変数

y : 短期営業利益増加率、中期営業利益増加率、長期営業利益増加率、短期 ROE 増加率、中期 ROE 増加率、長期 ROE 増加率、短期 ROA 増加率、中期 ROA 増加率、長期 ROA 増加率

説明変数

x1 : 再生前後の負債増減率、1年後の負債増減率、2年後の負債増減率、3年後の負債増減率、最大削減時の負債増減率

x2 : 再生前後の固定資産増減率、1年後の固定資産増減率、2年後の固定資産増減率、3年後の固定資産増減率、最大削減時の固定資産増減率

x3 : 再生前後の人員増減率、1年後の人員増減率、2年後の人員増減率、3年後の人員増減率、最大削減時の人員増減率

コントロール変数

x4 : 事業再生の期間

x5 : 再生直前期の総資産額

x6 : 再生直前期の純資産額

x7 : 再生直前期の負債額

x8 : 再生直前期の資産額

x9：再生直前期の人員数

5-5.ロバストネスチェック

前記の定義にもとづく分析結果の信頼性を検証するため、2種類のロバストネスチェックを実施した。一つは今回の分析における再生成功企業の定義を「事業再生の直後期を起点として連続する10年次決算期のうち、9決算期以上で営業利益プラスを実現した場合」としていたものを、「7決算期以上で営業利益プラスを実現した場合」と再生の成功条件を緩和し、同様の分析を行うことで、再生の成功条件が分析結果に及ぼす影響を検証したものである。これにより対象企業数は93社から21社増加し、114社となった。特にリストラ型の再生成功企業が19社増加したことで、リサーチによっては対象企業数が2倍近くに増加したものもあり、分析の信頼性を検証するうえで有意義であったと考える。この結果、もともとのリサーチとロバストネスチェックの分析結果に大きな齟齬はなく、むしろ対象企業数が増加したことで本稿の指摘する資産リストラが中期業績に及ぼす影響について、より顕著な効果を確認することができた。

もう一方は、経済環境の変化が事業再生の成否、およびリストラ類型ごとの業績に影響を及ぼしていないかの検証である。具体的には、日本におけるバブル景気の崩壊を経済環境の転換を意味する大きな契機であると仮定し、対象企業を1991年以前に赤字転落した企業と1992年以降に赤字転落した企業とに分け、黒字回復後の短中長期の業績の比較を行った。この結果、両グループ間に統計的に有意な差はみられず、経済環境の変化が再生前後の業績変化に大きな影響を与えているという事実は確認できなかった（図表4、「バブル崩壊時を基準とした再生成功企業の業績比較」参照）。

【図表4を挿入】

6. 分析結果

(1) リサーチ1：リストラ型企业と経営改善型企业の再生成功率を比較

前記の定義にもとづき対象企業をリストラ型と経営改善型に分類し、それぞれの成功率を検証した。その結果、経営改善型企业のほうがリストラ型企业よりも再生の成功率が高いことが分かった。図表5、「リストラ型企业と経営改善型企业の再生成功率の比較」は、対象企業をリストラ型および経営改善型に分類し、それぞれの分類毎の再生成功および失敗企業の社数、割合を示したものである。これによるとリストラ型の成功企業の割合が51%であるのに対し、経営改善型は70%であった。ロバストネス

チェックの結果、リストラ型の成功企業割合は 62%に増加したが、それであっても経営改善型のほうが依然高い成功企業割合であること、およびロバストネスチェックにおいては再生の成功基準を緩和していることを考えると、経営改善型企業の再生成功率のほうが高いという結果は変わらないものとする。

【図表 5 を挿入】

(2) リサーチ 2: リストラ型の再生成功企業と経営主導型の再生成功企業の短中長期の業績を比較

分析の結果、①中期、長期営業利益については経営改善型のほうが増加率は高いが、短期営業利益には統計的に有意な差はない、②ROE、ROA に関しては統計的に有意な差はない、③再生期間は経営改善型がリストラ型に比べ、半年から 1 年程度長い、との結論を得た。図表 6.「リストラ型と経営改善型の再生成功企業の業績比較」は対象企業を経営改善型およびリストラ型に分類し、それぞれのグループの業績を比較したものである。平均値および中央値は前記の定義に従い、それぞれの項目の事業再生の前後の業績を比較したものであり、事業再生前から後への増加率を示している。その結果、中期および長期営業利益に統計的に有意な差がみられ、経営改善型が再生前に比べそれぞれ 59%、92%増加したのに対し、リストラ型はそれぞれ 1%の減少、7%の増加に留まっている。またロバストネスチェックにおいても同様の結果を示している。

【図表 6 を挿入】

(3) リサーチ 3: リストラ型の再生成功企業と失敗企業のリストラ規模を比較

本リサーチの結果として、人員削減率については再生前後、1 年後、2 年後、3 年後、最大削減時の全てにおいて、再生成功企業のほうが削減規模が大きいことが示された。一方、負債、固定資産の削減率については統計的に有意な差はみられなかった。図表 7.「リストラ型の再生成功企業と失敗企業のリストラ規模を比較」はリストラ型企業を再生成功企業と失敗企業に分類し、両グループ間の負債、固定資産、人員の削減率に統計的に有意な差があるかを検証したものである。平均値および中央値は再生直前期からの増減率を示している。これによると再生成功企業の 1 年後、2 年後、3 年後および最大削減時の人員削減率が、失敗企業よりも大きいことが確認できる。具体的には、1 年後および 2 年後の人員削減率では約 5 ポイント、3 年後および最大削減時の人員削減率では 10 ポイント再生成功企業の削減率が失敗企業に比べ大きい。また

ロバストネスチェックにおいても有意水準の差異はあるものの、同様の結果が確認されている。

【図表 7 を挿入】

(4) リサーチ 4: リストラ型の再生成功企業と失敗企業のリストラの実施タイミングを比較

人員削減のタイミングについては、成功企業のほうが早いタイミングで削減を行っていること、また、資産については再生成功企業のほうが固定資産の最大削減時タイミングが遅いことが明らかになった。他方、負債については統計的に有意な差がみられなかった。図表 8. 「リストラ型の再生成功企業と失敗企業のリストラの実施タイミングを比較」はリストラ型企業を再生成功企業と失敗企業に分類し、再生直前期を起点として先に定義した「再生前後の 70%削減時」、「直前期総額の 10%削減時」、「最大削減時」に到達するまでの期間について、負債、固定資産、人員毎に両グループ間に統計的に有意な差があるかを検証したものである。平均値および中央値は赤字転落時から要した年数を示しており、この期間が短いほど早いタイミングでリストラを実施していると考えられる。これによると「固定資産の最大削減時」および「人員の直前期総額の 10%削減時」に統計的に有意な差がみられた。前者は再生成功企業が 2.4 年であったのに対し、失敗企業は 2.1 年と成功企業のほうが長く、後者については再生成功企業の 2.9 年に対し、失敗企業は 3.5 年と成功企業のほうが短いことが分かる。

ロバストネスチェックの結果、固定資産については同様の結果を得たが、人員については「直前期総額の 10%削減時」に統計的に有意な差を確認できなかった。しかしながら、同じ人員の「最大削減時」項目に、先の結果と同じ再生成功企業のほうが短い期間で人員削減を実行しているのが確認できることから、成功企業のほうが早いタイミングで人員削減を行っているとの結論自体は変わらないと考える。

【図表 8 を挿入】

(5) リサーチ 5: リストラ型の再生成功企業を対象に、リストラ規模および実施タイミングと短中長期業績の因果関係を分析

短期業績については、人員削減率が高いほど短期 ROE の増加率が高いことが確認できた。一方で、人員削減以外の項目については、ROE と統計的に有意な因果関係はみられず、また、営業利益、ROA については全てのリストラ類型において規模、タイミングとの因果関係はみられなかった。次に中期業績については多くの項目について、

統計的に有意な因果関係を確認できた。まず固定資産については削減率が大きいほど中期での営業利益、ROE、ROAの増加率が大きく、赤字転落から1~2年後という早いタイミングで実施した資産リストラほど、このような傾向が顕著にみられた。人員については逆に、削減率が高いほど中期の営業利益、ROA増加率は低くなっていることが推定された。他方、負債についてはリストラ規模、タイミングと業績との間に統計的に有意な因果関係はみられなかった。最後に長期業績との因果関係については、全てのリストラタイプ、業績との間に統計的に有意な因果関係はみられなかった。

