



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

経済危機下での経営再建： 2000年代前半の日本の経験

福田慎一*

sfukuda@e.u-tokyo.ac.jp

粕谷宗久**

munehisa.kasuya@boj.or.jp

No. 09-J-2
2009年4月

日本銀行
〒103-8660 郵便事業(株)日本橋支店私書箱30号

* 東京大学大学院経済学研究科、** 調査統計局

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行情報サービス局までご相談下さい。転載・複製を行う場合は、出所を明記して下さい。

経済危機下での経営再建：2000年代前半の日本の経験*

福田慎一（東京大学大学院経済学研究科）

粕谷宗久（日本銀行調査統計局）

2009年4月

[要旨]

2000年代前半から半ばにかけての日本経済では、かつて「問題企業」と呼ばれた企業の多くが業績を改善させた。この日本の経験は、いかにして危機から回復するかに関して有益な示唆をもつと考えられる。本稿の目的は、2000年代前半の景気回復過程において、なぜ「問題企業」の多くが復活したのかをイベント・スタディーで考察することにある。分析では、2001年当時一定の客観基準で「問題企業」と分類されていた企業群について、イベント後、企業価値がどのように変化していったかを、株価の超過収益率（アブノーマル・リターン）を使って考察する。分析では、一般株主に対して減資が行われたかどうかによって企業を2つのグループに分け、それぞれのグループでイベントが株価にいかなる影響を与えたかを検証する。

分析結果から、一般株主への減資が行われなかったグループ1では、他社との業務提携やスポンサー企業の金融支援が大きな影響を与えていた。一方、減資が行われたグループ2では、銀行の金融支援と他社との経営統合が大きな影響を与えていた。ただし、優良企業との提携・経営統合は復活に効果的であったが、「問題企業」同士の提携・経営統合は逆に復活を遅らせる傾向が観察された。さらに、金融機関やスポンサー企業による支援では、借り手側からの支援要請ではなく、貸し手側からの積極的な支援が復活を促進する傾向が観察された。本稿の結果から、日本経済が回復する過程で、幸運な外的要因だけでなく、企業の経営努力や政策対応が「問題企業」が復活する上で効果的であったといえる。ただし、危機からの回復には、必要なものと無駄なものを適切に選別する、メリハリのついたリストラが重要であったことも同時に示唆される。

* 本稿をまとめるにあたっては、統計研究会・釧路コンファレンスおよび日本銀行調査統計局における報告会の参加者から有益なコメントをいただいた。特に、指定討論者の細野薫氏（学習院大学）のコメントは有益であった。また、田陽介、野崎政樹、七宮圭の各氏には、資料やデータの整理および推計でお手伝いいただいた。ここに記してお礼を申し上げます。なお、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではない。

1. はじめに

アメリカのサブプライム問題に端を発する世界同時危機は、各国の実体経済に大きなマイナスのインパクトを与えている。深刻な不況からいかに回復できるかは、今日、世界各国の共通のテーマである。わが国は、1990年代から2000年代初頭にかけて、「失われた10年」と呼ばれる長期の経済低迷を経験した。その経済危機からの回復プロセスは、日本企業にとって決して平坦なものではなかった¹。しかし、試行錯誤の結果、多くの企業は再建に成功し、2000年代前半から半ばにかけて息の長い景気回復を実現した。この過程での日本の経験は、いかにして危機から回復するかに関して有益な示唆をもつと考えられる。

当時の日本経済では、銀行セクターの不良債権問題が回復を遅らせたとする主張は、幅広く受け入れられていた。特に、当時の研究では、経営再建の見込みが乏しい「問題企業」を存続させたことが、経済の回復を遅らせた主要な原因の1つであることが指摘された（たとえば、星（2000, 2006）や櫻川（2002））。しかしながら、2002年以降の景気回復過程では、日本経済は不良債権問題を急速かつ着実に解決した²。それと同時に、日本企業の多くは、その業績を大幅に改善させた。そして、そのなかには、かつて「問題企業」と呼ばれた企業も少なからず含まれていた。

銀行の不良債権比率がピークとなった2001年当時、ビジネス関係の一般誌には「問題企業リスト」なるものが横行した。なかには当時の感覚でも、いささかゴシップ的な報道もあり、その内容の根拠自体が疑わしいものも少なくなかった。しかし、当時、金融機関が経営再建の見込みが乏しい「問題企業」に対して行った「追い貸し」の存在が非効率な企業を延命させ、日本経済全体の効率性を低下させていたとする主張は学界でも一般的であった³。「追い貸し」に関する議論は、Dewatripont and Maskin (1995)や Berglöf and Roland (1995)らが論じたいわゆる「ソフト・バジェット問題」とも共通した特徴を持ち、その存在は非効率な資源配分を生み出すと主張された⁴。Caballero, Hoshi, and Kashyap (2008)は、「問題企業」を「ゾンビ企業」と呼び、「ゾンビ企業」の存在が産業全体に負の外部性を持ち、非ゾンビ企業にマイナスの影響を与えてきたと主張している。

もっとも、当時の「問題企業」が経営再建の見込みが乏しい非効率な企業であったとすると、なぜその大半がその後も存続しているのかを説明することが難しい。実際、か

¹ 当時の日本経済全般の状況に関しては、小川(2003)が詳しい。また、当時の不良債権処理に関しては、花崎・堀内(2006)や鯉淵・福田(2006)を参照のこと。

² 銀行の不良債権比率は、大手行12行（都銀、信託、旧長銀）では、2001年度末のピーク時には8.7%であったが、2006年度末には1.5%へと低下している。また、地銀・第2地銀110行でも、2001年度末の8.1%から2006年度末には4.1%へと低下している。地銀・第2地銀の不良債権処理が若干遅れ気味ではあるが、約5年間で、日本の不良債権問題はおおむね解決の方向に向かったといえる。

³ 先行研究では、邦文で杉原・笛田(2002)、関根・小林・才田（2003）、小幡・坂井（2005）らが、また英文で Peek and Rosengren (2005)、Ahearne and Shinada (2005)らが、それぞれ上場企業を対象として「追い貸し」の存在を検証している。また、非上場企業を対象として、Fukuda, Kasuya and Nakajima (2006)や福田・粕谷・赤司(2008)が「追い貸し」の存在を検証している。

⁴ 日本において「ソフト・バジェット問題」が非効率を生み出したとするケース・スタディーとして、Fukuda and Koibuchi (2006,2007)がある。

つて「問題企業」と呼ばれた企業で、結果的に法的処理など破綻や上場廃止に追い込まれた企業は必ずしも多くなかった。また、存続した「問題企業」の大半は、その後の景気回復期では業績を改善させた。

本稿の目的は、2000年代前半から半ばにかけての景気回復過程において、なぜ日本経済で「問題企業」が復活したのかを、株価の超過収益率を使ったイベント・スタディーを行うことで考察することにある。分析に際しての大きな問題は、どの企業が「問題企業」と呼ばれていたのかを判別することである。当時のゴシップ的な報道をベースとして「問題企業」を選択することは、学術的な分析としては好ましいアプローチではない。しかし、その一方で、当時の一般的な感覚を一切無視して、現在利用可能なデータだけから杓子定規に「問題企業」を選択することも、われわれの問題意識にはそぐわない。

