

機関番号：14501  
 研究種目：基盤研究（B）  
 研究期間：2008～2010  
 課題番号：20330095  
 研究課題名（和文）企業の資本政策とディスクロージャーに関する理論的・実証的研究  
 研究課題名（英文）Comprehensive Research on the Firm' Financial and Disclosure Policies  
 regarding Mergers and Acquisitions, Employee Stock Option, and Share  
 Buyback Plan.  
 研究代表者 與三野 禎倫（TADANORI YOSANO）  
 神戸大学・経営学研究科・准教授  
 研究者番号：80346410

研究成果の概要（和文）：本研究は、企業の資本政策に関して、欧米とわが国の法・会計制度の比較分析を基礎として、わが国のつぎを中心とする特徴を実証研究によって抽出した。すなわち、合併・買収について、企業再編の法整備に伴うグループ再編によるリストラクチャリングが企業価値を高めること；新株予約権について、ストック・オプション費用の強制適用後もその支給によって企業価値が向上すること；自社株買いについて、そのアナウンスメントが公表企業の株価が割安であるシグナルとなっていることを発見した。

研究成果の概要（英文）： In our recent research, we found the following empirical evidence based on a comparative analysis of corporate law and accounting rules between the Anglo-Saxon Western world and Japan. In regards to mergers and acquisitions, the pursuit to restructure the cross-share holdings within group firms enhances the corporate value during a recession, such as the one in Japan from 1995-2005. Additionally, the M&A's share exchange scheme requires the approval from the target firm's management and/or parent company, which leads to a more successful M&A. Thirdly, M&A's can be categorized according to the financial attributes of the acquiring firm as either a value stock (high book-to-market ratio) or a growth stock (low book-to-market ratio). If an acquiring firm is a value stock with a high book-to-market ratio, it is generally more successful after the M&A. In regards to stock options, the allowance of stock options is still effective in appreciating the firm's share value even after the introduction of compulsory expensing in profit and loss statements following the accounting regulations of 2004. Lastly, the announcement of a share buyback plan acts as a signal to investors that a firm's share price is under-valued.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	5,400,000	1,620,000	7,020,000
2009年度	3,900,000	1,170,000	5,070,000
2010年度	2,900,000	870,000	3,770,000
年度			
年度			
総計	12,200,000	3,660,000	15,860,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：分科：経営学・細目：会計学

キーワード：財務会計，ディスクロージャー，自社株，合併・買収，M&A，新株予約権，ストック・オプション，イベント・スタディ

## 1. 研究開始当初の背景

昨今の一連の商法の改正と会社法の成立によって、わが国企業は機動的な資本政策が可能となった。自己株式の取得・売却や株式交換による株式交換・株式移転を利用した企業買収・合併等の組織再編が顕著な例であるが、転換価格修正条項付新株予約権の発行による企業買収などの持分証券のデリバティブを利用したハイブリッドな資本政策も採用されている。

本研究は、企業の資本政策とそのディスクリージャーが資本市場においてどのように評価されるかについて、企業会計の理論と制度分析を踏まえて、最新の統計分析を採用しつつ、総合的に解明することを主たる課題とするものである。すなわち、旧来のプロダクト型株式会社モデルから、新時代のファイナンス・ナレッジ型市場経済における企業モデルへの移行を受けて、企業の資本政策のあり方も大きく変容しつつあるとの認識のもとで、それが企業価値の評価にどのような効果をもたらすかを理論的・制度的並びに実証的に研究しようとするものである。

これらの資本政策は企業を取り巻く産業構造の変化を受けて、市場の規制緩和と資金調達の高多様性にに基づき展開されてきたが、我々の問題意識は次の2点に要約される。

第1に、企業の資本政策の実施は、その実施時における公正な取引価額で行われたい限り、既存株主と潜在株主の間において富の移転が直接的に行われる。しかも資本政策実施時の公正な取引価額を測定することができる場面は数少ない。取引当事者である企業(と相手方)は自らの期待の下で取引条件や取引価額を決定する。これを受けた潜在株主および既存株主等は、資本政策実施時の情報を下に、株式の購入・売却等を行うであろう。こ

のとき、取締役会等の決議事項と決議内容を適時開示することによって既存株主と潜在株主の間の利害調整を適切にはかる必要がある。資本政策とその経済的帰結に関する実証的証拠の蓄積することは、企業の適時開示制度の評価および潜在株主と既存株主の利害調整に一定の貢献が期待される。

