



ID	JJF00253
----	----------

論文名	人員削減と株価パフォーマンス
	Corporate restructuring and stock price performance
著者名	清水一 山崎尚志
	Hajime Shimizu Takashi Yamasaki
ページ	54-63

雑誌名	経営財務研究
	Japan Journal of Finance
発行巻号	第27巻第2号
	Vol.27 / No. 2
発行年月	2007年12月
	Dec. 2007
発行者	日本経営財務研究学会
	Japan Finance Association
ISSN	2186-3792

人員削減と株価パフォーマンス

清水 一
(高松大学)

山崎 尚志
(神戸大学)

要 旨

希望退職を行うと、人件費が削減され企業収益が向上するため長期的に株価が上昇する要因となる一方、優秀な人材の流出やモチベーションの低下などによりさらに業績が低下し、長期的に株価が下落する要因ともなりうる。本稿では希望退職が正負いずれの効果を持つかを長期の株価パフォーマンスの観点から考察している。分析の結果、第1に、希望退職を実施した場合、24ヶ月以上では有意な正の異常リターンが得られること、第2に、長期で見ると、削減規模が大きいほど累積異常リターンも大きくなる傾向があることが示された。

キーワード：リストラ、希望退職、長期株価パフォーマンス

1 はじめに

リストラとは本来事業の再構築を意味し、人員削減のみを意味するわけではない。しかし、日本では、リストラといえば人員削減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。リストラは日本社会に大きな影響を与えたが、日本企業の業績や効率性、企業価値の向上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。

人員削減は経営悪化企業の最後の手段であるといわれる¹。従業員を減らせば人件費が減るので、その分だけ利益が上がるからである。しかし、人員削減を行うと必要な要員を確保できなかつたり、従業員の士気が落ちるなどで人件費の削減以上に売上が減少し、結果として利益の向上に結びつかない可能性もある。このように、人員削減は利益や企業価値の向上にプラスの効果とマイナスの効果の両方を与えうる。本稿では、人員削減の効果を株価パフォーマンスにより測定することを主たる目的としている。

また、人員削減、とくに、希望退職のような強力なリストラ策を実施するとき、経営者は企業の維持・発展といった長期的な視点を強調することがある。しかし、実際に雇用削減の長期的な効果を調査した研究は、あまり無いといってよい。本稿では、雇用削減の長期的な効果を分析する。

1 駿河 (1997) p.17 参照。

従来行われてきたリストラ研究の多くは、リストラのアナウンスに対して株価がどのように反応したかを分析したものが多く。しかし、本稿では、実際に実施されたリストラ策に対する影響を分析している。

以上をまとめると、本研究が目している点は、①人員削減は企業評価、特に株価パフォーマンスに正負どちらの影響を与えているか、②リストラの結果は短期的な評価ではなく、長期的に評価されるべきであること、③リストラのアナウンスに対する反応ではなく、実際に取られたリストラ策に対する影響を調査する必要があること、の3点である。

本稿では、1991年時点で東証1部に上場している企業（金融業を除く）で1991年から2004年までの財務データを利用できる企業から、希望退職を募集・実施した企業をサンプルとして異常リターンを分析した。

実証結果は、希望退職を実施した場合、24ヶ月以上では有意な正の異常リターンが得られること、また、長期で見ると、削減規模が大きいほどCARも大きくなる傾向があることを示す。この結果は、人員削減がバブル崩壊後の企業の長期的な株価向上に一定の効果をもたらしたことを示唆する。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、第2節で先行研究を紹介する。第3節ではサンプルの説明を行う。第4節では、実証方法に関する議論をまとめている。第5節で回帰結果を示し、その考察を行う。最後に第6節でまとめを行う。

2 先行研究

はじめに述べたように、リストラは人員削減のみを意味するわけではない。例えば、Bowman et al. (1999)ではリストラを、子会社売却、資産売却といった資産リストラ、負債の削減等の財務リストラ、トップの交代や人員削減、給与体系の変更といった組織リストラに分類している。彼らは、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、財務リストラの改善効果が最も高く、組織リストラによる改善の可能性は低いことを報告している。本稿は、先行研究では改善効果が低いとされている、人員削減（組織リストラ）に焦点を当てた研究を行っている。

