

企業の再生と挫折

UAL におけるターンアラウンド戦略の評価 *

一ノ宮 士郎
(日本政策投資銀行 設備投資研究所)

* 本稿は、日本経営分析学会第 19 回秋季大会 (2003 年 9 月 20 日) における研究報告に基づき、大幅な加筆・修正を加えたものである。

本稿の作成に際しては、専修大学 大柳康司講師より有益なコメントを頂いた。記して感謝する。もちろん、あり得べき誤りは全て筆者の責任である。

目 次

はじめに	1
第 1 章 米国航空業界と UAL	3
1978 年の航空自由化 ~ 1993 年 UAL の経営危機当時の状況	
2002 年 UAL 倒産当時の状況	
UAL 倒産以降から現在に至る状況	
UAL の概要	
第 2 章 UAL の再生（1993 年のターンアラウンド戦略）	13
UAL 再生のための合意達成に至る経緯	
ターンアラウンド戦略の概要	
ターンアラウンド戦略のポイント	
ターンアラウンド戦略に対する反応	
第 3 章 UAL の挫折（2002 年における倒産）	23
概観	
UAL 倒産を巡る諸問題	
戦略的倒産の可能性	
倒産の要因分析：なぜ UAL は倒産したのか	
第 4 章 ターンアラウンド戦略の評価	36
ターンアラウンドと倒産の関係	
ターンアラウンド戦略に関する先行研究	
ターンアラウンド戦略の評価	

第5章 UALの再生可能性.....	57
--------------------	----

米国航空業界における倒産と再生

Eastern のケース

Continental のケース

総括

第6章 まとめ.....	68
--------------	----

参考文献	71
------------	----

はじめに

従業員参加型の経営スタイルによって、1993年に経営危機を脱したターンアラウンドモデル企業として脚光を浴びたUAL¹は、約9年後の2002年12月に倒産することになった。本稿はこのUALの分析を通じて、ターンアラウンド戦略を巡る再生と倒産に関する諸問題を考察するものである。

分析手法は、UALという企業の事例研究を採用した。ターンアラウンドに関しては、我が国でも最近産業再生機構の発足をはじめとして、話題になることが多い。しかし、ターンアラウンドについては、我が国よりもむしろ米国において、理論的ないし実証的研究がかなり蓄積されている。例えば、ターンアラウンドに関する主な見解としては、古典的なHoferとSchendel [1978]やHofer [1980]らの研究をはじめとして、最近でもSlatter et al. [1999]、Bibeault [1999]、Sloma [1999]、Platt [2001]、Gilson [2001]らの研究が挙げられる。我が国におけるこの分野の本格的な研究は、まだこれからというところであろう。本稿で採用した事例研究も、まだ蓄積は少なく、太田・岡崎[2002]、川辺[2003]等が挙げられる程度である。

一方、ターンアラウンド(Turnaround)の定義には、定まったものがなく、論者により様々な解釈がなされている。類義語も、例えばRecovery、Reorganization、Renewal、Revitalization等が存在する。またターンアラウンド(Turnaround)の邦訳も、企業再生、事業再生、企業再建等いろいろである。本稿では、Slatter et al. [1999]の「短期的に何らかの措置を取らなければ、短期間に破綻することが明白な危機的状況から脱した上で、その後新たな危機に直面することのない持続的な生き残り」という短期・長期的な視点を含む広義の考え方を採用しておく²。

ところで、本稿で取り上げたUALは、一度再生した後、倒産という挫折を経験した企業であり、主題であるターンアラウンド戦略の評価という点からは、単純にターンアラウンドの成否を論じることができない問題を持っている。すなわち、時間軸とターンアラウンド戦略の成否を組み合わせれば、危機に陥ったUALは1993年以降業績を回復させ、短期的にはターンアラウンドに成功したように見えるが、持続的な生存を達成できなかった以上、長期的にはターンアラウンドに失敗しているという二つの側面を持つケースなのである。

本稿の構成は、第1章で米国航空業界の動向と1993年の経営危機時点におけるUALの状況さらに2002年の倒産時点の状況に触れた後、第2章では1993年にUALが策定したターンアラウンド戦略の内容を詳細に検討した。第3章は、連邦破産法Chapter 11を適用申請するに至った要因の分析を行った。そして第4章では、ターンアラウンド戦略の先

¹ UAL(正式名称は、UAL Corp.)は、子会社United Airlinesの持株会社である。本稿では、特に断らない限り、UALにはUnited Airlinesも含めて考えている。

² Slatter et al. [1999] pp.1-4 参照。

行研究を整理した上で、UAL のターンアラウンド戦略の評価や倒産との関連分析を行い、第5章で UAL の再生可能性を、倒産した Continental Airlines と Eastern Airlines との比較の上で検証した。最後の第6章において、本件の事例研究から得られる教訓を汎用、航空業界そして UAL の3分類にして整理した。

なお、本稿では数多くの航空会社名を使用しており、煩雑さを避けるため、予め航空会社名の略称を凡例としてまとめておいた。

凡 例

会 社 名	略 称
Air Canada	Air Canada
Air Partner	Air Partner
AirTran Airways	AirTran
Alaska Airlines	Alaska
America West Airlines	America West
American Airlines	American
American Trans Air Airlines	American Trans Air
AMR Corp.	AMR
Continental Airlines	Continental
Delta Airlines	Delta
Eastern Airlines	Eastern
Frontier Airlines	Frontier
JetBlue Airways	JetBlue
Markair	Markair
Midway Airlines	Midway
Northwest Airlines	Northwest
Pan Am World Airways	PanAm
Southwest Airlines	Southwest
Texas Airlines	Texas Airlines
Trans World Airlines	TWA
UAL Corp.	UAL
United Airlines	United
US Airways	US Airways

第1章 米国航空業界とUAL

1978年の航空自由化～1993年UALの経営危機当時の状況

米国ではかつて、他の先進国同様に航空業界は非常に規制色が強かった。しかし、1978年当時のカーター政権時代に、航空自由化法（Airline Deregulation Act : ADA）が成立すると、航空業界は一転して乱気流の状態に突入することになった。

航空自由化法により、従来政府の厚い保護下にあった業界構造や競争環境は様変わりしてしまった。例えば、料金はかつて Civil Aeronautics Board (CAB) が画一的に決定していたが、航空自由化により料金も市場原理に委ねられることになった。この結果、激的な価格競争が繰り広げられ、料金値下げの圧力が強まることになった¹。さらに、参入障壁や路線開設規制の撤廃により、米国航空業界には新規参入が相次いだ。

このような激しい業界環境の変化は、従来ともすれば殿様商売あるいはぬるま湯状態に慣れた航空各社に、厳しいコスト管理を中心とした経営の合理化を迫ることになった²。このため、大手名門航空会社といえども、競争環境の変化や経営合理化に対し迅速な対応ができない場合、当然ながら経営危機に瀕し、倒産するところも出てくるようになった。

参考までに、Air Transport Association (ATA) のデータを基にして、航空自由化以降の米国航空業界における企業倒産の状況を簡単に概観してみる。

【表 1-1】米国航空会社の年度別倒産状況

年度	倒産件数
1980～1984	45
1985～1989	44
1990～1994	33
1995～2000	25
2001～2002	6
合計	153

(出所) ATA

年度別に見た倒産状況は、表 1-1 のとおりである。80年代の倒産のペースは、前半、後半共にほぼ同じであり、年平均 9 件であった。ニューエコノミーの時代であった 90 年代に入ってから、ややペースダウンし、年平均 6 件という頻度で倒産が発生していることが分る。いかに自由化が、80年代の米国航空業界に大きな影響を及ぼしたのかが明らかであろう。また倒産の形態としては、圧倒的に連邦破産法 Chapter11 の適用によるものが多

¹ Borenstein et al. [1995] は、同一ルート、同一航空会社を利用する場合における価格のばらつきを調査し、自由化により競合企業数が増加するにつれ、価格のばらつきが増加し、また航空会社による飛行場の占有度の増加は、その飛行場から発着するルートの価格のばらつきを増加させているとする。Neven et al. [1998] は、運賃と組合の力関係、欧州と米国の運賃格差の要因等に詳しい。

² Kole et al. [1999] は、自由化前後における航空業界を検証し、かかる経済ショックに対して、各社がいかなるガバナンス体制を採用して対応したのかを実証研究している。

く、153 件の内 141 件（92%）が連邦破産法 Chapter11 の適用となっている。

ところで、自由化以降、航空業界は競争環境の変化以外にも、米国さらに世界経済の変動による影響をかなり受けるようになったといわれる。国内景気のみならず、海外で生じた戦争やテロも、米国国内の航空需要に影響するようになったのである。

航空会社の損益構造をみても、例えば次のような点が指摘できる。客単価が高い優良顧客であるビジネス客は各社のドル箱収入源であるが、ビジネス客は景気の変動にかなり左右されるため、各社の営業収入の変動リスクが増幅された。固定費の大半は、労務費とリース料・減価償却費等の航空機関連費用であり、これらの高い固定費負担が、各社の損益分岐点を押し上げてしまった。この結果、営業収入の低下が赤字に直結するような脆弱な損益構造になってしまったわけである。さらに原油価格の上昇により、燃料費コストの負担も増えたため、下方硬直的な労務費と景気変動性の高い燃料費が総コストの半分以上を占めるようになり、コストコントロールの困難性が一層高まってしまった。

このような状況の下、1990 年に、湾岸戦争が勃発した。燃料費の高騰等のコストアップを吸収し切れず、米国航空会社は多大な損失を被ることになった。湾岸戦争が業界全体に及ぼした影響を簡潔に整理したものが表 1-2 である。

【表 1-2】湾岸戦争の米国民間航空に与えた影響

需要	全体で 8% 減少（国際便需要は 15% 減少）
便数	350 便の減少
雇用	25,000 人の雇用減少
燃料費	45% 上昇した結果、15 億ドルのコスト増
損益	4 年間での損失総額 131 億ドル
倒産	7 社倒産し、内 4 社が清算

（出所）ATA [2003] ,p.8.

湾岸戦争後も、しばらく苦境は続き、コストの上昇と需要の低迷により、多くの航空会社が倒産した。表 1-3 がその一覧である。

【表 1-3】湾岸戦争時における米国航空会社の倒産状況

企業名	倒産年月	顛末
Continental	90.12	93.4 に再生完了
PanAm	91.1	会社清算
Eastern	91.1	会社清算
Midway	91.3	会社清算
America West	91.6	94.8 に再生完了
TWA	92.1	93.11 に再生完了（AMR が吸収）
Markair	92.6	会社清算

（出所）新聞情報等より作成。

UAL が経営危機に陥った 1993 年前後は、自由化に端を発する激しい競争環境の変化という構造的要因と湾岸戦争という突発的要因による悪影響を引きずっていた時期であった。もし、経営危機を脱していなければ、UAL も表 1-3 に名を連ねていた可能性も強い状況であったといっても過言ではないところであった。

2002 年 UAL 倒産当時の状況

UAL が、後述するターンアラウンド戦略を実行した後、1994 年以降業績は急激に改善した。米国景気の回復という追い風もあり、業界各社も湾岸戦争で病弊した体力を回復させることができた。しかし、突然米国本土を襲った 2001 年 9 月 11 日の同時テロは、米国民のみならず、世界中で海外旅行を忌避させ、国内航空需要をも縮小させ、業界に再び回復できないような打撃を与えたとされる。特に空港の閉鎖等による需要の低下の影響は大きく、米国における旅客需要の GDP 弾性値の水準が、過去の 0.9~0.95 から 0.75 にまで悪化してしまった。

ATA [2003] は、かかる状態に鑑み、歴史上米国航空会社は最も困難な経済状態に直面しているとした。同時テロ以降、2002 年に入っても依然として需要は落ち込んだままで推移した。かかる事態への対処として、劇的に運賃を引き下げて乗客の呼び込みを行ったことに加え、ビジネス客の減少もあり、各社は急激な減収に見まわれることになった³。さらに燃料費の高騰、セキュリティ対策費用等の上昇により、各社の損失は拡大した。因みに、2001 年は業界全体で約 77 億ドルの損失を計上したとされている。

このような状況下、各社は生き残りを賭けて、人員削減を中心にリストラのための様々な方策を採ることとなった。

参考までに、UAL を含む航空会社大手 6 社 (AMR, UAL, Continental, Northwest, Delta, US Airways) が行ったリストラの概要を、表 1-4 に整理した。

【表 1-4】テロ以降における項目別リストラ効果 (2000 年と 2002 年の対比)

項目	削減効果	削減率
営業費用	45 億ドル	5 %
設備投資	56 億ドル	4.7
能力	1001 億 ASM	1.3
運行機数	240 機	7
従業員数	70,112 人	1.6

(出所) ATA [2003] , p.15, TableD より作成。

収益の落ち込みに対応すべく、各社はコスト削減に意欲的な手法を採用した。特に、労務費が最大のコスト要素 (2002 年で総コストの 38%) であり、人員も余剰であったため、

³ Carter et al. [2002] は、同時テロの航空各社への影響を調査し、市場はテロの影響は、航空各社により異なるであろうと考え、テロ後において短期的な支払い能力が毀損され、破産する可能性があるか否かという航空各社の財務体力を反映した差異を識別していることを実証している。

人員削減は不可欠な手段であった。また業界全体として過剰能力問題⁴が存在していたことから、各社は航空機の退役を加速化し、新規発注も削減した。この結果、余剰能力が削減され、L/F⁵はテロ以前の状況に回復させることができた。

しかし、従来はさほど負担ではなかったテロ対策費用や保険料の高騰の影響は重く、業界全体で40億ドル以上のコスト負担が新たに増加することになってしまった。さらに、原油価格の上昇もあり、燃料費が年間約180百万ドルも増加した。

リストラ努力とコストアップが、航空業界の採算性に及ぼした影響を、L/Fでみてみれば、テロが引き起こしたマイナス効果の大きさが分る(表1-5)。

【表1-5】損益分岐点 PLF⁶ (BEPPLF) の比較

	2001年	2002年
BEPPLF (業界)	76.7%	80.9%
実績 PLF (業界)	70.0	71.6
BEPPLF (UAL)	83.3	91.9
実績 PLF (UAL)	70.8	73.5

(出所) ATA [2003]、UAL Annual Report より作成。

各社のリストラにもかかわらず、損益分岐点 PLF でみる採算点は2002年に上昇した。このため、実績の PLF と採算ベース BEPPLF との乖離は拡大した。特に UAL は、業界の中でも際立つ高コスト体質のため、業界全体よりも、元来かなり高い採算点になっていた。従って、営業収入の急激な落ち込みは、採算点との乖離を大幅に拡大させ、業績悪化に拍車をかけることになった。

さらに、財政面での痛手も大きかった。損失の増大に伴い、キャッシュフローはマイナスになり、各社の資金状況は悪化した。そのため、資金不足を外部負債に依存せざるを得なく、負債構成比は、2002年で88%程度に上昇した(1999年:69%)。

このような状況が続く限り、GDPの約9%を占め、11百万人の雇用を生み出す航空業界(2000年ベース)において、湾岸戦争時と同様に連鎖的な倒産が生じることは、不可避な状況となってしまった(実際に、US Airways は2002年8月、UAL は2002年12月にそれぞれ倒産している)。一方、このような厳しい環境にもかかわらず、Southwest を初めとした低コストを売り物とする格安航空会社は、確実に業績を挙げ、業界は勝ち組と負け組が鮮明である二極分化の様相を呈するに至った。

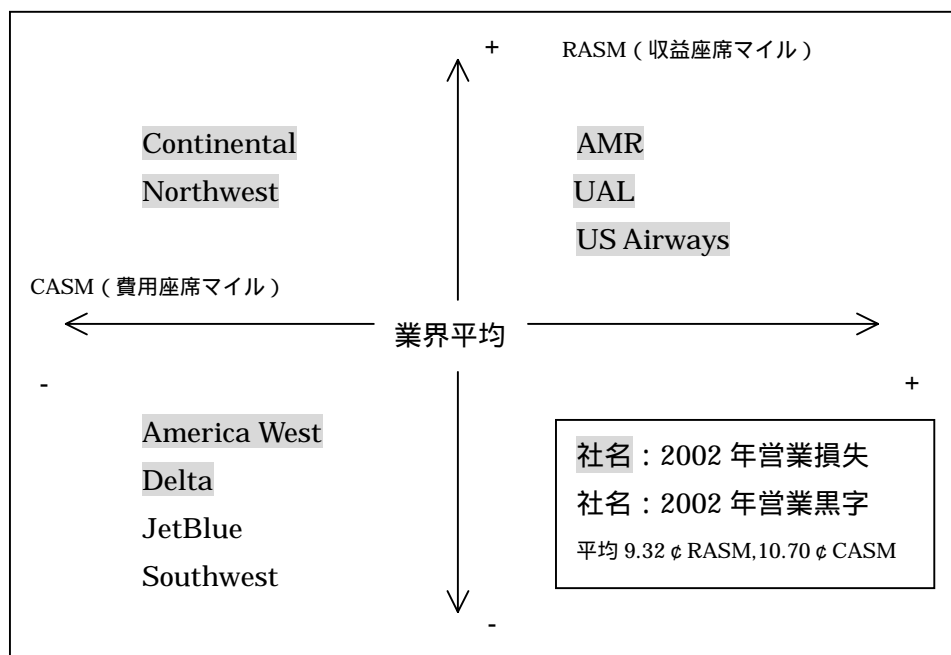
⁴ 米航空業界は15%能力過剰であり、乗客数に比べ会社数が多すぎると批判されている。従って、US Airways や UAL が倒産としても、過当競争状態が解消されるわけではなく、体力勝負は継続すると予想されている。

⁵ L/Fとは、ロードファクター(Load Factor)を意味し、稼働率を示すものである。

⁶ PLFとは、旅客当たりのL/Fである。

しかし、業績の二極分化とはいえ、従来とは状況が異なっており、単にコストが低い（CASM⁷の低さ）だけでは、もはや利益を計上することは困難になりつつある。図 1-1 は、2002 年における RASM⁸と CASM に基づき、業界平均を中心として、各社の位置を示したものである。CASM でみた場合、コストが低いことが競争優位につながるとはいえないことは一目瞭然であろう。

【図 1-1】収益・コストマトリクス



(出所) ATA [2003] より作成。

図から明らかなように、ほとんどの企業は、赤字決算を余儀なくされており、業界平均を下回る RASM にもかかわらず、低い CASM のポジションにある格安航空会社の中には、何とか利益を計上している会社があることが分る。また同じポジションに位置しても、企業により格差が生じており、環境変化に応じたビジネスモデルの再構築は各社の急務になっていると考えられる。

そこで、単なるコスト削減だけでは、図の左下に移行してしまう可能性もあり、UAL の戦略としては、従来とは異なる客層の変更やサービスの多様化等ビジネスモデルの変更により収益を維持（あるいは増加）しつつ、図の左上にシフトし利益を確保していく方向を目指していくべきであろう。

⁷ CASM とは、Cost per available seat mile の略であり、コスト比較の指標である。

UAL 倒産以降から現在に至る状況

UAL が 2002 年 12 月に倒産した後の業界動向を簡単に概観する。2003 年に入っても、イラク戦争や SARS 流行という逆風が吹いたため、業界環境の悪化に拍車をかけることが懸念された。しかし、イラク戦争が比較的早期に終結をみたため、最悪のシナリオはどうか免れることができた。各社のイラク戦争への対応を表 1-6 にまとめた。

【表 1-6】米航空会社のイラク戦争への対応

会社名	減便	人員削減
AMR	国際線で 6 %	
UAL	全体で 8 %	3,400 人
Northwest	全体で 12%	4,900 人
Continental		1,200 人

(出所) 日本経済新聞 15.3.23 より作成。

イラク戦争の影響により、2003 年は当初乗客数が落ち込んだものの、戦争終了後の乗客の戻りは予想以上に進んでいるとされている。表 1-7 に示したように、各社がいずれも減便や賃金カット等の合理化対策⁹を進めた結果、RASM は改善傾向にある。

この結果、大手航空会社 5 社の 2003 年四半期決算をみると、UAL を除く AMR、Delta、Northwest そして Continental 3 社は四半期決算として 2001 年 9 月の同時テロ以降初めて最終損益を黒字化することができ、表面上業績の回復傾向が窺われる¹⁰。

【表 1-7】大手航空会社 5 社の 2003 年四半期決算状況

企業名	第 1 四半期決算	第 2 四半期決算	第 3 四半期決算	第 4 四半期決算
	税引損益 (百万ドル)	税引損益 (百万ドル)	税引損益 (百万ドル)	税引損益 (百万ドル)
AMR	1,043	75	1	111
UAL	1,343	623	367	476
Delta	466	184	164	327
Northwest	396	227	47	370
Continental	221	79	137	47

(出所) 各社 Home Page より作成。

しかし、各社の黒字転換は政府の安全対策費に対する補助金が影響していると指摘されており¹¹、まだ完全回復とはいえない。燃料費の高騰に加え、冬本番に向かって再び SARS が猛威を振るう可能性もあり、依然として先行きの収益環境を楽観視することは時期早尚

⁸ RASM とは、Revenue per available seat mile の略であり、収益力比較の指標である。

⁹ 米航空各社が相次ぎ強硬なリストラに乗り出し、強気姿勢に転じ組合に大幅譲歩を迫っているとされている。テロ後の経営状態への危機意識が高まった労組も、従来に比べ態度を軟化させ始め、労使関係に変化が出てきたようである。今回の未曾有の不況は、高い労働費負担に悩まされ続けてきた航空各社にとって、ようやく低コスト経営へと転換する契機になったといえよう。

¹⁰ Schefczyk [1993] は、航空会社においては、通常の財務指標は企業評価に不適切であると指摘する。

¹¹ 第 2 四半期の補助金額は、例えば Delta 398 百万ドル、Northwest 205 百万ドル、Continental 176 百万ドルである。

と考えられる。

業界トップ AMR は、2003 年内の倒産は不可避と言われたこともあった。しかし、労働組合との交渉により賃金削減等が他社よりもプラスに寄与し、何とか持ちこたえ、第 3 四半期にようやく黒字化できた¹²。

一方 UAL は、倒産後の四半期決算を見る限り、依然として赤字基調から脱していない。しかし、国内旅客収益は前年同月（6 月）プラスに転じ、コスト削減計画も順調に進捗しているとされる。資金的にも、キャッシュフローは黒字化し、DIP ファイナンスに伴う財務制限条項に抵触しないで推移している。運航状況も、On-Time Departure や Customer Satisfaction 等いずれにおいても、良好な状況を示し、少なくとも倒産による職場環境の悪化は見られていないと報じられている。今のところは、無難に推移しているところといえよう¹³。

UAL の概要

UAL は、米国ユナイテッド航空の持株会社であり、連結子会社はユナイテッド航空を含む 26 社にのぼる。前身は、1926 年に設立された航空郵便サービス会社であり、1930 年代に M&A を積極化させ、現在の企業基盤を形成した。その名前の由来は、文字通り独立系の航空会社が統合（United）して出来た会社であることに基づく。

UAL の経営史を紐解いた場合、1970 年に UAL は単なる航空会社から、統合されたフルサービスの旅行複合企業を目指す多角化戦略を採用し、その経営の舵取りを大きく変化させた点が特筆される。多角化戦略の実行として、UAL はウェスティンホテル(1970)、ハーツレンタカー(1985)、ヒルトンホテル(1987)等を相次いで買収した。しかし、あまりにも急激に事業内容を多様化し拡大させたことが裏目に出て、結局この多角化戦略は失敗に帰ってしまった。

UAL が採用した多角化戦略に対しては、運行乗務員を中心とした従業員組合が反対し、本業である航空事業への集中を求め、ストライキをしたこともあった。戦略の失敗により、当時の経営陣は交代し、新しい CEO の Wolf 氏は、多角化戦略を全面的に転換し、航空事業以外を売却し、本業に集中する戦略を採用したのである。

UAL は、航空事業において、80 年代に話題となった「ハブ・アンド・スポーク」と称される拠点空港方式を導入することによって、急成長を遂げることができた。その結果、2001 年米国航空会社売上高ランキングで、第 2 位を占めるまでになっている（表 1-8）。

国際路線でも、全日空等との Star Alliance グループを形成し、同グループの中核とな

¹² 業界トップの AMR も、2003 年 3 月になりやっと労組の大幅譲歩を引き出した。当初困難とみられた総額 18 億 \$ の労務費削減であったが、倒産すればさらに厳しい労務費削減を迫られることを組合との交渉で明らかにし、「倒産申請」を切り札にしたといわれている。明らかに、UAL の倒産を前提にした対応と考えられる。

¹³ 2002 年に倒産した USAirways も倒産を利用し、裁判所の後押しで労務費を削減し、2003 年 3 月には連邦破産法 Chapter11 の適用を終了することができた。倒産依然よりも、運行便数は 25%、従業員も約 3 割少ないスリムな航空会社として再出発するとされる（日本経済新聞平成 15 年 3 月 31 日）。

っている。

【表 1-8】業界地位 米国航空会社 2001 年売上高順位

順位	企業名	売上高(百万ドル)
1	AMR	18,963
2	UAL	16,138
3	Delta	13,879
4	Northwest	9,905
5	Continental	8,969
6	US Airways	8,288
7	Southwest	5,555

(出所) 各社 Annual Report 等より作成。

前述したように、UAL は 1993 年の経営危機を従業員参加型のターンアラウンド戦略により乗りきり、業績を急改善させた。表 1-9 は、ターンアラウンドによる企業再生前後における業績推移を要約したものである。

【表 1-9】UAL 業績推移 (1989 ~ 1999 年)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
営業収入	9,288	10,296	10,706	11,853	13,325	13,950	14,943	16,362	17,378	17,561	18,027
営業損益	465	-36	-494	-538	263	521	889	1,123	1,259	1,478	1,391
人件費	3,158	3,550	4,057	4,562	4,760	4,679	4,526	4,719	5,018	5,341	5,670
純損益	324	94	-332	-957	-50	51	349	533	949	821	1,235
EPS (希薄後)	17.91	19.09	16.8	7.28	6.14	-24.99	-9.06	15.52	39.35	6.83	9.94
総資産	7,194	7,983	9,876	12,257	12,840	11,764	11,641	12,677	15,464	18,559	20,963
自己資本	1,564	1,671	1,597	706	1,203	-316	-239	995	2,337	3,281	5,151
旅客マイル	69,639	76,137	82,290	92,690	101,258	108,299	111,811	116,697	121,426	124,609	125,465
L/F	66.6%	66.2%	66.3%	67.4%	67.2%	71.2%	70.5%	71.7%	71.8%	71.6%	71.0%
イールド	11.6	11.8	11.5	11.3	11.6	11.3	11.8	12.4	12.6	12.4	12.5

(注) 単位：百万ドル、EPSは\$/株、イールドは%

(出所) UAL Annual Reportより作成。

表で明らかのように、損益面ではターンアラウンド戦略を実行に移した 1994 年以降黒字化を果たし、1999 年には最高益を計上した。しかし、同時テロ以降は業績が再度悪化し、結局のところ経営危機脱出から 9 年経過した後の 2002 年に、UAL は倒産することになってしまった。

詳細については、第 3 章で述べるが、簡単に UAL の倒産の経緯に触れることにする。倒産前後のイベントを整理したものが、表 1-10 である。

【表 1-10】UAL の倒産に至る経緯

年 月	イ ベ ン ト
2001.9	米同時テロの影響で旅客数大幅減
2002.2	2001年12月期に、21億ドルの当期損失計上
6	政府に対し、18億ドルの債務保証を申請
8	米6位のUS Airwaysが、連邦破産法11条(Chapter11)の適用申請
9	新CEOにG.Tilton氏就任
10	7-9月期に8億8900万ドルの最終赤字計上 政府に18億ドルの債務保証を再度申請。5年半で52億\$の人員費削減を盛り込んだ再建計画提出
11	9000人の追加人員削減を発表 整備士組合の一部がリストラ案に反対
12.2	3億7500万ドルの債務返済期限到来、10日間の返済猶予
12.4	政府が18億ドルの債務保証を拒否
12.9	連邦破産法11条(Chapter11)の適用申請

