

## 日本企業の事業再構築：撤退と投資の実証研究

SARUYAMA, Sumio / 猿山, 純夫

---

(開始ページ / Start Page)

1

(終了ページ / End Page)

157

(発行年 / Year)

2018-09-15

(学位授与番号 / Degree Number)

32675甲第441号

(学位授与年月日 / Date of Granted)

2018-09-15

(学位名 / Degree Name)

博士(経済学)

(学位授与機関 / Degree Grantor)

法政大学 (Hosei University)

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00021294>

博士学位論文  
論文内容の要旨および審査結果の要旨

氏名	猿山 純夫
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	第 678 号
学位授与の日付	2018 年 9 月 15 日
学位授与の要件	本学学位規則第 5 条第 1 項(1)該当者(甲)
論文審査委員	主査 教授 胥 鵬 副査 教授 田村 晶子 副査 教授 武田 浩一

日本企業の事業再構築  
——撤退と投資の実証研究

## I 審査の経過

2018 年 1 月 25 日付で、猿山純夫氏から、博士学位請求論文が提出され、予備審査の後、大学院経済学研究科教授会は 2018 年 2 月 23 日、審査小委員会(主査:胥 鵬・副査:田村晶子・武田浩一)を発足させた。

審査小委員会は、2018 年 4 月 7 日に論文提出者を招いて論文の内容に関する質疑応答、論文の加筆・修正の機会を経て、修正要請が満たされたものと判断し、大学院経済学研究科教授会の規定に従い、2018 年 5 月 26 日に口頭試問(公聴会)を実施した。公聴会の終了後審査小委員会は公聴会の結果と論文の内容について検討した。その結果、学位請求論文が博士(経済学)を授与するにふさわしいとの結論に達した。以下、審査小委員会の審査報告である。

## II 論文の概要

博士学位請求論文は、学術書所収の論文2本、学術雑誌論文1本、国内国際学会発表論文2本をもとに以下のように再構成されている。

序章 速やかな企業再生を導く鍵は何か

- (1) 全体の構成と各章のつながり
- (2) 先行研究との関係と本論文の新規性

第 1 章 設備投資が収益率に及ぼす影響——動学的パネルを用いた分析

- 1-1 はじめに
- 1-2 先行研究

- 1-3 回帰分析の定式化
- 1-4 データセット
- 1-5 推計結果
  - A. 基本形（99年度以降での詳細分析）
  - B. 過去期間との比較
  - C. 外国人持ち株比率でサンプルを分けた場合
- 1-6 まとめ

## 第2章 赤字事業への投資と企業業績——電機産業のセグメント・データを用いた分析

- 2-1 はじめに
- 2-2 データと手法
- 2-3 実証分析
  - (1) 赤字事業投資の推計（固定効果モデル）
  - (2) 2期連続で赤字部門が存在した場合
  - (3) ロバストネスの検討
- 2-4 大手電機3社のケース・スタディ
  - (1) ソニーの部門別収益と投資
  - (2) ソニーの事業拡大時の株価の反応
  - (3) NECの部門別収益と投資
  - (4) 三菱電機の部門別収益と投資
- 2-5 小括と展望
- 2-6 まとめ

## 第3章 撤退は企業パフォーマンスを向上させるか——株価の反応と業績効果の検証

- 3-1 はじめに
- 3-2 利用データと撤退の分布
- 3-3 撤退公表時の株価の反応
- 3-4 撤退後の業績変化
  - (1) 基本的な定式化
  - (2) 撤退の内容・収益状況による効果の違い
- 3-5 まとめ

## 第4章 継続企業の注記と事業の再構築——トリートメント効果モデルによる分析

- 4-1 はじめに
- 4-2 先行研究の整理と注記開示制度
  - (1) 先行研究
  - (2) 日本の注記制度
- 4-3 分析の枠組み

- (1) 仮説と推計式
- (2) トリートメント効果推計
- 4-4 推計結果
  - (1) 企業パフォーマンスに与える影響
  - (2) 資本構成の影響
- 4-5 まとめ

