

## 株式交換取引における企業の会計行動

中山重穂

1. はじめに
2. 株式交換制度の意義
  - 2-1. 株式交換制度導入の経緯
  - 2-2. 株式交換制度の概要
  - 2-3. 株式交換制度導入の意義
  - 2-4. 株式交換手続き
3. 株式交換比率の意義
  - 3-1. 株式交換比率
  - 3-2. 株式交換比率の算定方法
  - 3-3. 株式交換比率のもつ影響力
    - 3-3-1. 株主持分への影響
    - 3-3-2. 株式市場への影響
  - 3-4. 株式交換比率と会計利益の関係
4. 株式交換取引における裁量的会計発生高 米国のケース
  - 4-1. 株式交換取引と裁量的会計発生高の相関
  - 4-2. 裁量的会計発生高と経済的利益の関係
  - 4-3. 被買収企業における裁量的会計発生高
5. 結びにかえて

## 1. はじめに

わが国における近年の企業組織再編に関する一連の制度改革の中、平成11年より採用された企業買収方法のひとつが株式交換制度である。企業が他社を買収する場合、対価として現金を支払う現金買収方式が従来は利用されていたが、株式交換制度の導入により自社株式を対価として企業買収を行うことが可能となった。アメリカでは依然として現金買収方式が大半を占めるものの、株式交換方式による企業買収も増加しており、過去25年間の企業買収の約20～30%を占めるに至っている<sup>1)</sup>。この傾向はわが国においても同様であり、株式交換方式による買収も多用されるようになった。

株式交換により企業買収を行う場合、契約によって合意を得た一定比率のもとで買収企業と被買収企業の株主との間で株式の交換が行われる。このときに利用する比率を株式交換比率という。株式交換比率は、買収企業と被買収企業それぞれの評価額および市場株価を基礎として当事企業の交渉によって決定される。買収企業の評価額あるいは株価が高ければ、交換に必要とする買収企業株式数は少なくて済むが、低ければ多くを必要とする。被買収企業においても同様である。このため、当事企業の評価額および株価を総合的に勘案して決定される株式交換比率の高低は、当事者の利害と直結する。

したがって、株式交換による企業買収を効率的に行うためには自社の評価額ないし

は株価を引き上げ、株式交換比率を自らに有利な比率となるようにすればよい。一般に、企業の評価額および株価は、企業の財務会計報告と密接な関係をもつことが実証されている。このことから、当事企業は、株式交換比率決定の交渉の事前に、財務諸表上の利益数値を裁量的に増加させ、もって企業評価額ないしは株価を引き上げる動機を持つと仮定することができる。

以下では、まず、日本における株式交換制度の導入経緯、概要および意義について整理をする。次に、本研究のキーワードとなる株式交換比率の算定方法について、近年の事例を取り上げつつ明らかにする。そして、米国での株式交換取引における裁量的会計発生高の計上に関する実証研究<sup>2)</sup>のサーベイを行う。最後に、同様な実証研究を日本の事例に当てはめて行う場合に注意すべき諸問題について検討をし、結びにかえる。

## 2. 株式交換制度の意義

### 2-1. 株式交換制度導入の経緯

平成11年における商法改正<sup>3)</sup>は、株式交換・株式移転制度の導入、親子会社における株主の権利等の充実、および時価評価制度の導入を骨子としている。

この商法改正は、加速する企業環境の変化への対応に主眼を置いた、従来の企業経営を大きく改革するための法制度上の変化として位置付けられる。株式交換・株式移転制度の導入および親子会社における株主

1) Erickson, M. and Wang, S., "Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, 1999, p. 152.

2) *Ibid.*, pp. 149-176.

3) 平成11年3月に「商法等の一部を改正する法律案」として国会に提出され成立、同年8月公布、同年10月施行、一部については平成12年4月施行。

の権利等の充実は、企業再編を迅速にかつ効果的に行うための法整備であり、時価評価制度は、いわゆる会計ビッグ・バンの一環として、国際会計基準の導入に合わせ、商法の計算規定が改正されたものである。これらはすでに諸外国において広く導入されており、その意味でこの商法改正は商法の国際化といえる。

この商法改正のうち、株式交換・株式移転制度の導入は、前述のように企業組織の再編がより円滑に行われるようにするための法整備の一環であり、平成9年における「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律」(以下、独禁法)の改正により認められた持株会社制度を契機とする。

