

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 19 日現在

機関番号：34404

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2010～2013

課題番号：22530099

研究課題名(和文) 企業価値評価をめぐる会計・ファイナンスの実証研究と法的問題に関する横断的研究

研究課題名(英文) The cross-sectional study on the legal issues and accounting and finance and empirical research over the business valuation.

研究代表者

池島 真策 (IKESHIMA, SHINSAKU)

大阪経済大学・経営学部・教授

研究者番号：20308836

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,100,000円、(間接経費) 930,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、会社制度の様々な場面、特に、企業価値が算定される合併や会社分割などの企業再編において、会計的アプローチによる企業価値と株価の価値関連性の実証研究とファイナンス的アプローチによる市場でのプライシングとを検証しつつ、この裏付けをもとに法的な研究に結びつけて考察するものである。これにより、開示されるべき情報や制度により規制すべきものを明らかにすることを目的としている。

研究成果の概要(英文)：This research pays attention to the company system such as corporate realignment (particularly, a merger or the spin-off) that firm value is calculated. And, this study analyze empirically the relevance between firm value and stock price in terms of accounting approach, and verify the pricing of market in terms of finance approach. Furthermore, this study tries to tying the results of these analyses to a legal study. In this way, the purpose of this study is to clarify the thing to be regulated by revealing information and the system that should be disclosed.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：法学・民事法学

キーワード：企業価値 企業再編

1. 研究開始当初の背景

本研究は、「法学」と「会計学」という研究領域に加えて、新たにファイナンスの研究(実務家)を加え、特に「商法・会社法」と「実証会計学」及び「証券市場論」という分野の学際的研究を試みるものである。

従来の商法は単一企業というものを念頭においた制度構築がなされてきたものであったが、近年では企業結合合法的な原理や制度が構築され始めた段階である。法律の研究領域においては、本格的な実証研究というスタイルがとられることが少なかった。研究当初、一部の法学者が、合併をめぐる問題で、企業評価と物価変動情報の価値関連性に関する理論的な展開を試みているものの、実証には至っていなかった。他方、会計学においては、理論的な議論のみにとどまらず、それを裏付けるデータによる実証的な研究がグローバルな流れとして盛んなものとなってきていた。特に、企業評価に関する実証研究は最も注目されていたテーマであり、近年では株価との価値関連性について様々な視点からの研究が行われていた。

そして、ファイナンス(証券市場論)分野との関連から考えると、2009年の日本私法学会・シンポジウムにおいては、「コーポレートガバナンスと実証分析」というテーマで議論はなされた。しかし、我々が以前から進めきた商法・会社法の研究分野において、実証会計学(および管理会計学)における手法を取り入れた研究(池島・平井「企業合併における法的変遷とその検証」大阪経大論集59巻4号(2008))に、証券市場論を加えた、3分野にまたがる融合的な研究を行うことは、これまでにない斬新な複合領域の研究であると考えられる。

2. 研究の目的

会社制度において、様々な場面(例えば、募集株式の発行、企業再編、MBOなど)で企業価値が問われている。こうした場面において、妥当で公正な企業価値というものが算定されなければ、利害関係人に影響を与えることになる。しかし、会社の企業価値を算定することは、極めて難しい問題である。客観的なデータから「公正な価値」の算定がなされなければならないし、こうした企業価値の算定の基礎となる情報の開示が必要である。それ故、本研究は、会社制度の様々な場面において、会計的アプローチによる企業価値と株価の価値関連性の実証研究とファイナンス的アプローチによる市場でのプライシングとを検証しつつ、この裏付けを基に法的な研究に結びつけて考察するものである。

3. 研究の方法

本研究において、会社法に関する理論的側面およびリサーチデザインは、主に研究代表者の池島が担当する。研究分担者の平井は、主として会社制度に関連した会計的な論点

として、特に市場における企業価値への影響について、実際のデータを用いて統計的な解析を担当し、その詳細なるデータ分析の実務視点から、検討を丹波が行う。各々が担当箇所の研究を進めていき、定期的開催される研究会において、研究代表者の池島により進捗状況の確認および統括が行われる。

4. 研究成果

まず、池島・平井「企業合併規制とその検証」大阪経大論集61巻1号(2010年)では、平成17年会社法及びそれに関連する省令と、平成18(2006)年12月13日東京証券取引所が上場企業に向けた「合併等の組織再編、公開買付け、MBO等に関する適時開示」の充実化要請について検証することを目的としたものである。

本来会社法あるいは省令が利害関係人に向けた開示制度の構築および充実の役目を果たすべきことなのであるが、東京証券取引所の適時開示の充実要請により、企業への影響を検証する必要がある。そのため、本稿では、(1)会社法および省令による要請と(2)東証の適時開示の充実要請について、市場でどのような影響が現れているかを検証した。会社法では、会社の組織再編について、事業の再構築の必要性が高まり等の近時の情勢を背景とし、会社経営の機動性・柔軟性を図るために、合併等の組織再編について、合併等の対価の柔軟化、簡易組織再編行為の要件の緩和、略式組織再編行為の創設などのような制度設計がなされることで、消滅会社の株主などに大きな影響を与える可能性がある。他方で、東京証券取引所の適時開示の充実要請、さらに施行が一年延期されていた合併等対価の柔軟化に関する規定の施行(省令の施行も含む)により、被合併会社の株主にとっては有利な、逆に合併会社にとっては慎重な行動が要求されるという傾向がみられた。また、公表日から合併が行われるまでの期間についても短縮されている点であるが、これは、組織再編行為に係る契約で定めた日において、当該組織再編行為の効力を生ずるとしたことで、会社法がねらいとした合併等の手続きの混乱を回避するという点が解消されたようにみられた。

現行会社法(平成17(2005)年公布)の改正作業にあたり「会社法制の見直しに関する中間試案」のパブリック・コメントの手続きがなされたが、これに関して「「会社法制の見直しに関する中間試案」について」というテーマで報告した。そこでの質疑応答や意見などを再度考察した。中間試案に「第2部親子会社に関する規律」として「キャッシュ・アウト」や「組織再編における株式買取請求等」といった制度が取り上げられているが、特にキャッシュ・アウトは、少数株主が多数決により株主の地位を奪うこと自体の問題とともに、キャッシュ・アウトに際して少数

株主に交付される「対価の適正さ」という問題もあり、ますます企業価値評価の問題がより重要性を増すものであり、利害関係人へのより充実した情報開示が求められる（池島「会社法制の見直しに関する中間試案」によせて」大阪経大論集第 63 巻第 1 号（2012 年））。

開示情報の制度に関しては、例えば企業価値に影響を与える重要な要因として“ヒト”に関する問題が考えられる。労働環境により従業員の生産性や満足度が大きく作用され、この結果が業績と結びつき、最終的には企業価値に影響を与える。従業員の労働環境、すなわち雇用に係る項目は、有価証券報告書の「従業員の状況」において示されているが、開示情報は必ずしも十分ではない。それ故、企業価値評価においては、“ヒト”、“モノ”、“カネ”、“情報”の様々な要因に関する充実した情報開示が求められ、制度の整備が期待される。平井・後藤(2011)では、従業員満足度と株価との価値関連性は明らかとしたが、その因果関係は明らかでなく、株式市場での高い評価が、従業員に対する満足度の一要因であることも考えられ、さらなる検証が必要である。しかし高い価値関連性があることは明確となり、従業員満足度を代替的に表す可能性のある労働条件などについての情報開示が、市場における企業価値評価に影響を与えることも考えられる。また、近年の CSR に関する関心の高まりは、労働環境などの情報の開示につながっており、これらの情報開示が、企業価値の評価の 1 つの指標として用いられることが期待される。さらに、日本企業における従業員満足度に関して、日本経済新聞社によるランキングを利用したが、従業員満足度の代替変数については、今後大いに検討の余地を残している。人的資本の視点においても、多くの指標が考えられ、人的資本以外の近接した項目についても検証を行う必要がある。これらの精緻化により、企業評価の際のインタンジブルズにかかる情報の有用性が明らかとなり、その情報開示の重要性が明らかとなる。

池島・平井「会社分割制度の法的変遷とその検証」大阪経大論集 64 巻 4 号（2013 年）では、会社分割制度の利用が、外部の利害関係者、特に株主からいかなる評価を得ているのかを明らかにした。M&A や国際社会の競争の増加から生き延びるうえでも、その企業経営にあった形やグループ作りとして組織再編制度、特に「会社分割制度」は大事なツールの一つである。そこで、会社分割制度が創設され、施行された 2001 年 4 月から 2011 年 12 月までの上場企業を対象としながら、市場における会社分割の公表による影響を測定したものである。検証においては、昨今のファイナンスや会計分野の研究で用いられているイベントスタディ法を適用し、定量的な

観点から検証を試みた。

会社分割を活用した企業に対して、投資家らが株式価値の低下、すなわち企業価値毀損の判断を下しているとも考えられ、会社分割を行うことで、企業は投資家に対して良い印象を与えられていないのである。一方で、市場における評価が下がっている企業が会社分割を行っているということも考えられる。つまり、会社分割は、企業業績が低迷している際に行われている可能性がある。会社分割を行う意義としては、事業部門の別会社化、法律規制の回避、そして企業救済などと様々なものがいわれており、企業救済の観点からは企業の経営がよくない状態を抜け出すための手段として利用されている場合もある。しかし、制度的には企業にとって利用価値があるとしても、市場における評価を下げることは、決して望まれるものではない。このようなことも、制度が施行された直後に比べ、現在では会社分割をおこなう上場企業が減っている原因と受け取れなくはないであろう。これらについて、実データより傾向を明らかにした。

また、WEI での学会報告 “Legal Change to the Corporate Divestiture System the Market Reaction to Listed Companies in Japan” では、上記論文についてより詳細な分析を行い報告した。ここでは、イベントスタディ法において企業価値創出と企業価値毀損のグループ別に分析をしている。それぞれのグループにおいて、デフォルトリスクに関する指標を用いて、企業価値の増減要因について分析を行い明らかにした。

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 3 件)

池島真策・平井裕久、「会社分割制度の法的変遷とその検証」、大阪経大論集、査読なし、64 巻 4 号、2013 年、21～39 頁。

池島真策、「会社法制の見直しに関する中間試案」によせて、大阪経大論集、査読なし、63 巻 1 号、2012 年、1～20 頁。

池島真策・平井裕久、「企業合併規制とその検証」、大阪経大論集、査読なし、61 巻 1 号、2010 年、147～155 頁。

〔学会発表など〕(計 5 件)

丹波靖博・平井裕久・池島真策、「Legal Change to the Corporate Divestiture System the Market Reaction to Listed Companies in Japan.」, The West East Institute, 2014 年 1 月 12 日～1 月 13

日（於：トルコ）。

池島真策、「株主による取締役会議事録の閲覧請求について」、慶應義塾大学商法研究会、2012年5月12日（於：慶應義塾大学）。

平井裕久、後藤晃範「株価と労働環境の関連性について」、日本管理会計学会第1回フォーラム、2012年4月14日（於：大阪成蹊大学）。

池島真策、「会社法制の見直しに関する中間試案」について、中部商学会、2012年2月19日（於：中京大学）。

平井裕久、後藤晃範「企業価値とインタングIBLES情報の価値関連性に関する実証研究」、日本経営工学会、2011年11月12日（於：岩手県立大学アイーナキャンパス）。

6. 研究組織

(1) 研究代表者

池島 真策 (IKESHIMA, Shinsaku)
大阪経済大学経営学部・教授
研究者番号：20308836

(2) 研究分担者

平井 裕久 (HIRAI, Hirohisa)
高崎経済大学経済学部・准教授
研究者番号：40399019