

科学研究費補助金研究成果報告書

平成 21 年 5 月 1 日現在

研究種目： 基盤研究（C）
研究期間：2006～2008
課題番号： 18530246
研究課題名（和文） ステークホルダー企業理論の検証
研究課題名（英文） A Stakeholder Theory of Firms

研究代表者

谷川 寧彦（TANIGAWA, Yasuhiko）
早稲田大学・商学大学院・教授
研究者番号：60163622

研究成果の概要：

企業買収・合併の際に経営者・従業員・債権者などのステークホルダーが各自の利害を主張しあう現実と統合的な企業理論として、企業はステークホルダー間の不完備契約の束であるという着想に基づく企業理論を検討した。予め想定しておらず不完備であったことが顕在化した例として 2000 年代に行われた株式公開買付け及びその際導入された防衛手段をとりあげて、経営権移動のあり方に関する効率性とステークホルダーとの関係を分析した。

交付額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2006 年度	1,600,000	0	1,600,000
2007 年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2008 年度	800,000	240,000	1,040,000
年度			
年度			
総計	3,500,000	570,000	4,070,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学，財政学・金融論

キーワード：ファイナンス，ステークホルダー，企業買収・合併，あいまい性回避

1. 研究開始当初の背景

株式会社形態の事業法人(企業)は、法律上は出資者である株主のモノである。現実には「企業は株主だけのモノではない」、「カネの力で唐突な買収が行われても従業員としては新しい大株主の意向に素直に従えない」といった発言が目立ち、経営学、経済学、ファイナンス論、会計学、法学などアカデミックスにおいても様々な企業観が併存していた。とりわけ、企業に関わる様々な利害関係者(ステークホルダー)も考慮した様々な企業理論の整理ができていなかった。

一方、会社に関する法制度については、いわゆる1990年代不況に対する処方箋と位置づけられた規制緩和と自由競争を促進する経済政策と歩調を合わせる形で、度重なる法改正が進んでいた。その集大成として、従来の商法から切り離される形で新・会社法が制定されたのは平成17年(2005年)であり、2006年度には、企業(会社)組織のあり方、特に議決権の配分と利益分配権の配分を自由に組み合わせることができる種類株の制度が認められ、柔軟な設計が可能となっていた。

2005年2月に始まったフジテレビジョンの親会社であるニッポン放送に対するライブドアによる敵対的買収の試みは、マスコミで大きく報じられるとともに人々の関心を集めた。この事例およびそれ以後マスコミが頻繁に取り上げた敵対的買収の事例では、株主が企業を支配するという考え方に対し、経営者、従業員、取引先、地域社会などのステークホルダーが社会に公表する形で異議を唱えた。これらは、企業理論を検討する有用な材料となるとともに、その社会的有用性を示唆するものであった。また、被買収側が実行しようとした買収防衛手段を買収側が裁判所に訴えて差し止めるといった動きも数多く見られ、その際、裁判所が違法となる要件を明示したので、司法の役割は重要性を増した。特に、ステークホルダーの権益はどこまで法的に護られるかについては、判例の積み重ねと司法のガイドラインとが、企業やステークホルダーの行動に影響を与えていくようになる。

2. 研究の目的

この研究の主たる目的は、日本企業の財務諸表データを主に用いてステークホルダー企業理論を検討し、主としてファイナンス論の立場から、企業観・企業理論の整理と統一を図ることである。

ステークホルダー理論は、実はこれ自体「理論」のバックグラウンドは多種多様であり、必ずしもひとつの体系だった理論とはみ

なせない。しかしながら、ステークホルダー理論が(全体として)主張しているのは個別利害の重要性であり、それが企業価値創造のうちどの程度を占めているかといった形で整理・展望できる。ただしその際、個々の企業の財務諸表を詳細に分析し将来へ投影することで理論的価値の算出を試みる、いわゆる企業価値評価(バリュエーション)は、研究の中心作業にはしない。企業はヒト・カネ・モノといった経営資源をひとつの管理下において組織的活動を行うものであるから、事業活動に関与するステークホルダーが付加価値創造に貢献していることは自明と考えられるためである。

