



ID	JJF00265
----	----------

論文名	無形資産投資がリストラクチャリングに与える影響に関する研究
	The effect of intangible investment on corporate restructuring in Japanese firms
著者名	長澤賢一 伊藤彰敏
	Kenichi Nagasawa Akitoshi Ito
ページ	32-49

雑誌名	経営財務研究
	Japan Journal of Finance
発行巻号	第29巻第1.2合併号
	Vol.29 / No. 1.2.
発行年月	2010年3月
	Mar. 2010
発行者	日本経営財務研究学会
	Japan Finance Association
ISSN	2186-3792

■論 文

無形資産投資がリストラクチャリングに与える影響に関する研究

長澤 賢一
(筑波大学大学院)

伊藤 彰敏
(一橋大学大学院)

要 旨

本論文は、企業の財務状況の悪化に際し、無形資産への投資規模の多寡が、物的資産の縮小行動たるリストラクチャリングにどのような影響を与えるかについて分析することを目的とする。この目的のために、無形資産投資はリストラクチャリングを抑制するという「戦略の硬直化仮説」と、逆に促進するという「無形資産転用仮説」を設定した。さらにこの仮説を検証すべく、急速に財務状況の悪化した企業をサンプルとし、その中で無形資産投資規模の大きい企業が速やかにリストラクチャリングを行うか否かについて Probit 分析を行った。その結果、無形資産への投資規模が大きい企業は、速やかにリストラクチャリングを行うことが確認された。

キーワード：リストラクチャリング、無形資産、情報の非対称性、戦略の硬直化仮説、無形資産転用仮説

1 はじめに

近年における日本企業は、無形資産への投資額を増やす一方で、市況の低迷により企業リストラクチャリングを推し進めている。本論文は、企業の財務パフォーマンスの悪化に際し無形資産への投資規模の多寡が、物的資産の縮小行動たるリストラクチャリングにどのような影響を与えるかについて分析することを目的としている。

急速な財務パフォーマンスの悪化に直面した企業が、どのような動機付けによりリストラクチャリングを行ったのかに関し分析を行った主な先行研究として、①株式市場において、投資家による会社支配権の行使等は、企業に対し規律付け効果をもたらし、その結果、リストラクチャリングが行われたことについて分析した研究 (Jensen(1986, 1993), John et al(1992), Guercio/Hawkins(1999), Denis/Kruse (2000)), ②財務パフォーマンスの悪化によりレバレッジが上昇した場合には、借入金の返済資金を調達するために、企業はリストラクチャリングを行うことについて分析した研究 (Harris/Raviv(1990), Whited(1992), Ofek(1993), Lang et al(1996)) がある。これらの先行研究は、投資家および債権者が、財務パフォーマンスの悪化した企業の経営者に対し、利益を獲得できない事業からの撤退等を促すなど経営者の規律付けとしてリストラクチャリングが行われるとするものであり、いわばコーポレートガバナンスに関する分析である (Williamson (1988))¹。

リストラクチャリングは、企業が所有する資産を再構築するための行動である。従って、企業がリストラクチャリングを実行するか否かは、企業の所有する資産状況に応じて決まる可能性がある。しかしながら、これまでの先行研究は、上記の通り、投資家および債権者が経営者を規律付けるとするコーポレートガバナンスの観点から分析が行われており、企業の所有資産の観点から分析した研究は極めて少ない。本論文では、企業が所有する資産の中で無形資産への投資の多寡が、経営者にリストラクチャリングを行わせるインセンティブを与えるかどうかを分析する。

無形資産は、将来における便益を企業にもたらし、物的資産とともにその重要性が強調されている。伊藤/加賀谷(2001)は、1980年代から1990年代における日本企業をサンプルに、無形資産が企業価値の決定因子となりうるかどうかについて分析を行っているが、その結果、無形資産のほうが物的資産よりも利益との関連性が高く、企業に競争優位性をもたらすとしている²。

企業の競争優位性は、無形資産投資が製品および設備といった物的資産に体化することによって確立されるため、無形資産により多く投資している企業（以下「無形資産集約企業」という）が所有する物的資産は、企業特殊性また物的資産相互間の関連性を強く有する可能性がある（Leonard-Barton(1995)）。企業特殊性の強い物的資産の取引において、買い手としての企業は、売り手としての企業と同様の便益を享受できるとは限らない。このため当該物的資産のマーケットは、成立しないかもしくは成立したとしても売り手にとって不利益な価格での取引が行われ、取引コストが上昇する可能性があり（Williamson(1988)）、仮に物的資産を切り離すことができても同時に他製品等に応用可能な知識の一部を喪失する恐れもある（Leonard-Barton(1995)）。結果として、無形資産集約企業は、急速な財務パフォーマンスの悪化に直面した場合、速やかなリストラクチャリングを行うことができず、企業戦略の硬直化に直面する可能性がある。本論文では、これを「戦略の硬直化仮説」と呼ぶこととする。

一方、無形資産における他の分野への転用可能性および知識・ノウハウの蓄積は、無形資産集約企業が物的資産の切り売り等を行った場合でさえ、企業の競争優位性を維持することに貢献することができるとの見解がある（伊丹(2002)、藤原(2008)、桑嶋(1999)）。その場合、無形資産集約企業は、速やかなリストラクチャリングを行う可能性がある。本論文では、これを「無形資産転用仮説」と呼ぶこととする。

このような仮説を踏まえ、本論文では、1999年から2002年の間に財務状況が急速に悪化した企業をサンプルとしてProbit分析を行った。この期間は、日本企業が上記のとおり無形資産をこれまで以上に重視した時期であり、また、これまでの日本的経営が行き詰まり、企業のリストラクチャリングが急速に進展した時期である。従って当該期間に行われたリストラクチャリングの分析は、無形資産により多く投資している今日の企業にとって、今後、行うべきリストラクチャリングの処方箋となる可能性がある。

-
- 1 Williamson(1988)によると、株式と負債は、単なる資金調達的手段としてではなく、むしろガバナンス構造に関する問題として扱うべきであるとしている。
 - 2 伊藤(2006)は、研究開発費および広告宣伝費・販売促進費を合計した無形資産と物的資産各々の総資産に占める割合を分析している。その結果、1997年度においては、物的資産への投資に関する割合が無形資産への投資に関する割合に比して大きいものの、2002年度には、無形資産への投資に関する割合のほうが高くなっている。

本論文は、以下のように構成される。まず、2 節では、2.1(1)においてリストラクチャリングについての先行研究を概観し、2.1(2)においては無形資産の概念整理を行う。また2.2(1)および2.2(2)において、企業の戦略上の競争優位性維持の観点から対立する仮説の設定を行う。3 節では分析方法を、4 節では実証結果を報告し、最後に 5 節において本分析の総括について述べていくこととする。

2 先行研究と仮説

2.1 先行研究

(1) リストラクチャリングに関する先行研究

企業リストラクチャリングの先行研究は、主に①企業買収および株主のアクティビズム等、株式市場が、企業の規律付けを行うことについて分析した研究、また②レバレッジの上昇が、財務破綻の危険に直面した企業に対し投資を抑制させることについて分析した研究を挙げることができる。本節では、この2つの観点からの先行研究を概観する。