第2に、資本政策を企業が発動するときには、この適時開示によって、資本市場には企業の将来の投資計画、資本計画等が伝達される。さらには資本政策の内容は、企業自身が自社の市場価格を割安と考えているか、割高と考えているかといった、いわば最大のインサイダー情報までもが市場に伝達されている可能性がある。たとえば、割安と考えられる時点における自社株の取得や新株予約権の発行、さらには自社株を対価とした合併・買収などが典型例である。このとき資本政策の適時開示とその経済的帰結に関する実証的証拠を蓄積することは、適正な企業評価を通じた投資行動を基礎とする効率的な資源配分の達成に一定の貢献が期待されるであろう。さらには一連の商法の改正と会社法の成立によって可能となったわが国の機動的な資本政策の評価にも一定の基礎を提供することによって、財務報告面からの制度的整備への貢献と企業会計における資本研究の促進に向けての多大な貢献が期待されるであろう。

## 2. 研究の目的

本研究は、企業の資本政策の市場評価について、市場評価 Model(Part I)および Probit Model/Logit Model(Part II)を基礎として国際比較・考量分析を行う独創的研究である。

すなわち研究代表者は、「ストック・オプション制度の浸透と株式市場の長期 performance の検証」において、企業規模・

時価／簿価比率でリスク調整後にもストック・オプション導入企業に長期異常リターンが検出されること、新興市場への上場銘柄の方が、東証一部等への上場銘柄よりも顕著に **outperform** することを発見した。ここでは、わが国の資本市場がストック・オプション導入によるインセンティブ効果をポジティブに評価しているが、**under reaction** である可能性に言及した。さらに研究代表者は、“Japanese analysts’ perception of intellectual capital information”において、Ordered Logit Model を使用することによって、企業のどのような知的資本情報の開示が証券アナリストの利用を促進するかを明らかにした。

本研究は、これらの従来の研究成果を基礎として、研究対象をひろく次の5つの資本政策、すなわち、

- (1) 自社株の取得と売却、
  - (2) 企業合併、
  - (3) 公募増資および資本減少、
  - (4) 新株予約権制度の導入および廃止（自己株式報酬への切り替えも含む）、
  - (5) 転換価格修正条項付新株予約権の発行
- に拡張し、わが国データのみならず海外のデータを使用することによって、各国の資本市場が企業の資本政策をどのように評価しているかを財務報告面から比較・考量分析を行う点に学術的な特色と独創性を有する。

### 3. 研究の方法

市場評価 Model は、国際的に見ると、つぎの3つが代表的に用いられている。

1. イベント・スタディー・アプローチ
2. 長期異常パフォーマンス・アプローチ
3. 市場価値アプローチ (Market Value Approach)

本研究(Part I)は、これらのアプローチのすべてに基づいて、資本政策が資本市場にお

いてどのように評価されているかを記述する。とくに長期パフォーマンス・アプローチについては、異常リターンを測定するためのベンチマークを特定する必要があるが、従来の研究では、CAPM および Fama and French[1992, 1993]の3ファクター・モデルといった資産価格評価モデルや、規模および簿価・時価比率などの企業のリスク属性で分類したポートフォリオ(レファレンス・ポートフォリオ)が用いられてきた。

本研究では、これらの会計・ファイナンス分野における先行研究において使用されてきた一般的な方法で検証するだけでなく、これらのモデルをベースに新たな統計モデルを作成することによって、企業の資本政策が国際資本市場においてどのように評価されているかを実証的に調べる点に独創性が見られる。

さまざまな資本政策について、どのようなリスク属性をもった企業がどのような資本政策を積極的に実施しているかを明らかにすることは、資本政策の開示制度および財務報告面からの制度整備に貢献するであろう。そこで本研究(Part II)では、これらを Probit Model/Logit Model 等を基礎とした新たな統計モデルを作成することによって、実証的に調べることにする。

### 4. 研究成果

平成20年度は、企業の(1)自社株の取得と売却、(2)買収・合併、および、(3)新株予約権制度の導入および廃止、といった資本政策の背景と理論的分析を行うとともに、国内のイベント・財務・株式のデータベースの構築を完了した。

つぎに国内のデータベースを基礎として、どのような特性をもった買収・合併を資本市場がポジティブに評価しているかについて、イベント・スタディと長期異常パフォーマンス

スの観点から分析した。この研究成果は、研究代表者の共著者（島田佳憲）が 9th ASIAN ACADEMIC ACCOUNTING ASSOCIATIONで発表するとともに（Market Reaction to Accounting Policy Choices of Merger and Acquisition in Japan）、32<sup>nd</sup> European Accounting Associationで 2009 年 5 月に発表した（Cross-sectional Stock Returns on Fundamental value vs. Market Value in Mergers and Acquisitions）。さらに、買収防衛策とポイズンピルに対するイベント・スタディによる資本市場の評価に関する研究成果は、研究分担者（山崎）が日本ファイナンス学会で 2009 年 5 月に発表するとともに（買収防衛策導入企業と日本的コーポレートガバナンス）、新株予約権導入に対する長期パフォーマンスによる資本市場に評価に関する研究成果は、研究代表者と研究分担者（古澄）の共著者（鄭義哲）が日本経営財務研究学会西日本部会で 2009 年 4 月に発表した（ストック・オプション導入企業の長期パフォーマンス）。