この研究では、上場している企業(株式会社)のうち、合併や買収など資本面及び組織面で予想外の形態変更を伴った企業(以下、非継続企業と呼ぶ)を対象に、そこで生じたステークホルダーの影響を明らかにする。企業とは契約の束であるという企業理論(エージェンシー関係にもとづくもの)があるが、そこで念頭におかれているのは完備契約であった。現実には、企業に関わる契約は不完備で契約に書き込まれていない事項が数多く存在する。それが顕在化したときにこそステークホルダーの影響度が高まるというのが、既存の企業理論を検討した結果、本研究で得たステークホルダー企業理論のエッセンスだからである。

例えば、企業に関する所有権理論(Property Rights Approach)は、不完備契約においてこうした問題が生じた場合、所有者である株主の意向がすべてであり、他のステークホルダーが関与する余地はないという含意を持つ。ところが現実には、企業合併・買収など、従来の事業内容とは異なる形の経営が行われそうになったとき、すなわち当初は想定していなかった事態が生じたときに、株主以外の経営者や従業員といったステークホルダーが意見を述べ、事態の解決に影響を与えていることがうかがえる。このことが数量的に確認できれば、企業理論として所有権理論は支持されないことが明らかになる。

3. 研究の方法

まず、企業による価値創造に対し、各ステークホルダーがどのような貢献を行ってきたかを数量的に把握するためデータを整備した。これは、不完備契約理論が想定するような、契約には詳細が書かれていなかったものを抽出する前段階として必要であった。仮に組織面で大きな変革があったとしても、そのようなことがあり得ることが想定していた場合は、本研究の定義による非継続企業に

該当しない。そこで、資本金面や組織面で大きな変更があった企業について、変更時に提供される IR 情報や企業関係者の発言などを新聞記事検索などで収集し、それらが想定外であったのかどうかをチェックするという作業を行って、非継続企業であるか、識別を試みた。

なお不完備な契約が意図的に選択される理由は、将来起こりえる可能性のある事柄を詳細に想定し契約当事者はもとより第三者にも誤解がないような客観的基準で判断可能な契約条項として作文するためにはコストがかかりすぎるためといわれている。企業理論の文脈で、契約に書き込まれていない事項に関する問題が顕在化するケースとは、狭義には、例えば会社の定款や労働契約に記されていない業務内容への変更可能性が顕在化した企業ということになる。

実際に作業を始めてみると、資本金面や組織面で変更があった企業の数に相当数に上ることがわかり、逆に定款や労働契約変更をおこなっている企業数は少なすぎることがわかった。そこでこの研究では、2000 年以降に生じた株式公開買い付け(TOB)による企業合併・買収を非継続企業と見なして、これらを中心に分析を行った。国内 M&A 件数が 2,000 件を超えた 2005 年以降はともかく、1990 年代の日本の企業風土では TOB による M&A 件数は 1,000 件に遠く及ばず、かつ、経営陣が反対するケースでは買収・合併が成功してこなかったため、想定外の事態のひとつと見なせると考えられるためである。

このように非継続企業の種類を限定した場合、顕在化した想定外の事態(TOB)の帰結とは、(a)それが成立したか否か、あるいは、成否に影響を与えるような防衛手段が導入されたか否か、(b)成否に最も影響を与える TOB 価格がどういう水準になったか、ということになる。

このうち(a)については、研究遂行期間中の事例に対する司法の判断が基本的な成否を決定していた。例えば、ニッポン放送がライブドアによる株式買い占めに対抗するため第三者割当方式でフジテレビジョンに新株予約権の発行を試みたが、2005 年 3 月の東京高等裁判所は例示した四類型に該当しないと見なし、ライブドアが請求した新株予約権発行差し止めを認めた。ブルドックソースがスティールパートナーズの TOB に対抗するため新株予約権の株主割当を試みたところ、2007 年 8 月の最高裁判所はこれを適法と認めた。