Jensen(1986, 1993)は、企業内部における経営者支配メカニズムでは、モニタリング機能を発揮できないとし、敵対的買収を含む株式市場からの規律付けこそが、企業リストラクチャリングを効率的に促進させることができると主張している。株式市場からの規律付けについて実証した研究として、Denis/Kruse(2000)は、敵対的買収活動期(1985年から1988年)と非活動期(1989年から1992年)に財務パフォーマンスが大きく低下した企業を対象とし、現経営陣の支配力を低下させ、当該企業を規律付ける要因となりうる敵対的買収、役員の辞任および株主のアクティビズムという3つの要因の発生件数と企業リストラクチャリングの関係について分析を行っている。この研究では、敵対的買収活動期において、敵対的買収は企業にリストラクチャリングを実行させることが報告されている。これと併せて、敵対的買収の非活動期においても、財務パフォーマンスの悪化した企業は、敵対的買収の脅威から自主的にリストラクチャリングを行ったことが報告されているが、John et al(1992)の実証研究においても、同様の結果が報告されている。敵対的買収と同様、株式市場から企業リストラクチャリングに大きな影響を与える要因として大株主のアクティビズムがある。Guercio/Hawkins(1999)は、大株主である年金基金のアクティビズムが企業活動に大きな影響を与えることを実証している。

負債も株式市場と同様に、過大投資を抑制する効果を持つため、企業リストラクチャリングを推進する(Jensen(1986))。Harris/Raviv(1990)は、レバレッジの上昇が企業の倒産確率を上昇させるため、企業の投資活動に大きな影響を与えることについて理論モデルを提示し、Lang et al(1996)は、レバレッジと投資活動とは負の関係を有することを実証分析により報告している。また、Whited(1992)は、負債市場において生じる情報の非対称性が企業の資金調達および投資活動に大きな影響を与えることを実証している。

高レバレッジによる企業の倒産確率の上昇および資金借入を含む負債市場における情報の非対称性は、財務パフォーマンスの悪化した企業に対しリストラクチャリングを行わせるインセンティブを与える可能性がある。Ofek(1993)は、急激な財務パフォーマンスの悪化に際し、レバレッジが低い企業は、速やかなリストラクチャリングを行っておらず、結果として事業継続性が著しく困難となるが、その一方で、レバレッジが高い企業は、倒産を回避すべく、速やかなリストラクチャリングを行っていることを実証分析により報告している。

日本企業を対象とした先行研究は、大株主等の企業系列およびメインバンク制度が分析の中心となっ

ている³。Kang/ Shivasani(1997)は、日本企業と米国企業とのリストラクチャリングを比較し、米国企業におけるリストラクチャリングは主に敵対的買収の脅威を回避するために行われるが、日本企業は、メインバンクおよび旧財閥等の企業系列が、リストラクチャリングを促進させていたことを実証している⁴。

以上、企業リストラクチャリングに関し分析された先行研究を概観した。これらの先行研究は、株式市場および債権者が、企業活動をモニタリングし、その結果として企業にリストラクチャリングを迫るとするものであり、いわばコーポレートガバナンスの観点からの分析である。しかし、リストラクチャリングは、企業が所有する有形、無形の資産を再構築するための行動であり、企業がリストラクチャリングをどのように行うかは、企業の所有する資産の特性に依存する可能性がある。今日の日本企業は、無形資産への投資を増加させている（伊藤/加賀谷(2001)）。無形資産は企業価値を高めるうえで大きな役割を担う一方で、その投資効果は不確実であるとともに当該資産の売買市場は存在しないとされている。従って、企業が、財務パフォーマンスの悪化に直面した場合、無形資産投資の多寡が、企業リストラクチャリングに大きな影響を与える可能性がある。

Zingales(2000)は、コーポレートファイナンス理論について、時代に見合った企業概念に基づき議論することの必要性を論じている。Zingalesは、企業組織、とりわけ知識およびスキル等の無形資産を考慮した企業概念を重視し、コーポレートファイナンスの中でも特に重要なトピックスである資金調達、ガバナンス、バリュエーションを当該企業概念に基づき整理している。本論文では、外部環境の変化により急速に財務パフォーマンスの悪化した企業のリストラクチャリングを無形資産投資規模の観点から分析することにより、Zingales論文と問題意識を共有しつつ、無形資産を重視する企業の投資分析への理解を促進することを企図している。

(2) 無形資産の概念

無形資産とは、研究開発投資を含む知的資産、顧客情報等の情動的資産および人的資本等に対し投資された資産をいい、企業価値を創出し、経済成長をなすために物的資産および労働力との間で相互作用するものである（Lev(2001)）⁵。無形資産は、①同時・多重利用の可能性、②将来利益の獲得の不確

3 Sheard(1997)は、メインバンク制度が、敵対的買収に代わり、企業経営者をモニタリングし規律付ける役割を果たしていたと主張している。

4 Hoshi et al(1990)によると、メインバンク制度および企業系列は、債権者と企業および株主と企業間における情報の非対称性を縮小し、資金調達に伴う再交渉コスト等を低減させることから、企業の財務パフォーマンスが悪化した場合においても、その投資行動は、縮小しないことが報告されている。なお、日本企業を対象としたこれらの先行研究は、1980年代における日本企業を分析したものである。1990年代における金融機関は、いわゆるバブル経済の崩壊による銀行の不良債権の蓄積により、その地位を低下させたため、メインバンクによるモニタリングは、以前ほど機能しなくなっていると言われている（(Sheard(1997))）。

5 吉原等(1981)によると、無形資産は、日常の企業活動を通じて非意図的に蓄積されるものと、企業が意図的に蓄積していくものとの2つに分類できるとしている。前者の例としてはのれんを、後者の例としては研究開発投資をあげることができる。そこでは、のれんの価値は時間とともに陳腐化し、減耗していくが、研究開発投資等の意図的に蓄積される無形資産によって、その価値は維持される、もしくは向上させることができるとしている。

実性、③市場の不存在という3つの特性を有している（伊藤/加賀谷（2001）、Lev（2001））。これは、ある1つの事業部において利用されている無形資産が、他の複数の事業部においても同時かつ反復的に利用されること、またその投資成果の予測は難しく、公正な市場価値を決定することができないため、無形資産における取引市場が存在しないことを意味する。その結果、無形資産は、一部の財産権等を除き貸借対照表に計上されることはなく、投資家と企業との間に情報の非対称性を生じさせる⁶。このため、無形資産集約企業は、投資家の意思決定に重大な影響を及ぼすとされている（石光/音川（2009））。