この独禁法改正では、純粹持株会社の設立・転化の解禁を中心とした持株会社に関する規定に大幅な変更が加えられた。そしてその際、持株会社の設立等の企業組織の変更が円滑に行われるように株式交換制度等について検討を行うことという附帯決議が国会においてなされた。そこで、法制審議会商法部会がこの決議への対応として、株式交換制度導入を含めた一連の商法等改正の審議を開始し、平成11年に商法改正が成立・施行されるに至ったのである。つま

り、この商法改正は、独禁法で認められた持株会社制度を商法においても容易になされえるよう規定の整備を行ったものである<sup>4)</sup>。

事実、独禁法の改正で持株会社の設立が解禁されたものの、平成11年改正以前の商法のもとでは、子会社や関連会社を完全子会社化することが、被買収会社の少数株主の存在などによって容易ではなかった。このため、企業組織再編を目的とした完全子会社化の件数は増加せず<sup>5)</sup>、持株会社制度解禁の本来的目的はなかなか果たされなかった。そこで、完全子会社化をより実行可能とするために平成11年の商法改正において株式交換制度が導入されたのである。

## 2-2. 株式交換制度の概要

株式交換制度とは、株式交換を行うことによって完全親子会社関係すなわち親会社が子会社の発行済株式の100%を所有する親子会社関係を創設する制度をいい、当該子会社を完全子会社、その子会社株式を100%所有する親会社を完全親会社と呼ぶ。

この改正商法においては、「会社はその一方が他方の発行済株式の総数を有する会社(以下これを完全親会社と、他方を完全子会

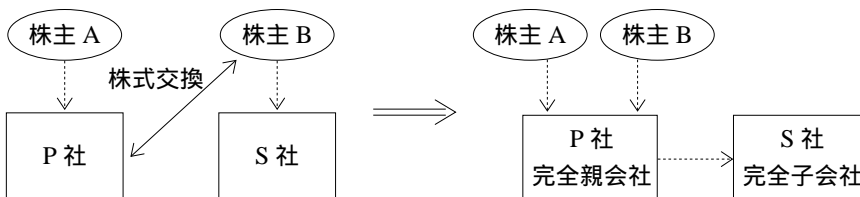


図1 株式交換制度(破線は株式所有を意味する)

4) 岸田雅雄著『平成11年改正商法解説 株式交換・移転&時価主義会計』,税務経理協会,1999年,5頁。

5) 丸山秀平・梶浦桂司・小宮靖毅著『企業再編と商法改正 合併,株式交換・移転,会社分割の理論的研究』,中央経済社,2000年,11頁。

社という)となるため、株式交換をすることができる(325条1項)」とされている。つまりP社がS社を完全子会社化するために買収する際、現金の支払等によらず、P社株式(新規発行株式ないしは自己株式)とS社株主Bの保有するS社株式とを交換することによりS社を完全子会社とすることが認められたのである(図1参照)。なおこの結果、P社株式を取得した旧S社株主BはP社株主となる。このような方法により完全子会社を創設する制度を株式交換制度という。

たとえば、ソニーは、顧客ニーズに対応した経営体制の整備および収益力の強化を通じたグループ全体の株主価値向上を目的とした組織再編のために、平成12年1月5日にソニー・ミュージックエンタテインメント(以下SMEJ)、ソニーケミカル(以下SCC)およびソニー・プレジジョン・テクノロジー(以下SPT)の上場子会社3社を株式交換によって完全子会社とした。この株式交換では、ソニー以外の少数株主が所有するSMEJ、SCC、SPT各社の株式1株と、ソニーの株式0.835株、0.565株、0.203株がそれぞれ交換された。その結果、ソニーの株式約26,156,000株、5,606,000株、1,218,000株がそれぞれ新規に発行された。また、SMEJの完全子会社化にともない、ソ

ニーとSMEJが出資しているソニー・コンピュータエンタテインメントもソニーの実質完全子会社となっている。

ちなみに、株式交換制度とともに商法改正によって導入された株式移転制度とは、株式移転を行うことにより完全親子会社を創設する制度をいい、直接的には「会社は完全親会社を設立するために株式移転をなすことができる(364条)」という規定がそれにあたる。株式交換のケースと同様に、その100%子会社を完全子会社と呼び、その子会社株式を100%所有することになる親会社のことを完全親会社と呼ぶ。