## 第5章 ADR（裁判外紛争解決手続）による私的債務整理 ——市場活用型の新たな企業再編

- 5-1 はじめに
- 5-2 ADR手続きの流れと法的整理との比較
- 5-3 事例研究：銀行主導の私的整理とどこが違うか
  - (1) コスモスイニシア：事実上の買収
  - (2) 日本エスコン：社債の整理
- 5-4 ADRと法的整理の選択——実証分析
  - (1) 債務免除とリストラ策、企業パフォーマンスの変化
  - (2) 債務整理に要する期間
  - (3) ADR申請に対する株価の反応
  - (4) 債務整理、ADRと法的整理の選択
- 5-5 結び

## 終章 早期撤退と企業統治への含意

- (1) 製造業なかでも電機産業で撤退の遅れ
- (2) 業績回復につながる撤退・投資判断とは
- (3) 効率的な退出を促す企業統治

## 参考文献

序章では、論文の目的および既存研究との接点、論文の新規性や貢献について説明する。日本経済は1990年代以降、低迷を続けてきた。バブル経済崩壊から2000年頃までの「失われた10年」については多くの研究が積み重ねられてきた。しかし、不良債権問題が解消してもなお停滞から抜け出せない「もう1つの失われた10年」については十分解明されているとは言えない。提出論文は、十分な収益を確保できず苦境に陥った企業の事業再構築という視点から、この問題に1つの光を当てることを目指している。とりわけ、2000年代以降の企業のマイクロデータを丁寧に観察、分析することで、速やかな企業再生を導く鍵を探っていく。

2000年代以降、製造業を中心に過剰投資、裏返すと撤退の遅れが生じていたのではないかと仮説の下に、設備投資と収益率の関係を分析したのが、第1章「設備投資が収益率に及ぼす影響」である。総資産利益率(ROA)を設備投資などで説明する動学的パネル手法を用い、最近にな

るほど、設備投資が収益率の向上に結びつきにくくなったことを明らかにする。

続く第 2 章「赤字事業への投資と企業業績」では、第 1 章で浮かび上がった過剰投資の可能性を、2000 年代に入り低迷が深刻化した電機産業での撤退の遅れという観点から、事例も含めてより詳細に分析する。電機メーカーの多くが赤字部門への投資を断ち切れなかったことを、部門(セグメント)別の利益と投資に注目し、計量分析とケース・スタディで示す。

第 1 章、第 2 章で確認した過剰投資や電機産業での赤字事業の温存傾向を踏まえ、事業の縮小や雇用調整といった撤退イベントのデータセットを用いることで、撤退の遅れを明らかにするのが第 3 章「撤退は企業パフォーマンスを向上させるか」である。撤退後の企業パフォーマンスを、撤退表明後の株価の反応や 2 年後にかけての業績変化を追跡することで検証する。撤退の裏側で取り組んでいる可能性がある新規事業への進出、言い換えると新陳代謝を伴っていたのかにも焦点を当てる。

不良債権問題やその陰で発生したリストラの先送りと海外の日本の会計制度に対する不信感の反省から、企業リスクの重要事象を早期に知らせる目的で継続企業の前提に関する注記が 2003 年以降義務化された。第 4 章「継続企業の注記と事業の再構築」では、企業が存続する上で不確実性がある時に継続企業の前提に関する事項を財務諸表に注記する企業は事業再構築や人員整理に取り組むが、その後の業績回復が難しかったことを明らかにする。

第 5 章「ADR(裁判外紛争解決手続)による私的債務整理」は、速やかな再生を導く 1 つの新しい枠組みとして 2008 年に始まった同制度に焦点を当てる。リーマン・ショックとその後の景気後退で増えた上場企業の ADR 利用事例を分析する。裁判所が関与する法的整理と異なる私的整理でありながら、企業再建の経験を持つ専門家が第三者として仲介・調整するところに特色がある。手続きの迅速性が確保され、上場を保ちながら株価も維持するが多かったこと、早期の事業再構築を促す選択肢として評価できることを報告する。

