

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 6 月 19 日現在

機関番号：34404

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2014～2016

課題番号：26380142

研究課題名(和文) 企業再編制度に関する法律・会計・ファイナンスの横断的実証研究

研究課題名(英文) Cross-sectional empirical research on legal, accounting and finance on corporate restructuring system.

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) 3,200,000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会社分割などの企業再編や持株会社化において、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)：In this study, we intend to determine what information should be disclosed and what behavior should be regulated by company systems in various settings: in particular, in settings where company value is calculated such as corporate restructuring (e.g., company splits) and holding company formation. Specifically, we look at empirical research on the relationship between company value and stock value using an accounting approach, compare the findings with marketplace pricing using a financial approach, and discuss the supporting rationale for the findings in connection with legal research.

研究分野：商法・会社法

キーワード：会社分割 企業集団 企業グループ 持株会社 企業価値

1. 研究開始当初の背景

本研究は、「法学(会社法・金融商品取引法)(研究代表者：池島)」と「会計学(研究分担者：平井)」という研究領域に加えて、ファイナンス(研究協力者：丹波(実務家))の研究領域を加えた、複合的な研究を目指す。特に「会社法・金融商品取引法」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。

我が国では1997(平成9)年の独禁法改正を契機に、企業グループ構築へ向けた様々な企業再編制度の改革がなされてきたが、こうした制度は会社法創設の際にも受け継がれ、さらに平成26年会社法改正でより進化を遂げている。しかし、ここ数年では、MBOの問題、組織再編の際の株式買取請求権にはじまるスクイズ・アウトの問題などがある。こうした法律の研究領域における実証研究は、2009年日本私法学会・シンポジウムの「コーポレートガバナンスと実証分析」というテーマでの議論をはじめ、いくつかの文献でもはじめてはいるが(例えば、飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』(2013年)、久保田安彦『企業金融と会社法・資本市場規制』(2015)など)、本格的な実証研究というスタイルはまだ未成熟の状況である。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である。特に、企業評価に関する実証研究は最も注目されているテーマであり、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る(例えば、実証会計学のながれについては、須田一幸『会計制度改革の実証分析』が詳しい)。

しかし、我々が以前から進めてきた会社法・金融商品取引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)、同「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))に、さらにファイナンス(証券市場論)分野を加えた3分野にまたがる融合的な研究を行うことは、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

会社法・金融商品取引法制度における組織再編、MBO、株式の公開買付などの場面では、企業価値やグループ企業価値が問われる。昨今では、こうした制度を用いた持株会社化、グループ化が加速している。そうしたなかで、様々な場面で妥当で公正な企業価値が算定されなければならない。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が、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。そして、こうした企業価値の算定の基礎となる情報

の開示が必要であり、こうした情報がどのような影響を市場に与えるかを確認する必要がある。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、および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について検証をおこない、この裏付けに対して法的な研究成果を結びつけて考察する。

3. 研究の方法

本研究において、会社法・金融商品取引法に関する理論的側面およびリサーチデザインは、研究代表者の池島が中心に行っていく。研究分担者の平井は、主に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する。その詳細なるデータ分析の実務視点からの検討を丹波が行う。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

以前、組織再編制度、特に「会社分割制度」を取り上げ、利害関係者である株主がその制度に対していかなる評価をしているのかを定量的な観点から検証を試みた(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))。その結果、ケースごとに異なる企業の特徴による詳細な分析が必要であることから、丹波靖博・平井裕久・池島真策、「会社分割制度による信用リスクと企業価値の関連性」大阪経大論集65巻6号(2015年)では、企業の信用度の違いによる市場評価の影響の差について、実証研究を行った。

まず、会社法創設からみても10年ほどたち、特に会社分割にあっては、詐欺的な会社分割に対する債権者保護の問題を解決すべく、平成26(2014)年に会社法の改正がなされた。他方で、会社分割制度においては、債権者の問題だけでなく、株主の面も気になるところである。特に、株主は、会社の開示情報により、会社分割をはじめとする組織再編について判断を迫られる。株主にとっては、会社の資産状態と分割の条件が重要な問題となるので、分割に係る割当ての内容の算定根拠などが重要であろう。このように考えると、会社は、株主がより合理的な判断ができるよう会社分割に係る開示をすれば、市場ではネガティブな評価はされないのではないだろうか。