平成 21 年度は、第 1 に、とくに、買収・合併、および、新株予約権制度の導入および廃止、といった資本政策の背景と理論的分析について、米国 California 大学 Berkeley 校の研究推進者と積極的に意見交換を実施することによって実態を調査したうえで、これらを基礎とした実証分析を実施した。この分析結果は、雑誌論文に掲記している 2 papers と「Long-term Post Stock Performance of Employee Stock Options Grants」の計 3 papers である。ここでは、とくに市場評価モデルとして、Barber and Lyon[1997]および Kothari and Warner[1997]が提起した長期の異常リターンに対する検定統計量の misspecification の問題を考慮して、ブートストラップ法および Calendar Time

Portfolio 法を基礎として検証を実施するとともに、企業のリスク属性と資本政策の関連性の分析について明らかにしている。さらに前 2 papers については、5 月の European Accounting Association、6 月の European Financial Management Association での発表機会を活かして Europe の資本政策に実態を反映した。第 2 に、国際比較の実証研究を実施するための、米国の財務・株式データおよび買収・合併、自己株式、および新株予約権等のデータベースの構築を実施した。このデータベースを基礎とした分析結果は、最終年度の報告書において結実する。

平成 22 年度は、第 1 に、過去 2 年間にわたる研究成果をひろく海外で報告した。ここでは、5 月の European Accounting Association、6 月の European Financial Management Association、および 10 月の米国での Financial Management Association を中心とする発表機会を活かして、わが国のみならず、Europe および United States の資本政策の実態を研究成果に反映し、研究成果の Revise を実施した（平成 22 年度の研究成果の第 1～第 5 論文(1), (2), (3), (4), (5)）。これらは国内外の査読付きジャーナルに投稿中、および投稿準備が整っている。ここでは、わが国での資本政策に関して、適時開示制度および財務報告についての制度的整備という観点から、会社法および企業会計基準の改善について提言を実施している。また、国内外の関係諸機関および研究者を通じてひろく経済社会への成果還元も実施を図った。

第 2 に、企業の資本政策に関して、欧米と比較した場合のわが国のつぎを中心とする特徴を実証研究によって抽出した。すなわち、合併・買収について、わが国では 1995 年以降の不況下での企業再編の法整備に伴うグ

ループ再編によるリストラクチャリングが企業価値を高めること、買収先の経営陣や親会社の事前の同意がある株式交換による買収や合併が企業価値を高めること、および成長企業ではなく割安な企業の合併や買収が企業価値を高めることを発見した。また新株予約権については、ストック・オプション費用の強制適用後もその支給によって企業価値が向上することを発見した。自社株買については、そのアナウンスメントが公表企業の株価が割安であるシグナルとなっていることを発見した。

#### 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 22 件, うち査読付論文 5 件)

1 鄭義哲・與三野禎倫, 「ストック・オプション報酬の費用化と導入企業の属性分析/市場の評価」, 神戸大学大学院経営学研究科ディスカッションペーパー, 第 50 号, 1-20 頁, 査読無.

2 Yosano, Tadanori; I Wayan Nuka Lantara, “Bank-Firm Relationship and the Use of Derivatives in Japan,” 神戸大学大学院経営学研究科ディスカッションペーパー, 第 58 号, 1-26 頁, 査読無.

3 Yosano, Tadanori; Shimada, Yoshionri, “Market Reactions to Accounting Policy Choices for Mergers and Acquisitions: Evidence for the Japanese Adoption of International Accounting Standards,” 神戸大学大学院経営学研究科ディスカッションペーパー, 第 53 号, 1-38 頁, 査読無.

4 Yosano, Tadanori; Shimada, Yoshinori, “Testing the Pecking Order, Method-of-Payment, Financial Slack, and Misvaluation Hypotheses for Tender Offers: Evidence from Japan,” 神戸大学大学院経営学研究科ディスカッションペーパー, 第 52 号, 1-33 頁, 査読無.

5 Yosano, Tadanori; Shimada, Yoshinori, “Post-stock Performance of Bailout Acquisitions in Japan: A One Decade Experience,” 神戸大学大学院経営学研究科ディスカッションペーパー, 第 28 号, 1-36 頁, 査読無.

6 Sakakibara, Shigeki; Bo Hansson; Yosano, Tadanori; \_\_\_\_\_ and Kozumi, Hideo, “Analyst’ Perception of Intellectual Capital Information,” *Australian Accounting Review*, Vol. 20, pp. 274-285, 査読有.