そこで本研究では、(a)については防衛手段としての株式持合いや持合いを強化する

第三者割当増資の効果、議決権と余剰金分配権とを分離する種類株式発行の効果を中心に分析を進め、以下の研究成果 4 . (1)および(4)という結果を得ている。

また(b)については、研究成果 4 . (2)および(3)という結果を得た。

4 . 研究成果

【概要】

(1)企業合併・買収における株式持合いに關する理論的整理を行い、企業経営権に伴う非金銭的な経営者効用の存在と企業買収の社会的厚生との関連、株式持合いによる価格効果について、図書(2)として取りまとめた。その概要は、以下の通り。

株式持合い及び株式持合いを強化する第三者割当増資は、価格面では買収を防衛する効果はない。ただし株式持合いに実質的な経済効果があり、敵対的買収を強行すれば持合いが解消されその経済効果がなくなって株価の下落が予想される場合は、キャピタルゲインを主眼におく敵対的買収を思いとどまらせる効果がある。

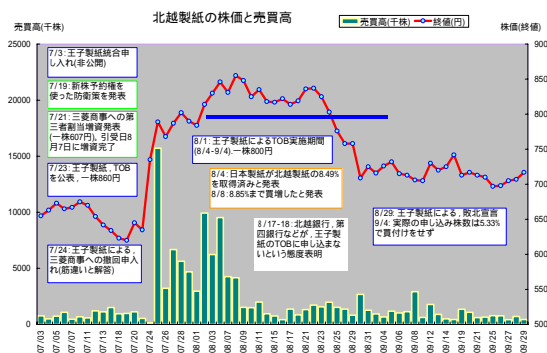
また、経営権に高い効用を持つ経営者が経営権を維持するために(事業価値に効用分を上乗せして)高い株価防衛ラインを設定すると、事業キャッシュフローにもとづいた値付けでは及ばず買収は成功しない。このことからわかるように、経営権争奪・防衛戦の勝者が必ずしも事業価値を高める者とは限らない。

さらに、譲渡制限付き株式を所有する既存経営者がこれを売却することで経営権移動を行おうとする場合、最も高い価格をつける買収者が現れるのを待つことは、経営者にとっては経済合理的である。しかし社会厚生上は、「売り手独占」と同様の非効率性を持ち、過剰防衛となる可能性が指摘できる。

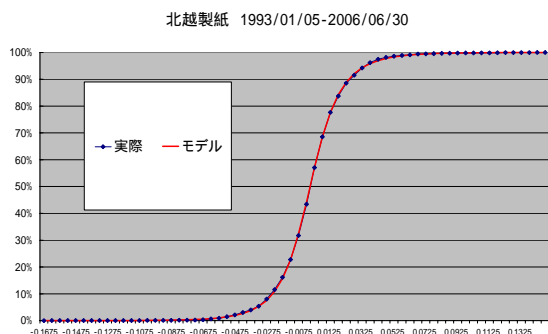
以上は、企業間の株主持合いを念頭においた結果であるが、第三者割当増資、第三者割当新株予約権発行など、議決権を持つ株主を企業自ら(経営者や既存株主などが株主総会での合意を得て行う場合を含む)が選択する場合に応用することができる。これらの行為が社会的非効率性を生む可能性があることは、十分考慮すべきである。

(2)企業買収・合併において、既存経営者及び従業員の事業経営戦略を反映していた株価と、支配権を獲得し経営者・従業員・経営戦略を変更するために獲得側が支払っても良いとする株価との差額が、コントロールプレミアムである。コントロールプレミアムの理論及び実証に関する先行研究を整理すると

ともに、北越製紙に対する王子製紙の敵対買収(2006年夏)について、Levy 確率過程を使って計測を行ない、実務家との意見交換を重ねた上で、アカデミックスにおいても口頭発表を行った(学会発表(1))。その概要は以下の通り。



図の赤線グラフに見られるように、王子製紙が敵対的 TOB を公表した翌営業日に、買収先の北越製紙の株価は大きくジャンプしている。これ以前にも、製紙業界では老朽化した巨大設備を廃棄し合理化を進めるため、いくつも企業合併が繰り返されてきており、株価にジャンプが観察されている。こうしたジャンプも記述可能な確率過程として Levy 過程がある。このうち、Normal Inverse Gaussian Subordinator により生成される Levy 過程(以後 NIG 分布)を製紙業 9 社(三菱製紙, 大王製紙, 中越パルプ工業, レンゴー, 東海パルプ, 特種製紙, 王子製紙, 日本製紙グループ, 北越製紙)の 1993 年 1 月から 2007 年 9 月までの日々株式時価総額(対数値)の変化にあてはまるよう、そのパラメータを推定した(合併がおこなわれた東海パルプと特殊製紙は 2007 年 3 月末まで, TOB 対象となった北越製紙は 2007 年 6 月 30 日までのデータによる)。累積確率の理論値と実績値を描いた次図に見られるように、このフィットはかなり良好である。