そして、本稿では、利害関係者である株主がその制度に対していかなる評価をしているのかを検証すべく、会社分割に係る市場での反応をイベントスタディ法により検証

した。具体的には、会社分割の公表により、当該企業の市場における評価である株価について検証した。その結果、分析対象期間における超過リターン(AR)および累積超過リターン(CAR)について、統計的有意性が得られない結果も多いが、会社分割の公表が市場では負の影響である事が確認された。また、全体的な傾向として、超過リターン(AR)の負の影響は期間全体での傾向であり、その結果、ARの累積である累積超過リターン(CAR)も負となっている。この検証結果について、ケース毎に異なる企業の特徴による詳細な分析が必要である。そこで、企業の信用度の違いによる市場評価の影響の差について、追加的に分析を行った。

追加的な実証では、サンプル企業を信用力でグループ分けし、会社分割と株価変動の関係性を確認することで、信用力ごとの会社分割に対する市場評価の検証を行った。ここでの分析では、企業決算データ、株式関連データなどのデータからロジスティック回帰モデルで評価したデフォルト確率を信用力の尺度として使用した。分析の結果、信用リスクの低い企業に対する投資家の会社分割の評価にはばらつきがあり、変化しやすいということが示唆される。一方、デフォルト率が低く信用力の高い企業は、会社分割によって投資家からポジティブな評価が得られていないことを示している。つまり、企業は業績の悪化などから業績の悪い部門を切り離しており、企業業績が思わしくないというシグナルを投資家に与えている可能性がある。会社分割には、分割規模が大きく企業の今後の経営と業績に大きな影響を与える、すなわち戦略的意思決定であるもの、小規模な分割など分割規模の違うものが見られる、更に分割の目的も不採算部門の切り離し、部門統廃合によるスケールメリットの享受、持株会社化などさまざまなものが考えられる。

ところで、企業集団・グループ会社は、規模、業種、業態が様々あり、また目的についても多様であり、以前よりこれを巡る問題も指摘されていたが、一様には語ることはできない。法制審議会では幾度となく企業結合関係の議論がなされてきたが、企業結合に関する様々な問題の検討を推し進めるも、より慎重な姿勢で改正を行ってきた。以前より、親会社・子会社(企業グループ会社)の問題を扱ってきた研究があるものの、未だ企業結合法制という制度は設けられていない。他方で、内部統制システムの導入により、会社自身はもとより、その親会社及び子会社を含む企業集団(企業グループ)に対して大きな変化となってきている。そこで、池島「企業集団と内部統制について」慶應義塾大学『法学研究』89巻1号(2016年)では、親会社による子会社管理・監督とその内部統制について若干の考察をした。

平成26年会社法改正においては、親会社

の子会社管理責任という規定こそ入らなかったものの、企業集団に関する内部統制システムの構築を取締役会の決定事項として、取締役委任にすることができないとすることにより、正面から親会社取締役会の子会社に対する監督責任を認めるまではいかないとしても、親会社株主に子会社の事業活動に直接に監督・是正する権限として創設された「特定責任追及の訴え」とともに企業集団に対する親会社取締役会の強い関与を意識させることとなった。親会社の取締役(会)は、幅広い裁量を与えられているとはいえ、各企業グループ内の各会社の規模や事業内容、株式の所有目的等に応じて、子会社をどのような方針で管理するかという観点で企業集団内部統制システムの構築をしなければならない。確かに、親会社の利益と子会社の利益、さらには両者を含むグループ全体の利益は、一致しない(100%親子会社は別として)。従って、親会社と子会社の取締役を兼任する者は、いずれの利益を基準として行動する義務が課されるのか、という難しい問題に直面する。こうした面も含めて、企業集団としていかなる方針でいくのかを含めて企業集団統制システムを構築すべきこととなる。とはいえ、たとえそのシステムが構築されていたとしても、子会社取締役の違法行為や不正により子会社に損害が生じ、さらに親会社にも損害が生じた場合には、そのシステムの運用がなされていなかった(あるいはその構築が不十分だった)として、今までとは違い、任務懈怠責任が認められる可能性がある。企業集団内部統制システムの構築義務違反の責任追及を認めることは、親会社取締役の個別的な管理・監督義務違反の責任を追及することは否定されることではないので、一般的には、取締役の個別具体的な管理・監督義務違反を問題にするよりも、企業集団内部統制システムの構築義務違反で責任を追及する方が容易であろう。そして、子会社の不適切な業務執行について親会社取締役が責任を負うことは原則としてないとした一部の下級審裁判例のような考え方は、現在ではそのまま妥当するわけではないとした法制審議会の議論は、今後の裁判所の判断においても、影響を与えうる可能性がある。