そこで、以下の分析では、『金融ビジネス』（東洋経済新報社）2001年12月号（pp.18-23）で「問題企業」とされた72社のうち、継続して株価が利用可能な非金融事業法人を考察の対象とする。この記事では、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を負い、②株価が額面の3倍以下であり、③直近の配当がゼロである、という3つの基準をすべて満たした企業を、「問題企業」と定義している。基準の選択には恣意性が残るが、当時報道された「問題企業リスト」の中では、比較的客観性が高い基準で選択されたものであるといえる。先行研究でも、星（2006）が Caballero, Hoshi, and Kashyap (2008)の「ゾンビ企業」と比較する形で、これらの「問題企業」を取り上げている。

以下の分析では、「問題企業」と分類されていた企業群について、その後の景気回復過程において、企業価値をどのような要因でどのように変化していったかを、株価の超過収益率（アブノーマル・リターン）を使ったイベント・スタディーを行うことによって推計を行う。イベントの選択は、『日本経済新聞』の記事検索をベースとする。

「問題企業」が復活した要因としては、さまざまな可能性が考えられる。本稿の以下の分析では、大別して3つの要因を考察する。第1は、企業自身によるリストラ効果である。人件費の削減や資産の圧縮やコストカットや一部事業からの撤退が業績を改善させたかどうかを検証される。第2は、企業の経営構造の変化である。なかでも関連会社との業務提携や経営統合に焦点を当てる。第3は、金融機関やスポンサー企業による支援である。債務免除や減資・増資などの金融支援が、「問題企業」の復活をもたらしたのかどうかを検討する。推計期間は、不良債権比率がピークとなった2001年度をはさむ1996年から2006年までの11年間である。

分析では、一般株主に対して減資が行われたかどうかによって企業を2つのグループに分けて、イベント・スタディーを行った。2つのグループのサンプル期間中の株価の推移を見ると、いずれも1996年度から2001年度までは株価が大幅に下落する傾向にあったが、2002年度から2006年度にかけては株価が大きく反転している。株価の反転は、一般株主への減資が行われず、株価が連続的に推移したグループ1でより顕著で、1996年から2006年までの通期の株価の変化率でも、TPOIXや日経平均の変化率を結果的に

上回る企業が少なくなかった。逆に、減資が行われ、株式併合等で株価が非連続的に変化したグループ2では、2002年度から2006年度にかけては株価の反転は見られたが、その回復は限定的なものが少なくなかった。

分析結果から、減資が行われなかったグループ1では、他社との業務提携やスポンサー企業の金融支援が大きな影響を与えていた。一方、減資が行われたグループ2では、銀行の金融支援と他社との経営統合が大きな影響を与えていた。リストラ効果についてみると、不良資産や過剰人員の削減は「問題企業」が復活する上で効果的であった。ただし、優良資産の切り売りや人件費の削減に関する新聞報道には、株価に有意なインパクトを与えなかったものも少なくなかった。一方、企業の経営構造の変化では、優良企業との提携は復活に効果的であったが、「問題企業」同士の提携は逆に復活を遅らせる傾向が観察された。さらに、金融機関やスポンサー企業による支援では、借り手側からの支援要請ではなく、外部からの積極的な支援が復活を促進する傾向が観察された。

本稿と同様の問題意識で「問題企業」の復活を考察した数少ない先行研究には、中村・福田(2008)がある。そこでは、星やCaballero, Hoshi, and Kashyapで定義された「ゾンビ企業」の概念を拡張することで、「問題企業」がいかなる要因で復活したのかを財務データ等を使ったロジット・モデルを用いて考察している。しかし、分析は年次データにもとづくもので、本稿のような日々のニュースに反映されるイベントが企業価値をいかに高めたかの分析は行われていない。

本稿の構成は、以下の通りである。まず、2節と3節では「問題企業」に関して理論的な整理を行った後、4節では本稿で検討する「問題企業」のその後を検討する。5節でイベント・スタディーの推計方法を説明し、6節で推計結果を示す。最後に7節では本稿の分析に残された課題について検討する。

2. 真の「問題企業」とは？：理論的整理

「失われた10年」の日本経済では、金融機関が経営再建の見込みが乏しい企業に対して行った「追い貸し」の存在が非効率な企業を延命させ、日本経済全体の効率性を低下させていたとする主張が幅広くなされた。当時の論調では、事実上の債務超過にある企業を「非効率な企業」と判断する傾向が強かった。しかし、日本経済の将来に対する見通しが悲観的となった当時、どの企業が事実上の債務超過であるかの判断は難しかった。

また、仮に債務超過であったとしても、その企業が常に社会的に非効率な企業とは言えない。これは、企業が存続する価値があるかどうかは、現在から将来にかけてどれだけ利益を上げられるかというフォーワード・ルッキングな基準に依存するからである。したがって、仮に過去の赤字が累積して事実上債務超過に陥った企業でも、これから清算価値を上回るプラスの利益が見込まれるのであれば、存続することが社会的にはむしろ望ましい。

このことを理解するため、企業が事業を継続することによって現在から将来にかけて

生み出される期待利潤の割引現在価値 (Π^e) に関して、次のような不等号が成立しているケースを考えよう。

$$(1) \quad D > \Pi^e > L.$$

ただし、 D は既存の負債残高、 L は中断したときの清算価値をそれぞれ表す。

この不等号は、事業を継続すれば当該企業はプラスの利潤を期待できるが、期待される利潤は過去の負債をすべて返済できるほど大きくない（すなわち、債務超過である）ことを表している。しかしながら、このような事業をもつ企業は、債務超過であっても、社会的には存続する方が望ましい。これは、事業を中断する場合には既存の資産の清算価値（スクラップ・バリュー）しか回収できないが、事業を継続すればそれよりも大きな価値を利潤として生み出すことができるからである。既存の負債は、事業を継続するか否かに関わらず、 sunk(sunk)したものであり、その値は不変である。したがって、プラスの利潤を生み出す事業を継続することは、本来は既存の債務者にとっても望ましいことなのである。

もちろん、債務者にモラルハザードが発生する可能性がある場合、上述の議論は必ずしも成立しない⁵。たとえば、情報の非対称性が存在するケースでは、貸し手は借り手のプロジェクトが成功したのか失敗したのかを立証できないことが多い。この場合、仮に失敗したと報告する借り手に対して債権放棄に応じるとすると、借り手はプロジェクトが成功した場合でも失敗したと虚偽の報告を貸し手にするインセンティブが生まれる。これは、虚偽の報告をしても実現した output は不変であるが、条件(1)を満たす場合には債権放棄によって必要返済額は減額してもらえらるからである。このため、借り手が虚偽の報告をすることが予想される場合、貸し手は借り手の報告内容に関わらず債権放棄に応じないことが次善(second best)の解決策となる。

しかしながら、バブル崩壊後の日本経済では、多くの債務者が債務超過に陥った主たる原因は、個々の債務者のモラルハザードではなく、マクロ経済の低迷や資産価格の下落であった。したがって、バブル崩壊後の日本経済では、真の「問題企業」であるかどうかは、その企業が債務超過である（すなわち、 $D > \Pi^e$ ）かどうかではなく、継続したときの価値が清算価値を下回っている（すなわち、 $\Pi^e < L$ ）かどうかで判断する方が適切である。

3. 事業継続が望ましい「債務超過企業」が復活できない理由

「失われた 10 年」の日本経済では、景気の低迷が長引くなかで人々の期待形成も悲観的となり、事業の継続によって生み出される期待利潤の割引現在価値 (Π^e) を市場は過