株式移転の場合、A社株主が保有する株式全ては、株式移転の際に新たに設立されるX社に移転する。そしてその見返りとしてX社が発行する新株の割り当てを受けたA社の旧株主は、X社の株主となる(図2参照)。その結果、新規に設立されたX社は完全親会社となり、A社は完全子会社となる。

株式移転制度活用の事例としては、第一勧業銀行、富士銀行、および日本興業銀行による共同株式移転による完全親会社の設立が挙げられる。3行は平成12年9月29日に株式移転により共同持株会社であるみずほホールディングスを設立した。この結果、3行とも上場を取り止め、同時に持株会社が新規に上場され、3行は持株会社の完全

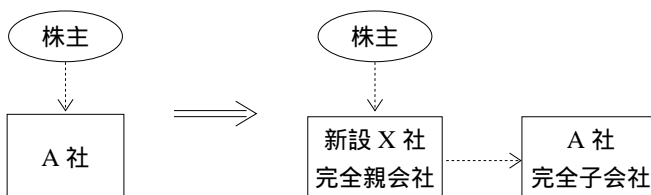


図2 株式移転制度(破線は株式所有を意味する)

子会社となった。

株式交換制度と株式移転制度の法手続き上の相違は諸点あるが<sup>6)</sup>、形式上の主要な相違点として、完全子会社となる会社の株式を受け入れる企業、すなわち完全親会社となる企業が、株式交換の場合は既存会社であるが、株式移転の場合は新設会社となる点が挙げられる。

### 2-3. 株式交換制度導入の意義

株式交換制度導入のもつ意義と導入にとまなう批判として以下の点が指摘される<sup>7)</sup>。

まず、導入の意義としては、第1に既存の会社を完全子会社化することが容易になったことである。

従来は、企業買収の際、買収対象企業に少数であっても反対株主が存在すれば、当該会社を完全子会社とすることは不可能であった。あるいは、少数株主が存在すれば、親会社と子会社の利益が相反するケースでは、子会社の利益を優先しなければならず、同一グループ内であっても、経営方針が徹底されないことがあった。しかし、この制度が導入され、少数株主の保有する株式を強制的に交換させることも認められたため、改正前商法において完全子会社化の阻害要因であった少数株主を適法的に追い出し、完全子会社を容易に創設することが可能となった。このため親会社が子会社を完全子会社化し、親子会社が常にひとつの企業集団として体系的な経営活動を行うことができるようになった。

第2に株式交換制度を利用すると、資産

を移転することなく、株主構成を変更するだけで、会社を事実上大きく変更することができるということである。

たとえばこれまで持株会社となる会社が完全子会社を創設するためのひとつの方法として、子会社を新たに設立し、そこに実質的に子会社化される会社の資産・負債を現物出資ないしは営業譲渡し、それをもって子会社化するという抜け殻方式が採用されていた。この方法のもとでは調査・手続きに多大な時間と費用を要する。しかし、株式交換を利用すれば、これらの時間と費用を節約することができるのである。

また参入事業からの撤退をより迅速に行うこともできるようになった。

新規事業参入のために合併を行って会社を取得した場合、異なる法人同士が同一法人となり、会社財産も融合することとなるが、その後、参入事業から撤退する際に、再びこれらを分割し、合併前の状態に戻すことは事実上困難である<sup>8)</sup>。このため、会社合併による新規事業参入とそこからの撤退という意思決定およびその実行のハードルは必然的に高くなる。しかし、株式交換を利用すれば、株式所有関係が存在するのみで会社財産の融合はみられないため、新規事業参入および撤退の迅速な実行が可能となる。

第3に株式交換による完全子会社化の場合、原則として株式買取りのための資金を必要としない点である。

これまでは企業を買収するためには対価としての資金が必要であったが、株式交換

6) 蓮見正純編著『株式交換・移転の法務・会計・税務』,中央経済社,2000年,69頁。

7) 岸田,前掲書,13頁。

梶川融・神部健一・新村実・原田義之著『企業再編マニュアル 株式交換の使い方』,商事法務研究会,1999年,8-12頁。

8) 梶川・神部・新村・原田,前掲書,11頁。

においては新規発行株式(および自己株式)を対価として会社を完全子会社化することができるため、多額の資金を必要としなくなった。

株式交換制度の導入の意義は、上述のような手続き面と資金面の双方において企業買収や持株会社化といった企業組織の再編成をより円滑化した点に見いだせる

一方、この制度導入による批判点としては、株式交換によって著しく不利な立場になる可能性があるにもかかわらず、反対株主の株式も強制的に交換させられるため、場合によっては憲法29条違反の財産権侵害の恐れがあり、今回の改正ではその点が必ずしも十分に手当されていないことなどがある<sup>9)</sup>。