全体の流れを整理すると、第 1 章、第 2 章で製造業や電機産業での過剰投資や撤退の遅れを確認した上で、第 3 章では実際の撤退イベントを評価、第 4 章で明示的に事業再構築の必要あるとされた企業継続の前提の注記企業群を検証し、最後の第 5 章で早期再生を促す新たな枠組みを評価する構成になっている。終章で早期企業再生と企業統治への含意を導いて全体を締めくくる。

以下、第 1 章から第 5 章について詳述する。

第 1 章では、設備投資などの資産の拡大、裏側で発生する資金調達に総資産利益率に及ぼす影響を動学的パネルの回帰分析によって推計して、以下の結果を得た。(1)設備投資は粗投資、純投資、キャッシュフローとの差額でみた、いずれの尺度でみても、ROA の悪化要因になる。投資を総資産比 1% 拡大させると、翌年度の ROA は 0.1% ポイント程度悪化する。(2)この関係は、投資が抑制された 90 年代以前は見られなかったが、2000 年頃を境に近年強まる傾向にある。(3)技術力という無形資産の拡充を図る研究開発投資も、実物投資と似た効果を ROA に対して及ぼす。ただし、統計的な有意性は実物投資ほど明確でない。(4)外部からの資金調達のうち、株式による調達は、全体としての効果は不明確だが、自社株買いによる現金の放出は ROA を押し下げる傾

向がある。(5)流動資産の増加は、その後の利益率を引き上げる明確な効果がある。同効果が固定資産増の負の効果をしのご、総資産の拡大は利益率改善につながる。(6)以上の効果は製造業で明確であるが、非製造業では不明確である。(7)効果が明確だった製造業では、外部からの経営監視が厳しいと思われる外国人持ち株比率の高い企業でも、これらの結果が観察された。

第2章は、第1章で浮かび上がった2000年以降の製造業での過剰投資と撤退の遅れの可能性を踏まえ、かつて日本経済を牽引した電機産業についてより詳細な分析を試みる。同産業が営業利益赤字部門を温存させたことがもう1つの「失われた10年」の一因になったとの視点から検証を進める。多角化している企業に注目し、事業別セグメント・データを用いて黒字部門と赤字部門を区分した上で、赤字・黒字部門の営業利益や従業員数が赤字事業投資に及ぼす影響、さらに赤字事業投資がその後の企業収益に及ぼす影響を推計した。ケース・スタディとして大手電機メーカー3社を取り上げ、赤字事業投資への姿勢が企業の盛衰を左右した様子を追跡する。結論は以下の通りである。(1)赤字事業投資は同部門に従業員を多く抱えている場合に膨らみやすく、営業赤字が増えても同部門の投資を抑える傾向は乏しい、(2)負債や機関投資家が赤字事業投資を抑える規律は弱い、(3)赤字部門への投資はその後の企業収益(ROA)を悪化させる、(4)大手電機メーカーでも赤字投資を断ち切れた企業は業績が向上した。

第3章では、「日経企業活動情報」(JCW)に基づき、1998年から2014年9月まで17年間、約7000件を超える撤退事例について、時期や業種、地域などの分布を確認しつつ、撤退公表時の株式市場の反応と、その後の業績変化を点検した。撤退公表時の株式市場の反応を超過収益率で計測すると、(1)赤字になってからの撤退、また赤字が連続した後の撤退ほど、株価の下落幅が大きくなる、(2)雇用調整が配置転換や出向、採用抑制など緩やかな形態にとどまるうちは影響が軽微だが、早期・希望退職や管理職・役員の削減など正規を含む中核人材に手を付ける場合には下落幅が大きくなる。撤退後の業績についても、黒字期の撤退は赤字期に比べその後の業績が好転しやすい傾向があった。正規雇用の削減を強いられる前の段階で、新規事業への進出と組み合わせる撤退を選択している場合には業績が上向きやすく、既存事業の強化を図る場合にはそうした傾向がなかった。赤字期に行われる中核雇用に踏み込む撤退ほど、厳しい結果につながるという結果は、第2章の正規雇用の雇用調整が先送りされがちであることと表裏一体である。