こうした中で、近年、会社法の組織再編制度を用いたグループ企業の統合・再編やグループの形成化を加速させているが、こうした、いわゆる持株会社化によりどれだけ企業価値が創造できたかを分析する必要がある。

そこで、池島・平井「持株会社化の制度と企業価値の創造」大阪経大論集67巻4号(2016年)では、企業の持株会社化により、外部の利害関係者、特に株主から如何なる評価を得ているのか明らかにした。すなわち、市場における持株会社化の公表による影響を測定した。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。また、企業価値創造の経営を評価するうえでも、ステーク・ホルダーを強く意識したものと考えられる、例えばROE(自己資本利益率)やROA(総資産利益率)の業績指標についても、持株会社化による影響について実証を行っている。

本稿における、持株会社化による企業価値の分析では、持株会社化により、企業が市場での価値を確実に高め創造できていることが確認された。また、短期的ではないものの、中長期的には業績(経営効率)の上昇傾向がみられた。これは、企業が持株会社化などを利用し、グループとして経営の効率化を進めることで業績に繋がり、その結果が企業価値創出の源泉となっていると考えられる。また、企業が再編をしていく過程で、状況に応じて様々な選択がある中で、持株会社化だけでなく、手法による価値創造の違いも明らかとなった。企業再編における企業活動の選択は、企業の強みを活かした経営が求められ、その結果が市場においても評価されるものである。

なお、持株会社化は、法人格をまたいだ監督と執行の分離であるともいわれている。監督と執行を分離することで、グループ各社に権限と責任を委譲することにより、自立的な経営による効率的な経営(業務の執行)を目指し、企業グループ(企業集団)全体の企業価値や株主利益の最大化に向けた企業経営である。他方で、企業グループ(企業集団)全体のガバナンスを構築していかなければならない。平成26(2014)年会社法改正ではこうした企業集団化に対応して、企業集団内部統制として企業集団全体にリスク管理体制を整備運用することが求められ、それに加え東京証券取引所の上場規則では、平成27(2015)年6月より上場会社に対してコーポレートガバナンス・コードの適用が開始された。企業にとっては、迅速・果敢な意思決定を行うべく、商法・会社法が用意した組織再編制度を利用した持株会社化の体制を取ったとしても、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値のためには、実効性のある経営の監督体制や適切な情報開示などを図っていかなければならない。当然のことではあるが、より一層透明・公正な企業経営が求められる時代となっていることは忘れてはならないであろう。

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 5 件)

池島真策・平井裕久、「持株会社化の制度と企業価値の創造」、大阪経大論集、査読なし、67巻4号、2016年、37-54

頁。

廣瀬喜貴、平井裕久、新井康平、「将来業績に影響を与える非財務情報の分析」、経営分析研究(日本経営分析学会)、査読有、33巻、2017年、87-101頁。

池島真策、「企業集団と内部統制について」、慶應義塾大学『法学研究』、査読なし、89巻1号、2016年、169-191頁。

平井裕久、「企業グループの価値評価」、日本会計研究学会スタディ・グループ最終報告書、査読なし、2015年、184-202頁。

丹波靖博・平井裕久・池島真策、「会社分割制度による信用リスクと企業価値の関連性」、大阪経大論集、査読なし、65巻6号、2015年、139-148頁。

[学会発表](計 2 件)

廣瀬喜貴、平井裕久、新井康平、「将来業績に影響を与える非財務情報の分析」、日本経営分析学会 第33回年次大会、2016年5月21日(於:中部大学・愛知県春日井市)。

丹波靖博、平井裕久、後藤晃範、「The Relationship between corporate performance and corporate human resources information using a Balanced Score Card in Japan」、The Global Conference on Business Management、2014年6月12日~6月13日(於:シンガポール)。

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・教授
研究者番号: 40399019

(3)研究協力者

丹波 靖博(TAMBA, Yasuhiro)