⁵ このケースを強調する研究としては、Bolton and Scharfstein (1990)がある。

小評価する傾向にあった。したがって、結果的には誤っていた期待形成のもとで、過小評価でなければ債務超過に陥ることのない企業（すなわち、 $\Pi^e > D$ である企業）でさえ、債務超過の状態にある（すなわち、 $D > \Pi^e$ ）と市場でみなされ、事業の継続が困難になることも少なくなかった。しかし、当時の日本経済では、このような当時の悲観的な市場の期待形成に加えて、債権者間の協調の失敗が、事業継続が望ましい「債務超過企業」の復活を遅らせた側面も少なくない。以下では、この理由を簡単にみてみよう。

条件（１）のもとで投資を継続するためには、既存の債権者がその債権を部分的に放棄する必要がある。これは、既存の債権者には優先権があるため、既存の債務者の同意なしにはプロジェクトを継続できないからである。しかし、既存の債権者による債権放棄を伴う場合、投資の継続には再交渉のコストが発生する。特に、既存の債権者が多数存在するケースでは、債権者間の協調は難しく、再交渉が成立しなくなることも多いと考えられる。⁶

たとえば、既存の負債残高を D とし、 n 人の債権者が均等に請求権を持っている状況を考えてみよう。 n 人の債権者が全員再交渉に応じ、均等に債権放棄に同意したとすると、各債権者の損失はそれぞれ $(1/n)(D-\Pi^e)$ となる。しかし、他の債権者が債権放棄に同意する場合、各債権者は自らの優先権を行使することによって債務を全額回収し、損失をゼロとすることができる。⁷このため、他の債権者が債権放棄に応じる場合でも、各債権者は自らの債権を放棄しない方が損失を少なくできることになる。このような状況の下では、各債権者が債権放棄に応ずることはますます難しくなり、結果的に再交渉が成立しなくなってしまう可能性が高くなる。

一方、債権者全員が債権放棄に応じない場合、投資プロジェクトは継続されず、各債権者の損失はそれぞれ $(1/n)(D-L)$ となる。条件（１）のもとで、この損失は明らかに全員が債権放棄に応じた場合の各債権者の損失 $(1/n)(D-\Pi^e)$ よりも大きい。しかし、他の債権者が債務放棄に応じず簿価で債権を回収する状況で一人だけが債権放棄に応じて企業を存続させた場合、その債権者の損失は $D-\Pi^e$ となるだけである。 n が十分に大きい限り、これは $(1/n)(D-L)$ より大きい。したがって、他の債権者の行動を所与とする限り、各債権者は債権放棄に応じない方が損失は少なくなり、再交渉が成立しないことによる過剰債務問題が発生する。

4. 「問題企業」のその後

(1) 存続の有無

以下の分析では、『金融ビジネス』2001年12月号で「問題企業」とされた72社のうち、1996年から2006年までの11年間に継続して株価が利用可能な非金融法人37社を

⁶ この点は、Bolton and Scharfstein (1996)によって指摘されたものである。

⁷ n が小さい場合、優先権の行使は他の債務者の意思決定に影響を与える可能性があるが、ここでは、 n が十分に大きいことを暗黙に仮定し、その可能性を排除している。

考察の対象とする。『金融ビジネス』の記事では、2001年12月当時の上場企業3394社（決算期変更した企業などは除く）のうち、①直近の本決算（単独決算ベース）で500億円以上の有利子負債を負い、②2001年9月28日の株価（終値）が額面の3倍以下であり、③直近の本決算（単独決算ベース）で配当がゼロである、という3つの基準をすべて満たした企業を、「問題企業」と定義している。

表1は、「問題企業」とされた72社が、その後の景気回復過程でどうなったかを2007年度末までまとめたものである。まず、会社更生法や民事再生法などによって法的処理を受けた企業は、10社存在する。また、完全子会社化や対等合併によって上場廃止になった企業は、13社あった。上場企業全体の平均と比較すると高い比率である。しかし、2006年待つ時点では、どちらにも該当しない企業が49社もあり、当時「問題企業」と呼ばれた企業の大半は、法的処理や上場廃止が行われず、存続したことになる。⁸

（2）株価の推移

表2は、株価が継続して取れる各「問題企業」の株価の変化倍率を、（1）2002年3月末日の終値／1996年1月初日の終値、（2）2006年12月末日の終値／2002年4月初日の終値、（3）2006年12月末日の終値／1996年1月初日の終値、をそれぞれ計算することによって示したものである。表の最初の2行では、比較のために、日経平均225種およびTOPIXの変化比率も同時に示してある。株価のデータはすべて、東洋経済の『株価CD-ROM2007年版』から採用したもので、株式併合等で一株あたりの株価が非連続的に変化したものに関しては、調整係数をかけて調整してある。ただし、一株あたりの株価が非連続的に変化した企業とそうでない企業では明らかにパフォーマンスが異なるので、表では、一般株主への減資は行われず、株価が連続的に変化したグループ（グループ1）と減資による株式併合が行われた結果、株価に連続性がないグループ（グループ2）の2つのグループに分けて示してある。

まず、最初の列から1996年1月から2002年3月までの変化倍率をみると、いずれのグループでもほぼすべての企業の株価が、日経平均やTOPIXを大幅に下回っていることがわかる。グループ1では1社のみが日経平均を上回っただけで、グループ1の平均では株価がこの期間に約5分の1に下落している。グループ2でも1社のみが日経平均とTOPIXを上回っただけで、グループ2の平均では株価がこの期間に約5分の1以下になっている。この期間は、日経平均が約半分、TOPIXが約3分の2と日本経済全体の株価も大きく低迷した時期であったが、いずれのグループでもほとんどの企業の株価がそれらを大きくしのぐ勢いで下落したことが読み取れる。

次に第2列から2002年4月から2006年12月までの変化比率をみると、グループ1では大多数の企業の株価が、日経平均やTOPIXを大幅に上回っていることがわかる。グル

⁸ ただし、2007年末からの景気後退の結果、その後、2008年10月と2009年2月に計2社が新たに民事再生法を申請した。また、2008年3月と2009年4月に計2社が新たに完全子会社化となり、上場廃止となった。

ープ1では日経平均とTOPIXを下回った1社のみで、グループ1の平均では株価がこの期間に4.5倍になっている。この期間は、日経平均とTOPIXがともに約1.6倍になっているが、グループ1の大多数の企業の株価がそれらを大きく上回る勢いで上昇したことが読み取れる。この傾向は、グループ2の企業ではそれほど明確ではなく、この期間に株価が、日経平均やTOPIXを上回った企業は、グループ2では半分程度である。ただし、グループ2でも平均では、日経平均とTOPIXを上回る上昇率になっている。

存続した企業のみを対象としているためサンプル・セレクション・バイアスは存在するが、存続した「問題企業」の多くは結果的にそのマーケットでのパフォーマンスを大幅に改善させていることになる。

(3) 利潤率の変化

表3は、同様の企業を対象として、1996年度から2006年度までの11年間、売上高利益率がどのように推移したかを、(1) 営業利益、(2) 経常利益、(3) 税引き前利益に関してそれぞれ見たものである。大半の企業が売上高利益率を、1996年度から2001年度までは減らしている反面、2001年度から2006年度までは逆に増やしている。