第4章では、継続企業の前提に関する注記が、その後のリストラクチャリングと企業の存続に及ぼす影響を定量的に検証した。計測にあたっては、注記状態への陥りやすさ(内生性)を考慮するとともに、注記あり企業が注記を開示しなかった場合や注記なし企業が開示した場合を想定したサンプル補完に対処した頑健な推計量(IPWRA推定量)を利用した。以下は主な結論である。第1に、注記あり企業では、その後2年間に平均処置効果(ATE)でみて、比較対照企業に比べ資産、負債、従業員を10~30%縮小させている。これで存続注記企業は存続リスクを解消・改善するための対応策や計画に沿った行動をとっていることが確認できた。第2に、ダウンサイジングは進めているものの、その後の売上の回復は鈍く、ROAでみた業績は回復していない。その結果として、倒産に至る確率が有意に高い。

第5章では、速やかな再生を導く1つの新しい枠組みとして2008年に始まった企業再生の専門

の知識や経験を持つ第三者が、企業と銀行など債権者との間に立って過剰債務の減免などを調整するADR制度の企業再生に対する効果を分析した。本研究によれば、事業再生ADRは法的整理に比べて、スピーディな手続きが可能であり、上場企業については引き続き上場を確保しながら、株価も概して水準を維持できることが確認できた。マクロショックを受けて急激に経営が悪化した企業がADR事業再生で債務超過から脱し、債務削減や収益回復に成功した事例が見られる。事例研究と回帰分析から、ADRの候補になりやすいのは、債務は膨らんでいてもよいが、金融債務が中心の企業であることが確認できた。上位銀行の融資シェアが高く、あるいは融資の集中度が高まるなど、大口債権者の存在が重要だという点は、今までの私的整理に共通する。これは、ADR手続きの仮受理にあたって、主たる債権者との交渉経過及び主たる債権者の意向が斟酌されることとも整合する。従業員の削減を進めているなど、経営規律が保たれているケースも多かった。ADRはこれらの特徴に加え、第三者割当による企業再建資金の確保、事実上の買収による企業再編、資金調達の多様化を反映して社債償還の延期に関する社債権者集会決議、買入消却による事実上の社債の元本減免などを併用する例が見られた点も大きな特徴である。したがって、従来のメインバンク主導の私的整理と異なる市場活用型の新たな選択肢を企業再編にもたらしたと結論付けられる。

### III 本論文の貢献

第1章の主な貢献は、設備投資が過剰だったのではないかと、という問いに対して、設備投資がその後の総資産利益率(ROA、EBITDA/資産合計)を押し下げる効果が、2000年代の製造業で最も明確だったことを示した点である。Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991)の資金制約による過少投資、徳井・乾・落合(2008)と田中・宮川(2009)の投資が生産性を高めるといった先行研究と比較して、投資がROAに負の影響を与えるという結論が過剰投資を示唆する重要な発見である。

第2章で取り上げられた赤字部門の縮小や撤退に関する意思決定が決断できないという日本経済が直面する古くて新しい問題は、赤字部門から私的利益を得る可能性が乏しいため、既存のScharfstein and Stein(2000)などの多角化企業の内部補助理論では説明できない。また、雇用維持が赤字事業の温存につながるという仮説を日本のセグメント・データを用いて明示的に検討した点も学術的貢献と考えられる。そして、赤字部門投資がその後の収益率に及ぼす影響も推計している点が新しい。さらに、ソニーのパソコン事業の売却を促したのは、アクティビスト・ファンドのサード・ポイントだったという事例から、赤字事業から撤退する上で、内部統治が機能しない一方、物言う投資家の存在が重要であると示したことも重要な貢献である。