本稿が分析の対象としている日本企業の雇用削減（雇用調整）行動に関しては、駿河（1997）、阿部（1999）、浦坂・野田（2001）など多くの先行研究が存在する。駿河（1997）では、2期連続して経常利益に赤字が発生すると人員整理がなされることが、6社のケースで実証されている。また、人員整理（雇用削減）のうち解雇は少なく、希望退職の募集・実施が最終的な手段であるとしている。

希望退職の実施は、他のリストラ策がすでに実施されたことを示唆する。この意味で、本稿の分析は、希望退職と他のリストラ策の株価効果が混在し、希望退職のみの株価効果の分析となっていない可能性がある。しかし、上で述べたように、希望退職の募集・実施はリストラ策のうちでも最終手段である。そのため、個々の企業では希望退職の実施以前に様々なリストラ策を実行していたとしても、希望退職の募集・実施を行った企業の比較的大規模なサンプルを分析することで、希望退職を実施した企業の平均的なパフォーマンスを計測できると考えられる²。本稿では、このような点も考慮して、希望退職の募集・実施企業をサンプルとしている。

本稿は、希望退職の募集・実施企業を分析しているので、業績がかなり悪化している企業が多い。このことに関連し、業績が悪化し始めた企業が、自発的に行うリストラに関する研究も行われている。例

例えば, John et al. (1992), Kang/Shivdasani(1997), Denis/Kruse(2000) などの研究である。例えば, Kang/Shivdasani(1997) では, 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る。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。彼らは, 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。この研究は, リストラの長期的な効果を分析している点では本稿と共通点を持つが, 実際に実施されたリストラ策に対する影響を調査したものではない点, リストラの効果が株価に対するものではなく, 業績に対するものである点が本稿とは異なっている。

本稿で分析対象としている, 人員削減と株価パフォーマンスの関係に関する研究としては, Denis/Kruse(2000) や大竹・谷坂 (2002) などがある。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% (10% 水準で有意), 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。

また, 大竹・谷坂 (2002) では, 日本企業のリストラに関するイベントスタディを行っている。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短期的には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。この 2 つの研究はリストラのアナウンスが株価に与える短期的な影響を考察したものである。

これらの先行研究に対して, 本稿では雇用削減の効果を主として長期の株価パフォーマンスの観点から考察することを主たる目的としている。先行研究では, 雇用削減のアナウンスによってパフォーマンスがどのように影響を受けたかを考察している。しかし, 経営への長期的な影響という観点からすると, アナウンスではなく, 実際の雇用削減の形態や規模がパフォーマンスに影響を与えることが予想される。本稿では, 実際にどれだけ削減されたかという情報を加えることで, 雇用リストラの規模と株価パフォーマンスの関係をより明らかにしようとしている。

2 例えば, 長期株価パフォーマンスの分析で有名な, Ikenberry et al.(1995) では, 自社株買いアナウンスというイベントを扱い 4 年後までの異常リターンを計測している。4 年の間には自社株買い以外のさまざまなイベントがありうるが, 特に他の要因についてコントロールされているわけではない。

3 サンプル

本稿で分析の対象とする企業は 1991 年時点で東証 1 部に上場している企業（金融業を除く）の 1991 年から 2004 年までの財務データを利用できる企業である。財務データは東洋経済新報社の企業財務カルテ CD-ROM を用いた。財務データは単独決算を利用している。また、株価データは日経 NEEDS から入手した。

この中から、本稿では雇用削減を行った企業のサンプルとして、希望退職を募集・実施した企業を抽出した。一般に雇用調整の手段としては、採用抑制・自然減、契約社員・パート等の契約不更新、出向・転籍、一時帰休、早期退職優遇制度、希望退職、解雇などがある。このうち「解雇」は今回の分析対象とした東証 1 部上場企業ではほとんど実施されておらず、「希望退職」の募集による解雇を雇用調整の最終手段とみなしてよい。そのため、本稿では希望退職の実施企業に着目し、その実施企業をサンプルとした。具体的には、日本経済新聞 CD-ROM の 1992 年から 2002 年までの記事から希望退職を行った企業を検索しサンプルとした。