2001年度から2006年度までの売上高利益率の増加は、グループ1に属する企業でより顕著で、グループ2の平均では約1.4ポイントの改善にとどまったのに対して、グループ1の平均では約3.7ポイントの改善がみられる。これは、表2で示した株価の推移とも整合的である。しかし、1996年度から2001年度までの売上高利益率の下落は、グループ1に属する企業の方がグループ2に属する企業よりも大きい傾向が見られる。特に、営業利益や経常利益を用いた場合には、グループ2に属する企業ではこの時期でも逆に利益率が改善している企業も少なくなかった。これは、表2で示した株価の推移とは整合的ではない。「失われた10年」の日本経済では、一部の企業の業績悪化が会計上の利益減少として十分に反映されなかった可能性を示唆する結果である。1990年代後半から2000年代初頭における企業パフォーマンスの悪化が、グループ2に属する企業では、営業利益や経常利益に十分反映されていなかったことを示唆するものである。

5. イベント・スタディー

(1) イベント・スタディーの手順

本稿の主たる目的は、日本経済が回復する過程において、なぜ「問題企業」が復活したのかをイベント・スタディーで考察することである⁹。そこで、以下の分析では、「問題企業」と分類されていた企業群について、その後、企業価値がどのような要因でどのように変化していったかを、株価の超過収益率(アブノーマル・リターン)を使ったイベント・スタディーで行うことによって推計を行う。

⁹ イベント・スタディーに関しては、たとえば、Campbell, Lo, and MacKinlay (1997)を参照。

アブノーマル・リターンは、TOPIX を市場ポートフォリオとする 1 ファクター・モデルにもとづいて計算する。具体的には、日次データを用いて、各企業の株価収益率を TOPIX の変化率と定数項に回帰し、その残差によって各企業のアブノーマル・リターンをイベントごとに計算する。計算の際に用いたイベント・ウインドーは、原則として、イベント日とその前 100 日間の計 101 日である。¹⁰

「問題企業」が復活した要因としては、さまざまな可能性が考えられる。本稿の以下の分析では、大別して 3 つの要因を考察する。第 1 は、企業自身によるリストラ効果である。人件費削減や資産の圧縮などのコストカットや一部業務の撤退などリストラが業績を改善させたかどうかを検証される。第 2 は、企業の経営構造の変化である。なかでも他の企業との提携や経営統合に焦点を当てる。第 3 は、金融機関や外部のスポンサー企業による支援である。債務免除や減資・増資が、「問題企業」の復活をもたらしたのかどうかを検討する。

イベント日の選択は、『日本経済新聞』の報道をベースとする。イベント日を選択する際の手順は、以下の通りである。まず、1996 年 1 月 1 日から 2006 年 12 月 31 日までの『日本経済新聞』の記事を収録した CD を使って、分析の対象となる企業名を検索する。ただし、検索された当該企業を取り扱った記事の多くは、企業の再建とは直接関係ないテーマを取り扱ったものである。そこで次に、検索によって得られた記事のうち、上述の 3 つのタイプの要因に関連した記事をおもに新聞記事の見出しをベースにピックアップし、分類する。最後に、これら記事のうち、株価の超過収益率がイベント日の前後 1 日を含めて統計的に有意 (10% 有意水準) に反応しない場合、ニュース性のないものとして削除し、それ以外をイベント日として採用する。

当該企業の再建に関する新聞記事は膨大である。それらを要因ごとに分類する際に恣意性を伴う可能性があるが、以下では一定の原則で分類した。まず、記事の中には、1 つの記事で複数のタイプの企業再建に関して言及するものもあった。しかし、このような記事でも、見出しでは特定のタイプの企業再建にのみ言及しているケースが大半であった。そこで、このような記事に関しては、見出しで言及されている企業再建で分類し、見出しでも複数のタイプの企業再建に言及している稀な例のみダブル・カウントを行った。

一方、企業再建を取り扱った記事でも、過去の再建事例の解説などニュース性のないものは少なくなかった。これらニュース性のない記事は、新聞記事の見出しが企業再建に関連していても、分類の対象からは除外した。また、仮に企業再建に関連する問題が簡単にふれられていた場合でも、記事の焦点が別であり、新聞の見出しも企業再建とは無関係なものも散見された。これらの記事も、企業再建の内容に関してあいまいさが高いことから、分類の対象からは除外した。

¹⁰ 頑健性のチェックのため、イベント・ウインドーからイベント日とその前日を除いて同様の推計も行ったが、以下の結果は本質的には変わらなかった。

(2) イベントのタイミング

表4は、グループ1とグループ2について、期間別・タイプ別に、イベント日の数をそれぞれまとめたものである。グループ1とグループ2のいずれについても、イベント日の数が圧倒的に多いのは2002年である。不良債権比率が2001年3月にピークとなり、それを解決するための本格的な取り組みが2002年を通じて幅広く行われたことを示している。2002年10月30日には、不良債権問題の抜本的解決を目的として「金融再生プログラム（いわゆる竹中プラン）」が公表され、同年12月には金融庁内に金融問題タスクフォースも設立されている。ただし、2002年のイベント日の数は、上半期と下半期がほぼ同数で、これら金融庁での取り組みに先駆けて、「問題企業」では各種の取り組みが行われていたことになる。

イベント日をタイプ別に見ると、グループ2では、金融支援関連がすべての期間を通じてもっとも多い。これに対して、グループ1では、リストラ関連のイベントが2001年まではもっとも多い。グループ1に属する企業では、人件費の削減や資産の圧縮などのリストラによって、経営再建がまずは試みられたことを示唆するものである。しかし、グループ1でも、2002年以降は、経営構造や金融支援に関連したイベントが大半となっている。特に、2003年と2004年では、グループ1とグループ2のいずれについても、金融支援関連が大半となっている。本格的な回復過程では、単なるリストラでは不十分で、金融支援が重要であったことを示唆するものである。

新聞記事を使ったこれらイベント検索の1つの問題点は、ニュースが経済状況が悪いときに多くなる傾向があることである。これは、経済状況が全体として改善しているときには何も追加的なアクションを起こさなくても企業業績が順調に回復しやすいという実態をある意味で反映している。しかし、他方で、一般紙の新聞報道といえども、あるいみで他人の不幸を喜ぶゴシップ的なニュースに注目する傾向があるからともいえる。ただし、われわれのイベント日の年別の分布を見ると、2002年に収集している以外は、極端なイベントの偏りが年別には必ずしも見られない。

6. 推計結果

(1) グループ1

表5は、グループ1に属する企業について、そのアブノーマル・リターンに統計的に有意なインパクトを与えたイベントの数を、(1) 10%有意水準および(2) 5%有意水準それぞれについてイベントのタイプ別に示したものである。グループ1に属する企業において、もっとも有意なイベントが多かったのは、「他社との業務提携」である。効果はプラスの場合もマイナスの場合もあったが、プラスのインパクトを与えたイベントがマイナスのインパクトを与えたイベントの約2倍であった。他社との業務提携は、平均すると、株価を上昇させるシナジー効果があったといえる。このことは、「業務提携の失敗」のイベントが、マイナスのインパクトを与えていることからサポートでき

る。ただし、「他社との業務提携」では、マイナスのインパクトであったイベントも少なからずあり、提携内容が限定的な場合など業務提携のあり方次第では、株価は逆に下落したことが読み取れる。