無形資産はこのような特性を有しているため、その管理、取得および評価が難しくなるが、物的資産よりも利益との関連性が高く、企業に競争優位性をもたらすとされている（伊藤/加賀谷（2001））。Villalonga(2004)は、無形資産と競争優位性との関係について実証分析を行っているが、その結果、企業が所有する無形資産の程度が、企業の持続的競争優位性に影響を与えていることを実証している。従って、企業の所有する無形資産の蓄積が企業価値の増大に大きな役割を果たしていると考えられる。以下では、Resource-Based View（以下「RBV」と記す）の企業観および伊丹の「見えざる資産」の概念を簡潔に整理することにより、無形資産の特性およびその蓄積の程度が企業価値を高めるうえで重要な役割を担うとの議論を展開する。

RBVは、経営資源に基づく企業観をいい、企業が所有する有形、無形の資産こそが企業の競争優位性の源泉になるとしている⁷。RBVにおいては、個別企業によって所有される経営資源が企業ごとに異なり、また他の企業が当該企業の経営資源を複製しようとしても多大なコストを要するなど実質的に模倣困難である場合、企業は超過利益を獲得するとしている（Barney(2002)）。

Barney(2002)によるRBVの企業観では、企業独自の資産の蓄積が企業価値に大きな影響を与えるとするものであるが、無形資産または物的資産のどちらが企業価値の向上に貢献するかについて、特に議論をしているわけではない。この点につき、伊丹（2002）は、企業にとって最も重要な資産は「見えざる資産」と位置づけ、この利用と蓄積のパターンこそが、企業が競争優位性を確保するうえで重要な鍵となると主張している。伊丹（2002）によると「見えざる資産」とは、①カネを出しても買えない、②作るのに時間がかかる、③一度出来上がると様々な形で同時利用が可能となるという3つの特性を有するとしている。

これら3つの特性は、無形資産の特性とほぼ同義である。「カネを出しても買えない」とは、「見えざる資産」は、他社による模倣が困難な強い企業特殊性を有すると同時に、将来における便益の獲得が不確実であるため、市場取引が行われる可能性が極めて低いことを意味する。「作るのに時間がかかる」とは、「見えざる資産」の市場取引が存在する可能性が低いため、企業は自ら、時間をかけて「見えざる資産」をつくり、これを蓄積していかなければならないことを示唆している。最後の「一度出来上が

6 制度会計上の資産は、将来における利益獲得能力が当該企業に帰属し、かつその金額を貨幣額的に測定できるものを指す。よって制度会計上、無形資産は、貸借対照表上、無形固定資産として計上される、営業権、特許権およびソフトウェア等となる。

7 RBVは、Penrose（1959）の企業観を基礎としている。Penroseは、企業を「有形、無形の資源の集まり」と捉えているが、RBVでは、この企業観に基づき、企業内部に蓄積された内部資源が競争優位性の源泉になるとしている。またWernerfelt(1984)は、企業の内部資源には他の企業が模倣できない障壁（resource position barrier）があり、これが持続的競争優位性の源泉になると主張している。

ると様々な形で同時利用が可能である」とは、例えば、1つの深い技術的蓄積は、複数の分野で同時に行うことができ、また「見えざる資産」への投資により、ある製品が出来上がれば、その製品製造に関する情報が他の有形、無形の資産と組み合わせたり、新たな「見えざる資産」を形成するといったことである。

RBVの企業観および伊丹の「見えざる資産」の概念から、無形資産は、企業独自の資産であり、またその蓄積が、企業価値を高めるうえで重要であることを示唆している⁸。しかしながら、無形資産における情報の非対称性は、無形資産集約企業が当該資産の投資資金を調達する場合には重要な問題を提起する。Aboody/Lev(2000)は、無形資産のひとつとされる研究開発に多く投資している企業の経営者は、研究開発に関する情報の非対称性から、投資家の利益に反する行動をする可能性があることを実証分析により指摘している。経営者と投資家との間に生じる情報の非対称性が大きいとされる無形資産集約企業は、株式市場から過小評価され、新株発行による資金調達コストが過大となり、さらに負債においても、企業と債権者との間に生じる情報の非対称性が大きい場合、資金調達が困難となる可能性がある(Myers/Majluf(1984), Stiglitz/Weiss(1981))。従って、無形資産集約企業は、財務パフォーマンスの悪化に直面した場合、資金制約に陥りやすくなることから、速やかにリストラクチャリングを行う必要性に迫られる。しかし、無形資産への投資は企業の競争優位性を確保するうえで重要な役割を担うため、当該資産の投資規模の減額は、無形資産集約企業の競争力を低下させる可能性がある。その結果、無形資産集約企業は、速やかなリストラクチャリングを行うことが困難となる。次の節では、これら無形資産の特性を踏まえ、検証すべき仮説を設定することとする。

2.2 仮説の設定

(1) 戦略の硬直化仮説

無形資産投資が体化した商品および生産設備等の物的資産は、無形資産の特性から、強い企業特殊性を有している可能性がある。この特性は、企業に競争優位性をもたらし、財務パフォーマンスを高めるうえで重要な役割を果たしている。しかし企業特殊性の強い物的資産は、汎用性がないことから、担保価値に乏しいとされる(Williamson(1988))。この場合、当該資産の買い手企業は、売り手企業と同様の便益を得られず、当該物的資産の市場が成立しない、もしくは成立したとしても売り手企業にとって不利益な価格での取引が行われる可能性がある。従って、無形資産集約企業が財務パフォーマンスの悪化に直面した場合、当該企業の所有する物的資産は、リストラクチャリングの足かせとなる可能性が生じる。

また、仮に当該物的資産を無形資産集約企業から売却等により切り離すことが可能となった場合でさえ、当該企業は、この行為の結果、他の製品等の領域に应用可能な知識等を失い、企業価値が著しく低下する可能性がある。Leonard-Barton(1992)は、これまで競争優位性をもたらしてきたコア・ケイパ

-
- 8 無形資産は、経済価値の創出という観点を重視し、経済的な意味において資産性を許容されることから、制度会計よりもその意義は広いとされる(Lev(2001))。
- 9 Leonard-Barton(1992)は、コア・ケイパビリティを企業独自の知識体系と定義している。よって、コア・ケイパビリティは、本論文でいう無形資産とほぼ同義としてとらえることができる。なお、コア・リジディティとは、これまで企業に競争力をもたらしたコア・ケイパビリティが、競争力を失い「硬直性」へと変わることを意味する。

ビリティが、急激な環境の変化により競争力を失い、コア・リジディティとなる可能性を指摘している⁹。これは、一度、競争力を持った当該企業のシステムが慣性を持ち、たとえそれが競争力を維持するうえで時代遅れなものとなっても、解体することが難しくなることを意味している。コア・リジディティが発生する理由の一つとして Leonard-Barton(1995) は、コア・リジディティを解体することが、現行の経済基盤を壊し、企業価値の低下につながることへの懸念をあげている。これは、無形資産集約企業が所有する物的資産は、個々に関連性が強く、切り離すことが難しいことを示唆している。

以上のように、無形資産集約企業が所有する物的資産は、企業特殊性が強く、相互に密接な関連を有しているため、当該企業が、急速な財務パフォーマンスの悪化に直面した場合、リストラクチャリングを行うことが難しく、「戦略の硬直化」に陥る可能性がある。従って以下の仮説を設定することができる。

仮説 1 無形資産集約企業は、速やかにリストラクチャリングを行うことができない。
(戦略の硬直化仮説)

(2) 無形資産転用仮説

無形資産は、物的資産とは異なり、「同時・多重利用」が可能であることから、1つの製品・事業分野に利用していた無形資産は、他の製品事業分野においても「同時かつ多重的に」利用することができる(伊丹(2002), 伊藤/加賀谷(2001), Lev(2001))。無形資産の特性のひとつである「同時・多重利用の可能性」は、これまでである一つの製品事業分野において利用されていた無形資産を他の事業および製品分野に転用することができる可能性を示唆している。藤原(2008)は、無形資産の利用活動が、商業的成果をあげる活動である一方で、当該資産の蓄積の重要性を強調し、生産技術の事業間転用プロセスを事例分析により検討している。当該事例分析では、セイコーエプソン(株)のインクジェット・プリンター事業について分析が行われているが、当該事業は時計事業で蓄積された精密加工技術が転用されている。

また、無形資産への投資による知識・ノウハウ等の蓄積は、事業を継続するか撤退するかの判断に影響を与える可能性がある。桑嶋(1999)は、日本の大手製薬企業を対象とし、医薬品の研究開発プロセスにおける組織能力について分析を行っている。その結果、武田薬品工業(株)が、他社より相対的に多くの臨床開発プロジェクトを経験しており、この経験が新薬の候補品を臨床試験に進めるか否かについての意思決定に大きな影響を与えている。さらに Lev(2001)も、事業プロジェクトに失敗した経験が無形資産集約企業に知識・情報として蓄積されるため、この経験が将来利益の獲得につながる可能性があることを主張している。

以上のことから、無形資産の転用可能性および知識・ノウハウの蓄積が無形資産集約企業に速やかなリストラクチャリングを行わせる柔軟性を与える可能性がある。よって以下の仮説を設定することができる。

仮説 2 無形資産集約企業は、速やかにリストラクチャリングを行う。
(無形資産転用仮説)

3 リサーチデザイン

3.1 分析方法およびサンプル

実証分析は、リストラクチャリングを「有り」の場合には1を、「無し」の場合には0のダミー変数を被説明変数とし、無形資産の代理変数である研究開発費売上高比率を説明変数とした Probit 分析を行う。またリストラクチャリングは、ガバナンス変数、レバレッジ、事業多角化および企業規模からの影響を受ける可能性があるため、本分析では、これらの変数をコントロール変数として使用する。なお、これらの変数を使用する理由およびコントロール変数がリストラクチャリングに与える影響について予測される結果は、以下の3.2のとおりである。また、分析については、パフォーマンスが悪化する前年を-1期、パフォーマンスの悪化時を0期およびその翌年を+1期とした場合、被説明変数と説明変数との因果関係を明確にするため、-1期の説明変数およびコントロール変数を用いて行うこととする。

財務データおよびメインバンク持株比率を除く持株比率データは、NEEDS - CD ROM 日経財務データ (DVD 版) から、また、メインバンク持株比率は、有価証券報告書から取得している。サンプルの選定は、企業がこれまで構築してきた資産や経営資源の企業特殊性が最も足かせになりやすい状況、すなわち 1999 年から 2002 年までの間に急激な財務パフォーマンスの低下により企業のリストラクチャリングが急務となった状況の企業に絞り込む。具体的な検索条件は、東京証券取引所一部上場の企業で、①財務パフォーマンスが悪化する前年 (-1期) における当該企業の ROA が、当該年における産業の ROA 中央値よりも大きく、かつ財務パフォーマンスが悪化した年 (0期) の ROA が、当該年における産業 ROA 中央値よりも小さく下位 25% に位置することとなった製造企業、または②会社四季報 2000 年から 2003 年において、日本格付研究所および格付投資情報センターの格付けが BBB⁻ 格以下となっており、かつ前年におけるインタレストカバレッジレシオが 1 以上であるが、翌年 1 未満となっている製造企業を抽出する。①の条件によって抽出した企業は 86 社であったが、このうち 6 社は、研究開発費が財務諸表上明らかでなく、また企業のリストラクチャリングの実施の有無を適切に検索できなかったためサンプルから除いた。また②の条件によって抽出した企業は 10 社であるが、そのうち 1 社は研究開発費が財務諸表上明らかでないため、サンプルから除いた。結果として、①の条件により抽出したサンプル企業は 80 社、②の条件により抽出したサンプル企業は 9 社となり、本論文で扱うサンプルは 89 社となった。

リストラクチャリングの調査は、0期および+1期の2期間に、上記検索条件により抽出された企業においてリストラクチャリングが行われたか否か、リストラクチャリングが行われた場合は、その内容を日経テレコン 21 (日本経済新聞、日経金融新聞、日経産業新聞、日経流通新聞の日経 4 紙における新聞記事) による新聞記事検索により把握する。なお、財務パフォーマンスの悪化時におけるリストラクチャリングは、過去の先行研究からも明らかのように、事業撤退等の縮小行動を起こすことが多いため、本論文においても、リストラクチャリングの方法は、縮小行動として分析を行うこととする。

抽出したサンプル企業の産業別分類は表 1 の通りである。この表を見ると、電気機器、機械および化学が、抽出した 89 社の約 6 割を占めている。また、表 2 は、財務パフォーマンスの悪化の原因を報告しているが、ここでは、主力製品の販売需要の低下等が全体の約 57% を占めていることは注目に値する。Kang/Shivdasani(1997) の分析結果では、為替レートの変動に伴う円高が、財務パフォーマンスの悪化に関し主たる原因とするものであったが、2000 年前後における分析結果においては、全体の

表 1 サンプル企業の産業分類

産業分類	企業数	割合	リストラ実施 企業数	割合
食料品	4	5.00 %	0	0.00 %
繊維製品	2	2.50 %	0	0.00 %
化学	15	13.80 %	7	21.88 %
ゴム製品	1	1.30 %	1	3.13 %
ガラス・土石	4	5.00 %	2	6.25 %
鉄鋼	6	7.50 %	2	6.25 %
非鉄金属	2	1.30 %	0	0.00 %
金属製品	5	6.30 %	1	3.13 %
機械	13	13.80 %	2	6.25 %
電気機器	29	35.00 %	12	37.50 %
輸送用機器	1	1.30 %	1	3.13 %
精密機器	3	3.80 %	3	9.38 %
その他製品	4	3.80 %	1	3.13 %
合計	89	100.00 %	32	100.00 %

表 2 パフォーマンスが悪化した原因

原因	事例数	割合
風評被害	1	1.14 %
競合企業との競争の激化	8	9.09 %
主力製品需要の低下/販売価格の低下	50	56.82 %
円高	8	9.09 %
業界の低迷	13	14.77 %
原材料価格の上昇	3	3.41 %
海外メーカーの進出	2	2.27 %
米国同時テロ	2	2.27 %
金融商品等における評価損等の計上	3	3.41 %
合計	90	100.00 %

表 3 リストラクチャリングの分類

行ったリストラクチャリング	事例数	割合	コア事業との 関連有り	割合	コア事業との 関連無し	割合
事業部門・工場の分社化	5	13.60 %	3	9.68 %	2	12.50 %
子会社への事業譲渡	2	4.50 %	1	3.23 %	1	6.25 %
子会社の清算	7	15.90 %	6	19.35 %	1	6.25 %
不採算事業からの撤退	9	15.90 %	3	9.68 %	6	37.50 %
工場・事務所の閉鎖・縮小	16	31.80 %	15	48.39 %	1	6.25 %
資産売却・設備投資抑制	4	9.10 %	1	3.23 %	3	18.75 %
海外事業からの撤退	3	6.80 %	2	6.45 %	1	6.25 %
他企業との合併解消	1	2.30 %	0	0.00 %	1	6.25 %
合計	47	100.00 %	31	100.00 %	16	100.00 %

表 4 コア事業のリストラクチャリングを実施した企業と実施しなかった企業数

	コア事業の リストラを実施	割合	コア事業の リストラを未実施	割合	合計
企業数	23	71.88 %	9	28.13 %	32

約 9%に留まっており、本論文結果と比較し大きく異なっている。

リストラクチャリングの類型は、Kang/Shivdasani(1997)におおよそ従っており、表 3 のとおりである。なお、リストラクチャリングを行った企業は 32 社であり、表 3 では、この 32 社が、0 期、+1 期の 2 期間において複数のリストラクチャリングを行ったケースを含み、合計 47 事例を報告している。また、表 3 では、リストラクチャリングの事例とともに、企業のコアとなる事業との関連性を報告している。ここでの関連性は、会計上の事業の種類別セグメント情報（製品系列別情報）に基づき判断を行っている。事業の種類別セグメント情報は、会計上、製品の内容、製造方法およびその提供方法等の類似性に従い、製品等をグルーピングし、セグメント別の損益計算書として公表されている。本論文では、事業の種類別セグメント情報において、もっとも売上高のある事業部門をコア事業部門とし、またリストラクチャリングされる製品等がコア事業部門にグルーピングされている場合には、コア事業部門との関連性が高いと判断した。表 3 は実行されたリストラクチャリングの分類を報告しているが、そこでは、実行されたリストラクチャリング 47 事例のうち、31 事例がコア事業部門と関連性があり、また 16 事例がコア事業と関連性がないことを報告している。さらに 1 度でもコア事業のリストラクチャリングを実施した企業は、リストラクチャリングを実施した企業 32 社のうち 23 社であり、全体の約 72% を占めている（表 4）。

3.2 変数の定義

(1) 研究開発費売上高比率

本論文では、無形資産の代理変数として研究開発費売上高比率を使用することとする。

企業の財務報告には、従業員の訓練、ブランドの強化策および I T 投資やその他の無形資産に対する支出に関する状況が何ら示されておらず、財務諸表上に独立して表示されている無形資産は、損益計算書に表示されている研究開発費など限られたものとなっている¹⁰。本論文では、研究開発費を無形資産の代理変数とし、分析の再現性の確保に資することとする。

研究開発費は、一時の支出ではなく、その支出の累積によってノウハウ等が蓄積されると言われている。吉原等（1981）は、研究開発費の支出を通じて、企業が手に入れることができる技術的な蓄積を直接的に把握することは不可能であるが、企業規模を考慮にいたした場合、研究開発費の支出額だけでなく研究開発費売上高比率が高い企業ほど技術力が高く、無形資産の蓄積が多いと主張している。これまでの多くの先行研究においても、研究開発費をそのまま使用するのではなく、企業規模を考慮して当該変数が使用されている（吉原等（1981）、中野（2006））。

(2) 持株比率

持株比率は、①メインバンク持株比率、②大株主の持株比率、③役員持株比率を使用する。Kang/Shivdasani(1997)は、日本企業をサンプルとして、ガバナンス変数としての持株比率が、企業のリストラクチャリングに対してどのような影響を与えるかを分析している。その結果、メインバンクおよび大株主の持株比率はリストラクチャリングと正の関係を有している。Kang/Shivdasani(1997)は、この結果につき、メインバンクは債権者および株主として、また大株主は株主としての権利行使を行ったものであると主張している。よってメインバンク持株比率および大株主持株比率とリストラクチャリング

10 Lev(2001)によると、この現状は、日本だけでなく、万国共通の問題である。

とは正の関係を有すると予想される。なお、メインバンクの判断基準については、持株比率が最も高く、また融資額が最も大きい金融機関をメインバンクと判断し、また大株主については、当該企業における上位 10 位の持株比率を使用することとした。

役員持株比率について、Ofek(1993)は、資本構成におけるひとつの変数として役員持株比率を使用し、リストラクチャリングとの関係について分析し、その結果、役員による持株比率が高い場合、リストラクチャリングを行う可能性は低くなることを実証分析により指摘している。Ofek は、これを企業経営者におけるエントレンチメント的行動であると主張している。その一方で、役員持株比率の上昇は、エージェンシーコストの低下をもたらし、結果としてリストラクチャリングと役員持株比率は正の関係を有する可能性もある (Jensen/Meckling (1976))。よって、役員持株比率はリストラクチャリングと正または負の両方の関係が予想される。

(3) レバレッジ (借入高／総資産)

Ofek(1993)は、レバレッジが高い企業は、財務パフォーマンスの悪化時、負債返済用の資金を確保するために、リストラクチャリングを行い所有資産を流動化する可能性が高いということを計量分析により実証している。よって、レバレッジは、リストラクチャリングとは正の関係を有すると予想される。

上記の先行研究から、レバレッジが高い企業は、速やかにリストラクチャリングを行う可能性があるため、コントロール変数として用いることとする。なお、本論文で使用するレバレッジは、総資産に対する借入高の割合とする。

(4) 多角化度および企業規模

Scarfstain/Stein(2000)によると、多角化している企業は、強い部門が弱い部門をサポートするという、いわゆる「社会主義的行動」を行う傾向があり、これが多角化企業の価値を損ねる要因となる可能性を指摘している。また Stein (1997) は、多角化企業が資金制約に陥った場合、事業間における勝者選択が起きることを理論モデルにより指摘している。多角化企業は、急速な財務パフォーマンスの悪化に直面した場合、強い部門に予算を配分し、弱い事業部門から撤退等をする可能性がある。従って、多角化企業は、急速な財務パフォーマンスの悪化に直面した場合、弱い部門を清算、売却等を行うことによりリストラクチャリングを行う可能性が高くなると考えられる。なお、本論文では、多角化度を表す指標としてハーフィンダールインデックスを使用することとする。ハーフィンダールインデックスはセグメント別の外部売上高の比率を 2 乗し、その値を加えることにより算出した。この場合、当該ハーフィンダールインデックスは、多角化度が上がるとインデックスの値は低下する。従って、ハーフィンダールインデックスは、リストラクチャリングと負の関係を有すると予想される。

また、リストラクチャリングは、企業規模と関係を有する可能性があるため、企業規模についてもコントロール変数として用いることとする。なお、企業規模は、資産を対数変換した数値を用いることとする。この場合、企業規模は、リストラクチャリングと正の関係を有すると予想される。

4 実証結果

4.1 資産変化率と記述統計量

表5は、リストラクチャリングを行った企業と行わなかった企業との資産について - 1 期から 0 期

表 5 リストラクチャリングを実施した企業と実施しない企業との資産変化率の平均値と中央値

	t-1 ⇒ t0		t-1 ⇒ t+1	
	平均値	中央値	平均値	中央値
リストラを実施した企業の資産変化率 (n=32)	-0.069	-0.074	-0.099	-0.090
リストラを実施しない企業の資産変化率 (n=57)	-0.056	-0.050	-0.065	-0.082
合計 (89)	-0.061	-0.054	-0.077	-0.085

および -1 期から +1 期の変化率を報告している。そこでは、-1 期から 0 期および -1 期から +1 期までにおける平均値、中央値は、ともにリストラクチャリングを行った企業のほうが、リストラクチャリングを行わなかった企業に比べて資産の縮小傾向が大きいことを報告している。かくして、表 3 における企業が行ったリストラクチャリングの公表が、表 5 により裏付けられている。ただし、本結果は統計的には有意とはならなかった。その理由として、サンプル企業はリストラクチャリングを行うと同時に新たな投資を行ったこと、また一度に資産を切り離すのではなく、漸次に切り離しを行ったためであることが原因であると思われる。

表 6 は、変数の記述統計量を報告している。研究開発費売上高比率について、リストラクチャリングを行った企業と行わなかった企業に関しデータを比較すると、リストラクチャリングを行わなかった企業が、平均値で 2.88、中央値で 2.21 であるのに対し、リストラクチャリングを行った企業では、平均値で 4.74、中央値で 4.02 となっており、リストラクチャリングを行わなかった企業に比べ大きな値となっている。その他コントロール変数として、特筆すべきは、役員持株比率、ハーフィンダールインデックスおよび企業規模における記述統計量である。役員持株比率について、リストラクチャリングを行わなかった企業については、平均値で 6.12%、中央値で 1.96% であるのに対し、行った企業については、平均値で 0.92%、中央値で 0.17% である。従って、リストラクチャリングを行わなかった企業のほうが役員持株比率は高い。ハーフィンダールインデックスについて、リストラクチャリングを行わなかった企業については、平均値で 0.81、中央値で 1 であるのに対し、行った企業については、平均値で 0.66、中央値で 0.69 となり、リストラクチャリングを行った企業のほうが、ハーフィンダールインデックスが低く、多角化を行っていることを示している。また、企業規模について、リストラクチャリングを行わなかった企業については、平均値および中央値で 10.98 であるのに対し、行った企業については、平均値で 11.94、中央値で 11.72 となり、リストラクチャリングを行った企業のほうが、企業規模が大きいことを示している。

さらに、リストラクチャリングを行った企業と行わなかった企業とにおける各々の変数について平均の差の検定 (t 検定) および中央値の差の検定 (Wilcoxon/Mann-Whitney 検定) を実施した。その結果、研究開発費売上高比率、役員持株比率および企業規模においては 1%、ハーフィンダールインデックスについては 5% で統計的に有意な結果となった。

表 7 は説明変数間の相関を報告している。研究開発費売上高比率につき、役員持株比率との相関は -14%、ハーフィンダールインデックスとの相関は -13% と負の相関関係となっており、また企業規模との相関は 30% と正の相関関係となっている。この結果、研究開発費売上高比率と企業規模との間には密接な関係があり、以下で行う Probit 分析に際しては、多重共線性に注意して分析を行う必要がある。

表 6 基本統計量

パネルA：全サンプル							
	研究開発費 売上高比率	役員 持株比率	大株主 持株比率	メインバンク 持株比率	ハーフィンダー ルインデックス	レバレッジ	企業規模
平均値	3.55	4.25	43.28	3.62	0.75	15.43	11.33
中央値	2.81	0.73	40.30	4.23	0.81	12.31	11.19
最大値	12.59	31.88	70.97	5.00	1.00	60.42	14.20
最小値	0.00	0.03	18.73	0.00	0.21	0.00	9.59
標準偏差	2.91	7.10	12.61	1.55	0.26	14.48	1.00
サンプル数	89	89	89	89	89	89	89
パネルB：リストラクチャリングを実施しなかった企業							
平均値	2.88	6.12	43.53	3.56	0.81	14.44	10.98
中央値	2.21	1.96	40.89	4.31	1.00	11.93	10.98
最大値	10.15	31.88	70.97	5.00	1.00	60.42	13.38
最小値	0.00	0.03	18.73	0.00	0.22	0.00	9.59
標準偏差	2.42	8.25	12.74	1.63	0.24	14.12	0.79
サンプル数	57	57	57	57	57	57	57
パネルC：リストラクチャリングを実施した企業							
平均値	4.74 ***	0.92 ***	42.84	3.73	0.66 **	17.19	11.94 ***
中央値	4.02 ***	0.17 ***	38.83	4.21	0.69 **	12.93	11.72 ***
最大値	12.59	5.81	69.32	5.00	1.00	44.78	14.21
最小値	0.35	0.03	25.31	0.00	0.21	0.00	9.98
標準偏差	3.34	1.47	12.57	1.43	0.27	15.18	1.06
サンプル数	32	32	32	32	32	32	32

***有意水準 1%、**有意水準 5%

(注) リストラクチャリングを実施しなかった企業と実施した企業との間の平均値(中央値)の差の検定結果をパネルCに示す。

表 7 相関図

	研究開発費 売上高比率	役員 持株比率	大株主 持株比率	メインバンク 持株比率	ハーフィンダー ルインデックス	レバレッジ	企業規模
研究開発費売上高比率	1.000						
役員持株比率	-0.146	1.000					
大株主持株比率	0.048	0.131	1.000				
メインバンク持株比率	-0.092	-0.293	-0.418	1.000			
ハーフィンダーインデックス	-0.132	0.181	-0.083	0.023	1.000		
レバレッジ	-0.091	-0.240	-0.124	0.186	-0.135	1.000	
企業規模	0.304	-0.350	-0.091	0.049	-0.246	0.041	1.000

4.2 無形資産投資とリストラクチャリングの関係について

表 8 (1) から (6) は、ガバナンスに関する変数および企業規模変数を式から出し入れすることにより、モデルをコントロールした Probit 分析による結果を報告している。この結果、研究開発費売上高比率は、

表 8 Probit分析結果

	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)		(6)	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
定数項	-4.313	-1.62	1.130	0.96	0.347	0.47	-0.102	-0.10	-6.817	-3.17	-0.122	-0.23
研究開発費売上高比率	0.090	1.60	0.126	2.26**	0.123	2.22**	0.14	2.75***	0.093	1.75*	0.137	2.69***
役員持株比率	-0.122	-1.96**	-0.166	-2.53	-0.157	-2.44**						
大株主持株比率	-0.007	-0.50	-0.011	-0.85			-0.004	-0.34				
メインバンク持株比率	-0.042	-0.31	-0.082	-0.61	-0.026	-0.23	0.053	0.49				
ハーフィンダールインデックス	-0.802	-1.26	-0.983	-1.61	-0.903	-1.51	-1.222	-2.18**	-0.889	-1.49	-1.188	-2.14**
レバレッジ	0.000	-0.02	-0.001	-0.13	-0.001	-0.12	0.006	0.64	0.007	0.65	0.008	0.78
企業規模	0.436	2.25**							0.583	3.22***		
McFadden R-squared	0.290		0.243		0.236		0.130		0.229		0.125	
サンプル	89		89		89		89		89		89	

***有意水準 1%, **有意水準 5%, *有意水準 10%

(1)のモデルを除く、各々のモデルにおいて、リストラクチャリングに対して正の影響を与え、統計的に有意となっている。なお、(1)のモデルにおいて、研究開発費売上高比率が統計的に有意とならなかったのは、研究開発費売上高比率と企業規模との相関が高いことから、多重共線性が原因ではないかと推測される。かくして、表 8 における主な Probit 分析の結果は、戦略の硬直化仮説とは整合せず、無形資産転用仮説と整合的であることを示している。

その他、コントロール変数がリストラクチャリングに与える影響について報告する。メインバンク持株比率に関する変数は、表 8(1) から (4) のモデルにおいて報告しているが、これらすべての結果において、リストラクチャリングに対し統計的に有意な結果とはなっておらず、Kang/Shivdasani(1997)の実証結果とは異なるものとなった。この結果は、1999 年から 2002 年において、企業のリストラクチャリングに関し、従来機能していたメインバンクによるモニタリングと規律付けが機能していないことを裏付けることとなった。役員持株比率は、表 8(1) から (3) のモデルにおいて報告している。その結果、役員持株比率は、リストラクチャリングに負の影響を与え、統計的にも有意であり、Ofek(1993)の先行研究と同様のものとなった。

レバレッジについては、表 8(1) から (6) のモデルにおいて報告している。係数が表 8(1) から (3) のモデルにおいては負に、また (4) から (6) においては正となり、レバレッジがリストラクチャリングに与える影響は統計的に有意な結果とはならなかった。ハーフィンダールインデックスについては、表 8(1) から (6) のモデルにおいて報告している。その結果、すべてのモデルが、リストラクチャリングに対し負の影響を与える、つまり多角化とリストラクチャリングが正の関係を有していることが明らかである。しかし、(4) および (6) のモデルにおいて、ハーフィンダールインデックスは統計的に有意であるものの、それ以外のモデルにおいては統計的に有意な結果となっていない。これは、ハーフィ

ンダールインデックスが役員持株比率と企業規模との間においてやや高い相関を有していることが原因であると考えられる。表 8(4)および(6)のモデルは、役員持株比率および企業規模変数を除き分析を行ったものであるが、その結果、統計的に 5%有意となっている。従って、ハーフィンダールインデックスが低いつまり企業の多角化が進んでいる場合は、リストラクチャリングが行われる可能性が高くなると考えられる。

しかし、企業が多角化している場合、リストラクチャリングの対象となった物的資産の内容が問題となる可能性がある。つまり、多角化企業がコアとなる事業以外で不採算部門を切り捨てたととしても、それは当該企業のコア・ケイパビリティの低下とは全く関係がない。よって、リストラクチャリングの対象となった物的資産が、コアとなる事業部門と強い関連性があるか否かにつき検討する必要がある¹¹。

表 3 は、リストラクチャリングの対象となった物的資産が、コア事業部門に関連するものであるか否かについて報告している。そこでは、リストラクチャリングが行われたとする 47 事例のうち、コア事業部門と関連があるとする事例は 31 事例であり、全体の約 66%を占めている。さらに表 4 では、1 度でもコア事業部門の物的資産のリストラクチャリングを行った企業数を報告している。そこでは、32 企業のうち 23 企業が、コア事業部門における物的資産のリストラクチャリングを行っており、全体の約 72%を占めている。これらの結果は、無形資産集約企業はコア事業におけるリストラクチャリングを積極的に行っており、当該企業の有する物的資産は個々に関連性が強いとは言えず、当該企業から切り離すことが容易であることを示唆するものである。

以上の結果、無形資産集約企業は、財務パフォーマンスの急速な悪化に直面した場合、速やかにリストラクチャリングを行うとする結果が導かれることとなり、無形資産転用仮説と整合することとなった。さらに、役員持株比率が高い企業はリストラクチャリングを行う可能性が低く、一方で、多角化が進み、企業規模が大きい企業は、リストラクチャリングを行う可能性が高くなるという付随的な結果が得られた。

5 結論と今後の課題

本論文では、無形資産集約企業が、急速な財務パフォーマンスの悪化に直面した場合、物的資産を処分する等、速やかにリストラクチャリングを行うことができるかどうかについて分析を行った。無形資産は、①同時・多重利用の可能性、②将来利益の獲得の不確実性、③市場の不存在という 3 つの特性を有しているが、この特性は、企業と投資家等との間に情報の非対称性を生じさせる一方で、企業独自の知識・情報として企業内部に蓄積され、企業の競争優位性の源泉となる。

無形資産集約企業が、急速な財務パフォーマンスの悪化に直面した場合、情報の非対称性から資金制約に陥る可能性があるため、速やかなリストラクチャリングを行う必要性に迫られる。本論文では、そうした状況において以下の 2 つの仮説を検証した。第一に、無形資産投資が体化した物的資産の処分は、他の事業領域に应用可能な知識等の損失を企業にもたらすとともに、企業の競争優位性の喪失へと導く可能性がある。従って、無形資産集約企業が、急速な財務パフォーマンスの悪化に直面した場合、リストラクチャリングを行うことが難しく、「戦略の硬直化」に陥る可能性がある（戦略の硬直化仮説）。

11 これは、匿名レフェリーの指摘によるものである。ここに記して深く感謝申し上げる。

その一方で、無形資産は同時・多重利用性を有していることから、無形資産により多く投資している無形資産集約企業は、物的資産の切り売り等を行ったとしても、これまで蓄積した無形資産を他の分野に転用することができる可能性がある（無形資産転用仮説）。

これら2つの仮説の検証について、リストラクチャリングの有無を被説明変数とし、無形資産の代理変数である研究開発費売上高比率を説明変数とする Probit 分析を行った。その結果、研究開発への投資規模は、企業経営者に、物的資産を速やかに縮小させることについてのインセンティブを与える結果となり、「無形資産転用仮説」が支持されることとなった。

Stein (1997) によれば、多角化企業は、その内部資本市場において強い事業に資金を集中させる勝者選択のメカニズムを活用できる。本論文では、多角化度としてのハーフィンダールインデックスが、企業リストラクチャリングに影響を与える結果を報告しているが、この結果は、事業部門間等における勝者選択が行われることを示す可能性がある。さらに、表8の Probit 分析では、企業規模をコントロール変数として含めると、研究開発費売上高比率が有意とはなくなり、代わりに企業規模が有意となることが報告されている。これらの関係を明確にするためには、更なる分析が必要であると考えられるが、この問題は今後の課題としたい。

また、コントロール変数である役員持株比率がリストラクチャリングに負の影響を与え、Ofek(1993)の先行研究と同様の結果となった。役員持株比率が高い場合、アントレナメントとなる可能性がある(Ofek(1993))。今回の実証分析結果においても、このアントレナメントが生じていると考えられる。

この分析により、無形資産への投資規模は、企業に競争優位性をもたらすと同時に、財務パフォーマンスの悪化に際しては、速やかにリストラクチャリングを可能にすることを実証することができた。しかし、本分析では、サンプルが 89 社と小規模なものであること、さらに無形資産集約企業にとって、財務パフォーマンスの悪化が、企業価値をどの程度毀損させるかについての分析を行っていない。これらの問題については今後の課題としたい。

【謝 辞】

本論文の執筆にあたり、編集長である久保田敬一先生、匿名レフェリーの先生から丁寧かつ有益なコメントを頂戴いたしました。また、小倉昇先生（筑波大学）、渡邊聡先生（広島大学）から有意義なご指摘ご鞭撻を賜りました。さらに、一橋大学 ICS セミナーの参加者の方々から丁寧かつ有益なコメントを頂戴いたしました。この場をお借りして心より御礼申し上げます。さらに第二著者である伊藤は、本研究に関して東京海上各務記念財団から研究助成を受けたのでここに謝意を表明します。なお勿論ありうべき誤りはすべて筆者の責任であります。

【参考文献】

- [1] 石光裕・音川和久(2009)「無形資産集約的企業と投資家の評価」『會計』第 176 巻, 第 2 号, 森山書店, 232-244 頁
- [2] 伊丹敬之(2002)『新・経営戦略の論理』日本経済新聞社
- [3] 伊藤邦雄(2006)「無形資産会計の新展開」伊藤邦雄編『無形資産の会計』中央経済社, 3-25 頁
- [4] 伊藤邦雄・加賀谷哲之(2001)「企業価値と無形資産経営」『一橋ビジネスレビュー』第 49 巻 3 号, 44-62 頁
- [5] 桑嶋健一(1999)「医薬品の研究開発プロセスにおける組織能力」『組織科学』33 (2), 88-104 頁

- [6] 中野誠 (2006)「資源ベース戦略論の実証研究」一橋大学日本企業研究センター編『日本企業研究のフロンティア 第 2 号』有斐閣, 53-71 頁
- [7] 吉原英樹・佐久間昭光・伊丹敬之・加護野忠男(1981)『日本企業の多角化戦略(経営資源アプローチ)』日本経済新聞社
- [8] 藤原雅俊(2008)「多角化企業の戦略と資源－見えざる資産の蓄積と利用のダイナミクス－」『現代の経営理論』有斐閣, 145-190 頁
- [9] Sheard, P.(1997)『メインバンク資本主義の危機(ビッグバンで変わる日本型経営)』東洋経済新報社
- [10] Aboody, D., and B. Lev(2000), "Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains", *Journal of Finance*, Vol.55, No 6. pp. 2747-2766
- [11] Barney, J.(1991), "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management*, Vol.17, pp. 99-120
- [12] Barney, J.(2002), *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, 2nd Edition, Pearson Education, Inc, Upper Saddle River, New Jersey (岡田正大監訳『企業戦略論(上)(競争優位の構築と持続)』ダイヤモンド社, 2003 年)
- [13] Denis, D.J, and T, A.Kruse(2000), "Managerial Discipline and Corporate Restructuring Following Performance Declines", *Journal of Financial Economics*, Vol.55, pp. 391-424
- [14] Guercio, D.D, and J, Hawkins(1999), "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", *Journal of Financial Economics*, Vol.52, pp. 293-340
- [15] Harris, M, and A, Raviv(1990), "Capital Structure and the Informational Role of Debt", *Journal of Finance*, Vol.45, No 2. pp. 321-349
- [16] Hoshi, T, A.Kashyap, and D. Sharfstein(1990), "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp. 67-88
- [17] Jensen, M..C. and W, H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- [18] Jensen, M..C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, pp. 323-329.
- [19] Jensen, M.C.(1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, Vol.48, No 3. pp. 831-880
- [20] John, K.L., H.P .Lang, and J.Netter(1992), "The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline", *Journal of Finance*, Vol.47, No 3. pp. 891-918
- [21] Kang, J.K., and A. Shivdasani(1997), "Corporate Restructuring during Performance Declines in Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol.46, pp. 29-65
- [22] Lang, L., E. Ofek and R, M. Stulz(1996), "Leverage, Investment, and Firm Growth", *Journal of Financial Economics*, Vol.40, pp. 3-29
- [23] Leonard-Barton, D(1992), "Core Capabilities and Core Rigidities; A Paradox in Managing New Product Development", *Strategic Management Journal*, Vol.13, pp. 111-125
- [24] Leonard-Barton, D (1995). *Wellsprings of Knowledge*, Harvard Business School Press, Boston, MA. (阿部孝太郎・田畑暁生訳『知識の源泉(イノベーションの構築と持続)』ダイヤモンド社, 2001 年)

- [25] Lev, B.(2001).*Intangibles : Management, Measurement, and Reporting*, Brookings Institution Press, Washington, D.C. (広瀬義州・桜井久勝監訳『ブランドの経営と会計』東洋経済新報社, 2002 年)
- [26] Minton, B. A., and C. Schrand(1999), "The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and the Cost of Debt and Equity Financing", *Journal of Financial Economics*, Vol.54, pp. 423-460
- [27] Myers,S. C.(1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol.5, pp. 147-175
- [28] Myers, S. C., and N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors Do not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(2) pp. 187-221
- [29] Ofek, E.(1993), " Capital Structure and Firm Response to Poor Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol.34, pp. 3-30
- [30] Penrose, E.T.(1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Basil Blackwell, (末松玄六訳『会社成長の理論』ダイヤモンド社, 1980 年)
- [31] Scarfstein, D.S. and J, C.Stein(2000), "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-seeking and Inefficient Investment", *Journal of Finance*, Vol.55, No. 6.pp. 2537-2564
- [32] Stein,J.C(1997), "Internal Capital Market and the Competition for Corporate Resources", *Journal of Finance*, Vol.52, No. 1.pp. 111-133
- [33] Stiglitz, J.E and A, Weiss(1981), "Credit Rating in Markets with Imperfect Informatatin", *American Economic Review*, pp. 393-410
- [34] Villalonga, B.(2004), "Intangible Resources, Tobin's q , and Sustainability of Performance Differences", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol.54, pp. 205-230
- [35] Wernerfelt, B.(1984), "A Resource-based View of the Firm", *Strategic Management Journal*, Vol.5, pp. 171-180
- [36] Whited,T.M.(1992), "Debt Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data", *Journal of Finance*, Vol.47, No. 4.pp. 1425-1460
- [37] Williamson,O.E.(1988), "Corporate Finance and Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol.43, No. 3.pp. 567-591
- [38] Zingales, L.(2000), "In Search of New Foundations", *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 4.pp. 1623-1653.