#### 2-4. 株式交換手続き

一般に株式交換に関するおおまかな法的手順は以下のようになる<sup>10)</sup>。

まず、株式交換契約書を作成し、各当事会社の取締役会の承認を得なければならない。なお、当事会社間での株式交換契約の締結終了後、株主等への情報開示のため、株式交換契約書等の備置期間が2週間設定される。

続いて株主総会が開催され、株式交換の可否が決定される。このとき反対株主は自己の所有する株式の買取請求権を行使することができる。

株主総会で株式交換が承認されたならば、完全子会社化される会社の株主に対して株券提供の告知および通知がなされ、その1か月後に株式交換の日を迎えることとなる。

この後に新株の登記、資本の増加、子会社株式および親会社株式の交付などの手続きがとられる。

たとえば、平成11年10月21日に、ローム、ワコー電器およびアポロ電子工業は、株式交換方式によりワコー電器およびアポロ電子工業をロームの完全子会社とすることに合意した。その際、表1のような日程で実施することがロームにより発表された<sup>11)</sup>。

以上のような株式交換にかかわる手続きを経済的に効率のよい企業買収(あるいは被買収)という観点から捉えた場合、株式交換契約の交渉を開始し契約合意に至るまでの当事企業同士による株式交換条件の交渉過程が最も重要な局面となるはずである。この期間において親会社となる企業が他の企業を株式交換により完全子会社化するた

表1 ローム、ワコー電器、アポロ電子工業の株式交換スケジュール

日 時	実 施 項 目
1999年12月9日(木)	「株式交換契約書」承認の取締役会
1999年12月9日(木)	「株式交換契約書」の調印
2000年2月24日(木)	「株式交換契約書」承認の臨時株主総会
2000年3月31日(金)	子会社株券提出期限
2000年4月1日(土)	株式交換日

9) 岸田,前掲書,13頁。

10) 同上,21頁。

11) ローム公式サイト, <http://www.rohm.co.jp/news/chouin-j.html/>。

めの買収コストが決定されるためである。

この過程において親会社となる企業と完全子会社となる企業の評価額および株式価値が算定され、その価値に基づき、親会社株式と子会社株式の交換比率が決定される。そして、その交換比率をもとに当事会社間での株式交換が行われる。

このとき、親会社となる企業からすれば、株式交換契約の合意時点あるいは株式交換比率の決定時点において、自社の株式価値が高ければ高いほど株式交換のために新規発行ないしは供すべき株式数が少なく済むことになる。一方、完全子会社化される会社あるいは当該会社株主からすれば、同時点において、自社の価値が高ければ高いほど株式価値が高くなり、その結果、株式交換取引により取得する親会社株式数が増加することになる。したがって当事者にとって株式交換取引におけるこの局面は、経済的に重要な意味をもつのである。

### 3. 株式交換比率の意義

#### 3-1. 株式交換比率

株式交換比率とは、完全子会社となる企業の株式1株に対して、親会社となる会社の株式何株を割り当てるかという比率である<sup>12)</sup>。

原則として完全親会社となるP社は、完全子会社となるS社の発行済株式総数から自己が有するS社株式の数を控除した株式数に、交換比率を乗じた株式数を交換する<sup>13)</sup>。したがって、この比率が低ければ、交

換されるP社の株式数は少なく済むが、高ければ、交換に供される株式数は増加することになる。

一方、S社の株主は、自己の有するS社株式との交換において当該株式数に交換比率を乗じた数だけP社の株式を取得することになる。したがって、S社株主は、交換比率が高ければ高いほど株式交換によって新たに取得するP社株式数が増加する。

たとえば、平成12年9月4日にキヤノンは、キヤノン化成との間で、意思決定のスピード化および事業効率の向上を目的にキヤノン化成を株式交換によりキヤノンの完全子会社化することを合意するに至った。このときの株式交換比率は、キヤノン化成株式1に対して、キヤノン株式0.25という割合であった。キヤノンはこの比率に基づき額面普通株式3,176,373株を発行したというから<sup>14)</sup>、この株式交換によりキヤノンが取得したキヤノン化成株式数は、単純に計算すると、キヤノンの発行した株式数の4倍の12,705,492株と推定される。

