

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 5 月 30 日現在

機関番号：33908

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2009～2011

課題番号：21730328

研究課題名（和文） 企業間組織再編の企業価値向上効果

研究課題名（英文） The economics of corporate restructuring in Japan

研究代表者

矢部 謙介（YABE KENSUKE）

中京大学・経営学部・准教授

研究者番号：20509765

研究成果の概要（和文）：本研究では、日本企業の企業間組織再編（M&A）における企業価値創造効果に関して実証的な検証結果を得ることを目的としていた。本研究を進める中で、企業価値に大きな影響を与えると考えられる M&A 時の企業の利益調整行動及び買収プレミアムに着目し、それぞれについて新たな知見を含む実証結果を得ることができた。

研究成果の概要（英文）：The purpose of research in this project is analyzing the economics of corporate restructuring (M&A) in Japan and obtaining new evidence. In this project, I executed empirical research of earnings management and acquisition premium in Japanese M&A and obtained some new empirical results.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009 年度	800,000	240,000	1,040,000
2010 年度	400,000	120,000	520,000
2011 年度	100,000	30,000	130,000
年度			
年度			
総計	1,300,000	390,000	1,690,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：M&amp;A、企業再編、利益調整、買収プレミアム

## 1. 研究開始当初の背景

(1) 従来は、企業間組織再編の件数が少ないために、大規模サンプルを用いた M&A の実証研究を行うことが難しい状況にあったが、近年の企業間組織再編のサンプル増加に伴って、我が国においても十分な実証研究を行うに足る環境が整いつつあった。しかしながら、こうした企業再編がもたらす効果を分析した実証研究は質・量の両面において大きく不足している状況であった。

(2) このような中で、研究代表者は本研究を行う以前から完全子会社化及び事業譲渡

の株主価値向上効果及び財務業績向上効果を分析し、実証結果を蓄積するとともに、米国における先行研究とは異なる示唆を持つ仮説の構築・検証を行ってきた。本研究は、これまで研究代表者が蓄積してきた研究成果を踏まえ、それを更に発展させようとするものである。

## 2. 研究の目的

本研究では、日本企業の企業間組織再編（企業再編、M&A）がもたらす企業価値向上効果に関して、実証的な検証結果を得ること、そこから学術的・実務的な示唆を抽出するこ

とを目的としている。

### 3. 研究の方法

(1) ①2009年度には、当初の研究実施計画に基づき、先行研究のサーベイを進める中で、財務データを用いてM&Aの企業価値向上効果を測定する研究については、近年目立った研究上の進展が見られないことが明らかとなった。こうした背景には、M&Aに際しての企業の利益調整行動に代表される会計政策がM&Aの効果測定を難しくしているという状況があると考えられる。

②従って、2009年度には財務データを用いた企業価値向上効果測定的前提となる、M&Aに際しての企業の利益調整行動に関する実証研究を先行して行うこととし、こうした実証研究を行う上での先行研究のサーベイ及びデータベースの整備、利益調整行動に関する仮説の構築及び仮説を検証するためのパイロットテストの実施を行った。

(2) ①2010年度には、2009年度に構築したデータベースを用いて本格的な実証研究を開始した。本年度における主な研究対象は2009年度に引き続き企業再編にあたって行われる企業の利益調整行動であった。

②2010年度における実証研究では、2009年に行ったパイロットテストをベースにしつつ、より大規模なサンプルを用いた研究を行った。

(3) ①2011年度には、被買収企業の価値に大きな影響を与える買収プレミアムに関して実証研究を行った。日本においては、TOB（株式公開買付）を行う企業が、ターゲット企業の株主に対して支払うプレミアムに関する先行研究は存在するものの、株式交換などの株式を対価とした企業再編において、どのような要因がプレミアムの水準に影響を与えているのかを検証した研究は研究代表者がサーベイする限り行われていなかった。

②そこで、2011年度には、こうした点にフォーカスを当て、日本における株式を対価とした企業再編でのプレミアム設定の状況を明らかにするとともに、その水準に対して影響を与える要因を実証的に検証してきた。

### 4. 研究成果

(1) ①M&A時の企業の利益調整行動については、被買収企業が他の企業のグループ企業であり（すなわち、M&Aの当事者間がグループ関係にあり）、被買収企業が買収企業の影響下にある場合において被買収企業が減少型の利益調整行動を採ることを明らかにした。

これは、被買収企業が買収されるにあたって会計上の利益を減少させ、自社の株価を低く誘導しようとしている証拠であると考えられる。すなわち、グループ会社である買収企業が有利な条件で買収することができるようにしていると推測される。

②こうした行動パターンは企業再編に当たって海外の企業が採るものとは大きく異なるものである。このような研究成果は国内外の先行研究では得られていない。この成果の貢献としては、以下の2点が考えられる。まず1点目は、財務データを用いた企業価値向上効果測定の手法に対する貢献である。今後、企業価値を財務業績によって測定しようとする場合には、その際の利益調整行動を加味して行うことが求められると考えられる。2点目は、M&Aに際して日本企業において行われている利益調整行動について、先行研究にはない新たな仮説を構築・検証することの必要性に光を当てた点である。