図表9.「リストラ型の再生成功企業を対象としたリストラ規模と短中長期業績の重回帰分析の結果」はリストラ型の再生成功企業を対象に「負債、固定資産、人員のそれぞれの段階における再生直前期からの増減率」と「短中長期の業績」との因果関係を分析したものであり、数値は回帰係数を表している。回帰係数が正である場合、削減率が高いほど業績は低下し、削減率が低いほど業績は向上することを意味する。一方、回帰係数が負の場合は、削減率が大きいほど業績は向上していることを表している。図表9の結果からは、固定資産の削減率と中期業績との間に統計的に有意な因果関係が確認できる。具体的には「1年後の固定資産増減率と中期営業利益」、「2年後の固定資産増減率、および最大削減時の固定資産増減率と中期営業利益」、「2年後の固定資産増減率と中期ROA」、「1年後の固定資産増減率と中期ROE」について統計的に有意な因果関係がみられた。いずれも回帰係数は負であり、削減率が大きいほど、業績の伸びも大きいことを示している。ロバストネスチェックにおいても同様の傾向を示しており、対象企業数の増加により有意水準の向上や、中期ROEについて新たに統計的に有意な因果関係が確認されるなど、もともとの分析の信頼性が検証された。タイミングについては、「固定資産の1年後増減率と中期営業利益」に統計的に有意な因果関係がみられることから、早いタイミングでの大規模な資産削減が、中期的な成長につながることを確認できる。

一方、人員についても中期業績との因果関係がみられたが、その回帰係数は正であり、固定資産とは逆の傾向を示している。これは削減率が増加するほど、業績が伸び悩むことを意味している。具体的には「1年後の人員増減率と中期営業利益」、「2年後の人員増減率と中期ROA」、「最大削減時の人員増減率と中期営業利益」に統計的に有意な因果関係が確認できた。しかし、人員増減率と中期業績についてはロバストネスチェックにおいて基本的には同様の傾向を示しているものの、有意水準はやや弱まることから因果関係が推定されるという程度にとどまっている。

【図表9を挿入】

7.仮説の検証

以上の結果をもとに先にあげた仮説の検証を行う。

仮説 1 リストラクチャリングの種類毎にその後の業績に及ぼす影響は異なる。

リサーチ 5 の結果からリストラ類型の違いによって、その後の業績に及ぼす影響が異なるとの結果を得た。具体的には、まず、固定資産の削減率と中期業績の関係をみた場合、削減率が大きいほど営業利益、ROE、ROA 全ての業績指標の改善効果が大きいことが分かった。次に、人員削減については削減率が高いほど短期 ROE の改善効果がみられたが、中期業績においてはこれとは反対に、削減率が高いほど、ROA が悪化していることが分かった。最後に、負債については短期、中期、長期いずれの業績においても、削減率と業績の間に統計的に有意な因果関係はみられなかった。これは財務リストラが最も効果的で、改善される可能性も 50%を超えるという先行研究の指摘と異なる結果であった。まとめとして、①資産リストラについては中期業績に対し改善効果を及ぼすこと、②組織リストラは短期および中期業績に影響を及ぼすが、その効果は短期と中期では逆の傾向を示すこと、③財務リストラについては業績への影響は認められないことから、リストラ類型毎に業績に及ぼす影響が異なるという仮説 1 は正しいと考える。

仮説 2 事業再生が必要な状況においては、事業構造の転換を促す資産リストラや組織リストラのほうが財務リストラよりも効果が大きい。

リサーチ 5 において資産リストラの代理変数である固定資産の削減率、組織リストラの代理変数である人員削減率について業績との因果関係が認められた。このことから、事業再生が必要な状況においては、財務リストラが最も効果が大きい (Bowman et al.(1999)) との先行研究の指摘とは異なり、資産リストラ、組織リストラのほうが業績に与える影響が大きいとの結果を得た。

具体的には、リサーチ 5 の結果から資産リストラについては削減率が大きいほど、中期業績に対し改善効果があることが確認された。その一方で、組織リストラ、すなわち人員削減については、短期的には規模が大きいほど ROE の改善効果がみられたものの、中期的には実施規模が大きいほど逆に業績が伸び悩むことが分かった。したがって、仮説 2 については、資産リストラは大きな効果が確認されたが、組織リストラに関しては必ずしも十分な効果があるとは認められないと結論付けられる。

仮説 3 営業利益が赤字に転落後、早期にリストラを実施したほうが事業再生の成功率が高まる。

リサーチ 4 において、再生成功企業は、人員削減を失敗企業に比べ平均で約 6 ヶ月早いタイミングで実施しているとの結果を得た。一方、固定資産については成功企業のほうが、削減のタイミングが遅いことが分かった。また、負債については削減タイミングと再生成否との間に因果関係はみられなかった。これらのことから、早いタイミングでのリストラ実施が、必ずしも再生成功率を高めるとの一貫した結果は確認できず、仮説 3 が正しいとの確証は得られなかった。

仮説 4 リストラの規模が大きいほど事業再生の成功率が高まる。

リサーチ 3 において人員削減については、再生前後、1 年後、2 年後、3 年後、最大削減時の全てで、再生成功企業の削減率のほうが大きいとの結果を得た。他方、負債、固定資産の削減規模については再生成功企業と失敗企業との間に統計的に有意な差はみられなかった。このことから人員削減の規模が大きいほど、事業再生の成功率は高まるといえる。この結果は人員削減の規模と短期業績の改善に因果関係がみられるというリサーチ 5 の結果とも整合する。しかしながら、再生成功企業においては人員削減率が大きいほど、中期業績の改善率は逆に悪化するとの結果も得られていることから、中長期的な業績との関係については考察が必要である。

仮説 5 リストラのタイミングが早いほど中長期の業績は低迷する。

リサーチ 5 の結果から実施タイミングが中長期の業績に与える影響については、リストラ類型毎に異なることが分かった。すなわち、資産リストラについては営業赤字に転落後 1~2 年以内に削減を実施することが、中期業績に対し改善効果を与える一方、人員削減については早いタイミングでの実施が、逆に中期業績の改善を鈍化させることが分かった。仮説検証の観点からは、組織リストラすなわち人員削減は、中期業績について仮説 5 で掲げた傾向を示すが、資産リストラすなわち固定資産削減は仮説 5 とは異なり、早いタイミングでの実施が中期業績の改善効果を高めると結論づけることができる。

仮説 6 事業再生時のリストラ規模が大きいほどその後の業績が良好である。

前記同様、リサーチ 5 の結果からリストラ類型毎に効果が異なることが確認されて

いる。資産リストラについては削減規模が大きいほど中期業績の改善効果が大きく、組織リストラについては削減規模が大きいほど、中期業績の効果が鈍化することが分かった。したがって、資産リストラについては仮説 6 と同じ傾向を示すが、組織リストラについては仮説 6 と逆の傾向を示すといえる。

仮説 7 リストラ型よりも経営改善型の事業再生のほうが中長期の業績は良好である。

リサーチ 1 の結果によると、経営改善型の成功率 70% に対しリストラ型は 51% であり、経営改善型のほうが事業再生の成功率が高いことが分かった。また、リサーチ 2 においても、経営改善型企業が高い中期営業利益の伸びを示している。このことから営業利益といった業績の一指標においてであるが、経営改善型企業のほうがリストラ型企業よりも中長期での業績は良好であるとの仮説 7 は正しいことが確認できる。

8. 考察

8-1. リストラ規模について

今回の分析から再生成功企業のほうが、失敗企業に比べ人員削減率が高いとの結果を得た。一方で、再生成功企業に特化したリストラ規模と業績との関係においては、人員削減率が高いほど短期業績の改善率は良好であったものの、中期業績は逆に悪化する結果となった。

この結果は、短期の人員削減の効果については、初年度こそ割増退職金の支払等リストラに要する費用が増加し業績は落ち込むものの、3 年後をみた場合 10% 水準で有意にプラスであるとした Kang and Shivdasani (1997) の報告と整合している。また、人員削減の株価収益率に対する効果を分析した谷坂・大竹 (2002) の、1993 年以降に実施された雇用削減は株価に対してプラスの影響を与えることが明らかになったとの指摘や、希望退職実施後、24 ヶ月後、36 ヶ月後の株価パフォーマンスは上昇するとした清水・山崎 (2007) の指摘とも整合する。

今回の分析から人員削減の規模が大きいほど、中期業績は伸び悩むという結果を得た。これについては、安易な人員削減は従業員との信頼関係を失い、優秀な人材を引き止めることができなくなることから、企業は競争力を失う (奥田 (1999)) といった指摘や、レイオフによるネガティブな心理的影響は、レイオフを宣告された人々だけに留まらず、レイオフを免れて組織に残留した従業員にも波及している (Cascio (1993)) などの理由が考えられる。実際にアメリカ企業の約半分はダウンサイジング実施後に生産性が落ちており、役員約 3 分の 1 はダウンサイジングの実施が期待し