#### 3-2. 株式交換比率の算定方法

一般に、株式交換比率は当事会社の株式価値の比率に基づき算定される。

P社とS社の間で株式交換が行われ、S社が完全子会社化されるとする。この場合、P社の株式価値が1株当たり1,000円、S社の株式価値が1株当たり500円と算定されたならば、P社株式価値:S社株式価値=2:1であるから、交換比率は、S社株式1株に対してP社株式0.5株が割り当てられること

12) 梶川, 前掲書, 24頁。ただし場合によっては、親会社株式1株に対する完全子会社株式の割当比率で発表しているケースもある。

13) 同上, 24頁。

14) キヤノン公式サイト, <http://www.canon.co.jp/finance/results/2000/koukanj.pdf/>。

になる。

たとえば、ソニーは前述のように平成12年1月5日にSMEJを株式交換により完全子会社化した。この時、ソニーはメリルリンチ証券にSMEJとの交渉において参考とすべき株式交換比率の算出を依頼した。メリルリンチ証券は、ディスカウント・キャッシュ・フロー法(DCF法)、類似企業比較法および市場価格平均法に基づきソニーおよびSMEJの連結ベースでの株式価値を算出し、さらに完全子会社化にともなうソニーへの財務インパクト分析ならびに日本および米国における類似取引比較分析も勘案し、総合的に交換比率を算出した<sup>15)</sup>。この数値をもとにソニーはSMEJとの交渉を行い、最終的にSMEJ株式1株に対してソニー株式0.835株を割り当てるという交換比率で合意に至っている<sup>16)</sup>。

様々な株式交換比率決定事例を調査してみたところ、主な株式価値の算定方法として表2のような方法が交換比率決定のため

に利用されていた。

いずれの事例においても単一の算定方法のみではなく複数の方法が利用されており、また、それに加えて少数株主への配慮のためのプレミアム価値の織り込み、株式の追加発行による利益の希薄化、財務数値へのインパクトなども考慮されている。複数の算定方法を利用するだけでなく様々な要素をも反映させ、公正かつ妥当な数値となるように慎重に株式価値および交換比率の算定が行われている。これは算定数値如何で株主の利害や株式市場における株式取引にも多大な影響を与えるためである。

### 3-3. 株式交換比率のもつ影響力

#### 3-3-1. 株主持分への影響

株式交換比率の算定においては公正性が問題となる<sup>17)</sup>。

ここでいう株式交換比率の公正性とは、株式交換によって一方の株主から他方の株主へと不公平に富が移転しないことをいう。

表2 主な株式価値の算定方法

算定方法	名称
将来キャッシュ・フローの割引 現在価値をもとに算定する方法	ディスカウント・キャッシュ・ フロー法(DCF法)
過去の一定期間の平均株価をも とに算定する方法	市場価格平均法 市場平均株価法
類似企業の株価を参考にした価 値をもとに算定する方法	類似企業比較法
時価による純資産価額をもとに 算定する方法	純資産価額法 時価純資産法

15) 商事法務法務研究会編『株式交換・株式移転の開示事例』,商事法務研究会,2000年,125頁。

16) なおSMEJは,モルガンスタンレー・ジャパン・リミテッドに株式交換比率の算定を依頼したところ,DCF法,市場株価比較法および類似企業比較法を複合的に使用して行った推定株式価値分析の結果,SMEJ株式1株に対してソニー株式0.835株という交換比率がSMEJにとっても財務的見地から妥当であるという意見表明を受けている。同上,126頁。

17) 蓮見,前掲書,107頁。



株式交換比率が公正性を欠き、当事会社の公正な評価額を反映した比率となっていないケース、たとえば完全子会社となるS社の株主に割り当てられる親会社のP社株式の価値が交換に供したS社株の価値よりも低いケースにおいては、S社株主は株式交換によりその差額分だけ持分を喪失することになる。反対に、S社株主に割り当てられたP社株式の価値が従来保有していたS社株式の価値よりも高い場合には、P社株主の既得持分が価値の差額分だけS社株主に移転することになる。このように交換比率は株主の利害に大きな影響力をもつため、その公正性が要求されるのである。