また当てはめた NIG 分布をもとに上側確率 0.1% 以上の変動をした日を取り出してみる

と、TOB 公表の翌営業日である 2007 年 7 月 24 日、北越製紙がとった防衛策である三菱商事に対する第三者割当増資が完了した同年 8 月 8 日が含まれていた。

そこで北越製紙の企業価値が NIG 分布に従って変動しているとして、0.1% の確率でしか生じない臨界点を超えて株価が値上がりした部分は、コントロールプレミアムと見なすことを提唱した。7 月 24 日終値 735 円のうちの 30 円、あるいは、TOB 価格 800 円のうちの 95 円が、ここでのコントロールプレミアム推定値である (TOB 価格は、三菱商事への第三者割当増資を考慮した値)。

同様の方法で、2000 年 1 月から 2007 年 3 月の間に TOB が行なわれた企業 153 社について分析したところ、買い付け公表日の株価より低い価格で買い付けをおこなった 30 社を除く 123 社のうち、24% にあたる 29 社で買い付け公表日翌日の株価が上側確率 0.1% を超える変動を示しており、正のコントロールプレミアムを推定することができた。

ただ当初の想定とは異なり、親会社や経営者などのステークホルダーの関与の仕方とプレミアムの大きさの間には、統計的に有意な関係は見いだせなかった。サンプル数が少ないという統計上の問題の他、当事者による情報開示が不十分であったことがその理由のひとつであると考えている。

海外の先行研究では TOB のアナウンス時点で買い手が既に保有している株数(議決権)割合がプレミアムに影響することが指摘されている。この研究では、EDINET・有価証券報告書や新聞記事検索などの公開情報からはこの数値を得られない企業が過半数を占めた。今後は、ステークホルダーを含め公衆に対して情報開示が進むことを期待したい。

(3) 従来の普通株式と異なり議決権を持たない優先株式を発行しこれを東証に上場した伊藤園を取り上げ、両者の市場価格を比較する形でコントロールプレミアムの計測を行った。この優先株式は、種類株式を全面的に解禁した新会社法施行後、最初の種類株式である。学会などで口頭発表を行った他(学会発表(1))、詳細は図書(1)所収論文に含めた。その概略は以下の通り。

伊藤園の優先株式は、議決権を持たない代わりに、普通株式の 25% 増の配当を受取る権利、及び最低配当金 15 円/株を受取る権利を有し、2007 年 8 月末の株主に対して普通株式 1 株に対して 0.3 株割り当てる形で無償発行された後、10 月 19 日に優先株式の有償増資が取締

役会で決議され11月に実施された。

配当受取りに関する権利が違いため、これについてオプション理論を応用して理論価格を算出したところ、普通株式の理論価格は2,236円となった。2007年9月初めから10月半ばまでの普通株式の平均株価は2,741円、優先株式の平均株価は2,390円であったので、単に両株式の株価を比較して得られる351円より大きい505円が、議決権のプレミアム推定値である。伊藤園はオーナー経営企業で順調に利益をあげており、経営権を巡った争いが顕在化しそうな企業でありながら、プレミアムが普通株式株価の2割という大きな値となったことは、注目に値する。

ただ一方で、サブプライム問題が顕在化して株価が下落した米国市場の影響を受け、2007年秋には日本でも株価が下落していたことに留意が必要である。増資が行われたこともあり、現実の売買で伊藤園の優先株式で流動性不足が顕在化することはなかった。しかし、流動性不足が2007年後半の米国金融危機問題を深刻化させた理由のひとつであることを考えると、普通株式のプレミアムに流動性プレミアム分も含まれていた可能性を排除できないと考える。