4 実証研究のデザイン

4.1 分析手法

先に述べたとおり、本稿は雇用削減の効果に対する長期の株価パフォーマンスの計測を目的としている。短期のイベントスタディ分析では、マーケットモデルで異常リターンを測定し、t 検定でその有意性を検定するという手法が一般的である。しかし、そうした手法を長期ケースに用いると、定式化の誤りが生じることが知られている。

Kothari and Warner (1997) は、1980 年 1 月から 1989 年 12 月までの期間の NYSE・AMEX 全企業を対象として、長期異常リターンに関する検定のシミュレーション分析を行った。彼らが異常リターンを測定する際に用いたベンチマークは、(1) マーケット調整モデル、(2) マーケットモデル、(3) CAPM、(4) Fama and French の 3 ファクター・モデルの 4 つである。彼らが行ったシミュレーションは以下の通りである。まず、対象となるユニバースの中から 200 企業をランダムに抽出する。次に、上に挙げたベンチマークを使って、これら 200 企業の 1, 12, 24, 36 ヶ月異常リターン (CAR) をそれぞれ測定する。そして、この 200 企業の異常リターンの平均が 0 であるという帰無仮説の検定 (t 検定) を行う。以上のステップを合計 250 回行い、250 回のうち帰無仮説が何回棄却されたかを有意水準 1%、5% でそれぞれ計測した。

その結果、(1) 4 つのベンチマーク全てにおいて長期異常リターンは過剰に棄却される、(2) 棄却頻度は測定期間が延びるほど増大する、(3) 棄却頻度は $CAR > 0$ と $CAR < 0$ で非対称であり、 $CAR > 0$ の方が棄却される割合が高い、ことを発見した。

また、Barber and Lyon (1997) でも、Kothari and Warner (1997) と同様に、シミュレーションによる長期異常リターンに関する検定の分析を行っている。彼らは、1963 年 7 月から 1994 年の 12 月までの期間で、NYSE, AMEX, NASDAQ に上場されていた全企業の月次リターン・データを使用した。

異常リターンの測定に関しては、CAR と BHAR (Buy-and-Hold Abnormal Return) の 2 つを用いて検証を行っている。彼らが検証で使用したベンチマークは、(1) リファレンス・ポートフォリオ、(2) コントロール・ファーム、(3) Fama and French の 3 ファクター・モデルである。

彼らが行ったシミュレーション分析も、まず対象となるユニバースからランダムに 200 企業を抽出することから始める。そして、これら 200 企業の 12, 36, 60 ヶ月異常リターンの平均を測定し、その平均異常リターンが 0 であるという帰無仮説の検定 (t 検定) を行う。以上のステップを合計 1,000 回行い、1,000 回のうち帰無仮説が何回棄却されたかを有意水準 1%, 5%, 10% でそれぞれ計測した。その結果、コントロール・ファームをベンチマークとしたケースを除いて、ランダム・サンプルの長期異常リターンは有意水準から期待される確率を大幅に超えて棄却された。

彼らは、この原因が (1) 新規上場によるバイアス、(2) ポートフォリオのリターン計算の際に生じる調整 (リバランス) によるバイアス、(3) 長期異常リターンの分布の歪みによるバイアス、の 3 つのバイアスの相互作用によるものである。

結論として、長期のイベントスタディ分析は慎重に行う必要がある。こうした事実から、長期のイベントスタディではリファレンス・ポートフォリオをベンチマークとした、ノンパラメトリック・ブートストラップ検定が主流となっている。

したがって、本研究でもベンチマークとしてリファレンス・ポートフォリオ (RP) を用いて異常リターンを測定する。検定については、ノンパラメトリックな Wilcoxon の符号付き順位検定、および、ブートストラップ法を用いる。

4.2 異常リターンの計測法

前節で説明したように、本研究では RP をベンチマークとしてリスク調整を行い、異常リターンを計測する。

RP は当該企業のリターン特性に合わせて構築する必要がある。Fama/French(1992) が指摘するように、株式リターンとその規模、簿価時価比率には深い関係がある。そのため、本研究でも規模と時価簿価比率を反映させた RP を構築し、これをベンチマークとする。RP の構築方法は、基本的に Barber/Lyon(1997) に依拠している。