グループ1の企業で次に有意なインパクトが多かったイベントは、「他の事業法人からの金融支援」と「一部事業からの撤退」である。グループ1の企業では、事業法人がスポンサー企業として減資や第三者割り当て増資に応ずることによって行う金融支援が、銀行による金融支援よりもむしろ一般的であった。ただ、「他の事業法人からの金融支援」が株価のアブノーマル・リターンに与えたインパクトは、プラスのイベントがやや多いものの、マイナスのイベントも少なくない。スポンサー企業の健全性に疑念がある場合や金融支援が単なる損失処理に限定される場合など、支援企業のタイプや支援のスタンスなどによっては、その効果は異なるといえる。一方、「一部事業からの撤退」は、プラスのインパクトを与えたイベントが大半である。表では統計的に有意な新聞報道のみを取り扱っているため、事業からの撤退に関する報道がなされた日に常に株価が上昇していたわけではないが、不採算な事業からいち早く撤退することがおおむね企業価値を高める上で重要であったといえる。

イベント数はやや少なくなるが、グループ1の企業でプラスのインパクトが大半であったその他のイベントは、「人件費の削減」や「資産売却」によるリストラクチャリングおよび「銀行による金融支援」である。ただし、検索された「人件費の削減」や「資産売却」に関する新聞報道の多くは、アブノーマル・リターンに有意なインパクトを与えていなかったため、表では数としてカウントされていないことは注意を要する。われわれのイベント・スタディーでは、インパクトが報道の前日または当日に有意でない場合には「ニュース性」がないものとしてイベントに含んでいない。これは、新聞報道のなかには市場では既知の情報も少なくなく、その場合、報道の数日前から株価に織り込まれているということを前提としたためである。このような前提が妥当なケースは少なくないと予想されるが、他方では株価に実際に効果が無かった未知のニュースをイベントから排除している可能性は否定できない。

(2) グループ2 (除く小売業D社)

表6は、小売業D社を除くグループ2に属する企業について、そのアブノーマル・リターンに統計的に有意なインパクトを与えたイベントの数を、(1) 10%有意水準および(2) 5%有意水準それぞれについてイベントのタイプ別に示したものである¹¹。グループ2に属する企業では、「銀行による金融支援」が有意なインパクトを与えたイベント数が圧倒的に多く、その大半でインパクトがプラスであった。これは、グループ1に

¹¹ 小売業D社に関しては、経営再建の問題が世間の注目を浴びたこともあり、イベント数はグループ2の他の企業と比べて飛びぬけて多かった。このため、小売業D社を含めると、グループ2の結果は、小売業D社のイベント数に大きく左右されてしまう。また、小売業D社に関する報道は、複数のイベントが同時に報道される傾向が他の企業よりも多く、イベントの判別も難しかった。このため、以下の分析では、小売業D社を分析対象から外した。

属する企業では「他の事業法人からの金融支援」がより重要であったのとは対照的である。企業価値の下落がより深刻であったグループ2に属する企業では、主力行による債権放棄を伴う金融支援が、企業価値の回復にはもっとも重要であったといえる。

ただし、銀行による金融支援を借り手企業が要請するだけのニュースは、逆にマイナスのインパクトを与えるものが大半であった。借り手が金融支援を要請するというニュースは、企業の財務内容の悪化が深刻であることの表れであると同時に、要請しても実際に支援を受け入れられるかどうかはその段階では不確実である。マイナスのインパクトは、このような状況を反映したものと見える。

グループ2に属する企業で次に多くの有意なインパクトを与えたイベントは、「他社との提携・経営統合」であり、いずれもプラスのインパクトが観察された。グループ1に属する企業では「他社との業務提携」は提携が業務の一部にとどまるケースが大半であったが、グループ2に属する企業では経営統合・合併が大半であった。本格的な経営統合によるシナジー効果で業界での競争力を高めることが、企業価値を高める上で重要であったといえる。これは、「合併の失敗」に関するイベントがマイナスのインパクトであったことからサポートされる。

イベント数は相対的に少ないが、グループ2に属する企業でプラスのインパクトを与えたそれ以外のものとしては、「人件費削減」と「役員受入」に関するイベントがある。

「人件費削減」に関しては、グループ1に属する企業に対するイベント・スタディーと同様に、インパクトが有意でなかった複数の新聞情報がイベントに含まれていないという留意点が必要であるが、「役員受入」に関するイベントは数少ない新聞報道が有意な正のインパクトを与えていた。メインバンクからの役員受入は、伝統的なメインバンクの企業救済の手段の1つであるが、事例が少ないとはいえ、企業価値の回復に役立ったといえる。

一方、一般株主に対する減資に関するイベントは、すべて株価のアブノーマル・リターンにマイナスのインパクトを与えていた。ただし、減資によって既存の株主の持分が下落するのは当然の帰結であり、このイベントに関しては株価が下落したからといって、真の企業価値の回復を妨げたとはいえない。

7. 金融支援の意義

前節の分析結果では、イベントが株価にいかなる影響を与えたかを検証した場合、一般株主への減資が行われなかったグループ1では、他社との業務提携やスポンサー企業の金融支援が、また減資が行われたグループ2では、銀行の金融支援と他社との経営統合が大きな影響を与えていた。これらの結果は、金融支援や業務提携・経営統合が「問題企業」が復活する上で有用であると市場は評価していたことを示唆するものである。しかしながら、これらの結果は、リストラや経営構造の改革が企業価値の向上に効果的でないことを必ずしも意味するものではない。なぜなら、多くの場合、スポンサー企業

の金融支援や銀行の金融支援の決定は、企業自身によるリストラや経営構造の改革を伴って行われることが大半だからである。

企業がリストラクチャリングを行う過程で、企業が提示するリストラ案や経営構造の改革案はしばしば不十分なものである。見かけ上の改革案は市場の失望を招き、逆に市場における企業価値の評価を低下させる。したがって、仮にリストラや経営構造の改革が企業価値を高めるとしても、それが市場でポジティブな評価を受けるには、リストラクチャリングの実効性に関してのクレディビリティが重要となる。

スポンサー企業の金融支援や銀行の金融支援の決定は、このような実効性に関してのクレディビリティを高める機能を果たす側面がある。なぜなら、スポンサー企業の金融支援や銀行の金融支援の決定は、企業から提示されたリストラや経営構造の改革案を支援企業あるいは銀行が十分なものであると判断した場合にのみ行われることが多いからである。

たとえば、表7-(1)は、輸送機器C社に対して金融支援が決定される際に発表された「新三カ年計画」の骨子をまとめたものである。2002年10月25日に発表されたこの経営再建計画では、GMや主要5行から金融支援を受けることが具体的に示されている。しかし、それと同時に、資産売却、生産委託、組織のスリム化といったリストラに関する計画や金融機関からの副社長の受入などガバナンス改革案も具体的に盛り込まれている。金融支援の決定が、これらリストラクチャリングの実行とセットで認められたことを示唆するものである。

同様のことは、表7-(2)にまとめられて建設D社の「中期三カ年計画」骨子にもみられる。この企業は、2002年2月21日、主力3行に金融支援を要請し、その際、グループ再編とグループ全体の持ち株会社を設立の2段階からなる経営再建計画を発表した。これらはリストラクチャリングの実施を公約することで金融機関から支援を受けようとする試みである。とくに、第2段階の計画は、資産売却、人員削減、役員報酬のカットといった具体的なリストラ案が盛り込まれている。金融支援の決定は、金融機関側がこれらの計画が実効性のあるものであると判断した場合にのみなされるものであり、その意味で、リストラクチャリングのクレディビリティに関するシグナルを市場に発信する機能を兼ね備えていたといえる。