(出所) 新聞情報等より作成。

UAL は、2002年12月9日シカゴの連邦破産裁判所に連邦破産法 Chapter11 の適用申請をし、債務返済を一時停止したうえで、高コスト体質を是正する再生を目指すことにした。目論見では、債務減免を受けながら、18ヶ月で再生プロセスを終了させたい考えとされている。

しかし、再生計画の柱となる労務費削減は波乱含みと当初より指摘されていた。まず、倒産以前に UAL 側は、総額約 52 億ドルの労務費削減策を提示していたが、整備士組合が受け入れを拒否した結果¹⁴、この計画はお流れとなってしまったことに加え、政府も、この程度の削減案は甘いと批判してきた経緯もあり、さらに厳しい内容を盛り込むことが、再生には不可欠であると考えられているからである。

2002年8月に倒産した US Airways では、再建計画を巡り労使交渉がやはり難航し、アラバマ州年金基金が、支援中止の警告をした例もあった。スポンサー等の支援を得るためにも、対立の争点である労務費削減交渉をいち早く解消することが再建のポイントであることは疑いないところである。また、過去の事例をみても、航空業界では、再建計画のとりまとめに多くの時間を費やすことは、競争上問題が生じ、再建に支障が起ることも多分に予想されている。UAL でも、ブランドイメージの低下が旅客離れにつながることへの懸念も強いといわれている。

ところで、米国航空業界の歴史を振り返れば、1980年代以降の航空業界は再編と淘汰の

¹⁴ 2003年3月、UALの強力な組合の一つであるパイロット組合が、今後6年間に亘り年11億ドルの労務費削減を受諾した。従来ならば、問題外として突っぱねていた条件を受諾したことに対して、航空業界関係者は驚いたと報道されている(日経産業新聞平成15年4月2日)。業界の中でも、かなりの厚遇を享受してきた組合が、このように変貌を遂げたことは、倒産を契機にUALがリストラに取り組む強硬姿勢を見せたことが影響していると考えられる。すなわちUALは破産裁判所に対し、組合が譲歩しない場合は労働協約破棄を認めるよう求め、今までにないほど強気に出た。このため組合も契約破棄ですべてを失うよりましと仕方なく態度を軟化させたといわれている。

繰り返しの歴史と考えられ、倒産後の姿も明暗がはっきりと分れている。例えば、名門 PanAm は、路線売却で規模を絞り込み、再出発を狙ったものの、1991 年結果的に運航中止に追い込まれ、姿を消してしまった。Continental は、二度も倒産したが、財務面の改善に加え、運航スケジュールの適正化等に努め、再建に成功している。一方 TWA も二度倒産を経験したが、最終的には AMR に飲み込まれてしまった。このように、連邦破産法 Chapter11 を適用申請したからといって、必ず再生が成功し、かつ独立企業として存続できるとは限らないのである。

このようなことから、UAL の再生は業界の注視するところであり、実務上も学術上も目を離せない存在になっていると考えられる。

第2章 UAL の再生(1993年のターナラウンド'戦略)¹

UAL 再生のための合意達成に至る経緯

UAL 倒産前後の状況は、前章で述べたとおりであるが、主として湾岸戦争による後遺症から、UAL の業績は、純損益ベースで1991年 332百万ドル、1992年 957百万ドルと2年連続の大幅な赤字を計上せざるを得なかった。同業他社の倒産が増加する中²、UAL の財政状態は依然として業界平均に比べ比較的健全であったものの、社債はジャンクボンドに格下げされ、資金調達に支障が出る可能性が生じた。従って、UAL にとって、早期にターナラウンドを達成し、かかる経営危機を克服することが焦眉の急な課題であった。

企業再生の鍵は、コスト合理化の達成如何にあり、特に業界でも高い労務費負担の低減が焦点であった。1993年当時、UAL の従業員は83,400人であり、その内の64%が組合員であった。組合は職種別に6種類に分かれており、労使関係は複雑であった。

当時の経営者であったWolf氏は、UAL を本業である航空事業に回帰させたが、再建のベテランとしてUAL に乗り込んできた関係上、組合からは嫌われる存在といわれていた。過去において、組合が再三 UAL 買収を画策してきた経緯があるように、UAL の経営陣と従業員との間の不信感は根強く、両者の関係はしっくりいってはいなかった。そのため、もし組合による買収計画が成功すれば、Wolf氏は追放される予定でいたほど、関係は悪化していたといわれている。

このような労使関係にあったUALは、組合の協力の下でのリストラが拒否された場合、強制的にリストラを実行し経営危機を打開しようと計画していた。一方、1993年当時は民主党のクリントン政権であり、政府は組合にどちらかといえば同情的であった政治情勢であった。そこでUALの組合は、同時期AMRもストライキに入っており、もしUALでの交渉が決裂したならば、航空業界は混乱に陥るだろうとワシントンに警告し、経営陣への圧力を加えて交渉を有利に進めようとしていた。交渉自体は途絶えることなく、労使間では粘り強い交渉が継続され、最終的に1993年12月組合とUALのターナラウンドに関する中核事項について合意に達することが出来たのである。

正式な交渉は、1993年7月16日からスタートしており、ALPAとIAMという2大組合との合意はその年の12月に概ね達成していた。AFAはこの合意形成から離脱し、後述する従業員による経営参加には加わらなかった³。そして、この合意案は1994年7月12日に株主総会で承認を得られたのである。

¹ Cott et al. [1995]、Gilson [2000] を参照。

² この時期は、米国航空業界は未曾有の不況に喘いでいた。自由化、不況、燃料価格の高騰さらに湾岸戦争に伴う旅客需要の低迷により、大半の会社が財務的危機状況にあった。1990-1993年の間に、業界全体で128億\$の損失を計上し、多くのメガキャリアーが連邦破産法11条の適用を申請した(PanAm, Continental, America West, TWA, Midway)。

³ 三大組合は、パイロット組合(Air Line Pilot's Association: ALPA)、整備工組合(International Association of Machinists and Aerospace Workers: IAM)、客室乗務員組合(Association of Flight Attendants: AFA)である。

以上の経緯を、時系列的に整理したものが下の表 2-1 である。

【表 2-1】UAL 従業員による企業買収 (Employee Buyout) を巡る主要な出来事の推移

年月日	イ ベ ン ト	株価(\$)
87.4.6	ALPA が United の買収を提案。	65.75
88.3.17	ALPA が UAL を約 20 億ドル (110\$/株) で買収を提案。経営陣と従業員が反対。	87.37
89.8.7	外部投資家が UAL を約 43 億ドル (200\$/株) で買収を提案。その後買収価格を 240\$/株に引き上げ。	210.75
89.8.15	UAL が ALPA と従業員による United の買収可能性を検討。	254.25
89.9.15	経営陣が ALPA による約 67 億ドルの買収提案を承認。	279.75
89.9.6	IAM が ALPA による買収に反対。外部投資家グループと共同で新たな買収提案を検討開始。	286.87
89.10.24	経営陣が UAL の独立を主張し、買収を白紙に戻す。	170.00
89.12.4	UAL は新たな従業員による買収提案を検討し、組合と話し合い中と宣言。	179.50
90.1.25	三つの組合が買収のために連合を形成すると発表。	158.50
90.3.20	組合が約 40 億ドル (185\$/株) で買収を提案。成功すれば、従業員持株比率は 75%に達する計画。CEO の辞任も画策。	152.00
90.4.5	経営陣が約 44 億ドル (200\$/株) 以上であれば組合の買収提案を考慮すると主張。但し、翌日提案を承認。	165.50
90.6.18	非組合員は、組合による UAL の買収不支持を宣言。	155.62
90.10.10	UAL 経営陣は再び組合による買収を拒否。	89.80
93.1.7	UAL は 4 億ドルのコスト削減のため、2,800 人のレイオフ等を発表。United も賃金引き下げを計画。	128.00
93.1.27	UAL は 10 人の役員削減を発表するも、組合より 3 億ドル以上に上る賃金削減等の提案に対する反対を受ける。	125.50
93.2.11	今後 3 年間における設備投資 36 億ドル削減すると発表。	124.50
93.6.25	UAL は、不採算の短距離航空事業を非組合員の別会社として分離する計画を検討。ALPA より反対される。	121.37
93.7.16	いかなる譲歩も行わないと抵抗している UAL の 3 つの組合は、United の大株主になることと引き替えであれば、賃金等削減に応じることを示唆。	136.37
93.7.21	United の 60%の持株と交換に、36 億ドル相当のコスト削減譲歩を巡り、UAL と組合で話し合いを実施。	138.37
93.9.30	AFA は買収交渉から脱退。	137.25
93.10.27	3 組合が改訂買収案を提示。	146.75
93.12.23	UAL の経営陣は、大幅な賃金削減と交換で二大組合 (ALPA、IAM) に United を売却することに同意。	146.62
94.2.24	AFA は、客室従業員の参加する買収に関して、UAL と交渉することを中止。	135.50
94.3.25	UAL、ALPA、IAM 三者間で、買収に関する合意を公表。28 日に正式に文書に調印。	131.50
94.5.16	ALPA が UAL 株価の下落を考慮し、買収について再交渉を検討すると公表。	117.75

年月日	イ ベ ン ト	株価
94.5.23	買収条項が、株価下落に対応して修正された。従業員持株比率が、53%から55%へ上昇する。	120.75
94.6.29	Institutional Shareholder Services 社が、買収提案に賛成するように投資家へアドバイスを実施。	127.25
94.7.1	UAL と United は 12 億ドル相当の社債と優先株を発行計画。	130.00
94.7.13	7.12 の株主総会にて買収案が承認される。	92.00
94.7.29	UAL は 10 月より短距離シャトルサービスを西海岸で実施すると発表。	99.25
94.8.17	United は、1993 年にレイオフした従業員を年内に再度雇用すると公表。	103.25
95.10.3	US Airways が、UAL が AMR と経営統合の話し合い中と発表。	166.63
95.10.11	UAL は、US Airways と UAL の統合はメリットが大きいと主張。	174.25
95.10.19	UAL は US Airways の組合と交渉し、US Airways を買収した場合賃金等の削減を行うことを示唆。但し、条件として US Airways 従業員に UAL の役員選任権と株式保有を付与することも表明。	168.75
95.11.2	UAL 経営陣は、UAL と US Airways の統合交渉に UAL の従業員も参加することを保証。	184.75

(出所) Gilson [2000] , pp. 103-105, Appendix A. より作成。

ターンアラウンド戦略の概要

1993 年に UAL が採用したターンアラウンド戦略の最大の特徴は、従業員が大株主となり、経営に参加するスタイルでの企業再生という点であった。手法的には、従業員による一種の企業買収である Employee Buyout (EBO)⁴とされるものである。また EBO は、従業員持株制度 (ESOP)⁵を介在させて行うことが計画された。EBO の規模としては、前例がないほど大規模な EBO⁶であったといわれ、UAL ほどの大企業が採用することも稀なため⁷、その帰趨は全米の注目的でもあった。

一方、経営陣にとっても、レイオフを制限する雇用保証条項、業務のアウトソーシングの制限、海外への業務移転の制限、資産売却制限等、EBO に伴い様々な制約に服さなければ

⁴ EBO は、手法的には経営陣による企業買収である MBO (Management Buyout) と類似している。

⁵ ESOP (Employee Stock Ownership Plan) は、80 年代に導入された ERISA 法の導入により全米で流行した制度である。Conte et al. [1991] によれば、企業の業績と連動した従業員個人の報酬システムは、企業業績を向上させると指摘する。ESOP は、米国の 1974 年 ERISA 法 (Employee Retirement and Income Security Act) により、導入された制度であるが、内容的には、様々なバリエーションが存在している。ESOP と非 ESOP の株式賞与制度との差は、ESOP が雇用主である企業の証券に主として投資されなければならないこと、企業から ESOP 制度維持のために、信用供与がなされていることである。かかる特色を持つため、ESOP のポートフォリオに対するリターンは、当然ながら企業の業績との相関が非常に高いものである。このため、従業員は、通常に比べて株価や配当に影響するような企業の業績数値やニュースには、敏感に反応する傾向が認められる。また、ESOP 導入の最大も動機は、税務上のメリットにあるとされる。一方、Scholes et al. [1989] は、ESOP には、税務上のメリットとインセンティブ契約としてのメリットがあるものの、ESOP が米国で急成長した要因は、乗っ取りから企業を守るために、ESOP を利用することができたからであると指摘する。特に、税務上のメリットは、大企業が ESOP を導入している要因にはならないとする。Chaplinsky et al. [1990] 参照。

⁶ EBO は、米国では鉄鋼と航空業界で利用されている例が多いとされる。UAL は、従業員が過半数の株式を保有する企業としては、全米第三位の規模とされた。航空業界では、UAL 以外にも、Delta、Northwest そして TWA が従業員の経営参加を受けており、組合から賃金削減等の譲歩を得る代わりにストックオプション等を供与している。

⁷ レンタカーの Avis は、100%従業員が株式を保有する会社で有名である。

ばならなかった。激変している環境の中で、UAL の経営の柔軟性がどの程度維持できるかは注視されていた。

労使で合意をみたターンアラウンド戦略の骨子を整理したものが、表 2-2 である。

【表 2-2】UAL ターンアラウンド戦略（1993 年）

戦略は 4 つの部分から構成され、リストラを中心とした防衛的戦略だけでなく、低コスト・短距離航空サービスを開始するという攻撃的な戦略も含まれていた。

（ 1 ）従業員による投資

UAL の最大の問題である労務費削減のため、賃金引き下げ・労働協約改定・FRINGE ベネフィット削減によるコストダウンを図る。効果は、1993 年の現在価値で換算し、総額 49 億ドルに相当すると見積もられた。但し、この効果は、今後 13 年間の累積であり、(1)と(4)を合わせて「従業員による投資」と表現された。

（ 2 ）資本再編

既存株主は、旧株 1 に対して、新株二分の一と 88\$ の配当を取得する。配当の内容は、25.8ドルの現金配当、元本 31.1ドル相当の社債（金利 9.35%）、31.1ドル相当の優先株から構成された。長期債務と優先株式の増加は、財務的には財務の健全性を毀損する可能性があったが、EBO を既存株主に認めさせるための条件としては、ターンアラウンドには不可欠な手法であった。

（ 3 ）従業員の EBO とコーポレート・ガバナンス改革

賃金引き下げ等と交換に、UAL の資本再編に伴い発行する株式の 55% を従業員が保有するというものである。但し、株式は、実際のところ ESOP へ配分される形態を採用した。さらに ESOP には、優先株で新株が発行されたが、普通株式に転換することは可能であり、しかも会計処理や議決権は普通株式と同等と考えられていた。その公正価値は費用として計上され、全ての ESOP 関連の費用は税務上損金とされるものであった。公正価値は UAL と ESOP の信託管理人との交渉で決定されることになっていた。

従業員は、55% の持株比率を保有した上、経営陣を構成する 12 人の役員の内 3 人を指名する権利を獲得した。また従業員には、買収、非関連の多大な資本投資、資産売却に対して拒否権も与えられ、事業運営に対する発言権も強化した。さらに経営陣の交代に対しても拒否権が認められた。

（ 4 ）格安航空サービスの開始

UAL の既存の航空サービスとは別に、低コスト、低運賃、低サービス、高頻度の 750 マイルまでの短距離航空サービスを開始する（社内では、U2 プロジェクトと呼ばれた）ものである。他社とは異なる差別化を行う計画であったが、パイロット組合との交渉により、フライト時間に制約があった。このためサービス提供エリアには限界があるという問題が存在していた。

（出所）Cott et al. [1995] UAL Annual Report より作成。

このように、従業員は米国でも稀な高い持株比率を獲得し、部分的ではあるが、役員の指名権も獲得し、さらに UAL の経営に関する発言権・拒否権をも強化し、UAL のコーポレート・ガバナンスに対して従業員の声を反映させる道を切り開いた点は特筆すべきことであった。その反面、従業員は経営参加の交換条件として大幅な賃金削減・労働協約の改定等の受け入れを行った⁸。この結果、1993 年まで急激に増加してきた労務費にもブレーキがかかり、労務費負担をある程度安定的に抑制させた⁹。そして当初の計画通り早期に業績は急改善（純損益：1993 年 50 百万ドル 1994 年 51 百万ドル 1995 年 349 百万ドル）を果たすことが出来た。そのため UAL は、従業員参加型経営の理想像とも称されるに至ったのである。

因みに、結果的に合意したターンアラウンド戦略以外に、1993 年に経営陣の検討していた再生オプションは 3 つあったとされている。すなわち、

現状維持策（コスト合理化等の問題は未解決のまま、事業を継続する）

拡大現状維持策（根本的解決ではないが、限定的にリストラは実行し、財務業績の向上をある程度期待する）

抜本的リストラ策（大規模な人員整理を行い、航空事業は長距離に特化させる）

の 3 種類である。

どのオプションも帯に短し襷に長しであり、また 20,000 人もの解雇が予定されるオプションのように、組合が到底合意するとは見込めないものも含まれていた。

ターンアラウンド戦略のポイント

本節では、モデル像とされた UAL のターンアラウンド戦略のポイントを詳述するとともに、その内容に検討を加える。

1 最終合意案では、従業員は UAL の株式 55%を取得する代わりに、大幅な賃金とフリンジベネフィットの引き下げ、そして労働条件の譲歩を認めた。組合リーダーと経営陣は、この線で原則的に合意していたが、パイロットや整備工の少なからずはその譲歩に反対する兆候があった。客室乗務員は、この時点で合意案に参加することを拒否していた。従って、この EBO に最終的に参加したのは、ALPA と IAM そして非組合員のホワイトカラーと管理職だけであった。さらに、各組合と UAL との合意事項には、微妙な差異が存在していた。例えば、賃金引き下げもパイロット：15.7%、整備工：9.7%、ホワイトカラー等：8.25%というように格差が存在していた¹⁰。全従業員による EBO が不可能だったことは、

⁸ かつては、労働組合の賃上げ要求は、喜んで会社に受け入れられた。なぜなら、賃金の上昇は、運賃に転嫁できたからである。自由化後では、会社が賃金上昇の太宗を吸収しなければならなくなったため、業績が悪化した。湾岸戦争後の不況に残った企業も、労務費引き下げと株式のスワップを行い、コスト削減を果たしている。例えば、Northwest は 1993 年に持株比率 37%になるストックオプションと引き替えに、総額約 9 億\$の労務費を削減を引き出した。TWA は、45%と引き替えに約 6 億\$を削減した。このように各社も労務費削減と株式のスワップを行っており、UAL の対応も珍しい訳ではない。

⁹ 労務費は、営業収入比で見た場合、1993 年以降 34~36%程度で推移するようになった。

¹⁰ 航空業界における組合問題は、複雑であった。組合と経営陣の間に厳しい対立があったばかりではなく、歴史的に組合構成員自体の間にならぬ敵意が存在した。パイロットは、最も高給取りであったといわれた。また同時にエゴの固まりであり、空飛ぶ VP ともニックネームが付けられていた。客室乗務員は、最も低い給与水準であった。女性がほ

組合の利害が複雑に錯綜していたことを示していた。当然ながら、十分に組合員間での意思疎通がなされていなかったため、従業員が譲歩した対価としての便益の真の意味も、交渉に参加した全ての者に必ずしも明確ではなく、後ほどのターンアラウンドへの協力に温度差を生じさせる原因となった。一致団結ができなかったことは、従業員参加型経営の障害として残り、解決すべき問題点であった。

2 UALの新株は、ESOPへ発行される形態であった。その株式は、7つのトランシェに分けられ、1994年以降5年間で配分される予定であった。全体として、従業員には、各々議決権なしの転換優先株を1株と議決権のある無配当優先株2株が配分されることになった。このようにスキームは複雑で、一般の従業員にとって決して分りやすいものではなかった。このため、例えば賃金引下げをさせられたにもかかわらず、株式が取得できないといったような誤解の種にもなってしまったといわれる。

またEBOには、新株発行とは別にUALの財務再構築のためのレバレッジを利用した資本政策が付随し、2種類の社債が新たに発行された。この資本再編は、既存株主との交渉で合意にこぎ着けられるように、交渉を支援することに第一の目的があった。第二の目的は、負債の増加による財務悪化を従業員に強調することにあった。

DeAngelo et al. [1991]は、危機状況にある鉄鋼会社のケーススタディで、会社の劣悪な財務状況に対する経営者の要望を強調し、全ての利害関係者に財務的譲歩が必要であることを意識させることにより、従業員に既得権返還の譲歩を求めることが可能と主張している。さらに、Wruck [1990]も、財務レバレッジを増加させるほど、企業組織全体での改革を促進させうることが可能とする報告を行っている。つまり、UALの場合には、航空業界の危機に対する認識を助長し、財務的譲歩を従業員に喜んで受け入れさせることを目論んだのではないかと考えられるのである¹¹。

3 ESOPを巡る会計に関する、経営陣の理解の不十分さも特筆すべき点であろう。公正妥当な会計基準(GAAP)に準拠した会計処理等が、EBOの支持に決定的であった従業員に混乱を生じさせたからである。

従業員に配分される優先株の公正価値は、人件費同様に税務上損金算入され、GAAPの下では、会計上も費用として処理されるものである。公正価値は、UALと外部の信託管理人との交渉で決定されることになっていた。ところが、公正価値で測定されるESOP拠出費用は、報告利益を減少させるため、公正価値を高く評価すればするほど、EPSを反映する自社の株価が逆に低下する可能性があるという問題が生じた¹²。逆の関係も成り立つた

とんどであり、伝統的に魅力的な女性が多かったにもかかわらず、単なる肉体労働者階級とみなされていた。また厳しい服飾規定、体重制限等に服さなければならなかったように、職種による差が大きかった。

¹¹ Livingston et al. [1980]は、ESOPを行っている企業はそうでない企業に比べ、収益力がかなり低く、またESOPを維持するコストは、財務的メリットよりも大きいとしている。

¹² 株価が上昇すれば、公正価値も上昇し、ESOP拠出費用も増加するため、利益は減少してしまう関係になる。また利益が減少すれば、EPSが低下し、株価が下落する可能性が出てくる。つまり、それだけGAAPベースでは、利益数

め、UAL の経営陣は、自社株の公正価値の評価と UAL の将来利益の予想を巡り厄介な問題を抱えることになってしまったわけである¹³。

さらに、従業員の譲歩によるコスト削減効果 49 億ドル(表 2-2)が 13 年間に亘る長期間の効果を想定しているのに対して、ESOP 抛出が短期間に費用化されるという期間ミスマッチのため、会計上の利益が早期に毀損される可能性があった。これも、株価を低下させる恐れがあり、前述した株式取得の誤解とともに従業員にとっては自社株を取得したメリットはないという疑惑を抱かせる要因となった。残念なことに、僅かな経営者のみが、当初から今回の ESOP 会計を理解しているだけであったとされている¹⁴。

4 EBO に際しては、CEO の更迭も行われた。組合は、Wolf 氏の後継者として Greenwald 氏を選択した。彼は、1990 年に組合が EBO を画策した際の CEO 候補であった¹⁵。クライスラーの CFO を経験していた関係で、組合は彼を従業員と共に働く仕方を知っていると理解していたようである。しかし、新 CEO の Greenwald 氏は、「UAL の新オーナーである従業員は、投資家であり、経営者ではない」、また「UAL は利益とキャッシュフローを生み出すため、他の企業と同様に運営する」と主張した¹⁶。このように、発言権を強めたにもかかわらず、組合の CEO や経営に関する認識には依然甘さが残っていたといわざるを得ない。従って業績改善に一応成功したとはいえ、UAL の経営を巡る経営陣とのボタンの掛け違えという問題は、後々の事業運営に対する意見の対立の根源となってしまったと考えられる。

5 従業員が 55%の支配権を握る規模の EBO は、米国では当時少なかったとされる。ある面では、EBO が成功するかどうかは、UAL の大株主となった従業員が、取得した UAL 株式の意味や価値をどのように評価するかに依存していたとも考えられる。組合は、従業員に対して UAL の支配権取得を強調していたが、一般従業員には株式取得と賃金削減等とのスワップには譲歩し過ぎとの意見も存在した。支配権取得を一番に評価していれば、短期的な株価上昇や配当よりも、むしろ経営への協力による長期的成長を重視すると推測されるが、実際には経済メリット重視の短期的思考も潜んでいたのである。従って、このような EBO への参加意識の不一致は、ターンアラウンドの中核である EBO を失敗させる恐れがあったため、従業員の株式取得に対する受け止め方は重要なポイントであったといえよう。

EBO によるターンアラウンドスキームを全体的にみる限り、自社の株価が従業員の協力

値が過小表示されるわけである。

¹³ UAL の株式の公正価値の決定と利益予想が相互依存しているため、ディレンマが生じてしまうわけである。株価と利益の関係は予測を困難にさせ、企業の業績に関するシグナルを複雑化させてしまった。また GAAP の下では、実際に株式が ESOP に配分されるまでは、発行済み株式数に従業員の潜在的な持株数が参入されないため、従業員は UAL をまだ支配していないという誤った印象を与えてしまうという問題もあった。

¹⁴ Cott et al. [1995] 参照。

¹⁵ 組合は、今回以前にも過去 3 回外部投資家と組んで、UAL の買収を計画したことがあるとされる。

¹⁶ Cott et al. [1995] 参照。

による企業再生と密接にリンクしている以上、いわば株価・業績・再生がセットとして展開していたとみることができる。ターンアラウンド戦略の成否は、従業員の協力にあったが、従業員の経営参加により、問題は全て解決されると経営陣が誤解をしていたことにも大きな問題があったのではなからうか。従業員・経営陣両サイドに誤算があったように感じられる¹⁷。

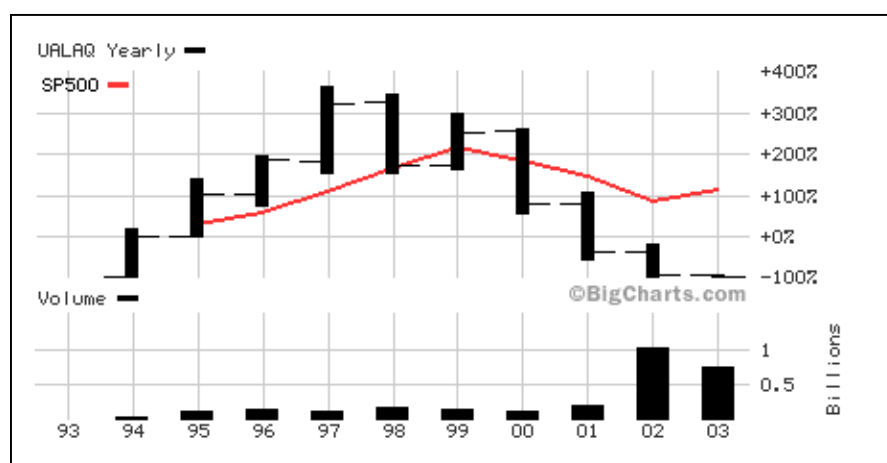
ターンアラウンド戦略に対する反応

次に、UAL のターンアラウンド戦略に対する外部の反応を検討する。

1 市場の反応

EBO 実施以降の2年間における株価は、1993年1月時点に比べ約1.5倍に上昇した。また業界株式インデックスより114%、S&Pインデックスより93%も上回った(図2-1)ところで、EBO成立前の18ヶ月間は、株価の動きもほぼ業界平均並で推移していたが、組合とのEBO交渉が明かになってから、市場はその動きを好意的に受け止めだし、株価上昇につながってきた。そして業績が急改善したため、株価の急激な上昇が、EBO後の2年目に生じたのである。

【図2-1】
株価推移
(UAL、S&P Index)



(出所) UAL Home Page

UALの場合、株価下落は従業員のターンアラウンドに対する協力を害する恐れがあるため、経営陣にとって株価の低迷は非常に重要な問題であった¹⁸。ターンアラウンドに対し、市場が前向きに評価し、株価上昇につながったことは、とりあえず経営陣を安心させたで