まず、東証 1 部市場の全銘柄について、毎年 8 月末時点での時価総額及び簿価時価比率を計算する。次に、東証 1 部銘柄を、時価総額をベースとして 5 分割し、各ポートフォリオを更に簿価時価比率で 5 分割する。各年の 9 月から翌年の 8 月まで、25 個の RP のそれぞれに対して等加重平均による月次リターンを計算し、翌年 9 月に RP を再構築する。

各サンプルの異常リターンは、当該サンプルが属する RP の月次リターンをベンチマークとすることで計算される。

長期異常リターンの測定は累積異常リターン (Cumulative abnormal return : CAR) および、Buy-and-Hold Abnormal Return (BHAR) によって行う。 i 企業の τ ヶ月の CAR は、

$$CAR_{i,\tau} = \sum_{t=1}^{\tau} AR_{it} \quad (1)$$

として求められる。ただし、

$$AR_{it} = R_{it} - R_{p,t} \quad (2)$$

である。ここで、 R_{it} は i 企業の t 月の月次リターンであり、 $R_{p,t}$ は i 企業が t 月に属する RP の月次リ

ターンである。また、 i 企業の τ ヶ月の BHAR は

$$BHAR_{i,\tau} = \prod_{t=1}^{\tau} [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^{\tau} [1 + R_{p,t}] \quad (3)$$

と表すことができる。

4.3 統計的検定

4.1 節で説明したように、 t 検定を用いた有意性の検証は、長期的な株式リターンの場合、定式化の誤りを引き起こす可能性がある。そのため、本研究では、Lyon/Barber/Tsai (1999) などで推奨されている、長期異常リターンをブートストラップ法で有意性を検証する方法を用いる。

まず測定開始時点におけるサンプル企業の規模と簿価時価比率から、サンプル企業の属する RP を特定し、その RP の中からランダムに 1 企業を選出する。サンプル企業の全てについて、それぞれの属する RP からランダムに 1 企業選出することによって、人員削減を行ったサンプル企業のポートフォリオと対になるような擬似ポートフォリオを作成する。こうしたランダムな選択作業を 1000 回繰り返し、1000 個の擬似ポートフォリオを作成する。そして、1000 個の擬似ポートフォリオそれぞれについて、異常リターンを測定する。こうして計算された 1000 個の擬似ポートフォリオの異常リターンから分布を作成し、その分布の中でどこに平均サンプル異常リターンが位置するかを見ることで、統計的有意性を検証する。

また、異常リターンの中央値については、ノンパラメトリックな Wilcoxon の符号付き順位検定により、有意性の検証を行っている。

5 実証結果

5.1 CARで測定した希望退職を募集・実施した企業の長期株価パフォーマンス

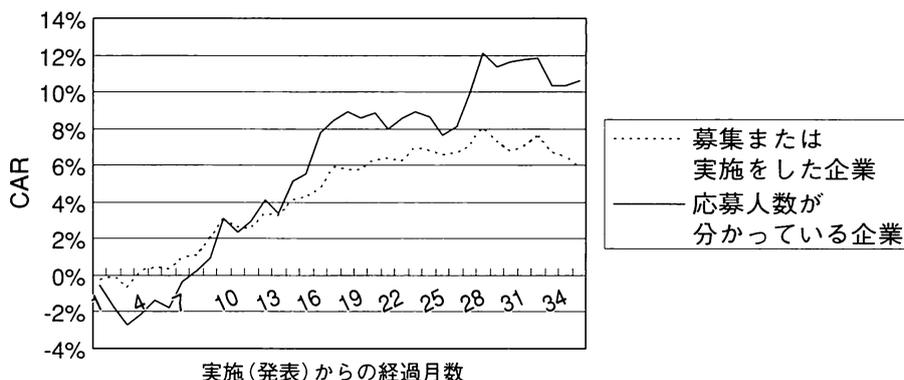


図1 累積異常リターン

図1は、募集もしくは応募の少なくともどちらか一方は掲載があるサンプル全体の CAR の平均の推移を表している。希望退職の実施の直後には市場はマイナスの反応を見せている。

表1 累積異常リターン(CAR)―募集もしくは応募があるもの―

	実施月(発表月)	12ヶ月	24ヶ月	36ヶ月
サンプル数	321	293	268	227
平均(%)	-1.60	2.55	6.94	5.89
中央値(%)	-2.16*** ³	0.27	4.06***	2.96**