### 3-3-2. 株式市場への影響

また、株式交換比率の如何は株式市場にも影響を及ぼす。平成14年1月10日、松下電器産業(以下、松下電器)は、株式交換を利用し、松下寿電子工業(以下、松下寿)、九州松下電器(以下、九州松下)、松下通信工業(以下、松下通工)、松下精工の上場4社と非上場の松下電送システムの計5社を

完全子会社化することを発表した。この発表を受け、翌11日の東京株式市場では、松下電器の株価が下落する一方で、上場子会社4社に買い注文が集まり、松下通工、松下精工はストップ高、九州松下、松下寿は売買は成立しなかったもののストップ高水準まで買い気配を切り上げた<sup>18)</sup>。この買い注文の背景には、前日に発表された株式交換比率の影響が存在する。

上場各社の株式交換比率は表3のように発表された。この交換比率に基づくと、たとえば、松下電器と松下通工との間の株式交換取引では、松下通工株式1株に対して松下電器株式2.884株が割り当てられることとなる。平成14年1月10日における松下電器の終値は1,800円、松下通工株式のそれは3,810円であった。この日の松下電器株式の終値と交換比率をもとに求められる松下通工の理論上の株価は5,191円(10日付終値1,800円に交換比率2.844を乗じて算出)となる。他社についても同様な計算を行ったところ表4のような結果が得られた(円未満は切り捨て)。

表3 株式交換比率(平成14年10月1日実施予定)

会社名	松下電器	松下通工	九州松下	松下精工	松下寿
株式交換比率	1	2.884	0.576	0.332	0.833

表4 完全子会社化される各社株式の平成14年1月10日終値と交換比率より求められる理論株価

会社名	松下通工	九州松下	松下精工	松下寿
終 値	3,810円	835円	466円	1,107円
理論株価	5,191円	1,036円	597円	1,499円
終値/理論株価	73%	80%	78%	73%

18) 日本経済新聞, 2002年1月12日朝刊。

表4の計算結果からもわかるように株式交換比率が発表された10日付けの各社株式の終値と終値および交換比率より求められた理論株価とを比べると、終値が理論株価を20～27%と大きく下回っている。

各社の株式交換比率は、それぞれのファイナンシャルアドバイザーにその算定を依頼し、その算定結果を参考として当事会社間において合意に至った比率である<sup>19)</sup>。しかし、ファイナンシャルアドバイザーによって算定された各社の評価額および交換比率と市場による各社の評価額および市場株価との間にミスマッチがあり、その影響で松下電器の株価が下落し、その一方で完全子会社化される各社の株式への買い注文が集中したものと考えられる。このミスマッチの原因はともかく、少なくとも、株式交換比率が株式市場へ影響力を持ちうるという点でよいであろう。

したがって、株式交換比率は、当事会社を公正に評価し、場合によっては株式市場への影響も考慮した上で算出されなければならない。衆参両院の法務委員会においても株式交換比率の公正性が確保されるべき旨の附帯決議がなされている<sup>20)</sup>。

### 3-4. 株式交換比率と会計利益の関係

上述のように株式交換比率は公正でなくてはならないが、しかし、株式交換比率のもつ親会社となる企業と完全子会社化される企業の双方への経済的影響力ゆえに、両社ともに自社に有利な交換比率とすべく合

理的な行動をとることが予想される。

たとえば、親会社となる企業の立場からすると、株式交換比率が低ければ低いほど、株式交換のための新規発行株式(および提供する自己株式)数は少なくて済む。株式交換以前からの親会社株主は、発行済株式数が増加すればその分だけ利益の希薄化が進むこと、および、持分比率が低下することによって発言権が弱まり、経営に対する支配力の弱体化に結びつくことから、新規発行数は必要最小限に留まることを好むはずである。したがって、株式交換比率をできるだけ低く設定すべく行動する経済的インセンティブをもつと考えられる。

一方、完全子会社化される企業の株主にすれば、交換比率が高ければ、取得する親会社株式数が増加し、より多くの富の獲得が可能となる。したがってこの場合は、交換比率を極大とするべく行動をとる動機をもつことになる。

株式交換比率は当事企業の評価額をもとに算定された株式価値を利用して決定される。表2にもあるように、株式価値算定方法は複数利用されているが、原則的に当該企業の市場株価をベースに交換比率は決定される。このため、親会社となる企業の株式の市場価格がより高ければ、株式交換比率はより低くなり、他方、完全子会社化される企業の市場株価がより高ければ、より高い交換比率となる。