(4)2006年施行の会社法は平成13年11月改正及び平成14年改正の流れを受け、様々な権利内容を持つ種類株式の発行を解禁した。これにより、利益配当や残余財産分配権といった「会社のキャッシュフローに対する権利」、取締役などの選解任などに関する議決権といった「会社のコントロールに関する権利」を自由に組み合わせた株式を作り出すこと、さらに、これらの種類株式に譲渡制限や全部取得条項を付することも可能となった。これまでは「普通株式(common stock)」といえはその権利に企業ごとの差はなく共通で、個別に調べなくてもすんでしたが、そうではなくなる可能性を開いたのである。たとえ従来型の「普通株式」への投資にしか興味がない投資家についても、他にどのような権利内容を持つ種類株式が発行されているかを知らなくては普通株式の権利内容が確定しないので、こうした潜在的調査コスト上昇は大きなインパクトをもたらす。

情報が不足して内容が正確にわからないという場合、その蓋然性について主観的にせよ確率を付与することが出来る場合をリスクがある状況と呼び、まったくわからないという場合を不確実性がある状況として区別したのはナイトである。雑誌論文(1)には、種類株式の権利内容が不確実な場合に、調査コストが大きい投資家は調査をせず不

確実性が残るままにしてこれを避ける行動をとることが合理的という数値例をあげた。エリスバークがあいまい性回避行動と呼んだものが、合理的な選択の結果実現することになる。

伊藤園の優先株式についてその内容を確かめる手間がかかりすぎる投資家にとっては、伊藤園の普通株式及び優先株式への投資を回避することが合理的な選択となり、株式市場全体の下落とは関係なく、これら株式の株価が下落していた可能性がある。

【今後の課題、位置づけなど】

(1)で明らかになったように、議決権を持つ株式の大口売買を通じて経営者及びその事業戦略変更を行っていくことは、必ずしも効率性が保証されない。(4)で明らかになったように、より自由な議決権配分を可能にする種類株式発行が社会的コストを高める危険性がある。ステークホルダーを含めた当事者の自主性と自由な市場取引がもたらすメリットを活かしつつ、これら効率性の低下やコスト増加を抑えるためには、そうしたデメリットが当事者の利害に反映する仕組みを模索し、これを構築していく手段を探るといった方向に研究を進める必要がある。

本研究がコントロールプレミアムの推定(2)で用いたNIG分布については、ここ数年、これを金融オプションやリスク管理に応用する試みがなされてきている。それらと同様、本研究は分布の自由度の高さを活かしたものとなっているが、TOBによる株価ジャンプとsubordinatorによるLevy過程生成とを直接結びつけることが、研究深化のひとつの方向かも知れない。

また、(3)で考察した不確実性やあいまい性回避は、サブプライム問題に端を發し2007年秋以降深刻化した金融危機の一原因という研究がある。しかしながら、あいまい性回避についてはこの研究で取り上げた定式化以外にも別の定式化があり、何をもちて不確実性やあいまい性回避の程度を測るかなどについても合意をみていない。本研究のような特定のテーマへの応用を試しながら有用性が高い定式化を探る試みは、これらの難点に対する解決手段のひとつを提供することが期待できる。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計 1 件)

- (1) 谷川寧彦，会社法における種類株式設計の柔軟化とそのコスト，『商学研究科紀要』No.68，pp.1-13，2009年3月，査読無し。

〔学会発表〕(計 1 件)

- (1) 谷川寧彦，コントロールプレミアムについて，慶應義塾大学経営管理学会，2007年11月12日慶應義塾大学。

〔図書〕(計 2 件)

- (1) 谷川寧彦，久保田安彦，会社法における種類株式設計の柔軟化とそのコスト，宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』第8章(pp.185-211)，日本評論社，2008年9月，368ページ。
- (2) 谷川寧彦，M&Aにおける株式持合いの意味，新井富雄・日本経済研究センター編『検証：日本の敵対的買収』第6章(pp.157-183)，日本経済新聞出版社，2007年7月，243ページ。

6. 研究組織

(1) 研究代表者

谷川 寧彦(TANIGAWA YASUHIKO)
早稲田大学・商学大学院・教授
研究者番号 60163622

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし