

平成 29 年 6 月 21 日現在

機関番号：22701

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2016

課題番号：25380398

研究課題名(和文) 会社更生スポンサーによる買収型会社更生の増加の影響の計量分析

研究課題名(英文) Selection of asset purchase and stock purchase: Empirical analysis of court-led bankruptcy firms

研究代表者

丸山 宏 (MARUYAMA, Hiroshi)

横浜市立大学・国際マネジメント研究科・教授

研究者番号：30181837

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,100,000円

研究成果の概要(和文)：官報公告から会社更生計画の諸条件を内容とするデータベースを作成し、会社更生制度の計量的実証研究を行った。データベースを利用した計量分析の第一段階として、ターゲット企業の資産を取得する事業譲渡と株式を取得する株式譲渡(株式取得)の選択に関する実証分析を行うことにした。売手、買手の属性、簿外債務の可能性、破綻の程度等を説明変数とするロジット分析の結果、事業譲渡と株式譲渡の選択における一定の傾向の存在を確認することができた。

研究成果の概要(英文)：Creating the data of corporate reorganization cases collected from the Official Gazette, I quantitatively analyze the influence of the recent institutional changes with respect to the system of the corporate reorganization in Japan. As a result of the analysis including logit analysis, several factors which might affect the selection between asset purchase and stock purchase are detected.

研究分野：経営財務

キーワード：会社更生法 企業再生 事業譲渡 ロジット分析

1. 研究開始当初の背景

例年、1万件を超える法的整理のうち、会社更生法による倒産処理は、2010年が15件、2011年が6件と、件数は少数であるが、2011年の日本航空のケースのように、その経済的・社会的影響はきわめて大きい。ただし、会社更生法による倒産処理の実務慣行は、1952年の制定以来、マクロ経済や金融市場環境の変化に応じて、少なからず変化してきている。とくに、1990年代以降に焦点を当てると、スポンサー企業の経営による更生会社の収益からの債権弁済を内容とする長期にわたる更生計画から、スポンサー企業の資金による債権の一括弁済を内容とする更生計画へと、更生計画が大きく変化している。申請者の事前調査では、1990年代半ばから、一括弁済型の更生計画が出現し、2000年代に入り、原則化している。

こうしたスポンサーの一括弁済による企業買収型更生の増加がもたらした影響の分析は、私の学会報告(「改正会社更生法の10年：法廷から市場へ」2012年度日本経営財務研究学会第36回全国大会、統一論題：企業再生の現状と課題)が、おそらく最初であると思われる。ただし、同研究報告では、データの制約から2006年までの分析にとどまっている。その分析の対象期間を2012年まで延長し、精度を高めることが本研究開始の基本的モチベーションであった。

2. 研究の目的

(1) 研究の目的

1990年代後半から急増し、現在では主流となった会社更生スポンサー(企業および投資ファンド)による更生債務の一括弁済型、言い換えれば企業買収型の会社更生に焦点を当て、更生企業価値の代理変数としての産業小分類レベルの産業成長率と買収価格(債権弁済額 + 株式払込金)との関係の解明を中心的内容とする計量的分析を行い、現在の会社更生制度の効率性を検討することが、本研究の主目的である。また、再生企業と清算企業のスクリーニング機能の視点から、1990年代半ばまで原則的方式であった収益弁済型の会社更生と現在の主流である一括弁済型との比較分析を行い、企業再生制度の中心的存在である会社更生法による企業再生の有効性を検証する。

(2) 具体的研究目標

1990年代後半以降の企業買収型会社更生の効率性の検証

一般に、倒産処理法に期待される機能として、再建すべき企業と清算すべき企業の選別(スクリーニング)があるが、そうした選別が高い精度で行われているか、また事実上の企

業買収における買収価格(債権弁済額 + 株式払込金)と更生会社の推定企業価値との関係を、計量的に分析し、検証する。

企業買収型会社更生と収益弁済型会社更生の効率性の比較

存在である会社更生法による企業再生の有効性を検証する。

(2) 具体的な研究目標

1990年代半ばまでの収益弁済型会社更生について、現在価値ベースでの更生債権弁済率、更生計画遂行の成否という点から、会社更生の効率性を検証する。各更生会社の更生計画終了までに要した期間、スポンサー企業に与えた影響を計測する。それらの結果と上記の1990年代後半以降の企業買収型会社更生の計量分析結果とを比較し、収益弁済型から一括弁済型への変化がもたらした影響を総合的に検討する。

(3) 予想される結果と意義

申請者による準備的分析(1998-2006年対象)によれば、更生会社が属する産業の成長率が高いほど、債権1単位当たりの買収価格(債権弁済額 + 株式払込金)が低いという結果が得られている。成長率が高い産業ほど買収価格が高くなるであろうという直感に反する結果であるが、更生会社の場合、

- ・高成長という追い風にも関わらず会社を倒産させたマネジメント・組織の能力に基づくディスカウントがある。

- ・予想キャッシュフロー成長率が高いため、資本注入が少なくても再建できる。

- ・高成長産業であるため人材の流出が早く、その分、ディスカウントが大きくなる。

という推測が妥当であれば起こり得る結果である。このような仮説は、海外での(破たん企業)買収に関する研究でも指摘されており、企業倒産処理、企業買収に関する新しい事実の発見につながる可能性がある。

収益弁済型会社更生と一括弁済型会社更生の比較も、制度環境や経緯の違いから、海

外では検証不可能な社会実験であると言える。現実の流れとしては、一括弁済型会社更生が定着しているが、その妥当性についての実証的検証は必要であり、企業倒産処理制度の国際比較にも、新しい実証証拠となり得ると考えられる。

3. 研究の方法

(1)当初計画

全期間の計画

1990年から2012年末までの会社更生開始手続きがとられた更生会社を対象として、標準産業分類の小分類レベルでの業種分類を適用し、経済産業省「企業活動基本調査」の従業員数・付加価値等から推計した成長率等のデータと対応させたデータベースを作成する。1997 - 2012年の期間について、各更生会社のスポンサーの有無を説明し、スポンサーがある場合の買収価格(更生債権に対する比率)を説明する計量モデル(サンプルセレクションモデル)の推計をし、モデルの妥当性、係数の検討を行う。1990 - 1996年の期間について、現在価値ベースでの弁済率、更生計画期間内遂行の成否を確認し、1997 - 2012年の期間の分析結果と比較検討する。

データベースの作成

以下の予定でデータベース作成を進める。

- i.1990 - 2012年の会社更生事件の基礎データの確認
- ii 更生会社の産業小分類レベルの業種確定
- iii 経済産業省「企業活動基本調査」(1992-2011年)小分類データ項目と更生会社との結合

会社更生手続きの開始から終結までの期日、および更生計画の弁済率・株式払込金等、スポンサーの有無については、官報からデータを収集する必要があるが、この作業については、これまでの科研費研究等で行って来ており、「会社更生データベース」として研究室の日常的業務として更新作業を継続しているため、iはあくまでも確認作業程度である。iiについては、申請者の本年10月発表の研究で2006年までは作業を終えているが、総務省「事業所・企業統計調査」による2~3年おきの調査であり、しかも現行の「経済センサス基礎調査」との接続が保証されていないという欠点がある。また、標準産業分類も第12回改定(2007年施行)で電子部品・デバイス産業、サービス業で大幅な変更がなされている。そのため、本申請研究では、経済産業省の「企業活動基礎調査」を小分類産業別のデータの基本データとして用いていることにしている。「企業活動基礎調査」1992年まで遡ることができ、各年のデータが利用可能で

ある。とくに、個々の更生会社の企業価値の代理変数として、各更生会社が該当する小分類業種の事業所数・従業員数・付加価値額等を利用することが可能になる(上記iii)。

(2)研究開始後の制度環境変化に伴う修正

事業譲渡の増加

会社更生法改正の影響で事業譲渡(会社法施行前は営業譲渡)による倒産処理が増加していることが観察されたため、買収だけでなく、事業譲渡も分析対象とすることにした。

産業分類の変化

日本標準産業分類の改訂(2002年、2007年)の影響が大きく、小分類レベルでの連続性を維持することが困難であることを確認した。また、産業小分類への分類作業に介在しうる主観性を考慮し、産業分類は市販のデータベース(レコフ M&A データベース)に基づくことにした。そのため、産業の成長率を説明変数として用いることは断念した。

買収に伴う「のれん」データベースの作成

連結財務諸表制度の本格的実施およびキャッシュフロー計算書導入に伴い、2002年3月期決算頃より、連結財務諸表のキャッシュフロー計算書の注記事項に子会社取得時の財務情報が記載されるケースが見られるようになった。この財務情報から、買収時の株式取得価額等のデータが入手できる。とくに「のれん」の数値が、株式取得に関するデータとして重要である。この取得子会社の財務情報を何らかの形で利用した研究例は、私の2009年、2014年、2015年の学会発表以外には存在しない。

(3)研究実施中の追加研究

事業譲渡と株式譲渡の選択の計量分析

事業譲渡が増加した会社更生法大改正以降が分析期間の大部分を占めていることから、事業譲渡と株式譲渡(=買収)の選択の実証分析が重要であることを認識した。そのため、その実証分析から着手することとした。

ファミリー企業が買収ターゲットである場合の計量分析

キャッシュフロー計算書注記事項記載の買収子会社財務データを準備的に分析した段階で、買収ターゲット企業の属性による違いが検出された。具体的には、本研究の基本的分析対象である会社更生および民事再生に加え、ファミリー企業、子会社、上場企業といった諸属性である。このうち、ファミリー企業と子会社の比較を中心とした研究を、当初の研究から派生した研究として実施した。

4. 研究成果

(1)1952年 - 2016年・会社更生全期間データベースの完成

本研究以前に、科研費助成で2002年までのデータベースを作成し、分析結果を研究書

として刊行している。2002年までのデータに2003年1月 - 2016年12月の期間の会社更生の事例に関するデータを追加し、1952年 - 2016年の会社更生データベースを完成した。件数は以下の通りである。

- ・1952年 - 1989年 1445件
- ・1990年 - 1999年 130件
- ・2000年 - 2016年 130件

今回の研究成果報告書では、全期間のうち、2002年 - 2016年を対象とした分析の結果を報告している。

(2)事業譲渡と株式譲渡の選択：法的整理企業データの実証分析

研究の概要

企業買収の方法として、ターゲット企業の資産を取得する事業譲渡とターゲット企業の株式を取得する株式譲渡(株式取得)がある。当事者に与える影響は、理想的な市場では、理論上、無差別であるが、実際には、税制の存在や情報の非対称性により、売手、買手の双方に有利・不利な影響を与える。

一般には、企業・資産取得による価値の増加が取得価格より大であれば、買手の企業価値、したがって買手株主の富は増大するため、取得は株主にとって合理的な意思決定となる。増加する価値の分配が売手にも満足いくものであれば、取引は成立する。しかし、事業譲渡と株式譲渡という2つの取引方法の存在を考慮すると、買手と売手が選好する取引方法が一致せず、取引の成立に至らない可能性がある。

本研究は、これまでほとんど研究が行われていない事業譲渡と株式譲渡という取引方法についての計量的な実証研究を行うことを目的としている。一般に、成立しなかった企業買収のデータは、一旦成立した取引が解消された場合等を除くと入手困難であるため、取引方法の不一致が企業買収に与える影響の程度について直接検証することは困難である。また、2000年代に入り、事業譲渡・株式譲渡の件数は急増しており、その大半を占める非上場企業のデータも利用することは簡単ではない。であるからと言って、上場企業に対象を限定すると、計量的な分析に必

要なサンプル数が確保できない可能性が大きい。

このような問題をクリアーするため、本研究では、経営破綻後の法的整理企業の事業譲渡・株式譲渡のデータを分析対象としている。破綻した企業については、上場・非上場を問わず、信用調査機関等を通して財務等のデータが利用可能なケースが少なくない。これら財務等データとM&Aデータベースとを統合して作成したデータを対象とし、取引形態としての事業譲渡と株式譲渡の選択要因を計量的に検証した。破綻した企業の価値は、時間の経過とともに低下することが普通である。劣化を防ぎ、破綻した企業の売買を円滑に進めるシステムを設計する上で、破綻した企業の事業譲渡・株式譲渡の選択の意思決定に影響する要因を検討することは重要である。

本研究では、売手、買手の属性、雇用契約のコスト、破綻の程度等を説明変数とするロジット分析の結果、事業譲渡と株式譲渡の選択における一定の傾向の存在を確認することができた。分析結果から、ただちに現行の制度の効率性について判定を下すことはできないが、法的整理企業の処理に当たって、売手・買手はもとより、処理に関わる関係者、企業買収の仲介機関にとり、分析結果は、事業譲渡と株式譲渡の選択の意思決定や仲介交渉において、有益な示唆を与えるものと考えられる。

主要な分析結果

推計結果のインプリケーションは下記のとおりである。

- ・株式譲渡と事業譲渡の選択は、当事者の企業属性等の影響を受けてなされており、ランダムな決定ではない。
- ・売手・買手は、推計で用いた変数を考慮して売却交渉を進めることが交渉を成立させる上で有益である。
- ・コンサルティング会社等の企業買収の仲介者は、推計結果からうかがえる傾向を考慮し

ながら、潜在的な売手、買手の探索・マッチングを試みることで、効率的に成約を獲得できる可能性がある。

(3) 継続中の研究テーマ

ファミリー企業の M&A の計量分析
作成した「のれん」データベースを利用して、学会発表を行っている(2014年)が、さらに分析を進め、国際大会での発表申請中である(2017年6月末受付〆切)。

会社更生の「成功」に関する研究

一括弁済型の会社更生では、会社更生手続終了後の経営実態の把握が必要である。弁済率、のれんデータを活用した計量分析の最終段階を遂行中である。

引用文献

・丸山宏「改正会社更生法の10年：法廷から市場へ」日本経営財務研究学会第36回全国大会、統一論題：企業再生の現状と課題、基調報告資料、予稿集(日本経営財務研究学会ホームページ Web 版)、専修大学、神奈川県川崎市、2012年10月6日。

・丸山宏『企業再生の計量分析』東洋経済新報社、2007年。

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)

丸山宏「事業譲渡と株式譲渡の選択」、視点、『Marr (Mergers&Acquisitions Research Report)』(オンライン)、274号(2017年8月号)、2017年7月18日 Web 掲載、査読無し。

[学会発表](計 4 件)

丸山宏「会社更生スポンサーによる買収型会社更生の増加の影響に関する計量分析」日本経営システム学会ネットワーク部会、横浜市立大学、神奈川県横浜市、2017年3月4日。

丸山宏「事業譲渡と株式譲渡の選択：法的整理企業データの実証分析」日本経営システム学会、札幌大学、北海道札幌市、2016年10月15日。

Maruyama, Hiroshi "Acquisition premia and ownership structures: An empirical analysis of non-listed

targets", Proceedings, Japan Finance Association 39 th Annual Meeting, 10/4/2015, Kyushu Univ., Fukuoka City, Fukuoka Prefecture.

丸山宏「ファミリー企業の M&A の計量分析」日本財務管理学会第39回秋季全国大会予稿集、立命館大学、京都市、2014年11月29日。

[図書](計 0 件)

[産業財産権]

出願状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

[その他] ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

丸 山 宏

(MARUYAMA, Hiroshi)

横浜市立大学・大学院国際マネジメント研究科・教授
研究者番号：30181837

(2) 研究分担者

なし ()

研究者番号：

(3) 連携研究者

なし ()

研究者番号：

(4) 研究協力者

なし ()

以上