¹⁷ Ben-Ner et al. [1996]によれば、従業員参加企業は、航空会社や鉄鋼会社に多いとし、EBOが行われる要因は、税制上ESOPに税務メリットが付与されている、中小企業の場合買主を捜すのが困難である、特に事業の地域性を存続させたいオーナーの意向が強い場合には、EBOしかないことがある、従業員の経営参加により、生産性の向上が期待できることが指摘される。また本件のように、従業員は経営者に比べ情報面で劣位にある場合、経営者は実際よりも収益力を低く開示しているのではないかという疑心暗鬼に、従業員がとらわれている可能性があるとする。従って、EBOが行われることにより、このような経営に関する情報ギャップ(非対称性)を狭めようとする動機が作用しているとも指摘する。さらに、財務的な危機状況にある企業ほど収益力のある企業よりもEBOが行われやすいということが示された。なぜなら、収益力のある企業は、従業員の賃金アップを許容する可能性が高い反面、財務的に苦しい企業は賃上げよりも低い価格での企業売却を志向するからである。このため、経済状況が一般に不振な時期の方がEBOの発生する率が高いと予想されるが、直接的な実証結果はないとされる。

¹⁸ Gilson [2000], P.89 参照。

あろうと推測される¹⁹。

2 アナリストの反応

UAL のターンアラウンドでは、EBO スキーム自体が複雑であり、公表された情報もわかりにくいという問題があるため、アナリストの情報仲介機能が重要な役割を果たすものと考えられた。しかし、彼らの分析や調査は様々であり、一般投資家の投資判断に影響する問題に関する情報を十分に提供できたとは必ずしもいえなかった。また多くのアナリストが EBO を正確に理解できず、逆に誤った情報を提供し、市場をミスリードしてしまう結果になったとも指摘されている²⁰。

彼らの多くは、今回のターンアラウンドの採算性に懐疑的であり、株価の上昇がみられた後も、EBO に対する意見を変えようとはしなかったといわれている。アナリストの意見をみると、EBO 当初では従業員による経営参加がマイナス要素として考えられていたようである。しかし、ターンアラウンド実施の2年後には、EBO の仕組みや ESOP 会計の複雑性が、アナリストの企業評価上では UAL のマイナス要素として考慮されるようになったとされる²¹。

UAL にとっては、アナリストの理解を得ることが、市場との関係で重要な要素であった。しかし、EPS の計算でのプロフォーマ情報導入等努力はしたものの、このようなアナリストの企業評価の視点の変化に対する対応が十分とはいえなかった点は問題であったといえよう²²。

3 ニュースメディアの反応

ニュースメディアは、従業員が UAL の状況を知るための第一の情報源であったため、EBO の成否に重大な影響を与えたと考えられる。

ところで DeAngelo et al. [1994,1996] は、利害関係者における企業のゴーイングコンサーン認識の仕方に、ニュースメディアがいかに影響するかを実証的に分析し、ニュースメディアが報道を通じて企業価値にインパクトを与えていることを示した。UAL のケースでは、その結論が妥当したといえよう。大株主である従業員が報道によって自社の業績を

¹⁹ Chaplinsky et al. [1998] は、EBO と MBO を比較し、従業員が参加することにより、buyout の資金調達が可能になるということを指摘している。

²⁰ Gilson [2000], P.90 参照。

²¹ Gilson [2000] は、プロフォーマ情報を巡るアナリストの反応等に詳しい。さらに UAL のディスクロージャーの在り方の問題点も指摘している。

²² UAL は、企業業績を測定するための手法として、「完全配分後利益 (fully distributed earnings) というものを開示することにした。これは、UAL が今後 ESOP に配分しなければならない予定の株式を、全て EBO が成立した時点で発行済みと想定し、非現金支出である ESOP 費用を認識しないものである。EBITDA 等と同様な一種のプロフォーマ数値である。EPS の絶対額で見ると、GAAP ベースよりも、完全配分後利益の数値が高い印象を与えられるため、従業員に自社の業績をポジティブに理解させる効果があった。但し、当初このプロフォーマ情報を発表しても、UAL の株価の動きは経営者を満足させるようなものではなかった。アナリストが、GAAP ベースの EPS で判断し、プロフォーマの EPS を理解していない可能性もあり、経営者はそのため株価への反応が好ましくないと理解していたとされる (Gilson [2000], p.95)。結果的に、アナリストが UAL の EPS 予想に GAAP ベースから、プロフォーマでの EPS 算出に切り替えるのには2年を要したとされる (Gilson [2000], p.98)。

知り、ターンアラウンドへの協力姿勢を変化させたからである。例えば、ニュースメディアにおいては、UAL の公表するプロフォーマベースの EPS の利用頻度は低く、依然として GAAP ベースの EPS が利用されたため、UAL の会計方針を理解していない従業員は、自社の業績を誤解し、ターンアラウンドのメリットに疑問を抱く結果を招いてしまったのである²³。

アナリストやトレーダー、さらにニュースメディアも、このプロフォーマ情報の意味を完全に理解することができず、逆に情報の混乱を引き起こし、市場や従業員にもネガティブメッセージを与えたことは、UAL 経営陣には予想外であったと思われる。

4 従業員の反応

従業員は、当初 EBO の便益に懐疑的であった。しかし、UAL の経営陣は、EBO が従業員の動機付けにポジティブな効果を持つことを信じ、ターンアラウンド戦略の中核に EBO を据えたのである。AFA は EBO に反対し、IAM も 56% が賛成しただけであるが、主導権を握る ALPA では 73% が EBO に賛成した結果、EBO は実行されることになったわけである。

EBO により経営をある程度コントロールできるようになったが、多くの従業員にとっては、そのようなメリットは自分に関係がなかった。例えば、手取りの給料削減が、より切実な問題であると受け止められていたことが、特に低賃金従業員の間における意識調査で明らかにされた。また ESOP を通じて取得した株式は、非常に流動性が低いため、彼らの不満を増幅させるだけであった。さらに、倒産した TWA 等の状況と異なり、倒産が切迫するような状況でやむを得ず、EBO を行ったわけではないため、従業員の中には、この EBO の必要性に疑問を抱く者も少なからずいたとされる²⁴。

Jensen et al. [1979] は、従業員が経営を支配している企業におけるインセンティブと資源配分の問題を検討し、従業員本位による問題の発生を指摘している。UAL の場合では、従業員が、自分達の給料とベネフィットを多くするため、航空機等の設備投資を削減したり、財務的な危機に直面しても、レイオフやその他のコスト削減措置を阻止するのではないかという懸念がその問題に相当する。事実、アナリストも、EBO の当初より株主である従業員と外部の少数株主との利害対立の潜在的危険性を危惧していたとされている²⁵。

²³UAL は、困難な問題であったが、プレスリリースを通じて、市場の企業価値評価に影響を与えようと試みた。すなわちターンアラウンド戦略上、UAL は「従業員による経営のコントロール」や「大株主」という用語を多用し、反対に譲歩という用語への言及をできるだけ少なくしたとされる。譲歩を強調することは、ネガティブ効果を助長するため、従業員に対しては、経営権獲得によるメリットを強調したかったのである。いわば一種の従業員へのプロパガンダと考えられる。また、UAL の社内報でも、従業員を持ち上げるような用語（例えば、従業員による賃金等の譲歩を、UAL は「従業員による投資」と表現した）を利用したのである。しかし、アナリストは社内でも開示されたような用語を使用せず、「譲歩」という用語を継続的に使用したため、経営陣の株価向上の目論見は奏功しなかったようである。

²⁴ Gilson [2000], P.90 参照。

²⁵ Gilson [2000], P.91。ターンアラウンド戦略策定に際して、経営者もこの点を考慮し、組合との取り決めで、UAL の少数株主と対立するような脅威を削減するような条項を組み込んでいた。

第3章 UAL の挫折(2002 年における倒産)

概観¹

同時テロによる航空需要の世界的低下の煽りを受け、苦況に喘ぐ米国航空業界の中で、最大の被害を被ったのが、UAL であるといわれる。しかし UAL の抱える問題や倒産に至る原因は、前章で指摘したように、2002 年以前から既に存在していたと考えられる。1993 年のターンアラウンドは、あくまで短期的に経営危機を脱したに過ぎず、第 4 章で述べるように、見かけ上のターンアラウンドであり、今回の厳しい環境悪化に対応し切れず、倒産してしまったと考えるべきであろう。

ところで、連邦破産法 Chapter 11²の適用申請に至った直接的要因は、資金不足にあったのである。同時テロ以降、UAL の業績も再び急激に悪化し、2001 年には毎日 10 百万ドル以上の資金流出が生じていた。その後のコスト削減等により資金流出は減少したものの、2002 年に入っても依然として毎日 5 百万ドル以上の資金流出は止められなかった。そこでクライスラー救済の前例があるように、UAL は 2002 年 6 月連邦航空輸送安定本部(ATSB) に対し、18 億ドルの融資保証を申請したのである。但し、最終的にその申請は却下され、資金調達の目途が立たなくなってしまい、2002 年 12 月に期限が到来する KfW の融資返済と資産担保証券の償還資金計 875 百万ドルの償還が不能となり、連邦破産法 Ch11 の適用申請をせざるを得なくなってしまったのである。

因みに、連邦破産法 Chapter11 の適用を受けたとしても、全ての企業が救済されるわけではなく、航空業界でも Eastern や PanAm 等消滅していった企業も数多い。特に、UAL の場合、過去に連邦破産法 Chapter11 の適用を申請した同業他社に比べ、負債の金額が大きい点が、今回の再生のネックになる可能性が当初より指摘されていた。また組合の再生への反対等に鑑みれば、Eastern に酷似した状況にあるともいわれ、UAL の先行きは楽観できるようなものではなかった³。

UAL 倒産を巡る諸問題

UAL が、イリノイ州北部地区破産裁判所に提出した申請書類 (Sparayregen et al. [2002]) に基づき、以下倒産の背景や状況について詳細に検討する。

Sparayregen et al. [2002] は、連邦破産法 Chapter11 申請時に破産裁判所に提出され

¹ 連邦破産法 Chapter11 申請の経緯 (2002.12.9) は、UAL の Home Page 上の,"UAL Corp. for Chapter11 Reorganization,"に詳しい。

² Chapter 11 は、米国での企業破綻手続きを定めた連邦破産法 (Bankruptcy Code) の一部である。連邦破産法は、5 つの倒産形態を定めている。すなわち Chapter 7,9,11,12,13 であり、Chapter 7 は破産による清算を定めている。Chapter 11 は、Reorganization とされ、再建を前提とした法的枠組みを定めており、我が国の会社更正法や民事再生法のモデルでもある。但し、この制度の対象には、不祥事での倒産のケースも該当し、企業には甘い制度であるとの批判もある。Chapter 11 による再生を終了させるには、再編成計画 (Plan of reorganization) を裁判所に提出し、債権者の合意を得なければならない。

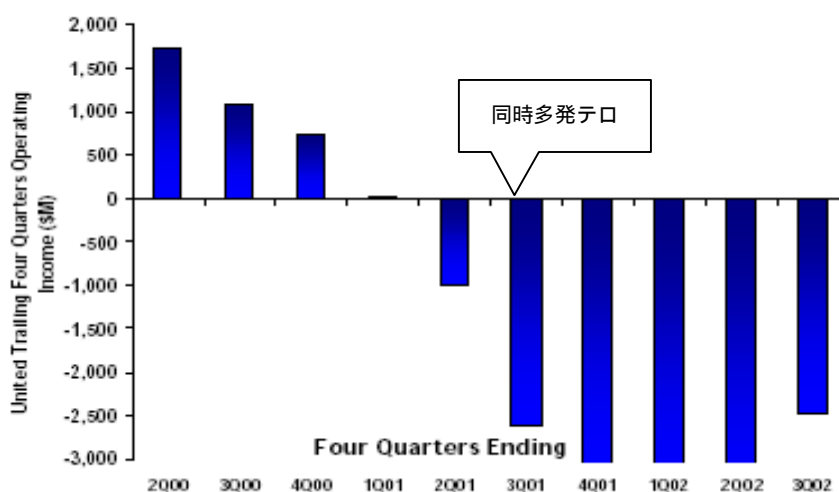
³ Aviation week & Space Technology [2002] 12 月 16 日号 pp.22-24 参照。

た、UAL に関する非常に長文の現況報告書である。その報告書は結論として、UAL が倒産した理由を、「インターネットによる格安航空会社への客の流出から、収益が低迷したことに加え、業界最高のコストから、事業運営が困難になったもの」⁴としている。さらに、ターンアラウンド実行後、9年経過して倒産した UAL に経営上の様々な問題点が存在していたことも指摘している。

1 収益とコストのアンバランス

UAL の根本的な問題は、コストと収益の適切なバランスをとる必要があることを認識しながら、経営陣が長年にわたりその問題を解決することができなかったことであると指摘している⁵。事実、UAL は 1993 年経営危機に見舞われる以前に、過去 1987 年と 1990 年の二回も同じ要因による財務的危機に直面したことがあったが、景気回復に助けられ、倒産を免れたという経緯があった。従って、今回の倒産は、決して循環的要因ではなく、このような問題を解決することができないまま放置していた経営陣の放漫等の構造的要因によるものといわざるを得ない。

【図 3-1】UAL 四半期別損益状況



(出所) Sprayregen et al. [2002] , p. 8 , Exhibit 3 .

図 3-1 から、収益力が同時テロ発生以前から徐々に低下してきていたことが読み取れる。2001 年からは、四半期ベースでも赤字であり、2002 年 12 月に連邦破産法 Chapter 11 の適用を申請するまで連続赤字を計上し続けていた。このような業績の急激な悪化は、UAL にとっては初めてのことであった。

また最近 4 年間に、CEO が 3 人目も交代するように、経営陣に混乱があった点も重要である。現在の CEO である Tilton 氏は、倒産の数ヶ月前に就任したばかりであり、肝心な時に信頼できる経営者が不在であったことは、経営陣の無責任性を如実に示す事象とはい

⁴ Sprayregen et al. [2002] , pp.1-3 参照。

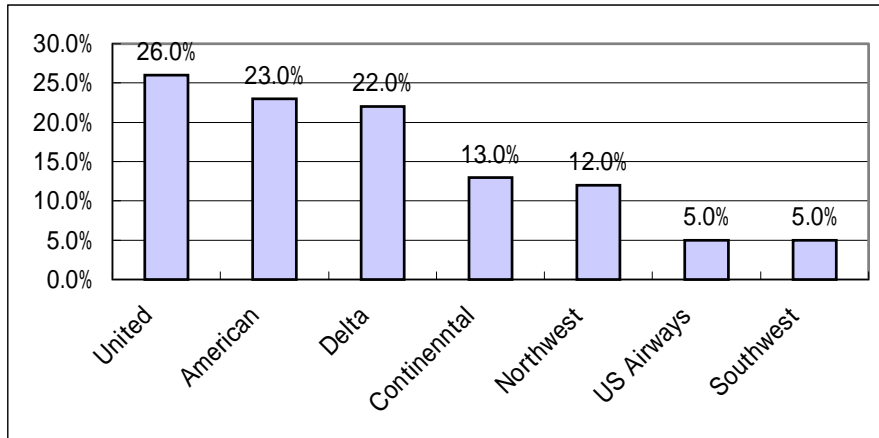
⁵ Sprayregen et al. [2002] , pp.6-8.参照。

えないだろうか。

2 労務費負担の再度の増加⁶

1998年～2001年の間に、UALの労務費は座席マイル当たり26%と業界の中では最高のペースで増加し、採算点を引き上げてしまった。

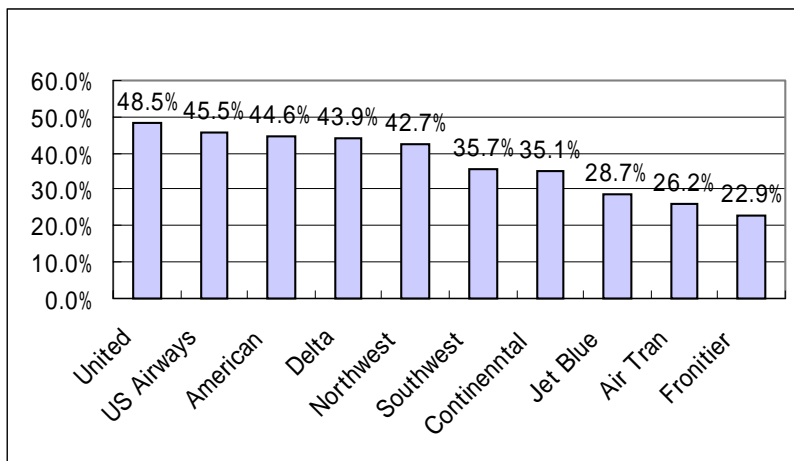
【図 3-2】座席マイル（SM）労務費増加率比較 1998～2001年



（出所）Sprayregen et al. [2002] ,p.22,Exhibit 5 より作成。

ターンアラウンドで抑制したにもかかわらず、その後の業績改善を背景に、ALPAとの労働協約改定が行われ、2000年にパイロットの平均賃金を23%引き上げたこと、UALの組合の中で最も戦闘的なIAMとの賃金交渉において、同時テロ以後にもかかわらず、基本給（base pay）の約25%の引き上げを認めたことが、労務費の増加率を高めた要因と指摘されている。

【図 3-3】労務費比率（2001年）

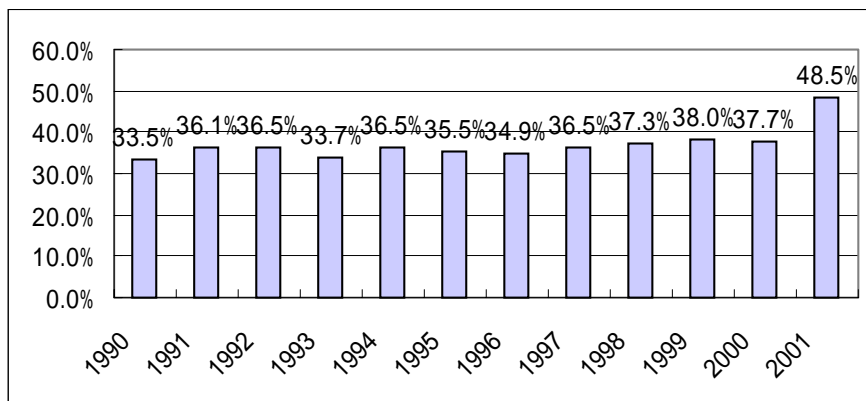


（出所）Sprayregen et al. [2002] ,p.24,Exhibit6 より作成。

⁶ Sprayregen et al. [2002] , pp.22-25 参照。

ターンアラウンド以降の1994～1997年までは、約34～36%の範囲内に止まっていた労務費比率は、賃金引上げにより、2001年業界最高の48.5%に達していた(図3-3)。また、前述した賃金の見直しのタイミングが悪く、UALの労務費負担は、時系列でも過去最高水準になった(図3-4)。1999年にピークアウトした業績にもかかわらず、そのまま今回の不況に突入したため、労務費負担の高さが際立つ格好になってしまったといえよう。

【図3-4】UALにおける労務費比率推移



(出所) Sprayregen et al. [2002] ,p.25,Exhibit7 より作成。

さらに倒産直前のコスト比較により、労務費負担の問題を検討してみる。

【表3-1】コスト比較(2002年上期)

会社名	総コスト	労務費	非労務費
UAL	10.50	4.75	5.75
US Airways	10.70	4.72	5.98
AMR	10.89	4.83	6.06
Delta	10.12	3.79	6.33
Continental	9.58	3.44	6.14
Northwest	9.96	4.08	5.88
Southwest	7.23	2.92	4.31

(注)費用は、全て座席マイル当たり(¢)である。

(出所) ATA

表3-1で明らかのように、座席マイル当たり労務費は業界トップクラスの負担であったが、非労務費を見れば、合理化によりコスト負担は低い部類に属していた。このように、UALのコスト競争力の問題は全て労務費負担にあったものといっても過言ではない。1993年のターンアラウンド以降も、複雑な組合関係や業界特有の雇用形態が存続し続けていたため、労務費の低減には限界があったことになる。因みに、パイロットにはAMRやDeltaよりも1日当たり1百万ドルも多く手当を支払っていたとされ、経営危機の教訓は活かされてはいなかったということになる。

3 資金不足⁷

業績の急激な悪化にともない、会社格付けも、2001年9月同時テロ以前はBB+であったものが、CCC⁸にまで格下げされた。このため、事実上UALが社債等の償還資金を資本市場から調達することは不可能となってしまった。そのため政府の保護を求めることになったわけである。

しかし、前述したようにUALが頼みの綱としたATSBの融資保証は、最終的に2002年12月4日に却下された⁹。却下の理由としては、UALの提出した再建計画が収益見通し等で楽観的過ぎるということに加え、ATSBが求めている抜本的なコスト削減が織り込まれていないということが挙げられた¹⁰。

毎日多額の資金流出が継続しているにもかかわらず、先行きに対する経営陣の楽観的な見通しの甘さという問題があるとしても、倒産が目前に迫っていても、自己の利益を優先させ、コスト削減等にあくまで反対し、非協力的姿勢を示した組合にも、資金繰りを破綻させてしまった責任の一端があるといえよう。

参考までに、同時テロ以降における主要な航空会社の格付の推移を表3-2に示す。

【表3-2】米国航空会社格付推移（S&P）

会社名	2001年9月	2003年3月	格付変化
Southwest	A	A	
Alaska	BB+	BB	-1
Delta	BBB-	BB	-2
Northwest	BB	BB-	-1
Continental	BB	B+	-2
AirTran	B	B-	-1
America West	B+	B-	-2
American Trans Air	B+	B-	-2
AMR	BBB-	B-	-6
US Airways	B	D	-7
UAL	BB+	D	-11

（出所）ATA [2003], p.24, Table G より作成。

4 営業収入の低下¹¹

同時テロの影響は、米国の航空会社を直撃した。国内での利用忌避に加え、米国の航空会社が再度テロに襲われる恐怖心から、国際線では外国航空会社にシェアを奪われた。

一方、テロとは別に数年前からのトレンドとして、インターネットもまた航空会社の運

⁷ Sprayregen et al. [2002], pp.25-27 参照。

⁸ 格付けは、S&Pによる。この時点では、AMRはBB-、SouthwestはAに格付けがされていた。

⁹ 日本経済新聞によれば、民主党寄りのUALは救済されなかったが、もしAMRであれば政府の救済により、倒産は回避されたであろうと報道され、米国の政治情勢もUALの融資保証却下に影響していることを窺がわせている。なお、S&Pは、12月5日ATSBによる保証申請却下を受けて、会社格付けをDに引き下げた。

¹⁰ Sprayregen et al. [2002], p.31 参照。

¹¹ Sprayregen et al. [2002], pp.36-39 参照。

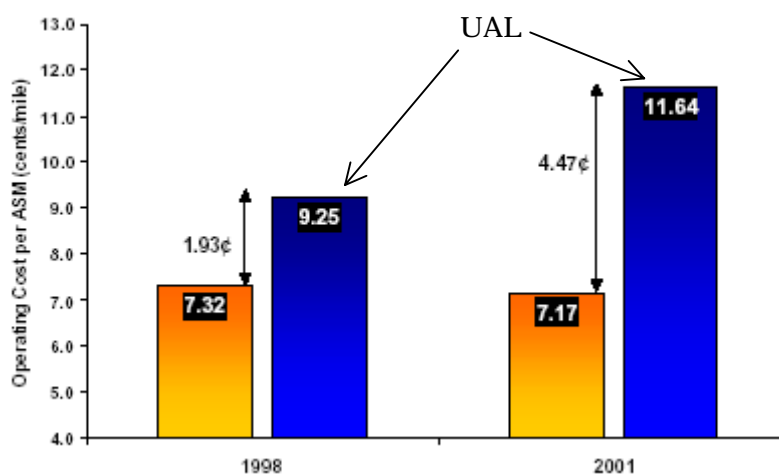
賃を引き上げる大きな要因となっていた。インターネットの普及に伴い、運賃情報のネットでの透明性が向上した結果、1999年当時のインターネットでの座席予約率は5%であったものが、2002年には18%にまで上昇した。また顧客は自由に各社の提示する運賃を比較することができるため、顧客がますます運賃に敏感となった。このため、航空会社もインターネットでの予約率向上による顧客囲い込みを図るべく、対抗上運賃の引き下げをせざるを得ず、運賃の引き下げ競争に拍車をかけることになってしまったのである。

従来、正規運賃を払うビジネス客は、航空会社にとり重要な客層であった。しかし、不況やテロの恐怖、そして技術革新から、ビジネス客がビデオ会議やWeb上の会議を利用し始めたので、ビジネス客の利用は低下傾向にあった。UALでも、1999年には顧客の41%が正規運賃を支払う利用者であったのに対し、2002年には19.8%にまで半減した。営業収入の低下は、単に経済環境やテロの影響だけではなく、ビジネス客重視・対面販売中心等の従来のビジネスモデルに起因する面も否定できない。ビジネスモデルの再構築は、第1章でも指摘したように、UALの再生には重要なポイントになると考えられる。

5 格安航空会社との競争¹²

格安航空会社の強さは、1種類の機種を採用し、メンテナンスコストを削減するほか、主要なコストのアウトソーシング、人員構成の若さ等に起因するものである。格安航空会社のコスト競争力は、特に労務費の低さにあるが、それだけでは最早十分とはいえないものの、最大の武器であることに変わりはない。

【図 3-5】座席マイル (SM) 費用比較：UAL 対 Southwest



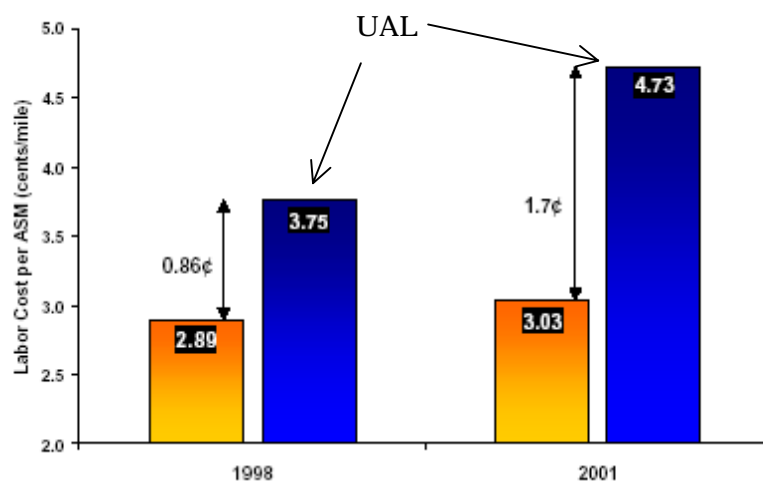
(出所) Sprayregen et al. [2002], p.41, Exhibit12 より作成。

例えば、UAL と Southwest を比較すれば、上図のとおりであるが、コスト格差は1998年運航座席マイル当たり 1.93¢であったものが、2001年には 4.47¢に倍増している。そ

¹² Sprayregen et al. [2002], pp.40-45 参照。

の主因は、労務費の差であり、運航座席マイル当たり労務費格差は 0.86¢ 1.7¢ となっている。もし、UAL が Southwest 並の労務費であれば、年間 22 億ドルの増益が見込まれると指摘されている¹³。高い労務費が、UAL の収益力をいかに制限しているのかが分かる。

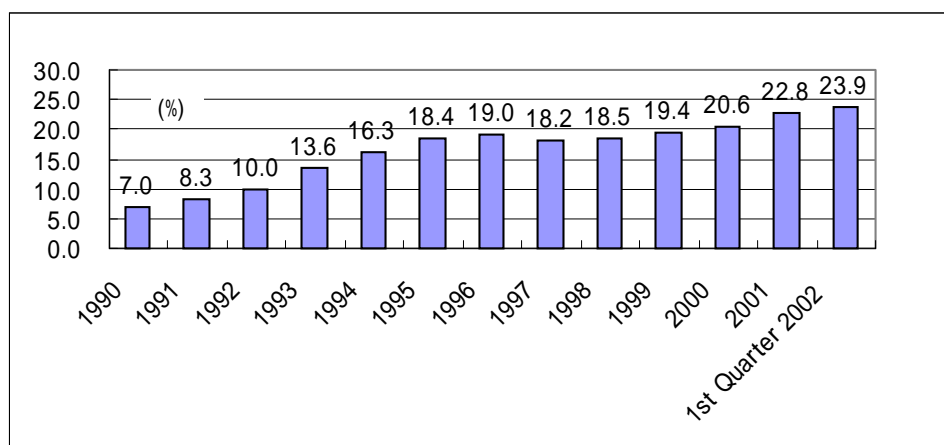
【図 3-6】労務費比較：UAL 対 Southwest



(出所) Sprayregen et al. [2002], p.41, Exhibit13 より作成。

コスト競争力を背景に、格安航空会社の米国国内シェアは、大幅に増加している（1990年：7% 2001年：22.8%）。前述したように UAL を始めとした大手が収益を低迷させている要因は、かかる格安航空会社のシェアの増加にもよる。UAL にとっては、10 年前は 14% 以下であったにもかかわらず、現在では顧客の 70% 以上が格安航空会社と競合する市場に存在している点も、不利に働いているといえよう。

【図 3-7】格安航空会社国内シェアの推移



(出所) Sprayregen et al. [2002], p.42, Exhibit7 より作成。

¹³ 2001 年の純損益は、22 億ドルの赤字である。しかし、UAL は長距離や国際線を運行していたので、格安航空会社と競合する短距離路線で赤字を出しても、他路線との接続とフルサービスによりある程度の競争力を保持していた。

6 従業員参加型経営による制約¹⁴

1993年にターンアラウンド戦略として従業員参加型経営を採用したため、UALは、組合との契約（Scope Close）により、フリーハンドで収益拡大やコスト削減を行うことが困難な状況にあった¹⁵。

また1993年以来、コスト高による経営の困難性を指摘し、経営陣への協力を主張する組合もあれば、経営の現実よりも自分達の既得権益の確保を重視する組合もあり、組合間の足並みが揃わない状況も存続し続けた。このため重要な経営判断を要する局面における意思決定の迅速性や有効性が阻害されてしまったことは否定できなかった。特に倒産直近においても、組合間の意思が一致せず、適切な対応を取れなかったことは致命的であった。

さらに労務費負担は業界最高である反面、生産性は低いことも、EBOのマイナス面の例であろう。

【表 3-3】パイロット 1 人当たり月間飛行時間の比較

会社名	人件費増加率 (1 席 1mile 当たり)	パイロット 1 人当 たり月間飛行時間
UAL	2.6%	3.6
AMR	2.3	3.9
Delta	2.2	4.5
Continental	1.3	4.9
Northwest	1.2	4.0
US Airways	5	5.0
Southwest	5	6.2

(出所) Aviation Week [2002] より作成。

表 3-3 によれば、機種差等はあるものの、Southwest は従業員 1 人当たり生産性では、UAL よりも 20%以上優れていた。UAL では、Scope Close により、パイロットの月間飛行時間が業界最低水準に制限され、Southwest のパイロットの飛行時間の 60%となっていた。これは、自由化前の古き良き時代の名残と批判されていた。また解雇に対する制約があるため、経済状況への対応に柔軟性が欠け、競争力確保でも不利な状況が形成されていた。従って、能力削減により余剰パイロットが発生したとしても、UAL はパイロットを解雇あるいはレイオフもできなかった¹⁶。

¹⁴ Sprayregen et al. [2002], pp.45-59 参照。

¹⁵ Scope Close は、パイロット組合と会社との間に締結される労使協定である。これは米国特有の条項とされ、米国航空会社にとっては、経営の合理化や競争力向上を阻害するものとなっていると批判されている。他社にもこの協定が存在するが、UAL の場合には特に厳しい内容であるとされる。例えば、50 席超のリージョナルジェットを導入制限、リージョナルジェットのハブ空港を拠点とするような幹線での使用禁止等である。このような内容の協定が存在するならば、需要の動向に応じて柔軟に座席を調整し、最適な運行を図るような経営を実行することは不可能になる。結果的に、これが運行コストの高さに反映していることになる。

¹⁶ 業界で最も優雅なパイロットと言われる UAL のパイロットの短い勤務で明らかのように、労務費自体だけでなく、組合との契約による制約も、運行コストの高さに寄与していることは否定できない。

7 組合の対立¹⁷

現在 UAL の雇用者数は、米国内で 77,000 人であり、以下のような 6 種類の組合が存在している。

ALPA (the Air Line Pilots Association : 運航乗務員組合)

AFA (the Association of Flight Attendants : 客室乗務員組合)

IAM (the International Association of Machinists : 整備工組合)

TWU (the Transportation Workers Union : 空港従業員組合)

PAFCA (the Professional Airline Flight Control Association : 運航管理者組合)

IFPTE (the International Federation of Professional and Technical Employees :

PAFCA と同様に、運航管理者組合であり、事実上二つに分かれている)

このような複雑な組合状況は UAL に限られたことではないが、従業員参加型経営を採用している場合には、大きな問題を生じさせるものであった。同時テロ以降の不況にもかかわらず、組合の中で強力な力を持つ IAM は賃金カットを含む再建計画に反対するだけであり、逆に「会社再建に会社 (UAL) は基本的問題解決に取り組んでおらず、組合員に妥協を迫ることは時間の無駄」と批判し協力しなかったのである¹⁸。

また 1993 年以来主要な組合の代表者が一同に会するのは、新 CEO の Tilton 氏と会談する 2002 年が初めてであったように、従業員参加型とはいいいながら、実際は各組合がそれぞれの立場で経営に参加しているに過ぎなかったと評価せざるを得ない。本来ならば、従業員参加型企業として、全社一丸となって危機に立ち向かい、会社再建に注力すべきであったはずである。

8 経営者の不在¹⁹

組合は、同時テロ当時の Goodwin 氏に対し株価下落の責任を問い、2001 年 10 月同氏を解任した。後継者の Crenntonn 氏も高齢のため、就任後 1 年経たずに退任した。そして、倒産数ヶ月前に、現在の Tilton 氏が CEO に就任するという状況であった²⁰。

このように、組合が最高経営者の人事に介入した反面、同時テロ後における経営の一番重要な時期に、中継ぎのような経営者を就任させたことにも、UAL が倒産したことの原因の一端があると考えられる²¹。

¹⁷ Sprayregen et al. [2002], pp.22-24 参照。

¹⁸ 倒産を免れた AMR と UAL との差は、同時テロ以降における合理化の厳しさの差とされている。

¹⁹ Sprayregen et al. [2002], p.9 参照。

²⁰ 同氏は Texaco の会長兼 CEO であった人物である。

²¹ EBO 当時の CEO であった Wolf 氏が許容した経営組織構造 (従業員参加型の経営体制) こそが、UAL による連邦破産法 Chapter 11 申請を余儀なくさせた状況を作り上げた最大の原因であるとの批判は強い。Wolf 氏は、ESOP 導入は正当かつ必要な判断であり、UAL が倒産に追い込まれたのは、同氏以降の経営者の責任であると反論している。

戦略的倒産の可能性

UAL の倒産については、当初より業界最高の部類に属する労務費コスト負担を解決すべく、意図的に連邦破産法 Chapter 11 を利用する「戦略的倒産」ではないかという指摘がある²²。

例えば、UAL は、倒産に先立つ 4 ヶ月前の 2002 年 8 月に既に破産法専門の弁護士事務所（Kirkland&Ellis）を決定していた。組合との再建交渉過程においても、UAL 側は連邦破産法 Chapter 11 の申請も考慮に入れていると提案していた。また、同年 8 月 14 日 SEC に提出した Form-10Q においても、連邦破産法 Chapter 11 申請の可能性を示唆していた。9 月には、連邦破産法 Chapter 11 の下で財務リストラを行うため、Rothchild をコンサルタントとしてアドバイザー契約も締結していた。

さらに、現在の CEO は、戦略的倒産の噂があった Texaco の元会長兼 CEO であった Tilton 氏であり、政府の融資保証引き出しや組合とのリストラ交渉を継続させながら、同時に連邦破産法 Chapter 11 適用による抜本的なリストラも実行しようと目論む両面作戦を行っていたと疑われる状況証拠が揃っていた。

11 月に入ると、JP モルガン等と DIP ファイナンスの交渉も開始していたのであり、満を持して、12 月に倒産を迎えた可能性もあり、戦略的倒産を計画していたと考えることにも十分可能性がある²³。

米国では、倒産に対してネガティブな印象が持たれず、比較的容易に連邦破産法 Chapter 11 の申請を行うことも多く、そのため経営戦略の一環として倒産を利用するケースもあるといわれている。ところで UAL の場合、債務返済資金対策として、ATSB に融資保証を申請していたが、その条件としてコスト削減等を求められていた²⁴。そこで、UAL は緊急のコスト削減策を立案したが、もしその計画が失敗に終わった場合、資金不足のため連邦破産法 Chapter 11 の申請は不可避と既に先行して宣言していたのである。このような企業行動は、計画未達は倒産になるという見通しを明かにすることにより、コスト削減を有利に進め、懸案であった高コスト体質を改善しようとする戦略的行動と理解できる²⁵。

従って、結果的に UAL は連邦破産法 Chapter 11 を申請し、倒産してしましたが、やむを得ない受動的な倒産とは異なる面があった。むしろ 2002 年は、1993 年のタ - ンアラウンドとは異なり、経営危機の回避だけではなく、本稿で指摘してきた根本的な問題点の改善による将来の再生をも念頭に置いて、倒産を「企業再生のツール」として活用したと考

²² 白田 [2003], 29-31 頁参照。

²³ Aviation Week & Space Technology 2002 年 8 月 19 日号, p.23 参照。

²⁴ ATSB は UAL がいかなる再建計画を作成しようとも、従業員と共同してコスト構造と事業モデルを変えなければ、収益力の回復は不可能であると評価していたことは重要な指摘である。

²⁵ UAL が連邦破産法 Ch11 適用申請前に組合に提示していた賃金カット幅は、年間総額約 10 億ドルであったが、倒産後に従業員組合と改定を進めている雇用契約により、会社側は総額約 24 億ドルの賃金削減を目指しており、結果的に従業員サイドは倒産により賃金削減幅を拡大させてしまうことになった。その後の交渉により、IAM を除いた従業員組合は、会社側の賃金カットを受け入れることとなった。IAM は、交渉を拒絶し、連邦破産裁判所に判断を委ねたが、結果的に裁判所は 2003 年 1 月 10 日 13% の賃金カットを認める決定を下した。UAL にとっては、倒産前には難航していた賃金カットによる人件費削減を実施することが可能となった。その意味で、UAL の意図したように、連邦破産法 Ch11 適用申請による戦略的倒産を通じた会社再生の第一歩は成功したと評価することができよう。但し、倒産にも

えられなくもない。因みに、後述する同業の Continental も、二度の倒産を繰り返して、その都度コスト競争力を強化してきた面もあり、再生可能性が高い段階において、先手を打って連邦破産法 Chapter 11 を申請することは航空業界では珍しいことではないのかもしれない。だからこそ、AMR 等の健全企業が、倒産企業との不利な競争に反対を強行に唱えるのであろう²⁶。

倒産の要因分析:なぜ UAL は倒産したのか

欧米における企業倒産に関する研究としては、Argenti [1976] や Altman [1983] が著名である。我が国でもこの分野の研究は盛んになされており、最近では太田 [1996] や白田 [1999、2003] 等の研究がある。本章におけるまとめとして、企業の倒産・崩壊の要因分析とターンアラウンドとの関係を統合的に考察している Slatter et al. [1999] の所説に依拠して、UAL の倒産要因を考察してみる。

なお倒産研究については、倒産原因を定性的に分析する研究から、倒産する前段階の兆候を定量的あるいは定性的に分析し、倒産予測を行う研究まで様々な立場から数多く実施されているが、本稿は、倒産分析に主眼があるわけではないので、ターンアラウンド戦略の評価に必要な範囲でこれらの倒産研究に触れることに止める。

ところで、Slatter et al. [1999] は、企業の危機から倒産に至る各段階を検討した上で、倒産に至る前までの状況である「企業の凋落」(Corporate Decline) を引き起こした要因として、13 種類を挙げている²⁷。企業の凋落要因を整理したものが、表 3-4 である。

【表 3-4】企業凋落の要因一覧

内 部 要 因	外 部 要 因
1 経営管理体制の不適切さ	11 市場のニーズの変化
2 不適切な財務管理	12 競争
3 運転資本管理の稚拙さ	13 汎用品価格の好ましくない変動
4 高コスト体質	
5 マーケティング努力の欠如	
6 過大な取引の実施	
7 大規模プロジェクトへの関与	
8 M&A	
9 資本政策	
10 組織の惰性的対応と社内の混乱	

(出所) Slatter et al. [1999] ,p.21,Figure 2.2 を修正引用。

かわならず、依然として IAM が強きの姿勢を崩していないことは、今後の会社再生に過大を残すものといえる。

²⁶ 財務的危機状態にある企業、特に連邦破産法 Chapter11 の保護下の企業は、自社や同業者を害する水準まで価格を引き下げて競争すると言われている。しかし、Borenstein et al. [1995] は、破産した航空会社とその競争業者の価格戦略の実証を行い、破産した航空会社が競合企業の財務健全性を害する証拠を見いだせず、また低価格戦略を採用しても、破産した企業はシェアを拡大出来なかったと主張する。結果的に、価格戦略脅威論は、ライバル企業による政府の保護反対のための口実である可能性もあろう。

²⁷ Slatter et al. [1999] ,pp.21-48 参照。

但し、実際はどの要因が根本的かを特定することは困難であり、要因が複合的かつ複雑にからみあっていることが多いと主張する²⁸。1993年にターンアラウンドを行った後に倒産したUALには、13種類の要因のいくつかが該当する。しかし、UALのライバルであるAMRは、UALと同様に高コスト体質かつ強力な組合の存在という点で共通し、直面する環境もUALと大差ないにもかかわらず、倒産することはなかった。従って、この差を検討することは、UALの倒産要因を浮き彫りするのではなかろうか。そこで、Slatter et al. [1999]の凋落要因のスキームを利用し、両社を対比させて、両社の明暗を分けた要因を検討した。表3-5は、その比較結果である。

【表3-5】UALとAMRの対比

凋落要因	UAL	AMR
1 経営管理体制の不適切さ		
2 不適切な財務管理		
3 運転資本管理の稚拙さ		
4 高コスト体質		
5 マーケティング努力の欠如		
6 過大な取引の実施		
7 大規模プロジェクトへの関与		
8 M&A		
9 資本政策		
10 組織の惰性的対応と社内の混乱		
11 市場のニーズの変化		
12 競争		
13 汎用品価格の好ましくない変動		

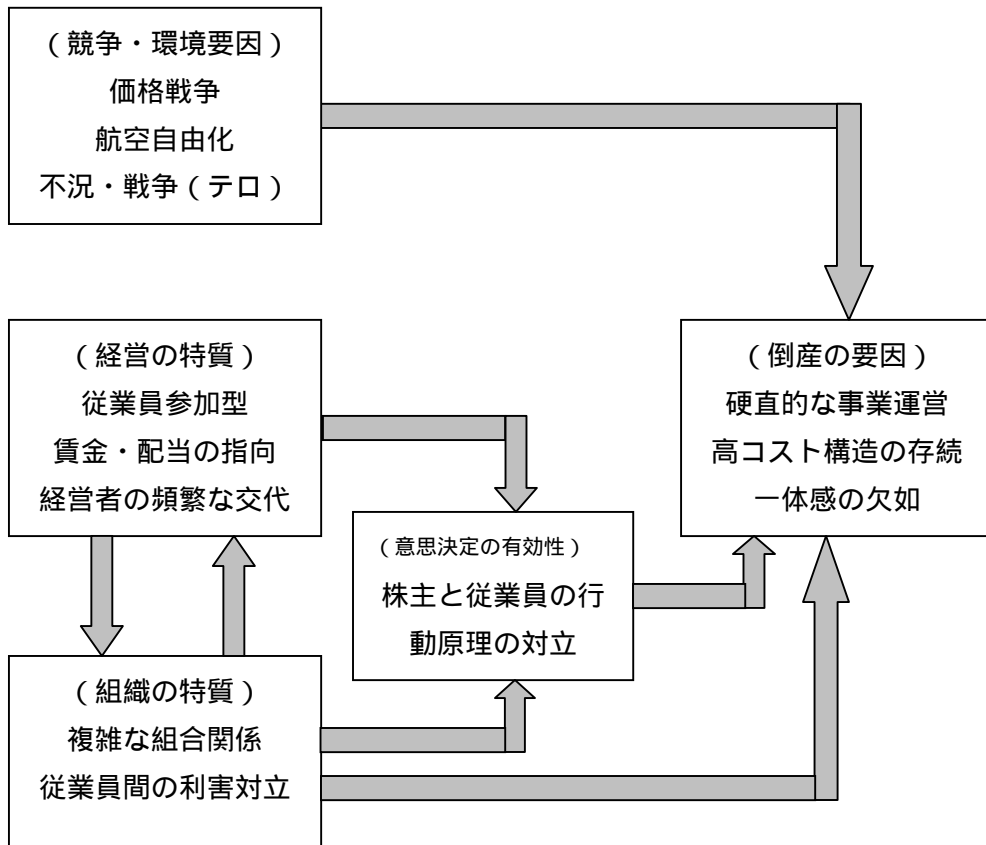
(注) 要因に該当する場合に、○とした。

前節までに述べてきた結果を踏まえれば、UALとAMRの差が生じた要因としては、上表の1、2、8～10の5項目が挙げられよう。特に、資金不足と再建計画を巡る組合とのゴタゴタが倒産直前まで続いた2002年の状況を見る限り、項目の1と10はUALにとっては致命的であったと考える。2003年には、AMRも倒産の瀬戸際まで追い込まれた。しかし、CEOの強力なリーダーシップと社内に蔓延した危機意識が、AMRの存続への意思を統一させることとなり、UALと同様な結末を土俵際で回避することができた。

結論的として、UALは、1993年当時のターンアラウンド戦略で採用した従業員参加型経営を十分に活かしきれず、二次的に事業展開の柔軟性の欠如、高コスト体質の是正の困難、従業員株主と一般株主の利害相反、さらに格安航空会社への競争力喪失による業績低迷とキャッシュフロー不足という問題を招き、倒産に追い込まれてしまったと考えることができる。参考までに倒産に至る複合的な構造要因を整理した図3-8を次頁に示す。

²⁸ Slatter et al. [1999], p.20 参照。

【図 3-8】UAL が倒産に至った構造要因



(出所) Slatter et al. [1999] p.55, Figure 3.1 を修正して引用。

第4章 ターンアラウンド戦略の評価

ターンアラウンドと倒産の関係

UALのターンアラウンド戦略の内容とその問題点さらに2002年の倒産の詳細については既に述べてきた。本章では、最初に1993年UALが策定し実行に移したターンアラウンド戦略と2002年の倒産の関係を考察する。

両者の関係に関しては、3通りの見解があると思われる。

(第1の見解)

両者は、別々に分析するのではなく、一連の流れの中で因果関係を考察すべきであるという立場である。この立場では、UALの倒産は、1993年のターンアラウンド戦略の内容とその後のUAL経営陣や従業員の対応の在り方に問題があると考えるのである。

2001年に勃発したテロとその後の航空不況による環境悪化は、単にターンアラウンドが抱えていた諸問題や矛盾を健在化させた要因の一つに過ぎないとみるものである。

(第2の見解)

この立場は、1993年のターンアラウンド戦略により、UALは経営危機を脱したのであり、その後の業績の急激な改善をみても明らかなように、ターンアラウンドは成功したと評価する。従って、2002年の倒産は、ターンアラウンドとは別個の要因により引き起こされたものであると理解するのである。

すなわち、各社にも共通するが、テロに対する危機管理戦略が欠如していたこと、急激な需要減や固定コスト負担に対する耐久力が不足していたこと、多大な債務負担を招いた財務政策の稚拙さ等に、倒産の原因があると考え、2000年に入った前後のUALの経営自体にネガティブ評価を下す立場である。

(第3の見解)

この立場も、第二の見解と同じように、ターンアラウンドと倒産の関係は別物とする立場であり、1993年のターンアラウンド自体は評価するものである。第二の見解と異なる点は、2002年の倒産を必ずしもマイナスに評価するものではないことである。

確かに、倒産はテロと言った不可抗力により引き起こされた側面は否定できないが、UALの2002年における状況に鑑みれば、UALは連邦破産法Chapter11を意図的に利用したのではないかと考えるのである。すなわちUALは、2002年時点で迎えた再度の経営危機を、1993年のターンアラウンド戦略とは異なる、戦略的倒産という手法に基づく新たなターンアラウンド戦略で克服しようとしたと理解する立場である。

これらのどの見解に依拠するのかにより、ターンアラウンド戦略の評価と倒産の評価は異なることになる。その結果は、表4-1(次頁)に対比して整理した。

【表 4-1】ターンアラウンド戦略の評価と倒産の評価の関係

	ターンアラウンド 戦略の評価	倒産の評価
第一の見解		-
第二の見解	+	-
第三の見解	+	+

(注) 第一の見解の - は、長期的にみて倒産した点で、マイナス評価であるが、短期的には効果があった点を評価する意味。

本稿は、第一の見解に立脚し、1993年のターンアラウンド以降の業績回復はあくまで見かけ上に過ぎず、2002年の倒産という事態と密接な因果関係が存在し、長期的にはターンアラウンドに失敗したと考えている。

このように、両者の因果関係を肯定するのは、

倒産の要因は、直接的・間接的にターンアラウンド戦略で採用された方策に起因することが否定できないこと(例えば、EBOにより従業員の経営参加が成就したが、これは労務費負担の過大さという根本的問題の解決を先延ばしする結果となってしまった)

Scope Closeの存在により、90年代後半に成長していたリージョナルジェット事業への参入が不充分になってしまったため、収益源の安定化の機会を逸してしまったこと

M&Aによる事業拡大に対しても、従業員による反対を受け、収益基盤の拡大を遂げることができなかったこと

倒産のギリギリの局面まで、労働組合の対応はバラバラであり、全社一丸となって難局を打開しようとする社風・職場環境を形成することができず、経済環境の急激な悪化や非常事態の発生という危機に直面した今回のような状況では、ターンアラウンド戦略で採用した方策がマイナスに作用してしまったこと

等が認められるからである。

次節以降、まずターンアラウンド戦略に関する先行研究を整理する。そして、UALのターンアラウンドと倒産には因果関係が存在することを前提に、短期と長期という二つの時間軸から、ターンアラウンド戦略の成否を評価する¹。

¹ ターンアラウンドの成否はどの程度の期間で判断すべきかは明らかではない。短期間でターンアラウンドの成否を判断する立場では、第一の見解は成り立たないであろう。

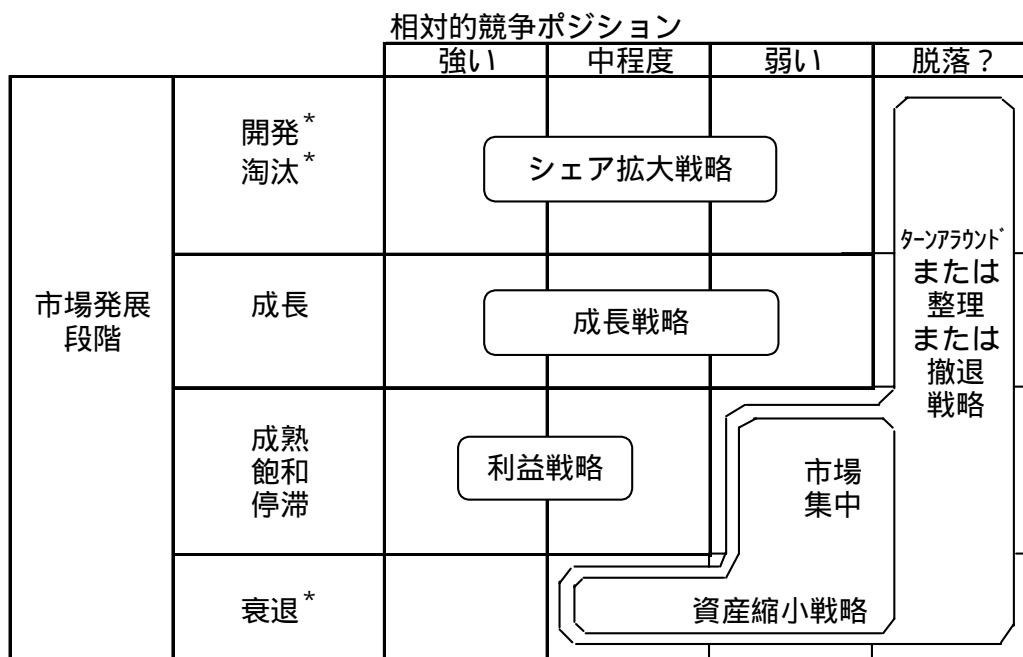
ターンアラウンド戦略に関する先行研究

1 Hofer と Schendel のターンアラウンド戦略論

Hofer et al. [1978] は、事業部門レベルの戦略分析の中で、ターンアラウンド戦略を論じている。事業レベルの戦略ポジション分析は、全社ベースでの事業ユニットポートフォリオ・ポジションの決定と関係している。事業レベルの戦略ポジション分析の目的は、ある特定の事業部門の採用すべき戦略タイプを示すことにあるとする²。その戦略タイプとは、必要な投資の特質と水準に応じて、次の6種類に分かれる。すなわち シェア拡大戦略、成長戦略、利益戦略、市場集中・資産縮小戦略、ターンアラウンド戦略、整理・撤退戦略である。

Hofer et al. [1978] によれば、ターンアラウンド戦略の目的は、できるだけ迅速に事業部門の衰退傾向を逆転させることである。そして、いかなる条件の場合に、どの戦略を採用すべきかを検討する参考として、図 4-1 の戦略ポジションマトリクスを提唱している³。

【図 4-1】戦略ポジションマトリクス



* これらは、競争ポジションの大きな変化が極めて容易に起こりうる段階である。

(出所) Hofer et al. [1978] ,p.104,Figure5.1 より作成。

事業レベルの基本戦略ポジションの決定は、通常4段階で行われる。事業部門が短期的

² Hofer et al. [1978] ,p.103 参照。

³ Hofer et al. [1978] ,p.104 参照。彼らの特色は、必要な投資を切り口にして、統一的に事業部門の戦略を論じている点であろう。

に倒産状態に陥るかどうかを決定するため、財務状態と健全度を評価しなければならない。事業部門が倒産状態に近いならば、ターンアラウンドか整理・撤退いずれかの戦略を採用せざるを得ない。次に、事業部門の相対的な競争ポジションを確認する。そして、シェア拡大戦略、成長戦略、利益戦略のどれが望ましいかを決定するため、製品・市場の発展段階を評価しなければならない。最後は、その事業部門の戦略ポジションを決定するという流れになる。ターンアラウンドの目的は、事業の将来の衰退をできるだけ早期に食い止め、かつそれを逆転することにある。ターンアラウンドは、当然事業が救済する価値が認められる場合にのみ検討される。救済価値があってはじめて、事業の健全度を評価する。

救済をするための検討時間に余裕がなければ、ターンアラウンド戦略として取り得るオプションは少なくなる。余裕があれば、事業の衰退や凋落原因の十分な解明が必要となる。事業戦略自体に問題があるならば、唯一のオプションは新たな事業戦略を策定することしかない。Schendel et al. [1976] の調査によれば、戦略策定よりも、実行過程に問題がある例が大半であると指摘されている。従って、戦略の実行の仕方に問題があれば、コスト削減や厳しい予算統制、タイミングのよい設備投資等の実行方法の改善での対応が可能となる⁴。

ターンアラウンドでの投資を考える場合には、事業部門の基本戦略と投資戦略オプション（資本の投入、投資の維持、回収）を組み合わせた表 4-2 が参考になる。

【表 4-2】基本戦略と投資戦略

基本戦略の型	競争ポジション目標	投資戦略
シェア拡大戦略		
開発段階	ポジション引上げ	やや大きな投資
淘汰段階	ポジション引上げ	大きな投資
その他の段階	ポジション引上げ	非常に大きな投資
成長戦略	ポジション維持	大きな投資
利益戦略	ポジション維持	やや大きな投資
市場集中・資産	より小さな防御可能レベル	やや大きな投資
縮小戦略	(隙間への) ポジション引下げ (シフト)	～ 負の投資
整理・撤退戦略	ポジションをゼロに整理	負の投資
ターンアラウンド戦略	ポジション改善	僅かな投資
		～ やや大きな投資

(出所) Hofer et al. [1978] , p.160, Figure6.1 より作成。

ターンアラウンド戦略では、競争ポジション改善を目標に、少しでも競争優位を利用し、

⁴ Hofer et al. [1978] , pp.172-174 参照。

自己資金の範囲内での投資が多少必要になるとされている⁵。

2 Hofer のターンアラウンド戦略論⁶

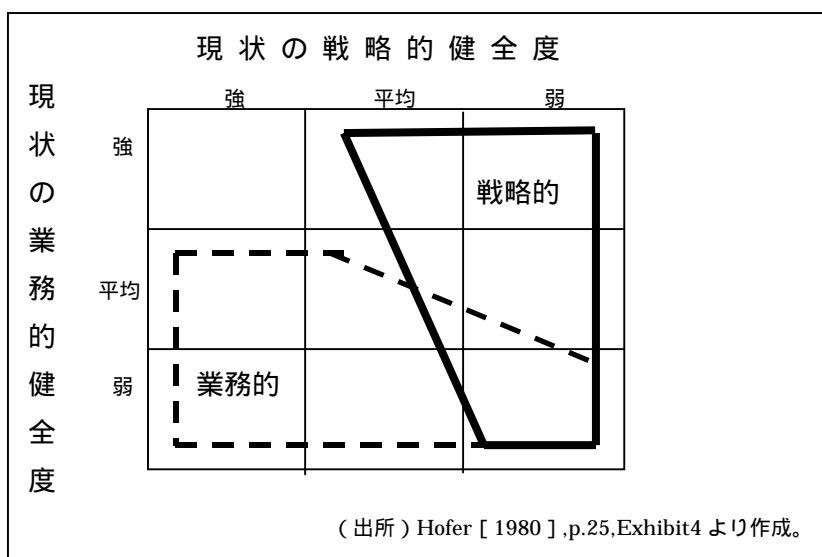
Hofer [1980] は、Hofer and Schendel [1978] を発展させたものであり、ターンアラウンド戦略を次の 2 種類に分類する。すなわち、戦略的ターンアラウンド（持続的競争優位を確立するために、事業戦略自体を変更するターンアラウンド戦略）、そして業務的ターンアラウンド（事業戦略は変更することなく、増収、コスト削減、資産圧縮そしてこれらの複合という 4 種類の方策から構成されるターンアラウンド戦略）である⁷。

どのターンアラウンド戦略を選択適用するのは、現状における戦略的、業務的健全度⁸に依存する。企業が倒産に近い状態であれば、戦略的健全度の評価以前に、業務的健全度を当然ながら向上させなければならない。従って、財務状況をまず検討すべきポイントとする業務的健全度が先に評価され、さらに戦略的健全度の評価を行うべきかが決定される。戦略的健全度（Strategic Health）とは、製品の市場地位や製品ミックス、技術力や生産能力における健全性を重視する長期的な視点であり、財務的体力は二義的と考える。一方業務的健全度（Operating Health）とは、財務状況、市場地位、技術水準、生産能力における健全性を意味する。

戦略選択の際に考慮すべきポイントは、Hofer によれば、次の 3 点であるとする⁹。

- ・ 事業は継続させる価値がある否か、現在むしろ撤退・清算すべきか。
- ・ 継続価値があるならば、現状における業務的健全度はどの程度なのか。
- ・ 事業の現在における戦略的健全度はどの程度か。

【図 4-2】健全度マトリクス



⁵ Hofer et al. [1978], p.160 参照。

⁶ Hofer は、事業部門レベルでターンアラウンド戦略を論じていることに注意。

⁷ Hofer [1980], p.20 参照。

⁸ 健全度を表す具体的な指標は示されていない。Hofer [1980], p.24 参照。

⁹ Hofer [1980], p.25 参照。

Hofer は、ターンアラウンド戦略の選択は、図 4-2 の健全度マトリクスに従って行うことを提唱している。すなわち、戦略・業務両面の要素が弱いのであれば、当該事業の撤退・清算を考慮することが望ましい。但し、ニッチ分野に集中し、厳しい業務統制により合理化を図るターンアラウンドの可能性は残っている。業務的健全度は弱く、戦略的健全度は平均ないし強力な場合には、業務的ターンアラウンドが常に必要となる。戦略的健全度が平均的でしかなければ、撤退や売却が合理的なオプションであるケースもある。また業務的健全度は平均的で、戦略的健全度は平均ないし弱い場合には、通常戦略的ターンアラウンド戦略が求められる。しかし、このような状況では、ターンアラウンドが必要であると認識する企業は極めて少ないが、むしろこのような状況こそが戦略的ターンアラウンドを考慮すべき機会であるとしている¹⁰。

また、いかなるターンアラウンド戦略を採用するにしろ、新しいトップマネジメントが必要である点に差はないと主張し、成功しているターンアラウンドは、必ず問題事業部門のトップを交代させているとしている。

3 大柳のターンアラウンド戦略論

大柳[2003a]は、ターンアラウンドを「倒産要因の影響を減少させ、企業を衰退状態(健全度の悪化)から転換させる」と考え、企業の業績が悪化した状態から好転することだけを意味するものではないとする¹¹。そして、ターンアラウンド戦略を、その効果に着目して縮小(retrenchment)戦略と復帰(recovery)戦略とに二分類している論じている¹²。

縮小戦略とは、固定資産の削減、人員削減等により、事業規模を縮小することを意図するものである。企業の健全度が現状よりも悪化することを防ぐことにねらいがある。復帰戦略は、企業の健全度を向上させることをねらいとする戦略である。縮小戦略と復帰戦略の具体的施策は、表 4-3 のとおりである。

【表 4-3】縮小戦略と復帰戦略の具体的施策

区分	縮小戦略	復帰戦略
組織	従業員削減等	組織変更等
製品	製品ライン縮小等	新製品開発等
財務	資産売却、有利子負債削減等	新規投資等
経営構造	子会社整理等	生産・販売系列の構築等

(出所) 大柳 [2003b] p.8 より作成。

そして、縮小戦略だけでは、衰退のスピードを抑制するだけに過ぎず、本質的に企業の健全度を回復させることは困難であり、ターンアラウンドの効果は十分ではないと主張する。一方、復帰戦略だけでもターンアラウンドすることができない可能性もあり、また効

¹⁰ Hofer [1980], p.24 参照。

¹¹ 大柳 [2003a], 72 頁参照。

¹² 大柳 [2003a], 72 頁参照。但し、縮小戦略はターンアラウンド戦略と別個と考える立場もあるのは前述したとおりである。

果が発現するには時間がかかると指摘している。つまり、復帰戦略はある程度企業の健全度が維持されなければ、不十分であると言うわけである。従って、ターンアラウンドの局面では、あくまでも縮小戦略と復帰戦略とのミックスによって、ターンアラウンドの成果を挙げるべきであると主張している¹³。

また、ターンアラウンド戦略の成否は、企業の健全度で評価するべきであるとしている¹⁴。なぜなら、業績回復をもってターンアラウンドに成功したと考えることには問題があるからである。一般的な景気回復により、たまたま業績が回復することも十分ありうることであり、必ずしも企業の健全度の向上を意味するわけではない。ターンアラウンド戦略の効果は、かかる経済状況の回復による外部効果を本来は除外して認識すべきものなのである。表面的な業績回復だけにより、ターンアラウンドに成功したと判断することは、当該企業が再度経営危機に見舞われるリスクを過小評価することにつながることになる¹⁵。

4 Chang と Campo-Flores のターンアラウンド戦略論

Chang et al. [1980] は、その戦略論の中において、企業戦略に関して次のように考えている¹⁶。すなわち、企業の成長局面、利益不安定局面、そして生存の危険性局面の3ステージにおいて、企業がいかなる戦略をとるのが、特に企業のライフサイクル上重要であるとする。そこで、戦略策定上の指針として、表 4-4 のような戦略マトリクスを提唱している。

【表 4-4】戦略マトリクス

戦略のタイプ	戦略策定における評価軸	具体的な政策
成長戦略 (攻撃的)	売上高、利益金額 市場シェア、成長率等	市場浸透策 市場拡大策 新製品開発 多角化、M&A 国際化
利益安定化戦略 (攻撃・防衛両面)	ROA、ROI ROE、利益回復率等	縮小：事業統合、集約 ターンアラウンド 財務リストラ 市場選択(セグメント化)
生存戦略 (防衛的)	市場評価 財務状態 経営管理体制等	経営構造のリストラ 財務リストラ 製品市場ミックス再構築

(出所) Chang et al. [1980], p.116, Table 7.1 より作成。

¹³ 大柳 [2003a], 73 頁参照。但し、ターンアラウンド戦略のステップとしては、必ずしも縮小戦略が先行し、復帰戦略がそれに続くというわけではない。この点については、Robbins et al. [1992] 参照。

¹⁴ 大柳 [2003a], 71 頁参照。詳細は、後述するターンアラウンド戦略の成否参照。

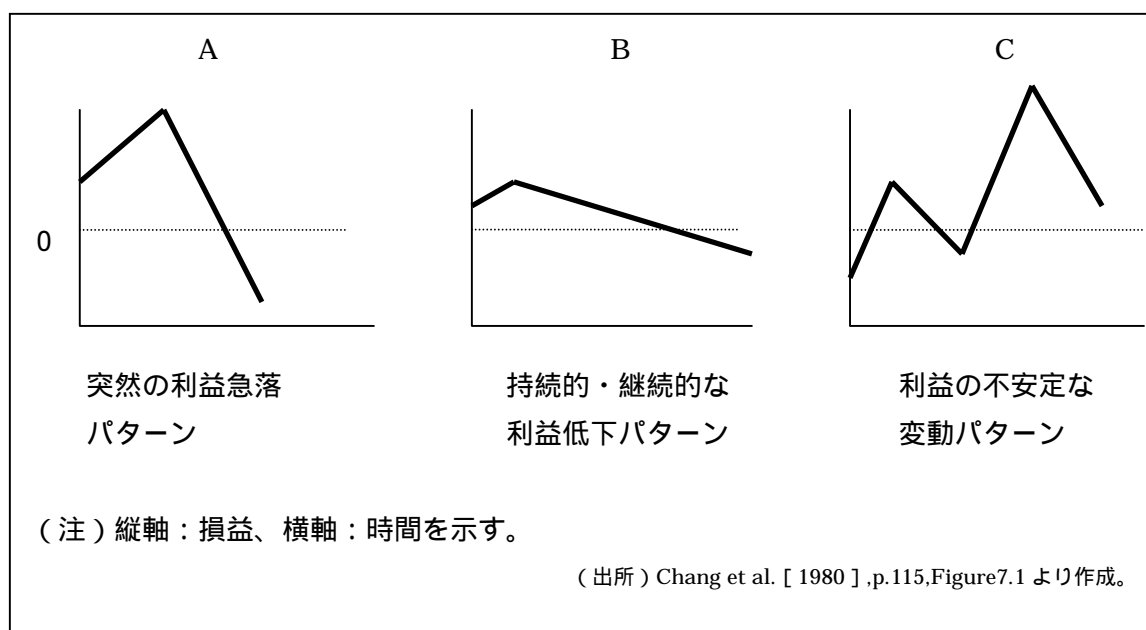
¹⁵ 大柳 [2003a], 72 頁参照。

¹⁶ Chang et al. [1980], p.111 参照。

そして、企業の現在及び将来の状況に関する適切な評価に基づき、企業はこの戦略マトリクスを参考にして、状況に応じた戦略を選択する必要があると指摘する¹⁷。ターンアラウンド戦略については、利益安定化戦略の具体的な政策としての位置付けがなされている点に特色がある。

Chang et al. [1980] によれば、利益安定化戦略として、いかなる政策を選択すべきかに関しては、利益の変動パターンにより異なるとしている。利益の変動パターンには、次のような、大きく分けて3種類のパターンがあるというのである¹⁸。

【図 4-3】利益変動パターン



利益安定化戦略を必要とする局面においては、図の利益変動パターンのいずれであるかを見極めて、利益の低下の兆候が認識され次第、適切な戦略策定を行わなければならない。状況が異なるならば、当然問題も異なるのであり、従って策定すべき処方箋も異なる。しかし、この場合の目的は利益の安定化と回復にある点に差異はないのである。

ところで、参考までに、倒産した米国航空会社3社 (UAL, Eastern, Continental) の損益変動パターンを、この Chang が提唱する利益変動パターンに当てはめてみた (次頁)。

UAL : パターン A
Eastern : パターン B
Continental : パターン C

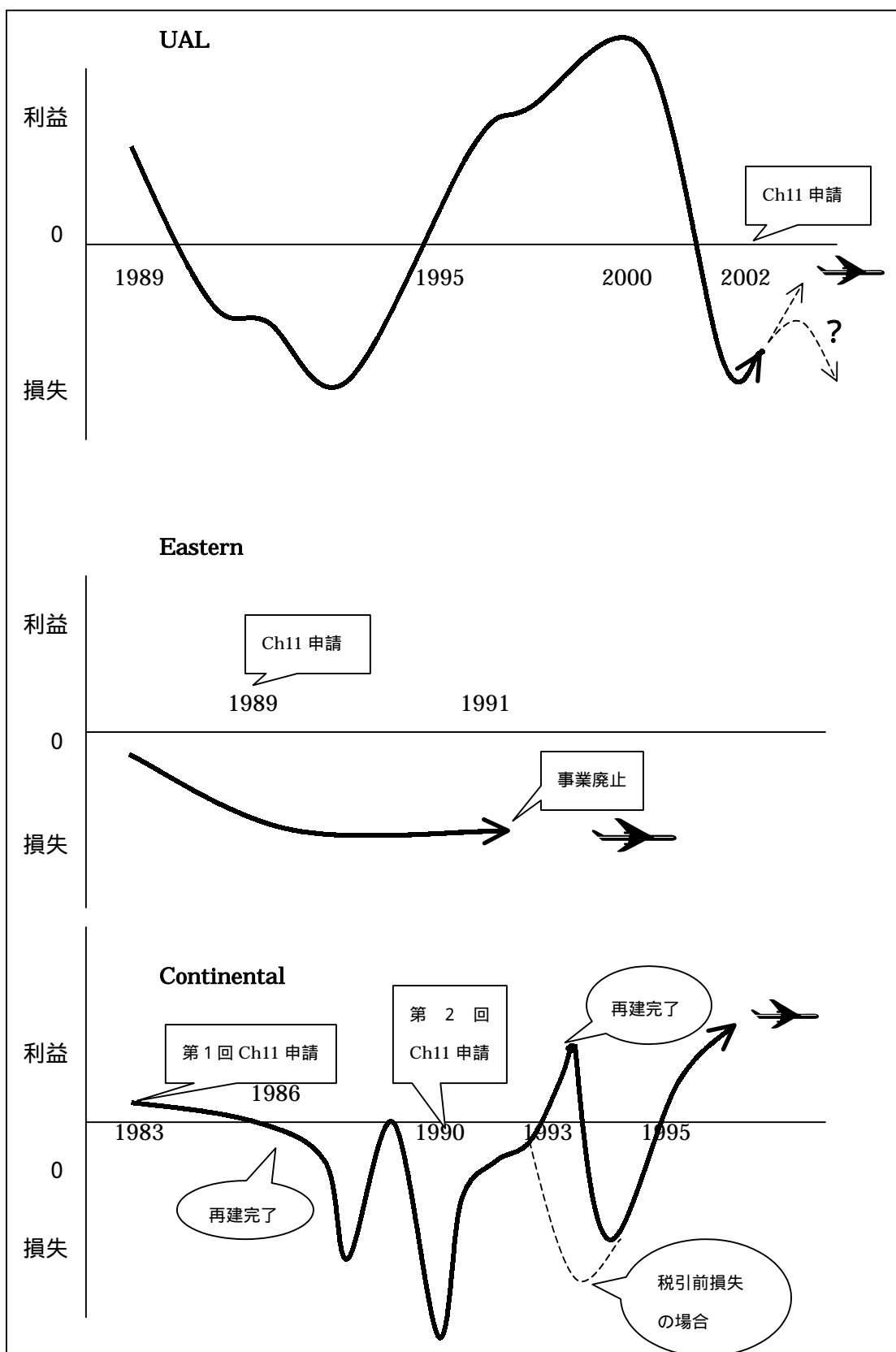
のそれぞれ相当するものと考えてよからう。Chang et al. [1980] の分類では、ターンアラウンドと縮小 (Retrenchment) を区別している¹⁹。

¹⁷ Chang et al. [1980], p.111 参照。

¹⁸ Chang et al. [1980], p.115 参照。

¹⁹ 一般には、両者を同一視して論じることが多い点で、特徴的な区分といえよう。

【図 4-4】破綻航空会社 3 社の損益変動パターン



具体的にはどのように異なるのであろうか。利益安定化戦略は、早期の利益安定化を図ると同時に、収益力水準の改善ないし回復を図るものであるが、この目的を達成するためには、利益変動パターンに応じて異なる対応がなされなければならないとしている。この対応の仕方の中に、戦略マトリクスで明示した各政策が具体的に位置付けられる構造になると考えられている。

その対応とは、縮小、ターンアラウンド、安定化である。つまり、ターンアラウンドと縮小は同一のものではなく、利益変動パターンに応じて適用される利益安定化戦略の異なる政策と考えているため、両者を概念上区別しているのである。

3つの対応の内容としては、次のように考えられている²⁰。

縮小：利益の早急な回復を図る。利益変動パターンのAにおいて実行する。

ターンアラウンド：中期的に、持続的な利益（水準）低下の改善を図る。利益変動パターンのBにおいて実行する。

安定化：利益の安定化を目指し、長期的な市場競争力の回復を図る。利益変動パターンのCにおいて実行する。

また、利益変動パターンの中でも、Bの持続的・継続的利益低下パターンは、他のパターンに比べて、広範な努力が必要とされている。なぜなら、ターンアラウンドで取り得るオプションは相対的に少ないからである。ターンアラウンド政策では、従業員のモラル回復も必要であり、強力な指導力が求められている。

利益安定化戦略で重要な判断は、誰がリーダーシップを発揮して、難局を切り抜けるかということである。現在のCEOが続投することもあるが、いずれにしる明確な時間軸の中で、各事業の責任者が機能別に中期目標を達成しなければならない。

時間軸の中での、戦略的対応のイメージを見ると、図4-5のように描くことができる。

【図4-5】利益安定化戦略の時間的対応イメージ

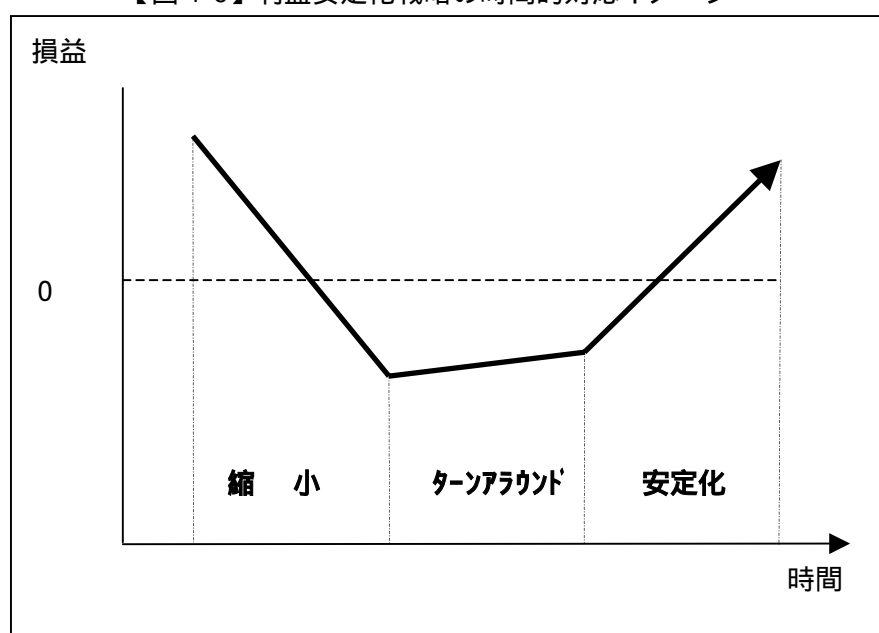


図 4-5 の「縮小」段階では、第一の目的が短期的に、損失の削減あるいは解消を図ることにある。規模を縮小し、人員・設備を削減し、そして余剰なコストを解消させる必要がある。但し、単なるコスト削減ではなく、長期的な成長を念頭においたコスト削減でなければならない。また、倒産が差し迫っていない状況であれば、注意深い現状分析が求められ、早急な判断や行動さらに過剰な反応は禁物であると指摘している。

次の「ターンアラウンド」段階では、中期的²¹な目標を定め、単なるコスト削減以上の収益力の増強策を策定しなければならない。この場合、目標達成のための外部要因と内部要因を区別し、それぞれについて評価システムを整備して進捗状況をフォローすべきとする。

そして、「安定化」段階では、ターンアラウンド段階までが、会計上の利益を中心とした政策であるのに対して、設備投資や M&A による長期的な成長を目指していくため、キャッシュフローの確保を主眼とした、キャッシュフロー経営に政策を変更する必要があるとする。

5 Pearce と Robinson のターンアラウンド戦略論

Pearce et al. [1985] によれば、ターンアラウンド戦略は、事業部門レベルにおける競争戦略として位置付けられる²²。そして事業部門レベルの戦略には、12 種類の戦略があると主張している²³。12 種類の戦略とは、集中、市場開発、製品開発、イノベーション、水平的統合、垂直的統合、ジョイントベンチャー、本業集約的多角化、コングロマリット化、ターンアラウンド、撤退・売却、整理・清算である。

この中で、ターンアラウンド戦略の目的は、事業部門の競争力を強化することにより、事業の存続、業績改善を図ることであり、縮小戦略 (retrenchment) と同義であると考えられている。

ターンアラウンド戦略の内容としては、コスト削減と資産削減が中心の方策となる。もし、かかるコスト削減等が上手くいかない場合には、さらにドラスチックな行動が必要になるとする。

Pearce et al. [1985] は、事業部門が採用すべき戦略の策定には、次頁のようなポートフォリオ・アプローチを採用することを提唱している (図 4-6)。そのアプローチは、事業部門の弱みと強み、そして事業部門の内外環境を踏まえて、いかに資源配分を適切に行っていくべきかを検討するというものである²⁴。

²⁰ Chang et al. [1980], p.140 参照。

²¹ 中期とは、業績の悪化の程度にもよるが、3年以上になることもあるとする。

²² 戦略論のフレームワークでは、特定の産業や製品・市場セグメントにおいて、いかにして競争するのかを考察するものであり、事業戦略とも言われる。全社戦略が、全体の製品・市場の幅と深さを考察するのに対し、事業部門での製品・市場の細分化とその発展段階等の分析に基づいた競争戦略には差異がある。Pearce et al. [1985], pp.240-284 参照。

²³ Pearce et al. [1985], p.228 参照。

【図 4-6】戦略セレクション・マトリクス

戦略の目的	戦略で強調すべき領域	
	内部資源の配分	外部資源の獲得
弱みと脅威 の 克服	ターンアラウンド 撤退・売却 整理・清算	垂直的統合 コングロマリット化
強みと機会 の 極大化	製品開発 市場開発 イノベーション 集中	水平的統合 本業集約的多角化 ジョイントベンチャー

(出所) Pearce et al. [1985], p.278 より作成。

ターンアラウンド戦略は、上図のセル 1 に含まれる。当該事業の内的な弱みと外部環境からの脅威とを克服するため、戦略としては主に企業内部に目を向けて資源の再配置を図るものである。従って、戦略的には保守的な性格をもつことになる。

そして、セル 1 に位置付けられる事業部門に関しては、直ちに事業部門を廃止することを検討するのではなく、適切に内部資源を再配置することにより、ターンアラウンド、撤退・売却、そして整理・清算の3パターンの戦略オプションの適用可能性を探ることになる。順番としては、先ずターンアラウンド戦略を検討し、不要不急の資源を合理化し、競争力を回復させることが第一となる。もし合理化だけでは不十分であれば、次のステップとして、整理や撤退等を検討するということになる。

以上のような、考え方に基づいて、事業部門の具体的な戦略代替案を検討し、企業全体の全社戦略と相互検証し、事業部門の戦略を評価する。全社ベースとの戦略の整合性がない場合には、再度事業部門での戦略代替案を再検討することになる²⁵。

なお、全社ベースの戦略の検討に関しては、産業の魅力度と事業の競争ポジションによるマトリクスを構築し²⁶、各事業部門をそのマトリクスに位置付けて検討することも提唱している。

²⁴ いわゆる、SWOT 分析の応用である。

²⁵ Pearce et al. [1985] では、具体例として、世界的なホテルチェーンである Holiday Inns, Inc. のケースを詳細に、戦略経営論の視点から分析している。

²⁶ マトリクスとしては、BCG(ボストン・コンサルティング・グループ)が開発した PPM(Product Portfolio Matrix) あるいは GE がマッキンゼーと共同開発した 9 つのセルから構成される「戦略的事業計画グリッド」が例示されている。Pearce et al. [1985], pp.241-256 参照。

6 Slatter と Lovett のターンアラウンド戦略論²⁷

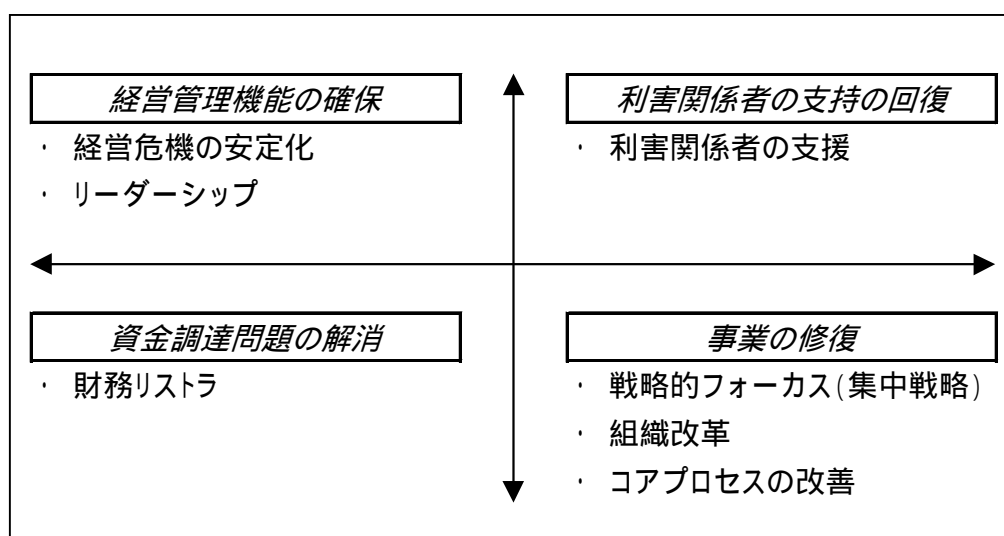
Slatter et al. [1999] は、ターンアラウンド戦略に関して、総合的であることが必要であると主張する。つまり、Hofer [1980] と同様に、企業の再生を戦略と業務両面から考察すべきと考え、視点は、長期と短期の両方でなければならないというのである²⁸。

そして、ターンアラウンドにおける主要な目標は、経営管理機能の確保、ステークホルダーの支持の回復、事業の修復、資金調達問題の解消という4点を達成することであるとされる。また、この目標を達成するために必要な要素として、次のような7点を挙げている²⁹。