8. まとめ

本稿では、「失われた10年」から日本経済が回復する過程において、なぜ「問題企業」の多くが復活したのかを、株価の超過収益率（アブノーマル・リターン）を使ったイベント・スタディーを行うことで考察した。「問題企業」とされた企業の復活には、①リストラ、②経営構造改革、③金融支援、の3要因がいずれも寄与した。その意味では、日本経済が回復する過程で、幸運な外的要因だけでなく、企業の経営努力や経済政策のあり方が「問題企業」が復活する上で効果的であったといえる。しかし、これら3つの

要因がもたらした効果は常にプラスではなく、やり方によっては逆効果の場合も数多く存在した。

本稿の結果から、日本の経験は、経済危機下での経営再建に関して、反面教師的な面も含めて、有益な含意をもっているといえる。経済危機からの復活には、後ろ向きの改革ではなく、より収益性を高めることを見据えたメリハリをつけた改革が必要である。必要なものと無駄なものを適切に選別し、前者には十分な対価を支払う一方、後者は積極的に整理する、メリハリのついたリストラが重要であったと考えられる。

参考文献

- 小川一夫、(2003)、『大不況の経済分析』、日本経済新聞社。
- 小幡績・坂井功治、(2005)、「メインバンク・ガバナンスと「追い貸し」」『経済研究』第56巻2号、pp.149-161.
- 鯉淵賢・福田慎一、(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
- 櫻川昌哉、(2002)、『金融危機の経済分析』東京大学出版会。
- 関根敏隆・小林慶一郎・才田友美、(2003)、「いわゆる「追い貸し」について」、『金融研究』第22巻第1号、日本銀行金融研究所、pp.129-156.
- 杉原茂・笹田郁子、(2002)、「不良債権と追い貸し」『日本経済研究』第44号、pp.63-87.
- 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』VOL29-1、日本政策投資銀行設備投資研究所。
- 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.
- 福田慎一・粕谷宗久・赤司健太郎、(2008)、「金融危機下における銀行貸出と生産性：企業別成長会計を使った「追い貸し」の検証」『経済学論集』第74巻第2号、pp.40-55.
- 星岳雄、(2000)、「なぜ日本は流動性の罠から逃れられないか」深尾光洋・吉川洋編、『ゼロ金利と日本経済』、日本経済新聞社、pp.233-266.
- 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.41-68.
- Ahearne, A.G., and N. Shinada, (2005), "Zombie Firms and Economic Stagnation in Japan," International Economics and Economic Policy 2, pp.363-381.
- Berglöf, E., and G. Roland, (1995), "Bank Restructuring and Soft Budget Constraints in Financial Transition," Journal of the Japanese and International Economics 9(4), pp. 354-375.
- Bolton, P., and D. Scharfstein, (1990), "A Theory of Predation on Agency Problems in Financial Contracting," American Economic Review 80, pp.93-106.
- Bolton, P., and D. Scharfstein, (1996), "Optimal Debt Structure and the Number of Creditors," Journal of Political Economy 104, pp.1-25.
- Caballero, R., Hoshi, T., and A. Kashyap, (2008) "Zombie Lending and Depresses Restructuring in Japan," American Economic Review 98(5), pp. 1943-1977.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo, and A. Craig MacKinlay, (1997), Econometrics of Financial Markets, Princeton, Princeton University Press.
- Dewatripont, M., and E. Maskin, (1995), "Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies," Review of Economic Studies 62(2), pp. 541-555.
- Fukuda, S., and S. Koibuchi, (2006), "The Impacts of "Shock Therapy" under a Banking Crisis: Experiences from Three Large Bank Failures in Japan," Japanese Economic Review, 57(2):

232-256.

- Fukuda, S., and S. Koibuchi (2007) "The Impacts of "Shock Therapy" on Large and Small Clients: Experiences from Two Large Bank Failures in Japan," Pacific-Basin Finance Journal, 15(5), pp.434-451.
- Fukuda, S., M. Kasuya and J. Nakajima, (2006), "Deteriorating Bank Health and Lending in Japan: Evidence from Unlisted Companies under Financial Distress," Journal of Asia Pacific Economy, 11(4), pp. 482-501.
- Peek, J., and E.S. Rosengren, (2005) "Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan," American Economic Review, 95(4): 1144-1166.

表 1. 「問題企業」の存続の有無

業種		業種	
鉱業A社	産業再生機構へ	輸送機器A社	分社・合併後、存続
鉱業B社	会社分割	機械B社	
建設A社	2002.3 会社更生法申請	電気機器A社	
建設B社		電気機器B社	
建設C社	会社分割	電気機器C社	
建設D社		機械C社	
建設E社	他社と合併し、存続	輸送機器B社	
建設F社	2002.3 民事再生法申請	輸送機器C社	
建設G社	他社と合併し、存続	輸送機器D社	
建設H社	上場廃止(他社と対等合併)	小売業A社	2002.4 民事再生法申請
建設I社	2002.7 民事再生法申請	卸売業A社	
建設J社	会社分割	卸売業B社	上場廃止(他社による吸収合併)
建設K社	2003.10 民事再生法申請	卸売業C社	他社と合併し、存続
建設L社		卸売業D社	他社の連結子会社化
建設M社	建設事業譲渡	繊維製品B社	上場廃止(他社と対等合併)
建設N社		卸売業A社	上場廃止(他社と対等合併)
建設O社	2001.12 民事再生法申請	卸売業B社	
建設P社		卸売業C社	
建設Q社	上場廃止(他社と対等合併)	卸売業D社	
繊維製品A社		卸売業E社	
パルプ・紙A社	上場廃止(完全子会社化)	卸売業F社	上場廃止(完全子会社化)
化学A社		小売業B社	上場廃止(完全子会社化)
化学B社	上場廃止(完全子会社化)	小売業C社	上場廃止(完全子会社化)
鉄鋼A社	上場廃止(他社と対等合併)	小売業D社	産業再生機構へ
鉄鋼B社		小売業E社	2001.12 民事再生法申請
鉄鋼C社		小売業F社	2001.9 民事再生法申請
鉄鋼D社	他社の持分法適用関連会社となる	その他金融A社	伊藤忠が第三者割当増資引受
鉄鋼E社		その他金融B社	新生銀行と全面提携
鉄鋼F社		不動産A社	
鉄鋼G社	2002.2 会社更生法申請	不動産B社	
非鉄金属A社		不動産C社	産業再生機構へ
非鉄金属B社		不動産D社	上場廃止(完全子会社化)
非鉄金属C社		陸運A社	
金属製品A社	上場廃止(他社と対等合併)	卸売業G社	
金属製品B社		卸売業H社	
機械A社	2001.11 会社更生法申請	卸売業I社	

注：2007年以降、建設L社（2008年10月）と不動産B社（2009年2月）が新たに民事再生法を申請した。
また、卸売業B社（2008年3月）と不動産D社（2009年4月）が新たに完全子会社され、上場廃止となった。