表2 累積異常リターン(CAR)―応募人数が分かっているもの―

	実施月(発表月)	12ヶ月	24ヶ月	36ヶ月
サンプル数	140	129	121	103
平均(%)	-1.87	2.94	8.91	10.59
中央値(%)	-2.41**	1.55	6.08**	8.25**

表1は、募集もしくは応募の少なくともどちらか一方は掲載があるサンプル全体のサンプル数、CARの平均、サンプル毎に計算したCARの中央値をまとめたものである。中央値はWilcoxonの符号付き順位検定により有意性を検証している。表2は、応募人数が分かっているものだけをサンプルにした場合を、表1と同じようにまとめたものである。どちらのサンプルでも、実施月(発表月)での平均CAR、中央値ともにマイナスで、中央値は5%水準で有意に0から乖離している。図1でも見たように、希望退職の実施の直後には市場はマイナスの反応を見せていることをあらわす。しかし、12ヶ月、24ヶ月、36ヶ月とCARは上昇傾向にあり、表2のサンプルでは異常リターンの上昇傾向はより顕著である。中央値は24ヶ月、36ヶ月では5%水準で有意に0から乖離している。つまり、短期的には市場は希望退職を行うことをマイナスのメッセージと捉えているが、長期的には希望退職を実施することで、企業価値が上がっていることが分かる。これは、Kang/Shivdasani(1997)による日本企業のリストラ研究において、人員削減を行った企業の営業利益率が、業績の悪化した年から1年後まではマイナスであるが、3年後までを見ると10%水準で有意にプラスになっていることと整合的であると考えられる⁴。

3 ***,**,*はそれぞれ1%,5%,10%の水準で統計的に有意であることを表す。

4 本稿の分析対象はリストラのうちでも、最も強力な手段である希望退職を扱っているため、サンプル企業の倒産等によりサンプル数が時間の経過とともにかなり減少している。しかし、長期株価パフォーマンスの分析ではある程度やむをえないものとする。例えば、長期株価パフォーマンスの分析で有名なIkenberry et al.(1995)においても、自社株買いアナウンスというイベントにおいてすら、1年後のサンプル数は1208であったものが、3年後には1047とかなり減少している(約13%の減少)。本稿の表2のケースでは12ヶ月から36ヶ月にかけてサンプルが20%減少しているが、業績の悪い企業をサンプルとした分析としては、許容範囲ではないかと考える。

5.2 BHARのブートストラップ法による検証

表3 BHAR—応募人数が分かっているもの—

	12ヶ月	24ヶ月	36ヶ月
サンプル企業の平均			
BHR	-1.63	13.48	14.92
RPの平均BHR	-2.24	9.07	13.84
BHAR	0.61	4.41	1.08
経験的P値	0.286	0.032	0.171

表3は、応募人数が分かっているものだけをサンプルにした場合のBHARをブートストラップ法により検定した結果である。24ヶ月間買い持ちした場合のみ有意に正の異常リターンが得られることが示されている。全体的な傾向は、CARによる分析と同じことが分かる。

5.3 雇用削減規模がCARに与える影響

希望退職で雇用削減を行った場合、削減の規模によって将来の企業価値に影響が生じるであろうか。ここでは、希望退職者数が判明しているサンプルのみで、雇用削減規模がCARに与える影響を調べる。希望退職者数を、希望退職が実施された時点の直前の決算期末の従業員数で割り、雇用削減率を求める。削減率の大きさにサンプルを3つに分け、それぞれのCARを計算した。

表4 削減規模とCARの関係

	平均削減率	実施月 (発表月)	12ヶ月	24ヶ月	36ヶ月
削減率大	28.1%	-3.21	8.94	24.05	24.33
削減率中	11.7%	0.6	-0.16	-2.51	2.5
削減率小	4.9%	-3.18	0.35	3.79	6.63

実施月（発表月）では、雇用削減率によってあまりCARに違いはないが、24ヶ月、36ヶ月では削減率の大きいサンプルのCARが大きくなっている。そこで、雇用削減率がCARにどれぐらいの影響を与えるのかを調べるために、12ヶ月、24ヶ月、36ヶ月のCARを被説明変数、雇用削減率を説明変数として回帰分析を行った。