た結果をもたらしていないと回答している (Cascio, Young and Morris (1997)、Morris, Cascio and Young (1999))。このように過度の人員削減は、中長期的には企業の競争力を弱体化させるリスクを有していると考えられる。特に本稿の分析対象としている日本企業においては、通常、従業員は長期雇用を前提としていることが想定されるため、先行研究の多くが対象としている欧米の企業に比べ、過度の人員削減はより強いネガティブな影響を従業員に与える可能性が指摘できる。

他方、再生成功企業の人員削減率が失敗企業に比し高い理由については、今回の分析デザインに留意する必要がある。すなわち、事業再生の成功の定義を「再生直後期」からの黒字化の実現可否でみる一方、業績については事業再生の前後で比較し、再生以前に比べ業績がどのように変化したかという、成長性の視点から分析している点である。再生成否の判断はあくまで黒字化が実現できたか否かであり、再生以前に比べて必ずしも業績が向上しているとは限らない。したがって、今回の結果からは、一定規模の人員削減は黒字化に有効であり、かつ短期的には業績向上に寄与するが、過度の人員削減はその後の成長にマイナスに働くことが指摘できる。

次に資産リストラに関しては、まず、先行研究において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みられない (Denis and Kruse (2000)) との指摘がある。その一方で、財務リストラが最も効果的で業績が改善する確率も高く、資産リストラはあまり効果が低い (Bowman et al.(1999)) との指摘もあり、資産リストラの業績に与える影響については見解が分かれるところである。しかしながら、資産リストラの最も一般的な手法である資産・事業売却に特化してみた場合、多くの先行研究が事業売却により企業価値は向上すると指摘している (Miles and Rosenfeld (1983)、Mulherin and Boone (2000))。

今回の分析から資産リストラについては、削減率が高いほど中期業績が良好であることが明らかになった。これは分析対象が3期以上連続して営業利益がマイナスという、抜本的な事業構造の変革が求められる企業であったことによると考えられる。先行研究におけるサンプルは、主として一時的に業績が落ち込んだ企業や、自発的にリストラを実施した企業などを対象としており、必ずしも連続して業績が低迷している企業を対象としたものではない。そのため事業売却、工場閉鎖などの事業構造の変革につながる資産リストラの必要性が乏しかったことから、その効果もあまり大きくなかったのではないかと考えられる。

他方、本稿における対象は、抜本的な事業構造の変革が必要と思われる企業であることから、事業構造の変革に直結するリストラ類型である資産リストラの規模が大き

いほど、中期業績が向上したものと思われる。この結果は、資産売却によって事業の集中度を高めると業績を改善できる（John and Ofek (1995)）や、資産削減を行った企業は本業に集中し生産性も向上している（Denis and Shome (2005)）などの先行研究の指摘とも整合する。

また、事業再生が必要な企業においては、採算的に見合わない事業を抱えていることが多く、事業売却・撤退はこれ以上待てないといったタイミングまで延期される傾向にある（Gillan, Kensinger and Martin (2000)）との指摘がある。このように、本来もっと早期に実施されるべきであった事業売却・撤退が先送りにされ、事業再生を必要とする状態になってようやく実施されたことから、資産リストラに高い効果がみられたとも考察できる。さらに事業売却は、多角化によって生じる企業価値の割引効果を減少させる（Dittmar and Shivdasani (2003)）との指摘にあるように、多角化した企業において他の事業に対し負の効果を及ぼす事業を売却することで、企業全体の収益を押し上げる効果がある。

他方、負債については業績との因果関係を確認できなかった。通常、資産を売却すれば現金収入があり、負債も削減されるように思われるが、今回の分析においては負債の削減率について業績との因果関係はみられなかった。この資産と負債の減少に因果関係が見られなかった理由については、業績不振時の資産売却に関しては通常時よりも安い価値でしか売却できない（Schleifer and Vishny (1992)、Pulvino (1998)、Officer (2007)）とした「fire-sale hypothesis」が考えられる。しかし翻って考えると、このことは資産削減による業績改善の効果は、先にあげた事業の集中度の向上、延期されていた本来なされるべきリストラの実施などの事業構造の改革によるものであることを示していると思われる。すなわち、大きな財務の改善効果がないにもかかわらず、資産削減が業績向上に寄与しているからである。

8-2. タイミングについて

今回の分析において、資産リストラに関し一見矛盾すると思われる結果が観察された。すなわち、リサーチ4で再生成功企業は失敗企業に比べ、遅いタイミングでリストラを実施しているとの結果がでた一方で、リサーチ5においては、1年後および2年後の固定資産削減率の規模が大きいほど中期業績は伸びるといった、早いタイミングでの資産リストラの業績への改善効果を示唆する結果が得られたことである。

この矛盾については次のように考えられる。そもそも資産リストラは資産・事業の廃棄や売却など、事業構造の大きな変革を促すものであり、人員削減とは異なり、そ

の効果が出るにはある程度の期間を要すると考えられる。実際に今回の分析においても、固定資産の削減は中期業績に対し強い因果関係が確認された一方で、短期業績に対しては全く因果関係がみられなかったことから、資産リストラ効果の遅効性が推測される。この資産リストラ効果の発現までに要する期間の長さを考慮すると、今回の分析で明らかになった成功企業と失敗企業間の数ヵ月程度の実施タイミングの差は、事業再生の成否、およびその後の業績成長に対し、実際にはそれほど大きな影響を及ぼしていないと推察される。

またリサーチ5の結果からは早いタイミングでの資産リストラが、中期業績に対し、より大きな改善効果を及ぼしていることが推定される。中期営業利益との回帰係数をみた場合、ロバストネスチェックの結果も含め、「1年後の固定資産削減率」の絶対値が、「2年後の削減率」の絶対値を大きく上回っており、早いタイミングでの資産リストラが、より大きな業績への改善効果をもたらすことが分かる。一方で、先に述べた資産リストラの遅効性を考えた場合、赤字転落から3年後に実施した資産リストラの効果が、「再生直後期から5年後」と定義する中期業績に間に合わなかった可能性も考えられる。しかしながら、これに関しては追加的に実施した「再生直後期から7年後の業績」と「3年後の資産増減率」の因果関係分析において、統計的に有意な因果関係が確認できなかったことから否定できる。これらのことから結論として、早いタイミングでの資産リストラが中期業績の改善に貢献し、さらにそのタイミングが早いほど改善効果は大きいといえる。

8-3.経営改善型とリストラ型について

今回の分析において、経営改善型企业は、リストラ型企业よりも再生の成功率、および中長期の業績成長率が著しく高いとの結果を得た。このリストラを実施しない事業再生のほうが中長期の業績が拡大するという結果については、先に述べた従業員のモチベーションを考えた場合、妥当であると思われる。しかし一方で、経営改善型企业とリストラ型企业の再生成功率、および中長期的な成長率の差は再生手法の違いではなく、それ以外の要因によるものではないかとの懸念が生じる。そこで次の5つの観点から追加的に分析を行った。

第一に、経営改善型企业はそもそもリストラを実施する必要がなかったのではないかとの懸念である。すなわち、経営改善型企业の業績悪化の規模が、リストラ型企业に比べ小さかったのではないかということである。これについては「再生直前期から過去3年間の営業利益額」と「再生期間中の最初の3年間の営業損失額」を比較するこ

とで業績悪化の規模を把握し、それをもとに経営改善型企業とリストラ型企業間とで差異がないかの比較を行った。この結果、両グループ間の業績悪化の規模に、統計的に有意な差はないことが確認された。第二に経営再建型企業は、本当にリストラを行っていないのかという点である。すなわち、リストラ型企業の判定は再生直前期から3年後の負債、資産、人員の削減規模を基準に行われているが、経営改善型企業において1年目、2年目にはある程度の規模のリストラを実施したものの、3年後には業績が回復し、再び増加に転じているのではないかと懸念である。これについては経営改善型企業の1年目、2年目の各項目の増減を確認したところ、ほとんど全ての企業においていずれの項目も一貫して増加、もしくは、今回のリストラ型企業の判定基準である「再生直前期と比較し10%以上の削減」という基準を下回るものであった。第三に会社規模の違いである。すなわち経営改善型のほうが企業規模が大きく、再生に向けての体力があったのではないかと懸念である。これに関しても資本、負債、総資産、人員数の比較を行ったが、統計的に有意な差は確認できなかった。第四に業種による違いである。これについても今回の分析対象は製造業に特定していること、また、経営改善型、リストラ型双方の業種構成を比較したところ、ほぼ同様の業種分布であり特定の業種への偏りは確認できなかった。最後に経済・経営環境の変化が及ぼす影響である。これについても各社の業績が赤字に転落したタイミングを年次展開した結果（図表10.「経営悪化タイミングの年度展開」参照）、リストラ型が93年に若干多いものの、両グループとも基本的には全期間にわたって分散していること、および、先のロバストネスチェックにおいてもバブル崩壊期以前と以後で、業績に統計的に有意な差が確認できなかったことから、経済・経営環境の変化による影響はほとんどないものと思われる。結論として経営改善型企業とリストラ型企業の間には、リストラ実施の有無以外に明らかな差異を確認できず、リストラによらない事業再生が、リストラを実施した場合に比べ、高い成功率、および中長期での業績成長を実現することが確認できた。

【図表 10 を挿入】

9.まとめ

本稿では事業再生におけるリストラの種類、規模、タイミングが、再生対象企業の短中長期の業績に及ぼす影響について分析を行った。その結果、①人員削減の規模が大きいほど短期業績の改善は大きいものの、中期業績については伸び悩むこと、②資産は削減規模が大きいほど中期の業績が向上すること、③負債は、その規模と業績に

因果関係がないことが確認できた。またリストラ実施のタイミングについては、早いタイミングでの資産リストラの実施が、より大きな業績への改善効果を生むことが確認できた。

このことは事業再生の実務において、短期的な業績回復には人員削減が有効であるが、過度の人員削減は中期的な業績改善や、企業の成長にとってむしろマイナスに働くことを示唆している。一方で、事業構造の抜本的な改革につながる資産リストラについては、早期に、かつ大規模に実施することが、企業の業績改善や成長に最も効果的であることを示している。他方、事業再生においてリストラを実施すべきか否かについては、リストラを実施しない企業のほうが実施した企業と比較し、中長期での業績の向上が著しいことが分かった。しかし同時に、リストラを実行した場合に比べ、再生期間が若干長くなることも確認されている。

これらの結果を踏まえた実務への展開として、まず、事業再生においては状況が許す限り、リストラによらない再生を目指すべきであるといえる。しかしながら、現実には債権者やメインバンク等の利害関係人から早期の業績回復を求められるなど、リストラの実施が必要となることも多いと考えられる。そのような場合は、適度な人員削減と、資産・事業売却などにより大胆な事業構造の変革を早いタイミングで行うことが、早期の業績回復、および中長期的な企業の成長に有効であると結論づけることができる。

最後に、本稿の残された課題として、サンプルの観測数が少ないことがあげられる。今回のサンプル選定にあたっては、事業再生が必要な企業を選定するため3期以上連続して営業利益がマイナスである企業を対象とした。また、期間についても古い事例であるとリストラ手法の変化が大きいと考えたため、1980年以降とする一方で、再生後10年間の業績を検証する目的から1998年までを対象としたため、抽出された企業数は93件に留まっている。さらに、いくつかの分析はリストラ型の再生成功企業を対象としたものであることから、さらにサンプルの観測数が少なくなる結果となった。

(参考文献)

- Alexander, G., Benson, P. and Kampmeyer, J., 1984, "Investigating the valuation effects of announcements of voluntary corporate sell-offs," *Journal of Finance* 39, 503-517.
- Allen, J.W. and McConnell, J.J., 1998, "Equity carve-outs and managerial discretion," *Journal of Finance* 53, 163-186.
- Berger, P. and Ofek, E., 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.
- Brown, D.T., James, C.M. and Mooradian, R.M., 1994, "Asset sales by financially distressed firms," *Journal of Corporate Finance* 1, 233-257.
- Cascio, W.F., 1993, "Downsizing: What do we know? What have we learned?" *Academy of Management Executive* 7, 95-104.
- Cascio, W.F., Young, C.E. and Morris, 1997, "Financial consequences of employment change decisions in major U.S. corporations." *Academy of Management Journal* 40, 1175-1189.
- Colak, G. and Whited, T.M., 2007, "Spin-offs, divestitures and conglomerate investment," *Review of Financial Studies* 20, 557-595.
- Denis, D.K. and Shome, D.K., 2005, "An empirical investigation of corporate asset downsizing," *Journal of Corporate Finance* 11, 427-448.
- Denis, D.K. and Kruse, T., 2000, "Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines," *Journal of Financial Economics* 55, 391-424.
- Dittmar, A. and Shivdasani, A., 2003, "Divestitures and divisional investment policies," *Journal of Finance* 58, 2711-2743.
- Deley, Lane, Mehrotra, V. and Sivalumar, R., 1997, "Corporate focus and value creation: evidence from spinoffs," *Journal of Financial Economics* 45, 257-281.
- Desai, Hemang and Jain, P.C., 1999, "Firm performance and focus: Long-run stock market performance following spinoffs," *Journal of Financial Economics* 54,

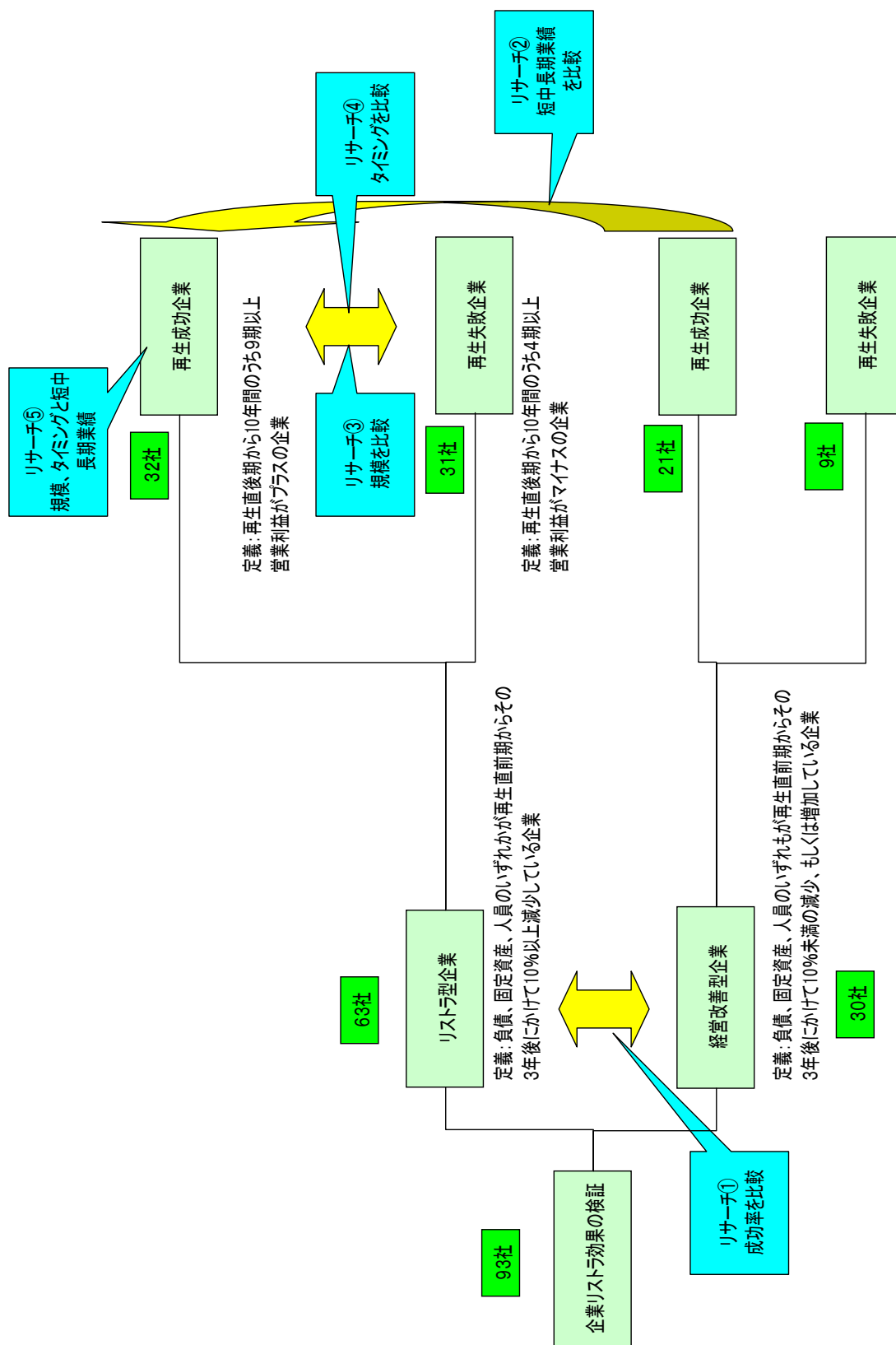
75-101.

- Eckbo, B.E. and Thorburn, K.S., 2008, "Automatic bankruptcy auctions and fire-sales," *Journal of Financial Economics*, 89, 404-422.
- Gillan, S., Kensinger, J.W. and Martin, J.D., 2000, "Value creation and corporate diversification: The case of Sears Roebuck & Co.," *Journal of Financial Economics* 55, 103-137.
- Graham, John, R., Lemmon, M.L. and Wolf, J.G., 2002, "Does corporate diversification destroy wealth?" *Journal of Finance* 57, 695-720.
- Hanson, R.C. and Song, M.H., 2003, "Long-term performance of divesting firms and the effect of managerial ownership," *Jeaf* 27, 321-336.
- Hanson, R.C. and Song, M.H., 2000, "Managerial ownership, board Structure and the division of gains," *Journal of Corporate Finance* 6, 55-70.
- Hambrik, D.C. and Schecter, S., 1983, "Turnaround strategies in mature industrial-product business units," *Academy of Management Journal* 26, 231-248.
- Hofer, C.W., 1980, "Turnaround strategies," *The Journal of Business Strategy* 1, 19-31.
- Hulburt, H.M., Miles, J.A. and Woolridge, J.R., 2002, "Value creation from equity carve-outs," *Financial Management* 31, 83-100.
- Jain, P., 1985, "The effect of voluntary sell-off announcement on shareholder wealth," *Journal of Finance* 40, 209-224.
- 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.
- Kang, J. and Shivdasani, A., 1997, "Corporate restructuring during performance declines in Japan," *Journal of Financial Economics* 46, 29-65.
- Krishnaswami, S. and Surbramianiam, V., 1999, "Information asymmetry, valuation and the corporate spinoff," *Journal of Financial Economics* 53, 73-112.
- Kruse, T.A., 2002, "Asset liquidity and the determinants of asset sales by poorly performing firms," *Financial Management* 31, 107-129.

- Lang, L., Poulsen, A. and Stulz, R., 1995, "Asset sales, firm performance and the agency costs of managerial discretion," *Journal of Financial Economics* 37, 3-37.
- Lang, L. and Stulz, R., 1994, "Tobin'sq, Corporate diversification and firm performance," *Journal of Political Economy* 102, 1248-1280.
- Maksimovic, V. and Phillips, G., 2001, "The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?" *Journal of Finance* 56, 2019-2065.
- Maksimovic, V., 2007, "*Conglomerate firms and internal capital markets*," in B.E.Eckbo(Ed), *Handbook of Corporate finance: Empirical Corporate Finance* 1-9.
- Miles, J.A. and Rosenfeld, J.D., 1983, "The effect of voluntary spin-off announcements on shareholder wealth," *Journal of Finance* 38, 1597-1606.
- Morris, Cascio, W.F. and Young, C.E., 1999, "Downsizing after all these years: Questions and answers about who did it, how many did it, and who benefited from it," *Organizational Dynamics* 27, 78-87.
- Mulherin, H.H. and Boone, A.L., 2000, "Comparing acquisitions and divestitures," *Journal of Corporate Finance* 6, 117-139.
- Ofek, E., 1993, "Capital structure and firm response to poor performance: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics* 34, 3-30.
- Officer, M.S., 2007, "The price of corporate liquidity: Acquisition discounts for unlisted targets," *Journal of Financial Economics* 83, 571-598.
- Pulvino, T., 1998, "Do asset fire-sales exist? An empirical investigation of commercial aircraft transactions," *Journal of Finance* 53, 939-978.
- Comment, R. and Jarrell, G.A., 1995, "Corporate focus and stock returns," *Journal of Financial Economics* 37, 66-87.
- Robbins, D.K. and Pearce, J.A., 1992, "Turnaround: Retrenchment and recovery," *Strategic Management Journal* 13, 287-309.
- Schleifer, A. and Vishny, R., 1992, "Liquidation value and debt capacity: A market equilibrium approach," *Journal of Finance* 47, 1343-1365.
- Schlingemann, F.P., Stulz, R.M. and Walking, R.A., 2002, "Divestitures and the liquidity of the Market for corporate assets," *Journal of Financial Economics*

- 64, 117-144.
- Schoar, A., 2002, "Effects of corporate diversification on productivity," *Journal of Finance* 57, 2379-2403.
- Shleifer, A. and Vishny, R., 1992, "Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach," *Journal of Finance* 47, 1344-1366.
- Vijh, A.M., 2002, "The positive announcement-period returns of equity carveouts: Asymmetric information or divestiture gains?" *Journal of Business* 75, 153-190.
- Villalonga, B., 2004, "Diversification discount of premium? New evidence from BITS establishment-level data," *Journal of finance* 2, 479-506.
- Whited, T.M., 2001, "Is it inefficient investment that cause the diversification discount?" *Journal of Finance* 56, 1667-1691.
- 奥田碩, 1999, 「経営者よ、クビ切するなら切腹せよ」『文芸春秋』文芸春秋社 10 月号, 152-162.
- 清水一・山崎尚志, 2007, 「人員削減と株価パフォーマンス」, 神戸大学 Discussion paper
- コッター, P., 梅津祐良訳, 2002, 『企業変革力』, 日経 BP 社.
- スチュワート・スラッター, デービッド・ロベット著, ターンアラウンドマネジメントリミテッド訳, 2003, 『ターンアラウンド・マネジメント』, ダイヤモンド社.
- 谷坂紀子・大竹文雄, 2002, 『雇用削減行動と株価 リストラと転職のメカニズム』 東洋経済新報社.

図表 1. リサーチデザイン



図表 2. 再生成功企業の基本統計量

	全企業					リストラ型企業					経営改善型企業				
	最小値	最大値	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	平均値	中央値	標準偏差
会社数	53					32					21				
事業再生期間(年)	3	7	3.8	3	1.23	3	7	3.63	3	1.13	3	7	4.19	4	1.33
3年間営業利益増減率(%)	-4,293	1,220	-68	-34	7.14	-4,293	1,220	-142	-35	8.16	-1,738	1,093	45	-11	5.21
5年間営業利益増減率(%)	-1,093	206,000	3,952	-13	282.90	-323	206,000	6,542	-16	364.00	-1,093	286	4	6	2.74
10年間営業利益増減率(%)	-639	12,207	368	36	17.36	-639	12,207	477	12	22.68	-82	1,450	218	89	3.78
3年間ROE増減率(%)	-96	2,852	200	6	5.24	-96	2,852	213	8	6.01	-87	1,432	181	-0	4.09
5年間ROE増減率(%)	-94	106,552	2,295	-5	152.08	-94	106,552	3,837	-1	197.60	-83	592	58	-8	1.71
10年間ROE増減率(%)	-86	1,014	78	12	1.94	-86	528	72	21	1.56	-82	1,014	86	2	2.38
3年間ROA増減率(%)	-95	1,584	73	-17	2.96	-95	1,584	64	-13	3.12	-87	1,003	86	-21	2.78
5年間ROA増減率(%)	-95	104,817	2,134	-13	146.70	-95	104,817	3,502	-13	188.08	-79	168	13	-8	0.80
10年間ROA増減率(%)	-86	13,069	308	4	18.64	-68	13,069	500	3	24.66	-86	334	51	12	1.17

図表 3. リストラ型企業のリストラ類型による分類

	再生成功		再生失敗	
	社数	構成率	社数	構成率
会社数	32		31	
負債削減	18	-	15	-
固定資産削減	20	-	18	-
人員削減	22	-	20	-
1つのみ該当	13	41%	15	48%
2つ該当	10	31%	10	32%
全て該当	9	28%	6	19%

図表 4. バブル崩壊時を基準とした再生成功企業の業績比較

比較項目	企業分類	会社数	平均値	中央値	P値	P値
					平均値の検定 (t検定)	中央値の検定 (ウィルコクソン)
短期営業利益	バブル崩壊以前	13	-324%	-35%	0.306	0.924
	バブル崩壊以後	19	-18%	-36%		
中期営業利益	バブル崩壊以前	12	96%	18%	0.907	0.209
	バブル崩壊以後	19	116%	-27%		
長期営業利益	バブル崩壊以前	12	101%	51%	0.415	0.115
	バブル崩壊以後	16	26%	-3%		
短期ROE	バブル崩壊以前	11	385%	-3%	0.231	0.760
	バブル崩壊以後	17	102%	77%		
中期ROE	バブル崩壊以前	10	138%	-12%	0.789	0.886
	バブル崩壊以後	18	186%	-6%		
長期ROE	バブル崩壊以前	12	71%	24%	0.972	0.816
	バブル崩壊以後	16	73%	20%		
短期ROA	バブル崩壊以前	11	36%	-4%	0.714	0.529
	バブル崩壊以後	18	81%	-21%		
中期ROA	バブル崩壊以前	11	91%	44%	0.739	0.089*
	バブル崩壊以後	19	145%	-16%		
長期ROA	バブル崩壊以前	11	71%	47%	0.157	0.349
	バブル崩壊以後	16	9%	-19%		
期間	バブル崩壊以前	13	369%	300%	0.785	0.656
	バブル崩壊以後	19	358%	300%		

*は10%の有意水準を示す。

対象企業を1991年以前に赤字転落した企業（バブル崩壊以前）と1992年以降に赤字転落した企業（バブル崩壊以後）とに分け、双方の黒字回復後の短中長期の業績を比較。

図表 5. リストラ型企業と経営改善型企業の再生成功率の比較

(1) リサーチ 1

企業タイプ	再生成否	社数	企業タイプ別割合
リストラ型	再生成功	32	51%
	再生失敗	31	49%
経営改善型	再生成功	21	70%
	再生失敗	9	30%

(2) リサーチ 1 のロバストネスチェック

企業タイプ	再生成否	社数	企業タイプ別割合
リストラ型	再生成功	51	62%
	再生失敗	31	38%
経営改善型	再生成功	23	72%
	再生失敗	9	28%

図表 6. リストラ型と経営改善型の再生成功企業の業績比較

(1) リサーチ2

比較項目	企業分類	会社数	平均値	中央値	P値 平均値の検定 (t検定)	P値 中央値の検定 (t検定)
短期営業利益	経営改善型	16	-17%	-23%	0.794	0.615
	リストラ型	27	-21%	-35%		
中期営業利益	経営改善型	20	59%	25%	0.049	0.078
	リストラ型	27	-1%	-25%	**	*
長期営業利益	経営改善型	17	92%	47%	0.002	0.022
	リストラ型	23	7%	4%	***	**
短期ROE	経営改善型	18	127%	0%	0.977	0.720
	リストラ型	26	124%	8%		
中期ROE	経営改善型	20	58%	-8%	0.413	0.819
	リストラ型	25	119%	-1%		
長期ROE	経営改善型	20	40%	-2%	0.477	0.568
	リストラ型	25	66%	29%		
短期ROA	経営改善型	18	6%	-25%	0.820	0.445
	リストラ型	25	-1%	-13%		
中期ROA	経営改善型	20	13%	-8%	0.328	0.731
	リストラ型	27	82%	-13%		
長期ROA	経営改善型	17	35%	12%	0.221	0.179
	リストラ型	25	9%	-18%		
期間	経営改善型	21	419%	400%	0.102	0.063
	リストラ型	32	363%	300%		

*は10%、**は5%、***は1%の有意水準をそれぞれ示す。

対象企業を経営改善型及びリストラ型に分類し、それぞれのサンプルグループの業績を比較。平均値及び中央値は事業再生前後の業績を比較したものであり、事業再生前から後への増減率を示している。

(2) リサーチ2のロバストネスチェック

比較項目	企業分類	会社数	平均値	中央値	P値 平均値の検定 (t検定)	P値 中央値の検定 (t検定)
短期営業利益	経営改善型	23	34%	-11%	0.605	0.264
	リストラ型	50	-11%	-39%		
中期営業利益	経営改善型	22	51%	25%	0.006	0.017
	リストラ型	44	-15%	-40%	***	**
長期営業利益	経営改善型	23	192%	47%	0.025	0.038
	リストラ型	46	44%	2%	**	**
短期ROE	経営改善型	21	175%	14%	0.339	0.675
	リストラ型	45	92%	-13%		
中期ROE	経営改善型	21	61%	-5%	0.454	0.336
	リストラ型	47	128%	-29%		
長期ROE	経営改善型	22	29%	-12%	0.968	0.503
	リストラ型	47	31%	-19%		
短期ROA	経営改善型	21	81%	-23%	0.550	0.666
	リストラ型	47	39%	-28%		
中期ROA	経営改善型	21	12%	-3%	0.301	0.534
	リストラ型	49	100%	-23%		
長期ROA	経営改善型	23	39%	6%	0.218	0.232
	リストラ型	46	6%	-21%		
期間	経営改善型	23	413%	400%	0.093	0.080
	リストラ型	51	365%	300%		

*は10%、**は5%、***は1%の有意水準をそれぞれ示す。

対象企業を経営改善型及びリストラ型に分類し、それぞれのサンプルグループの業績を比較。平均値及び中央値は事業再生前後の業績を比較したものであり、事業再生前から後への増減率を示している。

図表 7. リストラ型の再生成功企業と失敗企業のリストラ規模を比較

(1) リサーチ3

リストラ 類型	比較時点	企業分類	会社数	平均値	中央値	P値 平均値の検定 (t検定)	P値 中央値の検定 (ウィルコクソン)
負債	再生前後	再生成功企業	30	-1%	-3%	0.749	0.820
		再生失敗企業	29	-3%	-1%		
	1年後	再生成功企業	30	1%	0%	0.811	0.534
		再生失敗企業	29	0%	-1%		
	2年後	再生成功企業	31	-5%	-7%	0.835	0.808
		再生失敗企業	28	-4%	-6%		
	3年後	再生成功企業	31	-10%	-11%	0.517	0.534
		再生失敗企業	28	-7%	-10%		
	最大削減時	再生成功企業	30	-16%	-13%	0.654	0.596
		再生失敗企業	29	-19%	-19%		
固定資産	再生前後	再生成功企業	27	-11%	-14%	0.419	0.272
		再生失敗企業	31	-6%	-3%		
	1年後	再生成功企業	30	0%	-2%	0.354	0.081*
		再生失敗企業	29	-2%	-6%		
	2年後	再生成功企業	30	-7%	-8%	0.452	0.716
		再生失敗企業	29	-4%	-7%		
	3年後	再生成功企業	30	-13%	-12%	0.488	0.638
		再生失敗企業	29	-10%	-15%		
	最大削減時	再生成功企業	28	-20%	-17%	0.788	0.832
		再生失敗企業	31	-19%	-21%		
人員	再生前後	再生成功企業	31	-25%	-21%	0.113	0.196
		再生失敗企業	29	-15%	-17%		
	1年後	再生成功企業	29	-5%	-2%	0.014**	0.146
		再生失敗企業	30	0%	-1%		
	2年後	再生成功企業	28	-11%	-7%	0.029**	0.084*
		再生失敗企業	31	-5%	-6%		
	3年後	再生成功企業	29	-21%	-19%	0.028**	0.045**
		再生失敗企業	31	-11%	-12%		
	最大削減時	再生成功企業	30	-30%	-22%	0.073*	0.209
		再生失敗企業	30	-20%	-19%		

*は10%、**は5%の有意水準をそれぞれ示す。

リストラ型企業を再生成功企業と失敗企業に分類し、サンプルグループ間の負債、固定資産、人員の削減率を比較。平均値及び中央値は再生直前期からの増減率を示している。

(2) リサーチ3のロバストネスチェック

リストラ 類型	比較時点	企業分類	会社数	平均値	中央値	P値 平均値の検定 (t検定)	P値 中央値の検定 (ウイルクソン)
負債	再生前後	再生成功企業	48	-3%	-2%	0.960	0.967
		再生失敗企業	29	-3%	-1%		
	1年後	再生成功企業	49	0%	-1%	0.863	0.737
		再生失敗企業	29	0%	-1%		
	2年後	再生成功企業	50	-5%	-7%	0.690	0.795
		再生失敗企業	28	-4%	-6%		
	3年後	再生成功企業	50	-11%	-11%	0.394	0.441
		再生失敗企業	28	-7%	-10%		
	最大削減時	再生成功企業	49	-18%	-14%	0.987	0.873
		再生失敗企業	29	-19%	-19%		
固定資産	再生前後	再生成功企業	46	9%	-13%	0.499	0.763
		再生失敗企業	31	-6%	-3%		
	1年後	再生成功企業	49	4%	-2%	0.244	0.070*
		再生失敗企業	29	-2%	-6%		
	2年後	再生成功企業	49	-1%	-7%	0.546	0.848
		再生失敗企業	29	-4%	-7%		
	3年後	再生成功企業	49	-8%	-12%	0.668	0.760
		再生失敗企業	29	-10%	-15%		
	最大削減時	再生成功企業	47	-18%	-17%	0.721	0.694
		再生失敗企業	31	-19%	-21%		
人員	再生前後	再生成功企業	50	-25%	-22%	0.067*	0.140
		再生失敗企業	29	-15%	-17%		
	1年後	再生成功企業	48	-4%	-2%	0.023**	0.246
		再生失敗企業	30	0%	-1%		
	2年後	再生成功企業	47	-12%	-9%	0.012**	0.025**
		再生失敗企業	31	-5%	-6%		
	3年後	再生成功企業	48	-20%	-17%	0.026**	0.050*
		再生失敗企業	31	-11%	-12%		
	最大削減時	再生成功企業	49	-29%	-23%	0.072*	0.182
		再生失敗企業	30	-20%	-19%		

*は10%、**は5%の有意水準をそれぞれ示す。

リストラ型企業を再生成功企業と失敗企業に分類し、サンプルグループ間の負債、固定資産、人員の削減率を比較。平均値及び中央値は再生直前期からの増減率を示している。

図表 8. リストラ型の再生成功企業と失敗企業のリストラの実施タイミングを比較

(1) リサーチ4

リストラ 類型	タイミング	企業分類	会社数	平均値 (年)	中央値 (年)	P値 平均値の検定 (t検定)	P値 中央値の検定 (ウィルコクソン)
負債	再生前後の70%削減時	再生成功企業	18	3.4	3.0	0.391	0.885
		再生失敗企業	14	4.1	3.0		
	直前期総額の10%削減時	再生成功企業	15	2.5	2.0	0.501	0.812
		再生失敗企業	10	3.1	2.5		
	最大削減時	再生成功企業	18	1.9	2.0	0.583	0.207
		再生失敗企業	14	1.8	2.0		
固定資産	再生前後の70%削減時	再生成功企業	20	4.4	4.0	0.264	0.374
		再生失敗企業	18	3.9	4.0		
	直前期総額の10%削減時	再生成功企業	18	3.2	3.0	0.598	0.067*
		再生失敗企業	14	3.0	3.0		
	最大削減時	再生成功企業	20	2.4	2.0	0.049	0.565
		再生失敗企業	18	2.1	2.0		
人員	再生前後の70%削減時	再生成功企業	22	4.3	4.0	0.517	0.382
		再生失敗企業	20	4.6	4.0		
	直前期総額の10%削減時	再生成功企業	21	2.9	3.0	0.049	0.089*
		再生失敗企業	17	3.5	3.0		
	最大削減時	再生成功企業	22	2.3	2.0	0.153	0.215
		再生失敗企業	20	2.6	3.0		

*は10%、**は5%の有意水準をそれぞれ示す。

リストラ型企業を再生成功企業と失敗企業に分類し、赤字転落時を起点として「再生前後の70%削減時」「直前期総額の10%削減時」「最大削減時」に到達するまでの期間を負債、固定資産、人員毎にサンプルグループ間で比較。平均値及び中央値は再生直前期から要した年数を示しており、この期間が短いほど早いタイミングでリストラを実施していることを示している。

(2) リサーチ4のロバストネスチェック

リストラ 類型	タイミング	企業分類	会社数	平均値 (年)	中央値 (年)	P値 平均値の検定 (t検定)	P値 中央値の検定 (ウィルコクソン)
負債	再生前後の70%削減時	再生成功企業	27	3.2	3.0	0.204	0.592
		再生失敗企業	14	4.1	3.0		
	直前期総額の10%削減時	再生成功企業	21	2.5	2.0	0.399	0.632
		再生失敗企業	10	3.1	2.5		
	最大削減時	再生成功企業	27	1.9	2.0	0.806	0.814
		再生失敗企業	14	1.8	2.0		
固定資産	再生前後の70%削減時	再生成功企業	29	4.1	4.0	0.559	0.551
		再生失敗企業	18	3.9	4.0		
	直前期総額の10%削減時	再生成功企業	26	3.1	3.0	0.834	0.904
		再生失敗企業	14	3.0	3.0		
	最大削減時	再生成功企業	29	2.4	2.0	0.025	0.022**
		再生失敗企業	18	2.1	2.0		
人員	再生前後の70%削減時	再生成功企業	35	4.3	4.0	0.523	0.499
		再生失敗企業	20	4.6	4.0		
	直前期総額の10%削減時	再生成功企業	34	3.1	3.0	0.230	0.174
		再生失敗企業	17	3.5	3.0		
	最大削減時	再生成功企業	35	2.2	2.0	0.039	0.029**
		再生失敗企業	20	2.6	3.0		

**は5%の有意水準をそれぞれ示す。

リストラ型企業を再生成功企業と失敗企業に分類し、赤字転落時を起点として「再生前後の70%削減時」「直前期総額の10%削減時」「最大削減時」に到達するまでの期間を負債、固定資産、人員毎にサンプルグループ間で比較。平均値及び中央値は再生直前期から要した年数を示しており、この期間が短いほど早いタイミングでリストラを実施していることを示している。

図表 9. リストラ型の再生成功企業を対象としたリストラ規模と短中長期業績の重回帰分析の結果

(1) リサーチ

		被説明変数										
		会社数	短期営業利益	中期営業利益	長期営業利益	短期ROE	中期ROE	長期ROE	短期ROA	中期ROA	長期ROA	
説明変数	負債	再生前後	26	0.235	0.198	1.275	-0.588	0.568	2.792	-0.027	-0.150	0.103
		1年後	26	-0.195	-0.670	4.173	1.908	0.356	4.163	-0.381	1.727	0.767
		2年後	26	-0.351	-0.569	-2.685	-2.206	-1.294	1.193	-0.650	-0.042	-1.425
		3年後	25	0.304	0.728	0.500	0.855	1.280	1.478	-0.081	0.590	-0.712
		最大削減時	25	0.237	-1.959	0.674	-0.302	-3.515	1.725	-0.073	-0.860	-0.792
	固定資産	再生前後	26	0.292	-1.049	-0.655	-0.451	-2.358	-2.688	-0.099	-1.320	-0.076
		1年後	26	-0.974	-10.035 ***	-4.160	1.399	-13.127 *	-2.278	-1.067	-5.392	-3.025
		2年後	26	-0.810	-5.785 **	-4.534	-1.454	-8.144	-0.217	-1.057	-5.483 **	-2.512
		3年後	25	0.308	-2.243	2.699	2.818	-2.029	0.423	-0.144	-2.051	0.696
		最大削減時	25	-0.335	-6.586 **	5.998	5.866	-7.431	1.220	-0.294	-1.466	1.753
	人員	再生前後	26	-0.043	0.954	-0.141	-1.358	1.423	1.043	-0.067	0.597	0.654
		1年後	26	0.048	2.273 **	-2.122	-3.403	1.189	-1.152	-0.142	1.844	0.653
		2年後	26	0.398	1.904	-0.325	-1.398	0.111	-1.589	0.343	2.887 **	0.738
		3年後	25	-0.218	0.237	-2.571	-4.148 *	-1.777	-1.487	-0.194	0.206	-0.183
		最大削減時	25	0.150	2.984 *	-4.582 *	-5.703 *	1.968	-1.455	-0.147	-0.210	-0.639

*は10%、**は5%、***は1%の有意水準をそれぞれ示す。

リストラ型の再生成功企業を対象に「負債、固定資産、人員の再生前後、1年後、2年後、3年後、最大削減時の各段階における再生直前期からの増減率」と「短中長期業績」との重回帰分析の結果であり、数値は回帰係数を示している。回帰係数が正の場合、削減率が高いほど業績は低下し、削減率が低いほど業績は向上することを意味する。一方、回帰係数が負の場合は削減率が高いほど業績は向上することを示している。