7 菊谷正人, 「会計上の変更と誤謬に関する会計処理—会計基準の国際的コンバージョンの影響—」『経営志林』, 第 47 巻第 1 号, 51-66 頁, 査読無.

8 菊谷正人, 「IASC・IASBの変遷の歴史とIAS・IFRSの特徴」『経営志林』, 第 47 巻第 4 号, 17-32 頁, 査読無.

9 小林弦矢、古澄英男, 「EMアルゴリズムによる分位点回帰モデルの推定」『国民経済雑誌』, 第 202 巻, 21-30 頁, 査読無.

10 Kozumi, Hideo; Kobayashi, Genya, “Gibbs Sampling Methods for Bayesian Quantile Regression,” *Journal of Statistical Computation and Simulation*, 査読有

11 胡 丹, 「IFRSとドイツGAAPの財務情報の価値関連性—上場ドイツ企業からの実証的証拠—」『會計』, 第178巻, 97-112頁, 査読無.

12 山崎尚志, 福島隆則, 「企業不動産マネジメントとコーポレートガバナンス」『ARES』, 第45巻, 85-93頁, 査読無.

13 山崎尚志, 松浦弘尚, 福島隆則, 「企業の本社移転と株式市場」『ARES』, 第47巻, 131-138頁, 査読無.

14 山崎尚志, 「大型台風と損保の企業価値」『国民経済雑誌』, 第202巻第4号, 45-56頁,

査読無.

15 Takao, Atsushi; Yamasaki, Takashi,  
“A Proposal to Construct a Behavioral  
Insurance Theory,” *IUP Journal of Risk  
& Insurance*, Vol. 7, No. 3, pp. 50-58,  
査読有.

16 榎原茂樹, 山崎尚志, 岡田克彦, “The  
calendar structure of the Japanese Stock  
Market,” 神戸大学大学院経営学研究科デ  
ィスカッションペーパー, No. 2009-31, pp.  
1-15, 査読無.

17 山崎尚志, 福島隆則, 前智彦, 「企業不動  
産マネジメントと株式市場」『不動産証券化  
ジャーナル』, 査読無.

18 Yosano, Tadanori; Rimmel, Gunnar; and  
Nielsen, Christian, “Intellectual capi  
tal disclosures in Japanese IPO prospec  
tuses,” *Journal of Human Resource Costi  
ng & Accounting*, Vol.13, Issue 4, pp.31  
6-337, 査読有.

19 與三野禎倫・島田佳憲, 「企業価値評価と  
合併・買収に関する資本市場の影響分析」『  
国民経済雑誌』, 神戸大学経済経営学会, 第1  
98号第3巻, 63-78頁, 査読無.

20 與三野禎倫・島田佳憲, 「日本のM&A案件  
におけるファンダメンタル価値と市場価格  
に関する研究」, 神戸大学大学院経営学研究  
科ディスカッションペーパー, 第41号, 1-26  
頁, 査読無.

21 山崎尚志, 「わが国株式市場における長期  
異常収益率の分析」『経営財務研究』, 第28巻  
第1号, 15-37頁, 査読有.

22 山崎尚志, 「わが国株式市場における長期  
異常リターンの測定上の問題点」『国民経済  
雑誌』, 神戸大学経済経営学会, 第198号第4  
巻, 53-65頁, 査読無.

〔学会発表〕(計0件)

〔図書〕(計4件)

①花枝英樹, 榎原茂樹, 『資本調達・ペイア  
ウト政策』中央経済社, 1-288頁.

②甲斐良隆, 榎原茂樹, 若杉敬, 『企業リス  
ク管理の理論』中央経済社, 1-191頁.

③榎原茂樹 (編著) 『行動ファイナンス』中  
央経済社, 1-205頁.

④榎原茂樹 (編著) 『現代の財務管理 (新版)』  
有斐閣, 1-332頁.

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

與三野 禎倫 (YOSANO TADANORI)  
神戸大学・経営学研究科・准教授  
研究者番号: 80346410

### (2) 研究分担者

菊谷 正人 (KIKUYA MASATO)  
法政大学・イノベーション・マネジメント研  
究科・教授  
研究者番号: 10132101

古賀 智敏 (KOGA CHITOSHI)  
同志社大学・商学部・教授  
研究者番号: 70153509

榎原 茂樹 (SAKAKIBARA SHIGEKI )  
関西学院大学・商学部・教授  
研究者番号: 10030719

古澄 英男 (KOZUMI HIDEO)  
神戸大学・経営学研究科・教授  
研究者番号: 10261273

胡 丹 (HU DAN)  
名古屋大学・経済学研究科・准教授  
研究者番号: 10386667

山崎 尚志 (YAMASAKI TAKASHI)  
神戸大学・経営学研究科・准教授  
研究者番号: 30403223