表5 回帰結果

	定数 (有意確率)	雇用削減率 (有意確率)	サンプル数
12ヶ月	- 0.29 (0.594)	0.381 (0.227)	129
24ヶ月	-0.044 (0.519)	0.980 (0.018)	121
36ヶ月	0.13 (0.868)	0.657 (0.176)	103

12ヶ月、36ヶ月では有意な結果が得られていないが、24ヶ月のCARは雇用削減率が大きくなると5%水準で有意に大きくなっていくことが分かる。これは、希望退職を実施するのであれば、ある程度従業員の大きな雇用削減を行わないと株式パフォーマンスの観点からは良い結果が得られにくいことをあらわしている。

5 まとめ

本稿の分析により、以下のことが分かった。第1に、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が負になり、マーケットにおける評価は低いが、24ヶ月以上になるとかなりの株価上昇が見込まれることが分かった。この結果の解釈としては、人員削減の1年目は退職金の支払い等で利益にマイナスの影響があるが、2年目には人件費の削減効果が生じ、利益が増加しやすいため、市場から評価されるためと考えられる。これは、Kang/Shivdasani (1997)による日本企業のリストラ研究において、人員削減を行った企業の営業利益率が、業績の悪化した年から1年後まではマイナスであるが、3年後までを見ると10%水準で有意にプラスになっていることと整合的である。第2に、長期で見ると、削減規模が大きいほどCARも大きくなる傾向があり、24ヶ月では、削減率を1%増やすとCARも1%増えていく傾向にあることが分かった。これは、単純化していえば、従業員の1割の希望退職を実施すれば10%の追加的なリターンが得られたことを意味しており、希望退職の実施が株価パフォーマンスの向上にかなりの効果をもたらしたことを意味する。

今後の課題としては、代替的なベンチマークを使用して頑健性を調べること、希望退職以外の人員削減手法との比較などが考えられる。

【謝辞】

本稿の作成にあたり、榊原茂樹先生（関西学院大学）、星野靖雄先生（筑波大学大学院）、本誌レフェリーの先生方から有益なコメントを頂きました。記して感謝します。

また、本稿は、平成17年度科学研究費補助金(基盤研究B課題番号17330088 研究代表者 城下賢吾(山口大学))の助成を受けて行った研究の一部です。

【参考文献】

- [1] Barber, M. Brad and John D. Lyon, (1997), Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics* 43, 341-372.
- [2] Bowman, E., Singh, H., Useem, M., and Bhadury, R. (1999) When does restructuring improve economic performance. *California Management Review* 41(2) 33-54.
- [3] Denis, D and Kruse, T. (2000) Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines. *Journal of Financial Economics* 55, 391-424.
- [4] Fama, E. F., and K. French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance* 47(2), 427-466.
- [5] Fama, E. F., and K. French (1993), "Common Risk Factors in Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics* 33(1), 3-56.
- [6] Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen (1995) "Market underreaction to open market share repurchases," *Journal of Financial Economics* 39, 181-208.
- [7] 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.
- [8] Kang, K. and Shivdasani, A. (1997) Corporate restructuring during performance declines in Japan, *Journal of Financial Economics* 46, 29-65.
- [9] Kothari, S. P., and J. B. Warner (1997), "Measuring Long-Horizon Security Price Performance," *Journal of Financial Economics* 43(3), 301-339.
- [10] Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1994), "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk," *Journal of Finance* 49(5), 1541-1578.
- [11] Lyon, D. John, Brad M. Barber, and Chie-Ling Tsai, (1999) Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns, *Journal of Finance* 54, No.1, 165-201.
- [12] 阿部正浩 (1999) 「企業ガバナンス構造と雇用削減意思決定—企業財務データを利用した実証研究—」中村二郎, 中村恵編『日本経済の構造調整と労働市場』日本評論社.
- [13] 浦坂純子, 野田知彦 (2001) 「企業統治と雇用調整」『日本労働経済雑誌』No.488, 52-63.
- [14] 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』東洋経済新報社.
- [15] 駿河輝和 (1997) 「日本企業の雇用調整」中馬宏之・駿河輝和編『雇用慣行の変化と女性労働』東京大学出版会.
- [16] 山崎尚志 (2005) 「わが国株式市場における長期の異常収益率の分析」, Discussion Paper, 2005・26, 神戸大学大学院経営学研究科.