1 経営危機の安定化	2 リーダーシップ
3 利害関係者の支援	4 戦略的フォーカス(集中戦略)
5 組織改革	6 コアプロセスの改善
7 財務リストラ	

以上のターンアラウンドの目標と必要要素は手段と結果の関係にあるものであり、それらの相互関係を位置付けて考えれば、下図のようになる。

【図 4-7】ターンアラウンドの目標と必要要素の関係



(出所) Slatter et al. [1999] ,p.6,Figure1.2 より作成。

加えて Slatter et al. [1999] によれば、経営不振企業のターンアラウンドのための適切な救済策には、3つの特徴が備わっていなければならないと主張する³⁰。すなわち、最

²⁷ Slatter [1984] は、Slatter et al. [1999] の第一版に相当するものであり、多くのターンアラウンド成否事例を検討している。Bowman et al. [1987] も参照。

²⁸ Slatter et al. [1999] ,pp.5-6 参照。

²⁹ 詳細は、Slatter et al. [1999] ,pp.75-103 参照。

³⁰ Slatter et al. [1999] ,p.75 参照。

も基本的な問題に取り組むこと、対処療法ではなく、根本的原因を解決すること、重要な課題すべてを解決するほど広範かつ徹底に行うことである。ポイントは、企業の資源は有限であることから、企業存続に関する問題だけに注力することである。

いずれにしろ、対処療法的なターンアラウンドは、一時的かつその場限りの効果を発揮するに過ぎず、長期的には根本的な原因の解決をみなければ、真のターンアラウンドが達成できたとはいえないと述べている。さらに、ターンアラウンドには思い切った行動が必要であり、単にコスト削減だけでは不十分なことが多いとし、最悪なターンアラウンドは、改革が中途半端であり、タイミングも遅すぎるケースであると指摘する。

前述したターンアラウンドの7つの必要要素を、具体的な戦略で整理すると表 4-5 のようになる。

【表 4-5】7つの必要要素とターンアラウンド戦略の対応³¹

7つの必要要素	ターンアラウンド戦略の内容
経営危機の安定化	経営支配権の掌握 短期資金の確保 キャッシュの管理 迅速なコスト削減 資産圧縮
リーダーシップ	CEO の交代 他の経営陣の交代
利害関係者の支援	コミュニケーション
戦略的フォーカス（集中戦略）	コア事業の再定義 ダウンサイジング 撤退と資産 圧縮 アウトソーシング 製品・市場フォーカスの再検討 投資
組織改革	組織構造の変更 雇用条件の変更 主要な人材の再配置 コミュニケーション改善
コアプロセスの改善	販売・マーケティングの改善 品質改善 コスト削減 システムの改善
財務リストラ	借換 資産圧縮

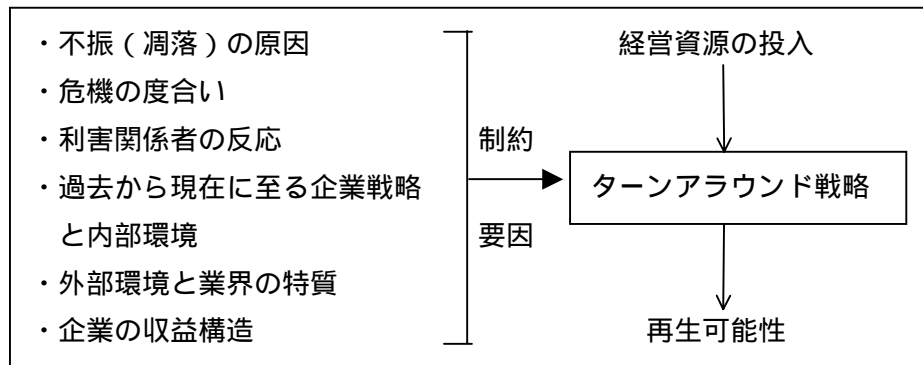
（出所）Slatter et al. [1999] p.77,Figure4.1 より作成。

但し、ここで指摘した戦略を実行したとしても、必ずターンアラウンドに成功するとは限らないことは当然である。以上の結果を踏まえて、Slatter らは企業の再生可能性は、次の6つの要因（図 4-8：次頁）で決まるとしている³²。

³¹ Slatter et al. [1999] ,p.128 以降に、7つの要素毎の戦略対応が詳述されている。

³² Slatter et al. [1999] ,pp.107-113 参照。

【図 4-8】再生可能性の要因



(出所) Slatter et al. [1999] ,p.107 より作成。

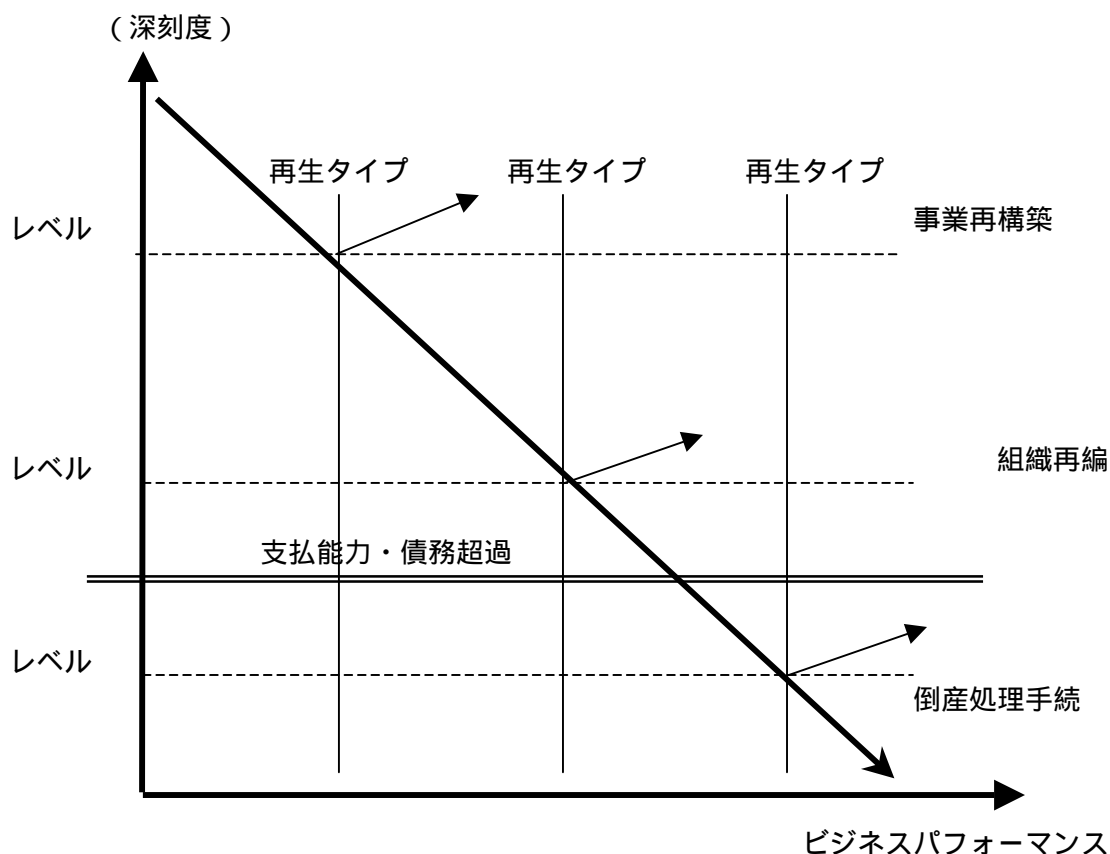
成功したターンアラウンドのケースをみると、経営陣の交代、キャッシュ創出のための戦略採用、財務管理システムの改善、コスト削減戦略への理解、製品市場戦略の抜本的変更とマーケティング機能の改善、組織構造の大掛かりな改革とコミュニケーション改善等が実行されていることが多いとされる。

一方、ターンアラウンド成功の可否は、図 4-8 に示した制約要因である 6 つの要因がいかに組み合わさっているのかという経営不振企業の個別事情により異なることも理解しなければならない。そして、Slatter らは、ターンアラウンドに成功したというためには、持続的な再生でなければならないと強調するものの、ターンアラウンドを成功させ、長期的に亘り平均以上の収益を確保することは、実際上困難なことであると結論付けている。

7 太田のターンアラウンド戦略論

太田・岡崎 [2002] は、企業の再生手法に関しては、深刻度レベル（企業における環境変化の程度であり、いくつかのレベルに分かれる）により、異なるタイプの再生ツールが選択されるとする³³。その深刻度と再生パターンとの関係は、図 4-9 で示されている。

【図 4-9】再生手法のパターン



（出所）太田・岡崎 [2002] 34 頁、図 3-4 より引用。

すなわち、深刻度がレベル 1 の段階では、まだ自力再生の余地が残っており、基本的には様々な方策を適用して再生を目指す。この時点では、組織再編を同時に行うことも可能である。しかし、深刻度が深まれば、自力再生のオプションが狭まり、法的手続きに依存せざるを得なくなる。そこで、ターンアラウンド戦略で採用される手法を、レベル別に整理すれば、次のようになる³⁴。

レベル 1 に対応するのは、事業再構築である。具体的には、分社化、アウトソーシング、報酬制度の改革等の組織リストラ、不良債権処理等の金融リストラ、そして生産設備の統廃合等の生産・流通リストラから構成される。レベル 2 に対応するのは、組織再編である。会社分割、持ち株会社設立、M&A 等により実行される。レベル 3 に対応するのは、法的処理手続きの適用である。

³³ 太田・岡崎 [2002] 34 頁参照。

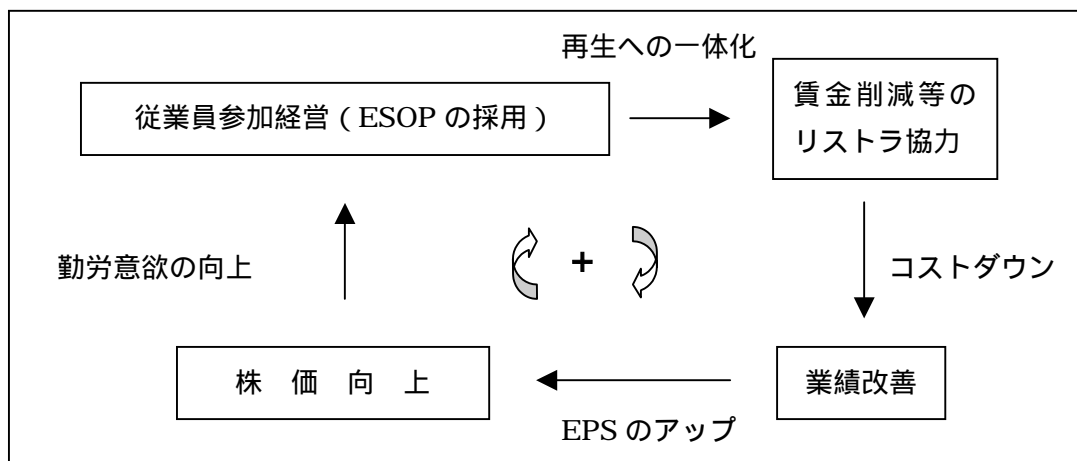
³⁴ 太田・岡崎 [2002] 36-46 頁参照。

ターンアラウンド戦略の評価

1 短期的な視点からの評価

Hofer の戦略論による「業務的健全度」が弱い状況下、UAL は 1993 年に、大幅な賃金等の削減を主体としたターンアラウンド戦略を採用した。その企業再生のスキームを簡単に図示すれば、図 4-10 のとおりである。

【図 4-10】UAL の企業再生の概念図



UAL の経営陣が描いていたターンアラウンドのロジックは、次のように整理できる。

従業員は UAL の議決権 55% を取得し、UAL の経営に参加することになった。このため、従業員が 1993 年のターンアラウンド戦略の成否の鍵を握る役割になった³⁵。経営危機の主たる要因であった重い労務費負担を軽減するため、従業員に対し賃金削減等による企業再生への協力が要請された。

ターンアラウンドにより業績の改善が果たされれば、EPS の上昇を通じて UAL の株価の上昇や配当が期待できることになった。従って、従業員は自分たちの協力により、業績改善を果たすことが、自分たちの利益に繋がることが理解できるスキームであった。

賃金等の犠牲があったとしても、株価上昇や配当で報われたと従業員が感じれば、さらに業績改善を目指すべく、ターンアラウンド成功に向けて一層協力しようとするインセンティブが生じることになる。

以上のように、UAL が採用した従業員参加型の企業再生が、このように目論見通りにうまく運営されれば、図 4-10 で示したとおり、再生のキーとなる各要素が「プラス」に作用し、望ましい企業再生サイクルが廻るはずであった。

前述した太田の見解に従えば、1993 年時点における UAL の立場は、まだステージ の段階にいるに過ぎず、ターンアラウンド戦略で採用した手法には合理性が認められる。

³⁵ ESOP と企業業績の関係については、理論的な争いがある一方、実証研究では統計的に有意な結果が得られていない。Blasi et al. [1996] 参照。

しかし、Pearce らのように、ターンアラウンド戦略を事業戦略の一類型としてとらえる立場からは、コスト削減を中心とした UAL の戦略は、資源の再配分により自社の弱みと外部の脅威を克服するには不十分の感があり、競争優位を確保しようとする戦略性が、短期的にも欠けたものとの評価が成り立ち得る。

このように、ターンアラウンド戦略の本質は、様々に解釈することができ、本質のとらえ方如何により、その戦略の成否の判断も当然異なることになる。例えば、ターンアラウンド戦略の本質を「経営危機に瀕している企業の倒産可能性を低下させ、健全性を回復させること」とする大柳 [2003a] の立場に従って、短期的に戦略評価をすれば、ターンアラウンド戦略の有効性は、健全性の回復により判断される³⁶。

そこで、1993 年に UAL が採用したターンアラウンド戦略によって、どの程度 UAL の健全性が回復したかを検討してみる。健全性の測定に際しては、大柳 [2003a] で示された健全性指標（収益性・成長性・倒産可能性）に依拠する³⁷。表 4-6 が、ターンアラウンド戦略実行前後における UAL の健全性指標の変化状況である。1993 年を境にして、UAL の健全性を測定する指標が総じて改善していることが分る。従って、健全度を見る限りターンアラウンド戦略は短期的に有効であったと一応評価することができよう。

【表 4-6】ターンアラウンド戦略実行前後における健全性の比較（単位：％）

	1991	1992	1993	1994	1995
収益性	3.1	8.1	ターン → アラウンド	0.4	2.3
成長性	7.5	7.4		8.6	5.9
倒産可能性	3.1	4.9		9.6	10.9

（注）収益性：売上高純利益率 成長性：3 期間売上高平均成長率

倒産可能性：キャッシュフローマージン

しかし、UAL がターンアラウンド戦略を実行し、急激な業績改善を達成した時点は、ちょうど米国での景気回復もあり、追い風が吹いていたことを忘れてはならない。

図 4-11（次頁）は、見かけ上のターンアラウンド戦略の成功を示したモデルである³⁸。ターンアラウンド戦略を実行したところ業績が改善し、企業の健全度も向上したとする。パターン A では、依然として企業再生が達成できたと判断できるライン（ターンアラウンドボーダー）³⁹を超えていないため、まだターンアラウンド戦略を成功とは評価できない。

一方、パターン B では、景気回復によりターンアラウンドボーダーが低下したため、パターン A と状況が同じであったとしても、この企業の再生は完了し、ターンアラウンド戦略は成功であったと評価されてしまう。このパターン B が、見かけ上のターンアラウンド

³⁶ 健全性の概念自体が曖昧であり、確立した測定指標がなく、論者により異なる指標が採用されているという問題がある。

³⁷ 大柳 [2003a] は、収益性を売上高経常利益率、成長性を 4 年間移動平均売上高伸び率、そして倒産可能性をニューラル・ネットワークモデルで測定している（74 頁）。本稿では、収益性を連結売上高純利益率、成長性を 3 年間平均売上高伸び率、倒産可能性をキャッシュフローマージンで代替して、健全性を簡便に測定した。また健全性測定に際し、収益性・成長性の指標を合算しているが（74 頁）本稿では合算せず、単純に比較している。

³⁸ 大柳 [2003b] 参照。

戦略の成功のケースである。

業界全体の収益性と成長性を、UAL と比較してみれば（表 4-7）、むしろ業界全体の指標が UAL を上回っている場合もあり、ターンアラウンド戦略の実行後における収益性と成長性どちらの点でも、UAL の回復が際立っていたとは断定できない。

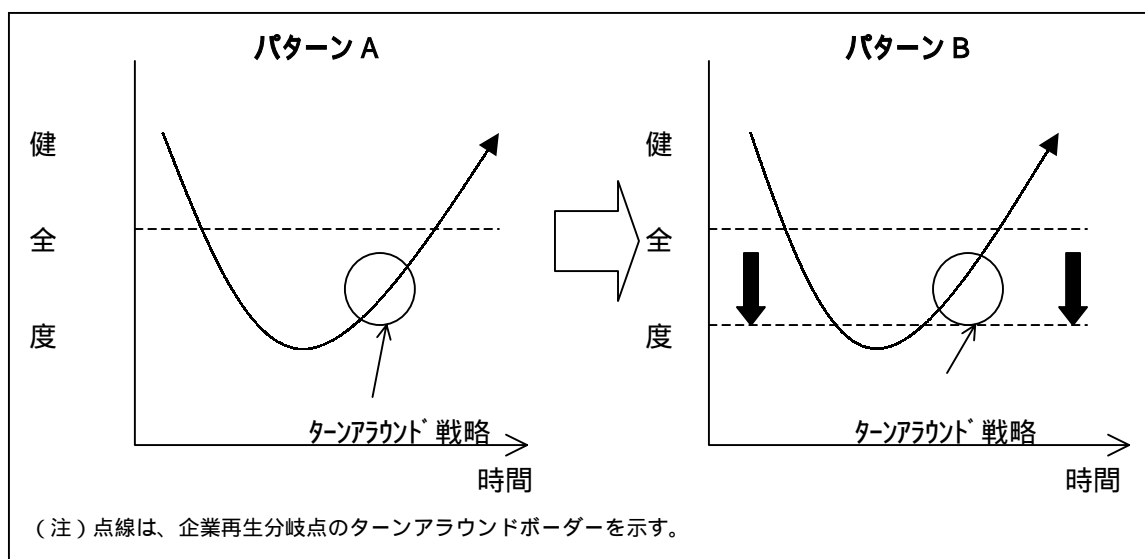
【表 4-7】業界全体と UAL の健全性比較

	1991	1992	1993	1994	1995
収益性 (UAL)	3.1	8.1	ターンアラウンド	0.4	2.3
収益性 (業界)	2.6	6.1		0.4	2.4
成長性 (UAL)	7.5	7.4		8.6	5.9
成長性 (業界)	4.3	1.5		6.8	5.8

(注) 収益性：売上高純利益率 成長性：3 期間売上高平均成長率

従って、UAL のケースも、このパターン B に該当していた可能性があり、急激に業績改善を達成した点では短期的にターンアラウンド戦略は奏効したとも考えられるが、あくまで見かけ上に過ぎなかったと評価すべきであろう。

【図 4-11】見かけ上のターンアラウンド成功



2 長期的な視点からの評価

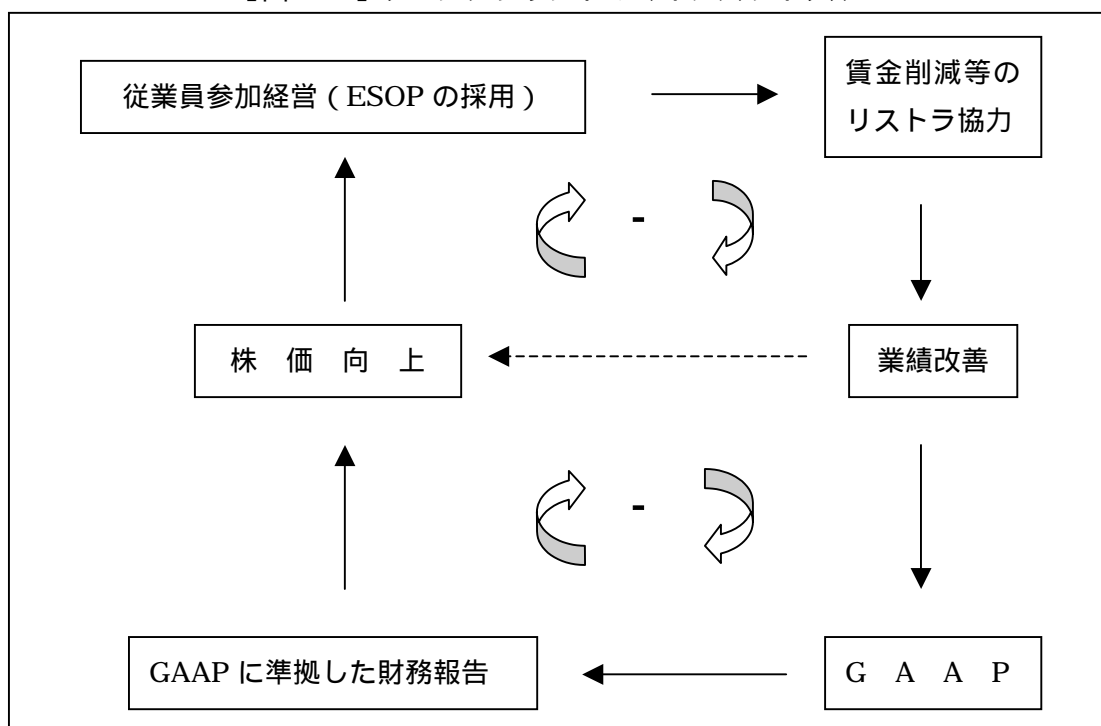
持続的な再生を達成しなければ、ターンアラウンドに成功したとは考えない以上、前章で詳述した倒産の直接的理由は別として、9 年経ったとはいえ、倒産してしまった UAL のターンアラウンドは長期的に成功したとは評価できない。当初の UAL の再生スキームは、従業員参加型経営の模範となるものとして、市場でも評価されたものであった。

しかし、そのスキームには様々な問題が内在し、時間の経過とともに矛盾や対立が顕在

³⁹ 太田 [2003] は、倒産ボーダーラインと倒産分岐点という概念を導入している。

化したため、目論みとおりに再生サイクルが廻らなかったと総括できる⁴⁰。特に問題とすべきは、経営参加への認識ギャップという点であろう。当初より従業員の中にも、また組合間でも経営参加への温度差が存在していた。経営サイドは、従業員が株主になる以上、経営に責任を持つのは当然と考えたが、従業員の受け止め方は異なるものであった⁴¹。かかる経営参加に対する認識ギャップ⁴²が、倒産直前まで存在し続け、持続的な再生の阻害要因となった。また UAL の経営陣は ESOP を巡る会計処理や財務報告に対する誤解に基づく混乱を十分に解消することができず⁴³、適切な対応がとれなかった点も、経営参加に対する認識ギャップを助長することになってしまった。

【図 4-12】ターンアラウンドのマイナスサイクル



⁴⁰ 1993 年から 9 年経過した以上、経営陣が描いた再生サイクルは計画通りに廻ったと考えることも可能である。

⁴¹ Kochan et al. [2003] は、航空業界におけるコスト削減の鍵は、労務費にあり、過去の賃金構造を支える基本的なビジネスモデルは、もはや現在の事業環境における収益の低下や変化に対応できないことは明かであるとする。1982 ~ 1999 年までには、概ね労務費比率は 36 ~ 40%程度で推移してきたが、最近ではそれが 44 ~ 47%まで増加している。ポイントは、労務費や総コスト以上に収入が最近では急激に低下していることである。従って、労務費単独を削減したとしても、新しい労使関係や持続可能なビジネスモデルを構築するためには不十分な戦略といわざるを得ない。労務費削減は、新しい労使関係構築の第一歩にすぎないと認識すべきであると指摘している (pp.4-5)。この点の認識に、UAL の経営陣の甘さがあったのかもしれない。

⁴² French [1987] は、従業員が企業の株主になるのは、経営権を支配するというよりも、むしろ投資の一種として見るべきとし、従業員の持株数の増加による経営への影響については、プラス・マイナス両面があり、経営陣はその点を認識すべきであると主張する (p.432)。但し、Cooke [1994] は、従業員が経営に参加するプログラムは、組合のない企業よりも組合の散在する企業の方が、企業業績に寄与しているとする。

⁴³ 株価は EPS との相関関係が高く、業績改善に伴い EPS が上昇すれば、株価もアップすることが実証されている。ところが、ESOP による潜在株式を EPS 算出で算入するかどうかは、従業員の持分割合が過半数を超えるため大きな問題であった。なぜなら、潜在割合を算入しなければ、当然 EPS は算入した場合に比べて大きくなり、株価にもその結果が反映するはずだからである。ところが、米国の GAAP は、ESOP であろうとも潜在的株式を EPS の算出に反映させることを定めていた。このため、GAAP に準拠して、UAL が財務報告をした場合、予想以上に EPS が低下する可能性があった。EPS が予想通りに向上しなければ、当然 UAL の株価が上昇することは見込み難い。従業員は、業績改善に努力してきたにもかかわらず、少しもリストラの見返りを得られないと誤解することになった。もし、この誤解

UAL のターンアラウンド戦略の根幹は、大幅なコスト削減と従業員の経営参加という 2 点に尽きるが、短期的には業績を回復させたものの、1993 年以降倒産に至るまで、図 4-12 (前頁) のように、再生のキーとなる各要素が「マイナス」に作用し合い、本来期待された従業員参加型経営のメリットを生かせなかった点が大きな誤算ではなかったのか。従って、長期的に健全性を回復できず軟着陸を果たせなかったというべきであろう。

さらに、先行研究として整理したターンアラウンド戦略論からは、次のように解釈することもできよう。

まず Hofer らに代表される健全性の立場からは、1993 年時点は「業務的健全度は弱、戦略的健全度は平均」とみることができ、業務的ターンアラウンド戦略が求められる状況であった。従って、UAL が採用したターンアラウンド戦略の方向性に特段問題はなかったと解釈できるが、業務的ターンアラウンド戦略の実行の仕方には問題があったと考えられる。大柳の主張するように、縮小戦略と復帰戦略の適切な組み合わせが、ターンアラウンド戦略には重要であるにもかかわらず、UAL の戦略は縮小戦略を実行したに過ぎなかったからである。その結果として、短期的な健全性回復を果たしただけに終わったのである。

また Chang らのマトリクス戦略論からターンアラウンドを考察すれば、UAL が経営危機に陥った時点における利益変動パターンは A に該当し、直ちに急激な改善が必要であった。この点に関しては Hofer らの見解と同様である。しかし、UAL はターンアラウンドではなく、単に短期的な縮小戦略だけを実行したに過ぎず、時間の経過に伴いターンアラウンド、そして安定化という継続的な改善を行い、長期的な健全化を果たすべきであったにもかかわらず、そのような対応が見られなかった。従って、UAL には、中期的視点が欠け、ターンアラウンドを行ったものとはいえないという評価になる。

さらに、Slatter らのように再生手法を中心にターンアラウンドを考察する立場からは、UAL の戦略に関して、「強力に改革を進めるリーダーシップ」が欠如したことに加え、二度の倒産から再生を果たした Continental のような「組織構造の変更やコミュニケーションの改善等の組織改革」が不十分であり、事業分野における「戦略的フォーカスやコアプロセスの改善」も中途半端であったという指摘が可能である。

以上をまとめれば、米国景気の回復に併せて短期的に健全性を改善させることができたため、内在していた問題が経営を左右するほど表面化することはなかった。しかし組織的な制約から機動的・適切な対応をとることができなかつたため、ターンアラウンド戦略で採用した諸施策も、十二分に効果を発揮することができず、ターンアラウンドの成功に必要な持続的な改善と根本的な問題の解決に寄与できなかつたと考えられる。

結論として、UAL のターンアラウンド戦略に対する評価としては、短期的に効果を発揮したものの、中長期的視点の欠けた対処療法的な再生という側面が強く、長期的には戦略として失敗に終わったといわざるを得ない。

を解かなければ、当初から従業員が抱いていた不満が爆発し、UAL の再建が挫折する可能性が出てきたのである。

第5章 UAL の再生可能性

米国航空業界における倒産と再生

UAL の再生可能性を検討するため、まず米国航空会社の企業再生パターンをみている。過去における主要な航空会社の倒産と再生の状況を整理したものが、表 5-1 である。