第3章は、Lee(1997)や谷坂・大竹(2002)などの先行研究に多かった雇用調整に注目した分析に加え、事業所の閉鎖や子会社の精算といった、資産・財務面に現れる撤退も対象に取り込んだ撤退行動を最も幅広く捉えた分析である。また、遅れた撤退・追い込まれた撤退は業績改善につながらないことを、複数の角度から示した点が評価できる。株価への影響に加え、撤退後の業績変化も検討した点も1つの貢献である。さらに、星(2006)、Caballero et al.(2008)と深尾(2012、第3

章)に続いて、本分析は、1つの企業が撤退イベントの裏側でとっている可能性のある拡張行動を考慮することで新陳代謝を把握している点で新しい。

第4章は、注記後の企業パフォーマンスの検証にあたり、注記という処置(トリートメント)の影響を特定するには、注記状態への陥りやすさ(内生性)や適切な比較対象が実在しない場合の counter-factual なサンプル補完に対処する頑健な手法(IPWRA 推定量)という先行研究に比べて洗練された評価手法を採用している。また、注記開示はダウンサイジングを強く促しているものの、その後の売上や ROA が低下し続ける分析結果は、企業リスクの早期警告を提供する目的で導入した制度を評価するための重要なエビデンスになる。

第5章は、Xu(2004,2007)、福田・鯉淵(2006)や鯉淵(2008,2012)などの民事再生法、私的整理ガイドラインや産業再生機構による企業再生の研究に続いて、ADR が事実上の早期撤退を促す新しい仕組みとして機能すると定量的に評価した初めての研究として評価されるべきである。また、Arikawa and Miyajima(2007)と小佐野・堀(2011)のメインバンクが他行の融資を肩代わりする「メインよせ」、と、Hoshi, Koibuchi, and Schaefer(2009)と蟻川・宮島(2017)のメインバンクの影響低下の研究に続いて、私的整理であるため手続きの成立には銀行の役割が大きい、内容面では増資を絡ませた事実上の買収や企業再編、社債の買い入れ消却など市場の活用や投資家との調整が重要になっている第5章の結論が新しい。

#### IV 本論文の課題

本論文の課題として、以下の3点があげられる。第一に、推計の見直しという点では、流動資産の増加が ROA を押し上げるという結果をさらに吟味する余地が残っている。本研究では流動資産に現金を含めていたが、同資産を現金とその他流動資産に分けて推定する、あるいは流動資産のみに着目するのではなく、流動負債を相殺したネットの流動資産に注目するなどの工夫が考えられる。それにより、流動資産の増加が ROA を押し上げる理由について検討を深めることができるだろう。

第二に、企業の海外展開や事業部門からの退出をより明示的に考慮することが考えられる。連結決算に海外での事業を含むデータになっているが、海外生産の比率がどの程度か、事業部門を整理したかどうかなどに着目することで、どのような場合に投資の負の効果が現れやすいか、より踏み込んだ知見が得られる可能性がある。

第三に、本論文には取り込めていない研究開発を考慮することや、電気機械に比べて比較優位を保っているとみられる一般機械などを含めて分析の対象を広げて、成長性に富む事業・部門への進出や投資など正の側面を掘り下げることも重要である。また、経営資源の再配分を成功させた事例や条件について米国やドイツなどとの国際比較で分析を深めることも期待される。

#### V 審査の結論

以上のように、本論文で取り上げられたテーマ、方法、分析、政策的含意はいずれも、企業金融と企業統治の研究において極めて重要なものであり、企業再生の分野における重要な貢献である

と判断できる。残る課題に関しても、そのこと存在が論文の価値をいささかも低下させるものではなく、むしろ、当該分野の発展方向を指し示すものと言える。今後、この方向性で解明する知見が企業金融と企業統治の研究に多大な貢献をもたらしうると期待される。

審査小委員会は、本論文が博士論文として十分ふさわしいと全会一致で評価し、猿山純夫氏が博士（経済学）の学位を授与されるに十分値するとの結論に達した。

#### **参考文献**

この審査結果報告書にて引用した文献は全て提出論文の参考文献に挙げられている。