表2. 「問題企業」の株価の変化（比率）

	96/1-02/3	02/4-06/12	96/1-06/12
日経平均	0.53	1.56	0.84
TOPIX	0.65	1.60	1.03
グループ1			
輸送機器C社	0.14	7.66	1.11
電気機器C社	0.16	2.50	0.40
不動産B社	0.10	1.77	0.18
輸送機器A社	0.14	6.17	0.89
卸売業C社	0.19	1.82	0.37
繊維製品A社	0.25	2.01	0.47
非鉄金属C社	0.27	7.17	1.89
鉄鋼D社	0.15	7.61	1.10
卸売業E社	0.34	3.64	1.18
鉄鋼B社	0.15	10.34	1.57
非鉄金属B社	0.21	3.29	0.67
機械B社	0.23	13.89	3.17
化学A社	0.56	2.49	1.37
卸売業D社	0.33	2.58	0.87
鉄鋼C社	0.14	8.16	1.17
電気機器A社	0.34	2.46	0.82
輸送機器B社	0.27	3.52	0.93
不動産C社	0.11	7.09	0.79
卸売業D社	0.19	2.69	0.50
建設P社	0.10	1.16	0.12
輸送機器D社	0.20	3.79	0.81
鉄鋼E社	0.25	3.85	1.03
非鉄金属A社	0.14	3.47	0.49
卸売業H社	0.26	5.21	1.29
金属製品B社	0.09	2.08	0.19
グループ1平均	0.21	4.66	0.93
グループ2			
小売業D社	0.07	0.87	0.06
電気機器B社	0.39	1.56	0.58
卸売業B社	0.89	1.76	1.44
建設N社	0.03	1.80	0.05
建設G社	0.06	0.67	0.04
建設L社	0.05	0.88	0.04
建設D社	0.07	3.16	0.20
不動産A社	0.14	4.93	0.68
鉄鋼F社	0.08	9.39	0.79
機械C社	0.12	0.85	0.10
建設B社	0.08	1.03	0.08
建設E社	0.06	0.24	0.02
グループ2平均	0.17	2.26	0.34

表 3- (1) 売上高利益率の変化： 営業利益

	1996年度末から 2001年度末	2001年度末から 2006年度末	1996年度末から 2006年度末
全産業			
全企業	-0.002	0.009	0.008
資本金10億以上	-0.002	0.017	0.015
資本金1億以上10億未満	0.000	0.009	0.009
グループ1			
輸送機器C社	-0.017	0.053	0.035
電気機器C社	0.000	-0.028	-0.027
不動産B社	0.001	0.029	0.031
輸送機器A社	-0.041	0.089	0.047
卸売業C社	0.001	0.013	0.014
繊維製品A社	0.011	0.035	0.046
非鉄金属C社	0.012	0.040	0.052
鉄鋼D社	0.035	0.059	0.094
卸売業E社	0.000	0.004	0.004
鉄鋼B社	-0.040	0.189	0.149
非鉄金属B社	0.005	0.018	0.023
機械B社	-0.010	0.041	0.032
化学A社	-0.039	0.050	0.011
卸売業D社	0.002	0.004	0.006
鉄鋼C社	-0.034	0.065	0.032
電気機器A社	0.019	0.020	0.039
輸送機器B社	-0.019	0.024	0.005
不動産C社	-0.013	0.046	0.033
卸売業D社	-0.003	0.018	0.015
建設P社	0.010	-0.012	-0.002
輸送機器D社	0.011	0.016	0.027
鉄鋼E社	0.027	0.067	0.094
非鉄金属A社	-0.007	0.029	0.022
卸売業H社	0.002	0.003	0.006
金属製品B社	-0.017	0.046	0.030
グループ1平均	-0.004	0.037	0.033
グループ2			
小売業D社	0.012	-0.008	0.004
電気機器B社	-0.005	-0.005	-0.010
卸売業B社	-0.004	0.017	0.013
建設N社	-0.011	-0.006	-0.018
建設G社	0.015	-0.011	0.004
建設L社	-0.005	-0.011	-0.016
建設D社	0.015	0.047	0.062
不動産A社	0.052	0.025	0.077
鉄鋼F社	0.032	0.120	0.152
機械C社	-0.030	-0.010	-0.041
建設B社	-0.022	0.001	-0.021
建設E社	0.005	0.011	0.016
グループ2平均	0.004	0.014	0.019

表3- (2) 売上高利益率の推移： 経常利益

	1996年度末から 2001年度末	2001年度末から 2006年度末	1996年度末から 2006年度末
全産業			
全企業	0.002	0.014	0.016
資本金10億以上	0.001	0.025	0.026
資本金1億以上10億未満	0.003	0.012	0.015
グループ1			
輸送機器C社	-0.019	0.067	0.048
電気機器C社	-0.006	-0.023	-0.029
不動産B社	-0.010	0.046	0.035
輸送機器A社	-0.043	0.104	0.061
卸売業C社	0.000	0.014	0.014
繊維製品A社	0.010	0.022	0.032
非鉄金属C社	0.008	0.047	0.054
鉄鋼D社	0.026	0.076	0.102
卸売業E社	0.004	0.005	0.009
鉄鋼B社	-0.030	0.232	0.202
非鉄金属B社	0.006	0.022	0.028
機械B社	0.002	0.060	0.061
化学A社	-0.033	0.052	0.019
卸売業D社	0.003	0.005	0.008
鉄鋼C社	-0.029	0.106	0.077
電気機器A社	0.017	0.045	0.063
輸送機器B社	-0.023	0.024	0.000
不動産C社	0.013	0.071	0.084
卸売業D社	-0.001	0.017	0.016
建設P社	0.005	-0.007	-0.002
輸送機器D社	0.002	0.031	0.033
鉄鋼E社	0.017	0.085	0.102
非鉄金属A社	-0.008	0.053	0.045
卸売業H社	0.002	0.004	0.007
金属製品B社	-0.037	0.053	0.016
グループ1平均	-0.005	0.048	0.043
グループ2			
小売業D社	0.008	-0.007	0.001
電気機器B社	-0.014	0.011	-0.003
卸売業B社	-0.012	0.026	0.014
建設N社	-0.003	-0.001	-0.003
建設G社	0.009	0.002	0.011
建設L社	-0.001	-0.006	-0.006
建設D社	0.026	0.058	0.084
不動産A社	0.051	0.035	0.086
鉄鋼F社	0.026	0.136	0.162
機械C社	-0.050	0.004	-0.046
建設B社	-0.022	0.002	-0.020
建設E社	0.001	0.014	0.016
グループ2平均	0.002	0.023	0.025

表3- (3) 売上高利益率の推移： 税引き前利益

	1996年度末から 2001年度末	2001年度末から 2006年度末	1996年度末から 2006年度末
全産業			
全企業	-0.011	0.026	0.015
資本金10億以上	-0.026	0.053	0.028
資本金1億以上10億未満	-0.004	0.016	0.012
グループ1			
輸送機器C社	-0.080	0.131	0.051
電気機器C社	-0.067	0.039	-0.029
不動産B社	-0.014	0.048	0.034
輸送機器A社	-0.098	0.163	0.066
卸売業C社	-0.061	0.066	0.005
繊維製品A社	-0.035	0.051	0.016
非鉄金属C社	0.009	0.045	0.054
鉄鋼D社	0.017	0.120	0.138
卸売業E社	0.000	0.009	0.010
鉄鋼B社	-0.163	0.363	0.200
非鉄金属B社	0.026	-0.001	0.025
機械B社	-0.009	0.063	0.055
化学A社	-0.163	0.197	0.034
卸売業D社	0.003	0.004	0.006
鉄鋼C社	-0.072	0.142	0.070
電気機器A社	0.018	0.142	0.160
輸送機器B社	-0.023	0.018	-0.005
不動産C社	-1.455	1.574	0.120
卸売業D社	0.006	0.008	0.014
建設P社	-0.008	-0.004	-0.012
輸送機器D社	-0.029	0.066	0.038
鉄鋼E社	-0.026	0.086	0.060
非鉄金属A社	0.005	0.046	0.051
卸売業H社	-0.025	0.036	0.011
金属製品B社	-0.061	0.164	0.103
グループ1平均	-0.092	0.143	0.051
グループ2			
小売業D社	-0.228	0.268	0.039
電気機器B社	0.028	0.021	0.049
卸売業B社	-0.041	0.054	0.013
建設N社	-0.007	0.018	0.011
建設G社	-0.101	0.110	0.009
建設L社	-0.001	0.001	0.000
建設D社	-0.549	0.614	0.065
不動産A社	-0.007	0.084	0.078
鉄鋼F社	0.002	0.161	0.163
機械C社	-0.044	0.005	-0.039
建設B社	-0.037	0.024	-0.013
建設E社	-0.077	0.069	-0.008
グループ2平均	-0.088	0.119	0.031

表4. 暦年別のイベント数

グループ1					
	計	リストラ関連	経営構造関連	金融支援関連	その他
1996年	0	0	0	0	0
1997年	3	0	1	1	1
1998年	2	2	0	0	0
1999年	5	3	1	0	1
2000年	6	3	1	1	1
2001年	7	4	3	0	0
2002年	14	1	7	6	0
上半期	6	0	2	4	0
下半期	8	1	5	2	0
2003年	6	0	1	4	1
2004年	5	1	0	4	0
2005年	0	0	0	0	0
2006年	2	1	0	1	0
合計	50	15	14	17	4

グループ2					
	計	リストラ関連	経営構造関連	金融支援関連	その他
1996年	1	0	0	1	0
1997年	2	0	0	2	0
1998年	4	0	1	2	1
1999年	1	0	0	1	0
2000年	7	1	2	4	0
2001年	2	0	1	1	0
2002年	16	3	2	11	0
上半期	7	2	2	3	0
下半期	9	1	0	8	0
2003年	4	0	1	3	0
2004年	4	0	1	2	1
2005年	3	0	1	2	0
2006年	2	2	0	0	0
合計	46	6	9	29	2

表5. イベントタイプ別のインパクト： グループ 1 のケース

(1)10%有意水準

	計	プラス	マイナス
リストラクチャリング			
a 人件費	2	2	0
b 資産売却	3	2	1
c aとb両方	2	2	0
d 事業撤退	7	5	2
d' 分社化	1	0	1
経営構造			
e 提携	12	8	4
f 提携失敗	1	0	1
g 役員受入	1	0	1
金融支援			
h 銀行	3	3	0
i 事業法人	7	4	3
j hとi両方	2	2	0
k 支援要請	1	0	1
l 産業再生機構	3	1	2
m 減資	1	0	1
財務情報その他			
n 赤字公表	1	0	1
o 損失処理	1	0	1
p 利益見通し	1	1	0
q 産業再生法のみ	1	0	1
合計	50	30	20

表5. イベントタイプ別のインパクト： グループ 1 のケース（続き）

(2)5%有意水準

	計	プラス	マイナス
リストラクチャリング			
a 人件費	1	1	0
b 資産売却	2	1	1
c aとb両方	1	1	0
d 事業撤退	5	4	1
d' 分社化	1	0	1
経営構造			
e 提携	8	5	3
f 提携失敗	1	0	1
g 役員受入	0	0	0
金融支援			
h 銀行	3	3	0
i 事業法人	6	4	2
j hとi両方	2	2	0
k 支援要請	1	0	1
l 産業再生機構	1	1	0
m 減資	1	0	1
財務情報その他			
n 赤字公表	0	0	0
o 損失処理	1	0	1
p 利益見通し	1	1	0
q 産業再生法のみ	1	0	1
合計	36	23	13

表6. イベントタイプ別のインパクト： グループ2（除く小売D社）のケース

(1) 10%有意水準

	計	プラス	マイナス
リストラクチャリング			
A 人件費	3	3	0
B 資産売却	1	1	0
C AとB両方	1	0	1
D 事業撤退	1	0	1
経営構造			
E 提携・経営統合	5	5	0
F 合併失敗	2	0	2
G 役員受入	2	2	0
金融支援			
H 銀行	15	14	1
I 事業法人	2	2	0
J HとI両方	0	0	0
K 支援要請	7	2	5
L 減資	4	0	4
M 増資(除く第3者割り当て)	1	0	1
財務情報			
O 赤字公表	2	0	2
合計	46	29	17

表6. イベントタイプ別のインパクト： グループ2（除く小売D社）のケース（続）

(2) 5%有意水準

	計	プラス	マイナス
リストラクチャリング			
A 人件費	3	3	0
B 資産売却	0	0	0
C AとB両方	1	0	1
D 事業撤退	1	0	1
経営構造			
E 提携・経営統合	4	4	0
F 合併失敗	2	0	2
G 役員受入	2	2	0
金融支援			
H 銀行	14	13	1
I 事業法人	2	2	0
J HとI両方	0	0	0
K 支援要請	7	2	5
L 減資	4	0	4
M 増資(除く第3者割り当て)	1	0	1
財務情報			
O 赤字公表	2	0	2
合計	43	26	17

表 7. 金融支援決定や要請と同時に発表された再建計画の例

- (1) 輸送機器C社の経営再建計画「新三カ年計画」骨子 (2002年10月25日)
- 2003年1月1日付で北米の生産合弁を解消し、合弁相手に持ち株(49%)を譲渡
 - 自社ブランドのRVを合弁相手に生産委託し、北米での販売を継続
 - GMからOEMでRVを調達
 - GMから代表権を持つ副社長、みずほコーポレート銀から副社長を受け入れる
 - 11月1日付で組織スリム化、現行117部・室から70部に
 - 2003年3月期に特別損失1410億円を計上、連結最終赤字見通しを1700億円に下方修正
 - ポーランド、独、米国にあるディーゼルエンジン関連子会社株式の一部をGMに売却
 - GMが保有するC社の全株式を消却し、GMを引受先として第三者割当増資100億円を実施
 - 主要5行に対する債務1000億円を株式化
- (2) 建設D社の「中期三カ年計画」骨子 (2002年2月21日)
- 第一段階：グループ再編
- マンション管理の子会社とマンション賃貸あっせんの子会社の二社を持ち株会社方式で統合、マンション関連サービスの事業会社を新設。
 - 建設D社本体は公共工事から撤退、「マンション設計・施工」「都市開発」「リフォーム」の三部門に再編。
- 第二段階：グループ全体の持ち株会社を設立
- 主力三行から支援を受け、千五百億円分の債務を普通株と優先株を使って株式化。
 - 保有する不動産の含み損二千億円強を処理。連結ベースで六百三十六億円(二〇〇一年九月中間期)に上る欠損金を解消するため、減資も検討。
 - 人員は本体、グループ十三社ともに自然減で三年後に一割(合計四百人)を削減、三千六百人体制とする。
 - 役員報酬なども大幅に抑制、総人件費を三年間で一〇%減らす。