③また、こうした検証結果から、企業の実務に対して2つの示唆を与えることができると考えられる。1つ目は、企業再編にあたって利益の持続性に関する情報を開示することの必要性である。市場が裁量的会計発生高の持続性を正しく評価することができないのであれば、こうした利益の持続性に関する情報開示は投資家に便益を与えることとなる。従って、企業再編を行う企業は、こうした利益の持続性に関する情報を投資家に開示することによって、投資家に便益を与えるとともに、資本コストを引き下げることができる可能性がある。ここで留意すべきは、情報開示の対象は買収企業だけではなく、ターゲット企業にも及ぶということである。上場廃止を伴う取引の場合、上場廃止後のディスクロージャーが不要となることから、むしろ利益調整の温床となりうるのは、上場廃止の対象となるターゲット企業である。従って、企業はグループ再編を行うにあたり、特に上場廃止後のディスクロージャーが不要となるターゲット側の企業についてのディスクロージャーを意識する必要がある。

④もう1点目は、企業価値評価手法に対する示唆である。利益調整行動によってマネジメントされた報告利益は、インカム・アプローチ並びにマーケット・アプローチによって算出された企業価値に影響を与えると考えられる。従って、企業価値評価手法に関してもこうした影響を極力排除し、精度の高い算定結果が得られるよう、その手法を精緻化する必要がある。そして、選択した企業価値評価手法の妥当性に関して、広く投資家に周知することが必要である。

(2) ①買収プレミアムに関する研究では、株式を対価とした企業再編において、どのような要因がプレミアムに影響を与えるのかという点に着目して分析を行った。その結果、買収企業（以下、AC）による持株比率が高い（すなわち、ACの支配力が強く、株主総会で説得しなければならない株主の議決権の比率が低い）場合にはプレミアムの水準が低く抑えられていることが明らかとなった。一方で、ターゲット企業（以下、TC）の成長性が高い、TCの現預金・有価証券の保有比率が低い、負債の比率が低い、といった場合に設定されるプレミアムが高くなっていることを示す証拠を得た。

②こうした結果は、幾つかの示唆を含んでいると考えられる。1つは、ACがTCの株式を保有している大株主である場合、AC以外の株主（多くの場合少数株主）をどのように保護するのかという点についてである。ACの持株比率が高い場合には、既にACがTCの経営にある程度関与しているために、期待される経営改善効果が弱まり、ACにとって支払うことのできるプレミアムが低くなるのではないかと、という見方もできるが、本研究で行った分析の結果はこのような見方を肯定するものではなかった。従って、日本における株式交換等において、それに反対する株主には買取請求権が認められているものの、それだけでは少数株主の保護が不十分である可能性があることが示された。とするならば、買取請求権の制度を改善するとともに、支配株主による合併や株式交換において、その評価価格の公正さを証明するような仕組みを構築することが重要であると考えられる。

③また、本研究で得られたTCの資本構成がプレミアムに与える影響については、負債の利用がプレミアムを低下させるというものであった。これは、海外における先行研究とは相反する結果であり、TCによる負債の利用はACにとってのTCの価値を減ずる方向に働いている（すなわち、企業再編にあたってTCの株主が得られる利益が減少する）ことを示している。こうした点は、ターゲットとなる可能性がある企業における、資本構成のあるべき姿を検討する上での示唆となりうるであろう。資産構成という観点では、現金・有価証券の保有比率の上昇がプレミアムを低下させることから、手元流動性のあり方についても検討を行う必要があると考えられる。

## 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3件）

①矢部謙介、M&Aにおける企業の利益調整行動に関する考察、NUCB Journal of Economics and Information Science、査読なし、No. 55、2011、239-249。

②矢部謙介・青木康晴、企業再編における利益調整行動とIR、日本インベスター・リレーションズ学会 研究分科会（IRの実証的効果測定）最終報告書、査読なし、2010、71-88。

③矢部謙介・青木康晴、完全子会社化における利益調整行動、日本インベスター・リレーションズ学会 研究分科会（IRの実証的効果測定）中間報告書、査読なし、2010、67-81。

〔学会発表〕（計6件）

①矢部謙介、株式を対価とした企業再編におけるプレミアムの実証分析、日本経営財務研究学会、2011年10月9日、大阪市立大学。

②Aoki Y., P. Nguyen, M. Noma and K. Yabe, Tunneling through earnings management in stock for stock mergers, 22<sup>nd</sup> Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, November 7-10, 2010, Gold Coast, Australia.

③Aoki Y., P. Nguyen, M. Noma and K. Yabe, Tunneling through earnings management in stock for stock mergers, Nippon Finance Association, May 23, 2010, Sophia University.

④矢部謙介・青木康晴、完全子会社化における利益調整行動、日本会計研究学会中部部会、2009年12月5日、名古屋商科大学。

⑤矢部謙介・青木康晴、完全子会社化における利益調整行動、日本インベスター・リレーションズ学会研究分科会、2009年9月21日、一橋大学産学連携センター。

⑥矢部謙介・青木康晴、完全子会社化における利益調整行動、神戸大学兼松セミナー（現代会計研究会共催）、2009年9月19日、神戸大学。

〔図書〕（計1件）

①矢部謙介（共著）、企業会計研究のダイナミズム（伊藤邦雄編著、第23章「株式を対価とした企業再編におけるプレミアムの実証分析」）、2012、401-417。

6. 研究組織

(1) 研究代表者

矢部謙介 (YABE KENSUKE)

中京大学・経営学部・准教授

研究者番号：20509765

(2) 研究分担者

( )

研究者番号：

(3) 連携研究者

( )

研究者番号：