【表 5-1】米国航空会社の倒産と再生状況

企業名	倒産年度	再生終了年度	備考
America West	1991 年	1994 年	
Continental	1983 年	1986 年	1 回目
同上	1991 年	1993 年	2 回目
Eastern	1989 年		1989 年清算
Pan Am	1991 年		1991 年清算
TWA	1992 年	1993 年	1 回目
同上	1995 年	1995 年	2 回目
US Airways	2002 年	2003 年	

(注) 倒産は、Ch11 適用申請。

UAL の特色は、その負債の規模にあり、負債総額約 23 億ドルの倒産は業界過去最大規模である。前述したように UAL は、最短 18 ヶ月での再生を期待しているとされているが、再生に失敗すれば連邦破産法 Chapter 7 による清算に移行することになる。

米国航空業界では、連邦破産法 Chapter 11 適用はよく見られる現象であり、表 5-1 に示したように、Continental や TWA は連邦破産法 Chapter 11 を 2 回も適用を申請している。また 2~3 年程度と比較的短期間¹に企業再生を遂げている企業が多いことも分かるが、例外的に再生に失敗し清算された企業もある。

本章では、UAL と同程度の規模の会社を比較対象として、倒産原因・背景、ターンアラウンド戦略、連邦破産法 Chapter 11 下での企業行動等の観点から、UAL の再生可能性を検討する。

比較対象とした航空会社は、

Eastern 再生失敗（事業廃止）

Continental 過去二度の倒産と再生経験による復活企業

の 2 社である。再生に成功したものと失敗したものと比較することにより、UAL の問題点がより明らかになるものと考ええる。

参考までに、次ページに UAL、Continental そして Eastern の 3 社の倒産要因等を比較対照させた表 5-2 を示す。

¹ Slatter et al. [1999] は、ターンアラウンドには 2 年程度を要するとする (p.6)

【表 5-2】破綻航空会社 3 社比較

	UAL	Eastern	Continental
倒産年月	2002 年	1989 年	1983 年と 1900 年の 2 回
倒産原因	同時テロ以降の継続的赤字による資金繰り悪化に伴い、2002 年 12 月期限の債務返済不能。	高い労務費構造と破滅的な労使関係による業績の急激な悪化。	直接的には、収益の低迷とコストアップによる業績急落。但し、最悪の航空会社とされる経営に問題あり。
倒産手続き	連邦破産法 Ch11 適用申請	連邦破産法 Ch11 適用申請	2 回共に連邦破産法 Ch11 適用申請
再生の手法	債務返済の一時停止や硬直的な労働協約改定による労務費負担の削減等により、短期間(18 ヶ月)の再生を目指す。 (参考) 1993 年に当社が、経営危機に陥ったが、従業員参加型経営による再生を果たしている。	裁判所の強力なリダーシップの下で、事業継続を前提としたやや強引な再生を図り、関係者間に対立をもたらした。 経営陣は 3 回も計画を提出したものの、それ以上に業績が悪化するスピードが早く、結果的に再生計画の承認が得られなかった。	1 回目は、まだ航空自由化前の段階であったため、比較的短期に再生を終了。2 回目は、他社の資本参加で再生終了。しかし、本格的なターンアラウンドは、3 回目の倒産間近の 1994 年に新 CEO の下で、抜本的な改革を行う「前進計画」を策定し、実行したことによる。
再生上の問題点	最大のポイントが、組合の協力が得られるかどうかと業界最大規模の負債負担である。整備士組合が依然として強気の姿勢を崩さず、戦闘的である点は今後の大きな課題である。	資産売却による強引な事業継続の試み、Ch11 申請後も継続したストライキの実施、利害関係者間の対立、裁判所に対する不信感の発生、経営陣の再生に対する甘い認識等により、再生が困難になった。	過去の過ちを正して再生すべきところ、根本的な問題(航空会社としての基本をないがしろにしてきたこと)を解決しないため、2 度も倒産。そこで、表面ではなく、当社の根元的問題を改革した結果、業界最悪の評価から優良企業に変身出来た。
再生の成否と要因	イラク戦争と SARS の終結により、現時点では、四半期ベースでの赤字基調は変わらないものの、資金繰り状況は改善している。再生が可能か否かは、まだ判断を許さない状況である。	結果的に、1991 年事業を注視し、清算過程に入った。過保護的な裁判所の過剰な介入と倒産原因の抜本的改善の失敗から、実態から乖離した再生過程に陥ったことが要因。	過去 2 回共に再生は成功したが、事実上の当社の再生は、1994 年以降の経営の抜本的な建て直しによる。Bethune 氏の強力なリダーシップと従業員のととのった気の回復が要因。

Eastern のケース

1 Eastern の概要

Eastern は、1938 年に創業された名門航空会社であり、1986 年に Texas Airlines に買収されるまで独立企業であった。運航ルートは競争の激しい東部であった。Texas Airlines は、Continental、Eastern 等を次々買収し業容を拡大しており、その CEO の Lorenzo 氏は組合破壊者として有名な人物であった。

1985 年時点では、Eastern は営業収入 48 億ドルの米国第 3 位の航空会社であった。1986 年以降急激に業績が悪化し赤字が連続、組合との対立も激しさを増していた。

【表 5-3】倒産前後における財務状況

	倒産前				倒産後	
	1985	1986	1987	1988	1989	1990
財務状況(百万ドル)						
償却前営業損益	526.7	394.8	390.7	111.8	614.5	332.2
償却後営業損益	221.6	65.0	58.9	209.5	864.7	533.3
純利益	6.3	130.8	181.7	335.4	852.3	1,125.9
営業収入	4,815.1	4,401.6	4,447.6	3,806.1	1,498.1	2,131.0
総資産	3,870.1	4,608.0	4,036.8	3,673.5	3,280.5	2,703.8

(出所) Weiss et al [1998], p.60, Table1 より作成。

Eastern の業績不振は、UAL と同様に、高い労務費負担と労使関係の悪さが主たる要因であった。買収後のターンアラウンドは上手くいかず、1989 年 3 月に連邦破産法 Chapter 11 の申請を行い倒産してしまった。裁判所²は、1990 年 2 月までに再生計画を提出するように求めたが、経営陣は 3 回計画を提出したものの、損失が発生するスピードが計画よりも早いために、計画の実現性に問題があるとされ、結果的に再生計画は採決に至らなかった。そして Chapter 11 申請後 22 ヶ月後の、1991 年 1 月に Eastern は事業を中止し、清算されることになった。

また労使関係の悪さは、89 年にストライキに突入後、Eastern が清算されるまでストライキを継続させた組合があるほど激しいものであった。

しかし本件は、ターンアラウンドそのものよりもむしろ、連邦破産法 Chapter 11 の下での再生における問題を検討する上で参考となる事例であり、現在倒産過程にある UAL の再生可能性に示唆を与えるものと考えられる。

² Weiss et al. [1998] は、本件を反債権者的な裁判官と言われる Lifland 判事が担当し、債権者のために、倒産企業を清算するよりも、事業を継続させることを優先させる方針であったと指摘している (p.62)。

なお、参考までに Eastern 倒産前後におけるイベントの概略を表 5-4 に整理した。

【表 5-4】 Eastern 倒産の概況

年月日	イ ベ ン ト
89.3.4	整備工、パイロット、客室乗務員がストライキ突入。
89.3.9	連邦破産法 11 条の適用申請。組合は、同日 CEO の解任を要求。
89.3.28	Eastern を巡る買収合戦が始まる。
89.4.6	Ueberroth 氏による買収が合意された。
89.4.11	組合は、今後 5 年間の賃金引き下げ等の条件に合意。
89.4.12	CEO の Lorenzo が買収に反対し、白紙に戻る。
89.4.24	第 1 回再建計画提出、18 億 \$ の資産売却を予定。
89.11.24	パイロットと客室乗務員の 264 日に及ぶストライキ終結。
90.1.25	第 2 回再建計画提出。
90.3.24	Eastern は、1990 年の損失が 330 百万 \$ に倍増する見込みと発表。
90.3.30	債権者は、Texas Airlines が再建を主導しなければ、清算を要求。
90.4.16	債権者が、最終的な再建計画に反対。
90.4.18	前 Pan Am の COO が、新たに管財人に指名。
90.8.2	イラクが、クウェートに侵入、石油価格が大幅に上昇。
90.11.14	債権者が、正式に Eastern の事業中止の必要性を声明。
91.1.19	Eastern は、航空事業を中止。
91.1.22	Delta が、Eastern の資産 (Atlanta 空港施設) を購入。
91.1.23	Northwest が、Eastern の資産 (Washington 空港施設) を購入。
91.1.28	整備工は、692 日に及んだストライキ中止宣言。

(出所) Weiss et al. [1998] , pp.89-94, Table4 より作成。

2 連邦破産法 Chapter 11 における再生の問題

Eastern が倒産した時点の企業価値は 40 億ドル以上であったにもかかわらず、連邦破産法 Chapter 11 を適用した結果、その価値の半分が失われ、しかも企業の再生はかなわず清算されるという悲惨な結末を迎えてしまったのはなぜかという点が問題とされている。

倒産過程の後半において、Eastern を経済的に存続させることが困難であることが明らかになるにつれ、再生可能性を巡り、債権者とその他の利害関係者の利害の対立が最大の障害になった。しかし裁判所は、事業存続のため、経営者に資産売却による事業運営の権限を付与し、無理やり事業を継続させた。そして 22 ヶ月間にわたる資産解体 (Asset stripping) を通じて、Eastern は約 13 億ドルの赤字を出し、企業価値を破壊し続けてしまったのである。

Weiss et al. [1998] は、確かに倒産時点では業界環境がかなり悪かったものの、20 億ドルもの価値破壊の原因は、連邦破産法 Chapter 11 下における情報の非対称性と利害関係者の対立であるとし、Eastern の倒産は、経済的現実を無視し、財務的危機状態にある企業を存続させることが、いかに非生産的な結果に終わるのかを示す好例であると指摘している。

Eastern が直面した経済的現実とは、競争力のない運航ルート、高労務費負担、労使関

係の悪さ、過剰設備という問題を根本的に解決することなく小手先の対応に終始したことを意味していた³。

そして Weiss et al. [1998] は、「Eastern Airlines の倒産は、裁判所の監視下における資産解体が企業価値に破壊的な効果を及ぼすことを示している。倒産により、Eastern Airlines の価値は 50%以上下落した。この価値の下落のかなりの部分は、Eastern Airlines を市場圧力から過剰に裁判所が保護したことと Eastern Airlines を清算すべきことが判明した後長期間にわたり価値を破壊し続けるような事業運営を継続したことによるものであった。連邦破産法 11 条適用の失敗は、債権者による事業運営だけでなく、過大に楽観的な経営者や判断ミスを犯した裁判官から、破滅に瀕した企業の資産を破産過程において守り抜くことの重要性を示すものである。」(p.55) とし、Eastern の再生の失敗は、裁判所にあることを主張している⁴。

3 Eastern 再生の失敗の検討

連邦破産法 Chapter 11 は、財務リストラ等を行いながら、再生可能な企業の事業継続を許容する。つまり財務的危機状況にある企業を保護すると同時に、事業を再評価、再構築、所有構造の変更等を強制することによって、統制的役割を果たすものである。しかし、大規模な規模縮小や事業撤退を行う必要があるケースでは、痛みを伴う意思決定を回避する可能性が高くなるといわれる。このため、大企業や有名企業が危機に瀕した場合、連邦破産法 Chapter 11 による再生には無理な事業継続の問題が起こり得る。つまり、大企業や有名企業でなければ、事業運営にも歯止めがかかり、大幅に企業価値を低下させるまでに至らず、企業を速やかに清算過程に移行させる可能性が大きいと考えられる。一方大企業や有名企業では、できるだけ事業を継続させようというバイアスがかかるため、下手をすると徒に企業価値を損ね、結果的に従業員の雇用や顧客基盤も失う恐れがあるからであった。このような可能性は、流動性資産が豊富な企業にも該当するとされる⁵。

また連邦破産法 Chapter 11 では、情報の非対称性問題が存在した。倒産の初期段階における情報不足のため、Eastern を清算すべきか否かを決定することが困難であるという問題が生じたのである。連邦破産法 Chapter 11 を適用されたとしても、必ずしも経済的に有益な情報の入手可能性が増加するわけではなく、また倒産企業は、監査済財務諸表を投資家に提供することが求められていないから、利害関係者は、キャッシュフローの低下が一時的か否かの決定等再生可能性を判断するのに必要な信頼できる情報を入手できなかったのである。かかる情報の非対称性が存在するため、利害関係者は自己の利益最大化を

³ Eastern のケースは、極端であって連邦破産法 Chapter11 に問題があるとする議論がある。

⁴ 破産事例を担当する裁判官は、企業保護や生産的なリストラを動機付けるような指導を提供できるほどの実務能力を備えているべきであるが、現実問題としてそのような要求は困難であろう。

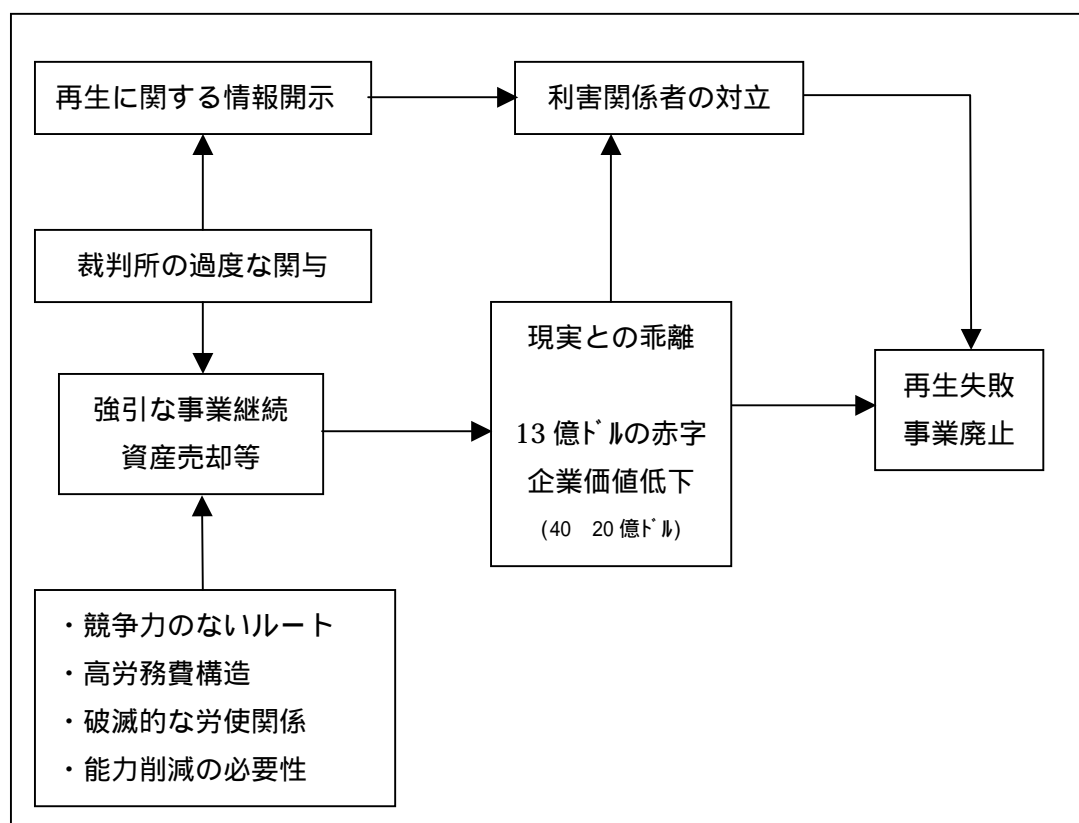
⁵ Weiss et al. [1998] は、「企業の存続を長引かせるために、流動資産を利用したいという誘因は、たとえ企業価値を破壊することになったとしても、抵抗しがたいものである。加えて、そのような行動は容易に正当化されやすいのである。なぜなら、痛みを伴う結果が出現することを引き延ばせるからである。つまり社会的に、そうすることが責任あるように見えるからである。大規模な人員削減や設備廃棄等が生じる場合、痛みのある意思決定を回避しようとしがちな

図のような行動をしがちになり、企業価値の維持や雇用確保という点で好ましくない結果を来す意思決定を促してしまう可能性があった⁶。

Eastern のように、倒産企業が経済的に再生可能とはいええない場合、時期早尚な清算をできるだけ回避しようと裁判所が強調すればするほど⁷、情報の非対称性と利害対立を激しくさせただけであったと推測される。

以上に基づき、Eastern の再生が挫折してしまった構造を整理したものが、図 5-1 である。

【図 5-1】 Eastern の再生挫折の構造図



要するに、本来事業継続の困難な事情がありながら、連邦破産法 Chapter 11 を利用してしまったため、無理な事業継続を余儀なくさせ、企業価値の破壊が惹起した結果、再生を挫折させてしまったという全体像が描けるのである。倒産申請後から事業中止までに、Eastern は資産売却により 18 億ドルを得ていた。しかし、その資金は運転資金に充当され、資産売却による資金のわずか 38% が債権者に分配されたに過ぎなかったといわれる。従って、経営者も裁判所も、負の NPV プロジェクト (Eastern の事業継続) に資金を投入し

のである。」(p.84) とする。

⁶ Wruck [1990] は、自己の利益のため、関係者はあたかもバイアスもなく、適切な情報かのように、実際はバイアスのある不適切なデータや分析を提供しようとするインセンティブを持つとする。

⁷ White [1989] は、連邦破産法は再生不可能な企業を保護し過ぎる傾向があると主張する。このため、資源がより価値を増大する用途に流用することが妨害される可能性がある。このような場合、裁判所の企業の見通しに関する判断が決定的な役割を果たすと主張している。

ただけに終わったことになる。事業の素地が Eastern ほど悪くはない UAL であるが、連邦破産法 Chapter 11 での再生可能性を検討する場合、裁判所の指揮にも留意する必要があることを示唆しているものといえよう⁸。

Continental のケース

1 Continental の概要

Continental は、かつて業界最低の航空会社と言われていた時期があった。例えば、定時到着率、手荷物紛失個数、離職率等いずれも業界最低であった。倒産後の 1994 年に現在の CEO である Bethune 氏が就任する以前は、経営者が 10 年間に 10 人も交代した上、コスト削減を巡り従業員と経営陣が対立していたように、倒産以前の UAL に類似していた。コスト削減中心の経営を繰り返していたが、一向に業績は回復しないというジレンマに陥っていた。従って、航空自由化が進展し、他社との価格競争が激化すると、特色のない会社として差別化もままならず、経営は行き詰まり気味であった。

そのような経営状態が長らく続いてきたため、TWA と並び過去に 2 回も連邦破産法 Chapter 11 の適用を申請したのであった。1983 年の 1 回目の倒産では、3 年程度で再生を果たすことができたが、経営に変化はなく、1990 年の湾岸戦争時に再度倒産に追い込まれてしまったのである。参考までに、倒産前後の Continental の沿革を表 5-5 に整理した⁹。

【表 5-5】Continental 航空の沿革

年	イ ベ ン ト
1934	Continental 航空創業
1982	Texas International と合併
1983	第 1 回目の連邦破産法適用申請
1986	再生完了
1987	Frontier 等他 2 社と統合し、業界 3 位の航空会社になる
1990	湾岸戦争による燃料費高騰から、第 2 回目の連邦破産法適用申請
1993	Air Partner と Air Canada が資本参加、再生終了
1994	Bethune 氏が CEO に就任
1995	前進計画（再建プラン）公表、過去最高益
1999	18 期連続の四半期利益計上
2002	収益創造・コスト削減イニシアティブ発表

（出所）Continental Home Page より作成。

⁸ 航空会社の倒産は、いくつかの飛行場でのサービスの低下につながった。しかし、Borenstein et al. [2003] は、大規模飛行場では、その関係は弱く、むしろ中規模の場合、その影響が大きいという結果を示す。規模が小さい場合、サービス低下はすぐに穴埋めがされた。問題は、サービス低下の社会的な意味である。理論面ではまだ未解決であるが、Eastern のケースが示唆するように、倒産を強制することの社会的な影響への評価や倒産を緩和ないし回避しようとする努力への注意を喚起するものである。

⁹ Gilson [1993] の Continental を描いたケースを参照。

その後、現在の CEO である Bethune 氏の下、抜本的な経営改善を進めたところ、優良航空会社に大変身を遂げることになったのである。同じような名門航空会社である Eastern や PamAm が清算されて、業界から姿を消し、また Continental と同じように 2 度も倒産した TWA は AMR に買収され姿を消してしまった。整理と淘汰の厳しい米国航空業界の中であって、2 度も倒産しながら独立企業として存続を続ける Continental は稀なケースといえるのかもしれない。

2 Continental の倒産原因

次に、Continental がなぜ 2 度も倒産したのかを分析し、その問題点を考えてみる¹⁰。

Continental は、連邦破産法 Chapter 11 の適用を申請する度、債務の条件変更を受け、新しい株主が参加し、会社は再出発をしてきた。しかし、会社の体質は全く変わらなかったと指摘されている (Bethune et al. [1998] p.113)。確かに、連邦破産法の庇護の下、裁判所により資金繰りは楽になったが、会社の内部抗争、お粗末なサービス、運航の遅れ、いい加減な料金設定等、Continental で従来から問題とされていた点は、倒産しても何ひとつ変わらなかったというのである。つまり Continental では、破産裁判所に行くことになった原因が、何ひとつ解決されないまま、出直しを繰り返していたに過ぎなかったのである。だから、Continental は二度も倒産申請をしたのである。従って、湾岸戦争時点での環境悪化を待つまでもなく、Continental の 2 度目の倒産はある程度予想されていたと考えられる。

破産裁判所は延命措置をとってくれるが、企業を救ってはくれないということであろうか。Continental のケースは、抜本的な問題を解決した上での再生は、企業自らが行わなければならないことを示唆しているといえよう。幸い Continental は、再生に失敗した Eastern のケースと異なり、労使関係の対立がひどくなかったために、清算という事態を免れたのであろう。

ところで、前述したように Continental は、1982 年に Texas International と合併した後の 1983 年に 1 回目の倒産を経験した。その倒産に関しては、いわゆる戦略的倒産を申請したものではないかとの議論がなされている。なぜなら、連邦破産法 Chapter 11 の下での再建中の 2 年間において、ストライキ¹¹を行った従業員に最大 50%もの賃金カットを飲ませるための圧力を加え続け、結果的に Continental は、倒産以前に増してコスト競争力を強化して復活してきたからである。UAL のケースでも、今回の倒産が戦略的倒産ではないかとの指摘がなされたのは、似たような状況にあった Continental のケースが念頭にあったからではないかと考えられる。その意味で、Continental の再生のケースは、UAL の再生可能性を検討するためにも参考になるケースである。

¹⁰ Bethune et al. [1998] は、現在の CEO と CFO が Continental の経営再生の経緯を述べている。

¹¹ Cohen [1990] は、Continental におけるストライキの成否を巡り、政治情勢や規制に関する論議が、ストライキに大きな影響を及ぼしていることを示している。

3 優良企業への変身(Bethune の下でのターンアラウンド)

なぜ、短期間に Continental が変身を遂げることができたのかは、Continental には人材が揃っていたからであるといわれる。路線や航空機自体にも問題はなく、単に従業員のやる気を殺ぐようなマネジメントを行っていたことが大問題であった。以前の Continental では、Continental の従業員であることが恥ずかしいことであるという意識もあったとされている。2度の倒産経験は、従業員に負け犬根性を植え付けさせてしまってもいたのである。

古い会社には、長い年月をかけて築き上げられた固有の文化や風土があり、これを変えることは通常の方法では困難であり、ドラスチックに変えてしまうことが肝要とされている。Continental に必要なことは、このような状態を解決し、従業員にやる気を起こさせ、自分の会社に誇りを持てるように改善することであった¹²。大変身を遂げることを強調することは、新しい Continental を顧客に強くアピールすると共に、従業員にも将来展望を持たせられるメリットもあるのである。

また Continental では、UAL と同様に何人もの経営者が無責任に交代を繰り返していた。しかし新 CEO の Bethune 氏は以前の経営者と異なり、本気で Continental の経営を改革する意欲で再生に着手した点が、強力なリーダーシップを求められるターンアラウンドを成功に導いた大きな要素であったと考えられる。ターンアラウンド戦略は、素晴らしいものを描けても、それを推進するには責任を負うリーダーが不可欠であるということである。

Bethune 氏は、企業文化を改め、経営の基本に忠実にしたこと（依然の Continental は基本がないがしろにされていた。つまりコスト削減に注力するあまり、サービス業としての顧客サービスを忘れていた）成功を測る尺度を持つこと、従業員が働きたい会社になることの3点が経営改革のポイントであると主張している¹³。

より具体的には、課題を一つ一つではなく、一度に全てを改革する前進計画（再建プラン）と称されるターンアラウンド戦略が策定され実行に移されたのである。前進計画は、次の4つの柱から構成された計画であり、改革をするための時間がなかったため、同時にやらざるを得なかったと、Bethune 氏は述べている。

Fly To Win（勝利への羽ばたき）

コスト削減に注力し過ぎていた結果、顧客を遠ざけてしまっていたことを変える必要があった。「ピザの味がしないピザは誰も買わない」というように、顧客の声に耳を傾けて、顧客の立場になって考えるように姿勢を変えたのである。

Fund The Future（将来の基金）

財政の再建を目指すものであり、3度目の倒産を回避するためには不可欠であった。どの企業のターンアラウンドと同様に、債務の返済条件を変更し、不採算の航空機リース

¹² これは、カルロス・ゴーン社長の下で、変身を遂げつつある日産の状況とも似ている。労使関係等に関しては、日本経済新聞 2003年10月27日参照。

¹³ Bethune 氏とのインタビューは、日経ビジネス 1999年4月12日号、92-98頁参照。Brenneman[1998]も参照。

を解約する等の措置をとり、資金繰りを改善した。また財務管理システムが不備であったことから、正しい意思決定を行えるシステムを遅れ馳せながら構築した。

Make Reliability Reality (信頼性の現実化)

商品がお粗末であれば、マーケティングや財務で、いかに素晴らしい戦略を打ち出しても無意味であることから、商品を再検討した。コスト削減等から、一流の商品づくりに力点を移したのである。定時定着率を基準に、サービスの質を測定し、サービスの質の向上に努め、目標達成に対して従業員に特別ボーナスで報いた。その結果、従業員のやる気は一転し、運航の信頼性は高まるようになった¹⁴。

Working Together (力を合わせて)

従業員の信頼とやる気を回復させるため、心をひとつにするチームを作りあげ、内部で抗争するよりも、チームで勝利することが楽しい意識を植え付けた。

以上に加え、情報開示に関しても、従業員に対して経営の状況を率直に開示し、従業員との情報格差を是正することで、一致団結させるように工夫したことは、経営陣への不信感を除去する点で有益であった。

ターンアラウンドに際しては、マーケティング計画や財務計画主導で進めていくことが一般的であるが、Continental のケースでは、根本的な病巣、マーケティングや財務の問題を引き起こしている問題にまでメスを入れたことが、ターンアラウンド成功の鍵を握っていたと考えられる。倒産回避には、航空会社としての商品がお粗末なこと、そして従業員が悲惨な状況に置かれていたという根元的な問題を解決せざるを得なかったわけである。従って、UAL が1度ターンアラウンドに成功した後に倒産してしまったのは、UAL が根本的問題を解決しなかったことに原因があったのではないかという推測を、Continental のケースは支持していると考えられる。

総括

Eastern のケースからは、すでに事業継続の経済性が喪失している場合、連邦破産法 Chapter 11 での無理な事業継続は、経済的デメリットを起こす可能性が大きいこと、そして Chapter 11 は万全ではなく裁判所の対応如何により再生上問題を引き起こす可能性があること、一方 Continental のケースからは、Slatter et al. [2002] が指摘しているように、経営不振の根本的な問題解決がターンアラウンドに不可欠であることが理解できる。