(2) リサーチ5のロバストネスチェック

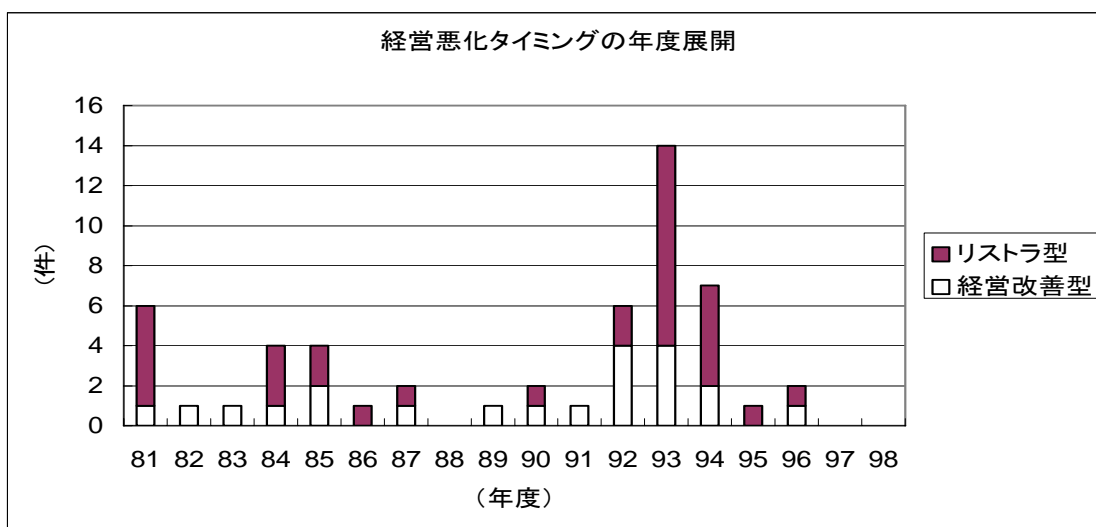
		被説明変数										
		会社数	短期営業利益	中期営業利益	長期営業利益	短期ROE	中期ROE	長期ROE	短期ROA	中期ROA	長期ROA	
説明変数	負債	再生前後	44	0.012	0.185	1.114	-1.982	-0.645	1.375	-1.065	-0.805	-0.160
		1年後	44	-1.040	0.379	1.920	0.458	2.395	2.354	-0.871	1.096	0.410
		2年後	44	-0.606	-0.528	-1.645	-3.889*	-1.426	0.106	-1.320	-0.623	-1.582**
		3年後	43	-0.028	-0.294	-0.127	-2.677	-2.653	0.334	-1.046	-0.670	-1.145*
		最大削減時	44	0.010	-0.887	0.286	-3.944	-2.989	1.523	-1.135	-1.580	-0.947
	固定資産	再生前後	44	0.001	-0.280	-0.562	-0.037	-2.545	-1.478	0.050	-0.270	-0.060
		1年後	44	-0.914	-6.265***	-4.554	-0.923	-9.173*	-3.207	-1.009	-4.456**	-2.667**
		2年後	44	-0.687	-1.991	-1.877	-1.518	-6.570**	-0.829	-1.132	-1.850	-0.833
		3年後	43	-0.043	-1.071	-1.417	-0.167	-2.214	-0.351	0.034	-0.896	-0.211
		最大削減時	44	-0.878	-2.693***	-0.331	0.670	-6.366**	-0.775	-0.680	-1.119	0.273
	人員	再生前後	44	0.115	0.595	0.033	-2.620	0.084	-0.074	-0.478	-0.305	0.274
		1年後	44	-0.461	2.255*	-1.986	-3.903	-0.120	-0.686	-0.712	1.402	0.438
		2年後	44	-0.174	1.478	-0.045	-3.089	-0.744	-1.307	-0.595	1.263	0.090
		3年後	43	0.030	0.438	-0.617	-3.002*	-1.352	-1.258	-0.217	0.058	0.063
		最大削減時	44	0.225	0.857	-0.532	-2.971	0.435	-0.553	-0.173	-0.301	0.213

*は10%、**は5%、***は1%の有意水準をそれぞれ示す。

リストラ型の再生成功企業を対象に「負債、固定資産、人員の再生前後、1年後、2年後、3年後、最大削減時の各段階における再生直前期からの増減率」と「短中長期業績」との重回帰分析の結果であり、数値は回帰係数を示している。回帰係数が正の場合、削減率が高いほど業績は低下し、削減率が低いほど業績は向上することを意味する。

一方、回帰係数が負の場合は削減率が大きいほど業績は向上することを示している。

図表 10. 経営悪化タイミングの年度展開



ワーキングペーパー出版目録

番号	著者	論文名	出版年
2008・1	石津 朋和 白松 昌之 鈴木 周 原田 泰男	技術系ベンチャー企業の企業価値評価の実践ーダイナミック DCF 法とリアル・オプション法の適用ー	5/2008
2008・2	荒木 陽子 井上 敬子 杉 一也 染谷 誓一 劉 海晴	医薬品業界と電機業界における M&A の短期の株価効果と長期 の利益率	5/2008
2008・3	堀上 明	IT プロジェクトにおける意思決定プロセスの研究 ークリティカルな場面におけるリーダーの意思決定行動ー	9/2008
2008・4	鈴木 周	M&A における経営者の意思決定プロセスと PMI の研究 ーリアル・オプションコンパウンドモデルによる分析ー	10/2008
2008・5	田中 彰	プロスポーツビジネスにおける競争的使用価値の考察 プロ野 球・パシフィックリーグのマーケティング戦略を対象に	10/2008
2008・6	進矢 義之	システムの複雑化が企業間取引に与える影響の研究	10/2008
2008・7	戸田 信聡	場の形成による人材育成	10/2008
2008・8	中瀬 健一	BtoB サービスデリバリーの統合～SI 業界のサービスデリバリ ーに関する研究～	10/2008
2008・9	藤岡 昌則	生産財マーケティングアプローチによる企業収益性の規定因に 関する実証研究	11/2008
2008・10	下垣 有弘	コーポレート・コミュニケーションによるレピュテーションの 構築とその限界：松下電器産業の事例から	11/2008
2008・11	小林 正克	製薬企業における自社品および導入品の学習効果に関する実証 研究	11/2008
2008・12	司尾 龍彦	マネジャーのキャリア発達に関する実証研究 管理職昇格前の イベントを中心として	11/2008
2008・13	石村 良治	解釈主義的アプローチによるデジタル家電コモディティ化回避	11/2008
2008・14	浅田 賢治郎	ソフトウェア開発における品質的欠陥発生要因と対策	11/2008

2008・15	小林 誠	原材料市況の変動が及ぼす企業投資行動への影響－素材 4 産業のマイクロデータ実証分析－	11/2008
2008・16	荒木 陽子	地域金融機関の再編効果とライバル行への影響	11/2008
2008・17	古市 正昭	非管理職のキャリアとモチベーションに関する実証研究	11/2008
2008・18	岩田 泰彦	事務系企業内プロフェッショナルのモチベーションに関する質的研究	11/2008
2008・19	鈎 忠志	高信頼性組織におけるリーダーシップに関する実証研究	11/2008
2008・20	中尾 一成	個人や組織のコア技術能力がイノベーション成果に及ぼす影響に関する実証研究	11/2008
2008・21	難波 正典	研究開発者のモチベーションに関する実証研究	11/2008
2008・22	筆本 敏彰	研究開発における規模の経済性の実証研究－製薬企業の事例－	11/2008
2008・23	上田 伸治	産業看護職のキャリア開発についての一考察	11/2008
2008・24	寺田 多一郎	プロフェッショナルとしての大学教員のモチベーション研究～薬学教育改革に直面した薬学部教員のジレンマ～	11/2008
2008・25	成岡 雅佳	製薬企業のハードルレートと事業ポートフォリオ（重点疾患領域）との関連性の分析	12/2008
2008・26	徳宮 太一	同族企業の後継者育成	12/2008
2008・27	那須 恵太郎	放送倫理の適用と推進における課題と対策～民間放送を事例として～	2/2009
2008・28	鈴木 康嗣	人事部門の役割と機能	2/2009
2009・1	福嶋 誠宣	日本企業のグループ経営におけるマネジメント・スタイルの研究	4/2009
2009・2	井上 敬子	特許の質と企業価値	6/2009
2009・3	竹内 雄司	メンタリングが職場に及ぼす影響～個と組織の強さが両立する職場作りにかかわる研究～	7/2009
2009・4	石津 朋和	IT 活用型在庫管理効果による ABL 普及の可能性	9/2009
2009・5	狗巻 勝博	NPO 法人における融資利用の決定要因	9/2009
2009・6	村元 正和	日本の未上場バイオベンチャーにおける知識資本と資金調達の関連性	9/2009

2009・7	中川 清之	新規事業創造の要因に関する一考察－日本の製造業における実証研究－	10/2009
2009・8	小池 宏	製造業におけるサプライヤー選定の最適化基準に関する考察－原材料及び部品サプライヤーと買い手企業間関係に基づく競争優位の研究－	10/2009
2009・9	迫田 和良	コーポレート・ベンチャーのマネージャーのモチベーション－食品製造業の事例研究－	10/2009
2009・10	松本 恭卓	IP0企業のディスクロージャーの質と株主資本コスト－新興3市場のデータに基づく実証分析－	10/2009
2009・11	井上 貴文	金融機関における貸出手法の決定要因 なぜ地域金融機関でリージョンシップバンキングが機能しないのか	10/2009
2009・12	栗山 淳	ブティック型ベンチャーキャピタルの投資行動－バイオベンチャーの事例分析－	10/2009
2009・13	丸谷 直之	敵対的買収に対するメインバンクの有効性－メガバンク金融グループの潜在的機能－	10/2009
2009・14	田中 俊一朗	不動産企業における効果的な有利子負債の活用～新興不動産企業を対象にした実証分析～	10/2009
2009・15	静 俊二郎	石灰鉱山におけるマテリアルフローコスト会計	12/2009
2009・16	江口 利光 大矢 茂人 柏原 雄一郎 杉本 豊	事業再生におけるターンアラウンドマネージャーのフォローアップ行動	12/2009
2009・17	大塚 美樹	派遣労働者のキャリア形成に関する一考察～17号業務に特化した派遣会社を事例として～	1/2010
2009・18	江口 利光	事業再生における企業リストラクチャリングの効果	2/2010