Eastern と同様に重い債務負担を抱えて倒産した UAL であるが、Eastern ほど労使関係のこじれ、資産解体による企業価値の毀損等は見られず、路線や航空機にも特段の問題があるわけではないことから、Eastern の二の舞は避けられそうな見込みである。

しかし、既述したように UAL は 1993 年でのターンアラウンドに際して、Continental

¹⁴ Srinivasan et al. [2002] は、非財務的な指標（到着時間、手荷物管理、不満処理等）と航空会社の業績評価等との関係を実証研究し、指標の中では、特に手荷物管理に関する指標が顧客満足度に関連する確信のある指標としている。Continental の改善でも、この事実は適合している。

が実行に移したような組織風土や運営システムの改革や職場環境の改善等いわばソフト面の問題を解決しないまま倒産したわけであるから、持続可能な再生を達成するにはこれらに手をつける必要があると考えられる。

Kochan et al. [2003] は、過去 20 年間の航空業界各社をみる限りにおいて、Delta、Continental、Southwest の 3 社が、労使関係のモデルになると述べた上で、ポジティブな職場環境や風土を築き上げることが、とりわけ労務問題が経営上の課題である航空業界にとって重要であると指摘しており¹⁵、本稿で指摘してきた UAL のターンアラウンドが失敗してしまった問題点の一つを裏付けている。

¹⁵ Kochan et al. [2003] ,p.7 参照。

第6章 まとめ

「はじめに」で述べたように、本稿ではターンアラウンド戦略の成否は短期と長期の二つの時間軸で考察している。長期的なターンアラウンド戦略の成功というためには、ターンアラウンド戦略は短期的にも成功していることが論理的に必要なである。短期的な成功には、UAL のケースのような見かけ上の成功も含まれる。

第5章で考察した Eastern のケースは短期的にターンアラウンドに失敗しており、長期的な戦略の成否を問うまでもない。一方、Continental のケースは二度の倒産という事態を別とすれば、未曾有の航空不況を乗り切り、ターンアラウンドに長期的な成功を収めたケースになる。そして UAL は、短期的に見かけ上ターンアラウンドに成功したものの、最終的には倒産という道を辿り、持続的な再生を果たすことができず、長期的にはターンアラウンドに失敗したケースになる。この3社についてのターンアラウンドの成否と成否判断の時間軸を組み合わせたものが、図 6-1 である。

【図 6-1】ターンアラウンドの成否

時間 成否	短期的	長期的
ターンアラウンド の 成功	(UAL)	Continental
ターンアラウンド の 失敗	Eastern	UAL

但し、図では短期的なターンアラウンド成功欄に、UAL を括弧書きでプロットしているが、これは見かけ上の成功という意味である。3社以外では、例えば PanAm は、Eastern と同様に短期的な失敗に該当し、また Continental と同様に二度の倒産を経験した企業であるが、AMR に吸収されてしまった TWA は、UAL と同じ位置づけができると考えられる。

本件の UAL のように、ターンアラウンドに成功した後に倒産を経験した企業の事例研究からは、様々な教訓を引き出すことが可能である。ターンアラウンド戦略あるいは再建過程にある企業を評価する場合、重要と考えられる教訓を、一般企業にも適用可能な汎用的教訓、航空業界に適用される教訓、そして UAL に限定的な教訓に分けてまとめれば、次頁のようになろう。

1 汎用的な教訓

(1) 経営危機にある企業が、当面の危機を回避できたとしても、採用したターンアラウンド戦略が、後年において足かせとなり経営の自由度を奪ったり、あるいは将来における再度の経営危機の遠因となる可能性もある。企業の再生は、短期的な危機を回避しただけでは完了するものではないという理解も必要である。

(2) ターンアラウンド戦略を検討する際には、目先の再生可能性だけに議論や注意が集中しがちである。しかし、時間軸を拡張し、本稿で主張したように持続可能な企業再生を達成できるかどうかという点に重点を置くなれば、ターンアラウンド戦略の潜在的かつ長期的な影響も併せて考慮すべきである。

(3) ターンアラウンドにおいて、従業員の経営参加というオプションを採用したことは間違いではない。しかし、それを有効に機能させることは必ずしも容易なことではない¹。従業員が経営に参加したことによるターンアラウンドで起こりうる経営上の問題は、必ずしも米国企業だけに限定されることはなく、我が国企業にも当てはまる可能性があるのではなからうか。

2 航空業界における教訓

(1) 米国の航空業界では、従業員の経営参加形態を採用する企業は決して珍しいものではない。UAL も例外ではないが、ターンアラウンドに際して、従業員の経営参加に過度に依存し過ぎ、根本的な問題を解決する仕組みを構築せず、企業も従業員もどちらも十分な便益を享受することができなかつた点に大きな問題があったと思われる²。ターンアラウンド戦略の施策としてだけでなく、従業員の経営参加を考えたとしても、Delta、Southwest そして Continental のように、ハードな形態論に加えて、従業員の経営参加を生かせる仕掛けや仕組み作りというソフトが重要なポイントになると考えられる。

(2) ターンアラウンドによる企業再生のパターンにも多様性があると思われる。同一業界にあっても、本件のように再生の道は色々であり、決して正解があるわけではない。再生に成功した企業もあれば、失敗した企業もある。航空業界では、サービス業でありながら、当たり前の経営を行っていない企業が多いといわれ、Continental の変身と UAL の挫折との格差は、サービス業としての基本への忠実度の回帰の差とも考えられる。

¹ 例えば、Gordon [1998] は、経営サイドの柔軟性、信頼性の確保そして従業員のモラル維持が、従業員の経営参加に不可欠であり、それらが欠ければ問題解決の手段にはならないと強調している。さらに、UAL のケースは米国でも実験というべきであり、ターンアラウンドの標準解にはならないとも述べている。

² Kochan et al. [2003] は、従業員の経営参加は短期的に労務費削減やマージン向上等のメリットをもたらしているが、どの企業も顧客満足度や生産性や収益力等を持続的に改善することはできなかつたとし、ESOP は労使関係の質の変化や職場環境・風土の変化と合わさることによってはじめて、企業に付加価値をもたらすと指摘している(p.13)。

3 UAL に限定した教訓

(1) 立派なターンアラウンド戦略が策定され、その内容の妥当性も認められたとしても、戦略の遂行過程では企業内におけるコミュニケーションの重要性を再確認する必要があった。ターンアラウンドに対する経営者と従業員の認識ギャップは誤解を生み、ターンアラウンド遂行の障害となったことから、経営者の真意や熱意を誤解なく理解させるように努めるべきであった。さらに、肝心な局面においてリーダーシップを果たすべき経営者に恵まれなかった点も痛手であった。

(2) ターンアラウンドに関する会計情報や財務報告の役割も軽視すべきではなかった。UAL の挫折には、例えば ESOP の理解不足 (従業員の誤解発生の要因)、ディスクロージャーの不十分 (プロフォーマ情報理解の困難性) 等基本的な問題への対応の不手際も、間接的に関与している点を忘れてはならないであろう。

最後に、本件はあくまでも、UAL というアメリカの一企業であり、しかも航空会社という特殊なケースの検討によるものであるが、企業再生を巡るケース研究がまだ乏しい我が国の現状に鑑みれば、このケースは実務上留意すべき重要な示唆を与えていると思われる。我が国でも、このようなケース研究が今後蓄積されていくことが望まれるところである。

参 考 文 献

- Air Transport Association [2003] , *Airline in Crisis The Perfect Economic Storm*.
- Altman,E.I. [1983] , *Corporate Financial Distress*, John Wiley & Sons,Inc. (青山英男 訳 『現代大企業の倒産 その原因と予測モデルの包括的研究』文眞堂、1992年)。
- Argenti,J. [1976] , *Corporate collapse:the causes and symptoms*,McGRAW-HILLS,Ltd. (中村元一訳 『会社崩壊の軌跡 生き残るための戦略』日刊工業新聞社、1977年)。
- Aviation Week & Space Technology (2002年8月19日号) p.23.
(2002年12月16日号) pp.22-26.
- Bamberger,G.,Carlton,D.W. and Neumann,L.R. [2001] , "An Empirical Investigation of the Competitive Effects of Domestic Airline Alliances,"Working Paper 8197,National Bureau of Economic Research.
- Beatty,A. [1994] , "An Empirical Analysis of the Corporate Control, Tax, and Incentive Motivations for Adopting Leveraged Employee Stock Ownership Plans,"*Managerial And Decision Economics*,Vol.15,No.4,pp.299-315.
- Ben-Ner,A. and Jun,B. [1996] , "Employee Buyout in a Bargaining Game with Asymmetric Information," *The American Economic Review*,Vol.86,Issue3,pp.502-523.
- Berry,S.,Carnall,M. and Spiller,P.T. [1996] , "Airline Hubs:Costs,Markups and the Implications of Customer Heterogeneity,"Working Paper No.5561,National Bureau of Economic Research.
- Bethune,G. and Huler,S. [1998] , *From Worst To First*,John Wiley & Sons,Inc. (仁平和夫訳 『大逆転！コンチネンタル航空 奇跡の復活』日経BP社、1998年)。
- Bibeault,D.B. [1999] , *Corporate Turnaround:How Managers Turn Losers Into Winnes !*,BeardBooks.
- Blair,M.M. [2002] , "The Economics of Post-September 11 Financial Aid to Airlines," "Business,Economics, and Regulatory Policy Working Paper No.352740,Georgetown University Law Center.
- Blasi,J. Conte,M. and Kruse,D. [1996] , "Employee Stock Ownership and Corporate Performance among Public Companies," *Industrial and Labor Relations Review*,Vol.50 No.1,pp.60-79.
- Borenstein,S. and Rose,N.L. [1995] , "Do airlines in Chapter 11 harm their rivals?:Bankruptcy and pricing behavior in U.S. airline markets,"Working Paper No.5047,National Bureau of Economic Research.
[2003] , "Do airlines bankruptcies reduce air service?," " Working Paper No.966,National Bureau of Economic Research.

- Bowman, C. and Asch, D. [1987] , *Strategic Management*, Macmillan Education, Ltd.
- Brenneman, G. [1998] , "Right Away and All at Once: How We Saved Continental," *Harvard Business Review* (Sep.-Oct.) , pp.162-179.
- Card, D. [1996] , "Deregulation and Labor Earnings in the Airline Industry," Working Paper no.5687, National Bureau of Economic Research.
- Carter, D.A. and Simkins, B.J. [2002] , "Do Markets React Rationally ? The Effect of The September 11th Tragedy on Airlines Stock Returns," Working Paper, Department of Finance, Oklahoma State University.
- Chang, Y.N. and Campo-Flores, F. [1980] , *Business Policy and Strategy*, Goodyear Publishing, Co. Inc.
- Chaplinsky, S. [1998] , "United Airlines: Employee Buyout," *University of Virginia Case Study*, UNV-F-1133SSRN.
- Chaplinsky, S. and Niehaus, G. [1990] , "The Tax and Distributional Effects of Leveraged ESOPs," *Financial Management*, Spring, pp.29-38.
- Chaplinsky, S., Niehaus, G. and Van de Gucht, L. [1998] , "Employee Buyouts: causes, structure, and consequences," *Journal of Financial Economics*, Vol.48, pp.283-332.
- Cohen, I. [1990] , "Political Climate and Two Airline Strikes: Century Air in 1932 and Continental Airline in 1983-85," *Industrial and Labor Relations Review*, Vol.43, Issue2 pp.308-323.
- Conte, M.A. and Kruse, D. [1991] , "ESOPs and Profit-Sharing Plans: Do They Link Employee Pay to Company Performance?," *Financial Management* (Winter) , pp.91-100.
- Cooke, W.N. [1994] , "Employee Participation Programs, Group-Based Incentives, and Company Performance: A Union-Nonunion Comparison," *Industrial and Labor Relations Review*, Vol.47, No.4, pp.594-609.
- Cott, J. and Gilson, S. [1995] , "UAL Coppration " Harvard Business School Case Study #9-295-130.
- Cremieux, P.Y. [1996] , "The Effect of Deregulation on Employee Earnings: Pilots, Flight Attendants, and Mechanics, 1959-1992," *Industrial and Labor Relations Review*, Vol.49, Issue2, pp.223-242.
- DeAngelo, H. and DeAngelo, L. [1991] , "Union Negotiations and Corporate Policy, A Study of Labor Concessions in the Domestic Steel Industry During the 1980s," *Journal of Financial Economics*, Vol.30, pp.3-43.

- DeAngelo,H.,DeAngelo,L. and Gilson,S. [1994] , "Union Negotiation and Corporate Policy:A Study of Labor Concessions in the Domestic Steel Industry during the 1980s," *Journal of Financial Economics*,Vol.30,No.1,pp.3-43.
- [1996] , "Perceptions and the Politics of Finance:Junk Bonds and the Regulatory Seizure of First Capital Life," *Journal of Financial Economics*,Vol.41,No.3,pp.475-511.
- French,J.L. [1987] , "Employee Perspectives on Stock Ownership:Financial Investment or Mechanism of Control?," *The Academy of Management Review*,Vol.12, Issue3, pp.427-435.
- Gilson. S.C [1993] , " Continental Airlines - 1992 " Harvard Business School Case Study #9-294-058.
- [2000] , "Analysts and Information Gaps:Lessons from the UAL Buyouts", *Financial Analysts Journal*(56),pp.82-110.
- [2001] , *Creating Value through corporate restructuring:Case Studies in Bankruptcies,Buyouts, and Breakups*,John Wiley & Sons,Inc.
- Giroux,G. and Wiggins,C.E.Jr. [1983] , "Chapter and Corporate Resuscitation," *Financial Executive*(Dec.),pp.37-41.
- Gordon,J.N. [1998] , "Employee Stock Ownership In Economic Transitions:The Case of United Airlines,"Columbia University School of Law,Working Paper No.133.
- Hammer,T.H. and Stern,R.N. [1986] , "A Yo-Yo Model of Cooperation:Union Participation in Management at the Rath Packing Company," *Industrial and Labor Relations Review*, Vol.39,No.3,pp.337-349.
- Hermann,C.F. [1963] , "Some Consequences of Crisis which Limit the Viability of Organizations," *Administrative Science Quarterly*,No.8,pp.61-82.
- Hofer,C.W. [1980] , "Turnaround Strategies," *The Journal of Business Strategy*,Vol.1, pp.19-31.
- Hofer,C.W. and Schendel,D. [1978] , *Strategy Formulation:Analytical Concepts*,West Publishing,Co.
- Jensen,M. and Mecking,W. [1979] , "Rights and Production Functions:An Application To Labor-Managed Firms and Codetermination," *Journal of Business*,Vol.52,No.4, pp.469-506.
- Knez,M. and Simester,D. [2001] , "Firm-Wide Incentives and Mutual Monitoring at Continental Airlines," *Journal of Labor Economics*,Vol.19,No.4,pp.743-772.
- Kochan,T.,Nordenflycht,A.,McKersie,R. and Gittell,J.H. [2003] , "Out of the Ashes : Options for Rebuilding Airline Labor Relations,"MIT Sloan School of Management

Working Paper4301-03.

- Kole,S.R. and Lehn,K.M. [1999] , "Deregulation and the adaptation of governance structure:the case of the U.S. airline industry," *Journal of Financial Economics*, Vol.52,pp.79-117.
- Livingston,D.T. and Henry,J.B. [1980] , "The Effect of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Profits," *The Journal of Risk and Insurance*,Vol.47, Issue3,pp.491-505.
- Mecham,L.R. [2000] , *Bankruptcy BASICS*(2 ed.),Administrative Office of the United States Courts.
- Pearce ,J.A. and Robinson, Jr. R.B. [1985] , *Formulation and Implementation of Competitive Strategy*(2ed.),Richard D. Irwin,Inc.
- Pierce,J.L. Rubinfeld,S.A. and Morgan,S. [1991] , "Employee Ownership:A Conceptual Model of Process and Effects," *The Academy of Management Review*,Vol.16,No.1, pp.121-144.
- Platt,H.D. [2001] , *Principles of Corporate Renewal*,The University of Michigan Press.
- Robbins,D.K. and Pearce ,J.A. [1992] "Turnaround : Retrenchment and Recovery," *Strategic Managemnet Journal*,Vol.13,pp.287-309.
- Schefczyk,M. [1993] , "Operational Performance of Airline:An Extension of Traditional Measurement Paradigms," *Strategic Management Journal*,Vol14,pp.301-317.
- Schendel,D.,Patton,G.R. and Riggs,J. [1976] , "Corporate Turnaround Strategies:A Study of Profit Decline and Recovery," *Journal of General Management*, "Vol.3,No.3, pp.3-11.
- Scholes,M.S. and Wolfson,M.A. [1989] , "Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring:Myths and Realities,Working Paper No.3094,National Bureau of Economic Research.
- [1990] , " Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring:Myths and Realities," *Financial Management* (Spring) pp.12-28.
- Singal,V. [1997] , "Financial Health and Airline Safety,"Working Paper (Pamplin College of Business, Virginia Tech.) .
- Slatter,S [1984] , *Corporate Recovery*,Penguin.
- Slatter,S and Lovett,D. [1999] , *Corporate Turnaround*,Penguin.
- Sloma,R. [1999] , *The Turnaround Manager's Handbook*,BeardBooks.
- Smart,C.F. ,Thompson,W.A. and Vertinsky,I. [1978] , "Diagnosing Corporate Effectiveness and Susceptibility to Crisis," *Journal of Business Administration*,Vol.9,

No.2,p.57-96.

Sprayregen,J.H.M.,Dimitrief,A. and Kassof,A.A. [2002] ,”Informational Brief of United Airlines,Inc.”Kirkland & Ellis,Counsel for the Debtors and Debtors-in-Possession.

Srinivasan,D.,Sayrak,A. and Nagarajan,N.J. [2002] ,”Executive Compensation and Non-financial Performance Measures:A Study of the Incentive and Value Relevance of Mandated non-financial Disclosures in the U.S. Airline Industry,”Working Paper,Katz Graduate School of Business,University of Pittsburgh.

Walsh,D.J. [1988] ,”Accounting for the Proliferation of Two-Tier Wage Settlements in the U.S. Airline Industry,1983-1986,” *Industrial and Labor Relations Review*,Vol.42, No.1,pp.50-62.

Weiss,L. and Wruck,K.H. [1998] “ Information problems,conflicts of interest,and asset stripping:Chapter 11’s failure in the case of Eastern Airlines,” *Journal of Financial Economics*(48),pp.55-97

Wever,K.R. [1989] ,”Toward a Structural Account of Union Participation in Management:The Case of Western Airlines,” *Industrial and Labor Relations Review*, Vol.42,No.4,pp.600-609.

White,M. [1989] ,”The Corporate Bankruptcy Decision,” *Journal of Economic Perspectives*,Vol.3,pp.129-148.

Wruck,K. [1990] ,”Financial Distress,Reorganization,and Organization Efficiency,” *Journal of Financial Economics*,Vol.27,pp.419-446.

太田三郎 [1996] 『企業倒産の研究』 同文館出版。

[2003] 「企業倒産と再生 再生予測モデルの検討を中心として」 『年報経営分析研究』 第 19 号,79-87 頁。

太田三郎・岡崎一郎 [2002] 『企業の再生と倒産』 商事法務研究会。

大柳康司 [2003a] 「ターンアラウンド戦略の有効性」 『年報経営分析研究』 第 19 号, 71-78 頁。

[2003b] 「健全度測定に関する一考察 - ターンアラウンド戦略の評価を例に」 企業分析研究会資料 (2003 年 10 月 3 日)

川辺信雄 「倒産と再建の経営史 セブン - イレブン,Inc. (旧サウスランド社) の事例研究 - 『早稲田商学』 第 397 号、2003 年、1-53 頁。

白田佳子 [1999] 『企業倒産予知情報の形成』 中央経済社。

[2003] 『企業倒産予知モデル』 中央経済社。

中村裕昭 [2003] 『ターンアラウンド・スペシャリスト』 きんざい。

日経ビジネス 1999 年 4 月 12 日号、92-98 頁。

経済経営研究目録

(昭和55年7月より平成16年3月まで)

巻・号(掲載年月)

経済一般理論・実証

今後のエネルギー価格と成長経路の選択	VOL. 1 - 1 (55. 7)
- 期待されるエネルギーから資本への代替 -	
貯蓄のライフ・サイクル仮説とその検証	VOL. 2 - 3 (57. 1)
為替レートのミスアラインメントと日米製造業の国際競争力	VOL. 9 - 1 (63. 7)
レーガノミックスの乗数分析	VOL. 10 - 1 (1. 5)
日米独製造業の国際競争力比較	VOL. 12 - 1 (3. 6)
- 実質実効為替レートを利用した要因分析 -	
現金収支分析の新技法	VOL. 16 - 3 (7. 11)
日米経済と国際競争	VOL. 20 - 4 (12. 3)
経済の情報化とITの経済効果	VOL. 22 - 1 (13. 11)

設備投資

設備投資研究'80	VOL. 2 - 2 (56. 7)
- 投資行動分析の新しい視角 -	
時系列モデルの更新投資への適用	VOL. 3 - 2 (57. 7)
税制と設備投資	VOL. 3 - 3 (57. 7)
- 調整費用、合理的期待形成を含む投資関数による推定 -	
設備投資研究'81	VOL. 3 - 4 (57. 7)
- 研究開発投資の経済的效果 -	
投資促進施策の諸類型とその効果分析	VOL. 4 - 1 (58. 7)
設備投資研究'82	VOL. 4 - 2 (58. 7)
- 調整過程における新たな企業行動 -	
設備投資研究'84	VOL. 5 - 1 (59. 7)
- 変貌する研究開発投資と設備投資 -	
設備投資研究'85	VOL. 6 - 4 (60. 9)
- 主要国の設備投資とわが国におけるR&D投資の構造的な特色 -	
設備投資の決定要因	VOL. 6 - 5 (61. 3)
- 各理論の実証比較とVARモデルの適用 -	

設備の償却率について	VOL . 9 - 3 (63 . 9)
- わが国建設機械の計測例 -	
我が国の設備機器リース	VOL . 9 - 5 (1 . 3)
- その特性と成長要因 -	
土地評価とトーピンの q/Multiple q の計測	VOL . 10 - 3 (1 . 10)
設備投資と資金調達	VOL . 11 - 4 (3 . 2)
- 連立方程式モデルによる推計 -	
大都市圏私鉄の設備投資について	VOL . 12 - 3 (3 . 8)
鉄道運賃・収支と設備投資	VOL . 13 - 2 (4 . 7)
大都市私鉄の投資と公的助成	VOL . 14 - 1 (5 . 4)
- 地方鉄道補助法とその評価 -	
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究	VOL . 15 - 1 (6 . 12)
- 1945 ~ 1965 年 -	
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究	VOL . 16 - 2 (7 . 11)
- 1966 ~ 1984 年 -	
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究	VOL . 16 - 6 (8 . 1)
- 1985 ~ 1995 年 -	
金融・財政	
資本市場に於ける企業の資金調達	VOL . 1 - 2 (55 . 10)
- 発行制度と資金コスト -	
債券格付に関する研究	VOL . 2 - 1 (56 . 7)
金融市場の理論的考察	VOL . 5 - 2 (59 . 7)
アメリカの公的金融	VOL . 6 - 1 (60 . 7)
- フェデラル・ファイナンス・ハックと住宅金融 -	
西ドイツの金融自由化と銀行収益および金融制度の安定	VOL . 6 - 2 (60 . 7)
西ドイツの公的金融	
- その規模と特徴 -	
アメリカの金融自由化と預金保険制度	VOL . 6 - 3 (60 . 6)
アメリカの金融システムの特徴と規制緩和	VOL . 7 - 1 (61 . 10)
クラウドディング・アウトについての研究	VOL . 8 - 1 (62 . 11)
- 国債発行の国内貯蓄および金融仲介への影響 -	

公的部門の金融活動	VOL . 9 - 4 (63 . 10)
- 米国での動きとわが国との対比 -	
金融構造の変化について	VOL . 10 - 2 (1 . 8)
貯蓄・投資と金利機能	VOL . 11 - 1 (2 . 6)
資産価格変動とマクロ経済構造	VOL . 11 - 2 (2 . 7)
Asset Bubble のミクロ的基礎	VOL . 11 - 3 (2 . 12)
メインバンクの実証分析	VOL . 12 - 4 (4 . 3)
アメリカの金融制度改革における銀行隔離論	VOL . 13 - 1 (4 . 6)
国際機関投資家の新潮流	VOL . 16 - 4 (7 . 9)
なぜ日本は深刻な金融危機を迎えたのか	VOL . 19 - 1 (10 . 9)
- ガバナンス構造の展望 -	
アメリカ連邦政府の行政改革	VOL . 20 - 1 (11 . 6)
- GPRA を中心にして -	
ドル・ペッグ下における金融危機と通貨危機	VOL . 20 - 3 (11 . 8)
メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか	VOL . 21 - 1 (12 . 8)
- 製造業に関する実証研究 -	
非対称情報下の投資と資金調達	VOL . 23 - 3 (15 . 2)
- 負債満期の選択 -	
- 投資非効率と企業の規模 -	
日本企業のガバナンス構造	VOL . 24 - 1 (16 . 1)
- 所有構造、メインバンク、市場競争 -	
資源・環境	
エネルギー問題に関する理論および実証のサーベイ	VOL . 1 - 3 (56 . 2)
会計・企業・財務	
ビジネス・リスクと資本構成	VOL . 3 - 1 (57 . 4)
企業における情報行動の分析	VOL . 7 - 2 (62 . 3)
- 職場における情報行動に関する調査報告 -	
日本主要企業の資本構成	VOL . 12 - 2 (3 . 7)
企業のリストラクチャリングについて	VOL . 16 - 1 (7 . 5)
日米医療 NPO (非営利組織) の経済分析	VOL . 17 - 2 (9 . 3)
連結決算 20 年のデータで見る日本企業の資本収益性低下	VOL . 18 - 2 (10 . 3)

バブル崩壊後の企業財務の推移と課題	VOL . 18 - 3 (10 . 3)
利益操作の研究	VOL. 23 - 4 (15 . 2)
- 不当な財務報告に関する考察 -	
日本の製造業	
- 長期データに基づく収益力の再検証 -	VOL. 23 - 5 (15 . 3)
商法改正後の新しいコーポレート・ガバナンスと企業経営	VOL. 23 - 6 (15 . 3)
社外取締役、監査役会など米国型機構、従来型機構の検討を中心として	
企業の再生と挫折	VOL. 24 - 2 (16 . 3)
- UAL におけるターンアラウンド戦略の評価 -	
産業構造・労働	
産業調整問題に関する理論および実証	VOL . 3 - 5 (57 . 8)
日本の労働市場と失業	VOL . 9 - 2 (63 . 8)
- ミスマッチと女子労働供給の実証分析 -	
戦間期日本における農工間賃金格差	VOL . 19 - 3 (10 . 12)
偏向的技術進歩と日本製造業の雇用・賃金	VOL . 20 - 2 (11 . 6)
- コンピュータ投資にみる技術進歩の影響 -	
グローバル化と労働市場	VOL . 21 - 2 (12 . 11)
- 日本の製造業のケ - ス -	
貿易と雇用	VOL . 23 - 1 (14 . 11)
- グローバル化の産業と地域への影響 -	
我が国製造業の打開策を探る	VOL . 23 - 2 (14 . 11)
- プロダクション・ニューパラダイム研究会報告書 -	
我が国の半導体産業とイノベーション	VOL . 23 - 7 (15 . 3)
- イノベーション経営研究会報告書	
地域政策	
首都圏を中心としたハイテクゾーンの現状と将来	VOL . 6 - 6 (61 . 3)
新しい町づくりの試みサステイナブル・コミュニティ	VOL . 16 - 5 (7 . 10)
- 真のベター・クオリティ・オブ・ライフを求めて -	
アジアにおける地域の国際ネットワーク化試論	VOL . 17 - 1 (9 . 3)
- ネットワークの理論的考察とその応用としてのアジア重層ネットワーク構想 -	

地域間所得移転と経済成長

VOL . 18 - 1 (10 . 3)

地域・目的別社会資本ストックの経済効果

VOL . 19 - 2 (10 . 11)

- 公共投資の最適配分に関する実証的分析 -