先行諸研究によれば、企業の株価決定には、企業の公表する会計利益数値が多大な

19) 松下電器公式サイト, <http://www.matsushita.co.jp/corp/news/official.data/data.dir/jn020110-12/jn020110-12.html/>。なお、各社のファイナンシャルアドバイザーは、松下電器が野村企業情報、松下通工がグローバルマネジメントディレクションズ、九州松下はデロイトトーマツコーポレートファイナンス、松下精工および松下寿がKPMGコーポレートファイナンスとなっている。

20) 梶川, 前掲書, 25頁。

影響を及ぼすことが指摘されている<sup>21)</sup>。また、企業価値を評価する際、当該企業の直近の利益数値が大きな影響力を持つことも報告されている<sup>22)</sup>。したがって、企業の利益情報が株式交換比率の決定に重要性をもつことが予想される。

つまり、株式交換により完全子会社の取得を予定している企業および完全子会社化される企業には、株式交換比率を自社に有利な条件とするために、市場株価の上昇を目的とした会計数値の操作を会計制度の範囲内で行うインセンティブがあるという仮説がたてられる。

## 4 株式交換取引における裁量的会計発生高 米国のケース

### 4-1. 株式交換取引と裁量的会計発生高の相関

Erickson et al. は、1985年から1990年までの間に株式交換を利用して完全親会社となった米国企業78社の内、必要なデータの入手が可能であった55社を対象に、株式交換に先立ち買収企業が株価上昇を目的とした利益操作を行っているかどうかの実証分析を試みた<sup>23)</sup>。

まずErickson et al.は、株式交換取引の意

思表示日を発表日、交換条件の公式合意日を合意日、交換取引の終了日を完了日と定義した上で<sup>24)</sup>、「買収企業は株式交換に先立ち会計利益を調整し増加させる<sup>25)</sup>」という仮説を設定した。

買収企業は株式交換直前期の利益を操作するインセンティブをもつ。したがって、利益調整の効果を最大化するために、買収発表日の前の会計期間(特に直近四半期)において報告利益を上方へと操作すると予想するのである。

Erickson et al.は、利益調整の有無、利益額の裁量的増減については、各四半期における裁量的会計発生高を算定することにより分析している。その分析に際して、以下のようなモデルを用いて分析を行っている<sup>26)</sup>。

まず、会計発生高を以下の式により求める。

$$\begin{aligned} \text{会計発生高} &= \text{当期純利益} - \text{営業キャッシュフロー} \\ &\quad - \text{営業キャッシュフロー} \\ &= \text{営業運転資本} - (\text{棚卸資産} + \text{売上債権} + \text{その他の流動資産}) + \\ &\quad (\text{仕入債務} + \text{未払税金} + \text{その他の流動資産})^{27)} \end{aligned}$$

そして次に、以下のような回帰式を設定

21) 須田一幸著『財務会計の機能 理論と実証』, 中央経済社, 2000年, 113-151頁。

22) DeAngelo, L., "Accounting as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders," *The Accounting Review*, Vol. 61, 1986, pp. 400-420.

DeAngelo, L., "Equity Valuation and Corporate Control," *The Accounting Review*, Vol. 65, 1990, pp. 93-112.

23) Erickson, M. and Wang, S., *op.cit.*, pp. 149-176.

24) *Ibid.*, p. 155. なお、株式交換に関する第一報がなされた直前に利益報告があった四半期をt0と定義し、t0の1期前の四半期をt-1、2期前の四半期をt-2とし、株式交換契約の合意日後、最初の利益報告四半期をt1、その次の四半期をt2と置いている。また、t0とt1の間に他の四半期が存在する場合、それらの四半期を時系列的に古い順にt01、t02と定義する *Ibid.*, pp. 158-160.

25) *Ibid.*, p. 160.

26) *Ibid.*, pp. 160-161.

27) は対前期比での変動額を示す。すなわち  $\text{当期の金額} - \text{前期の金額}$ 。

し裁量的会計発生高を算定する(下記の式の残差が裁量的会計発生高)<sup>28)</sup>。

$$TTAC_{i,t}/AST_{i,t} = \beta_0(1/AST_{i,t}) + \beta_1(REV_{i,t}/AST_{i,t}) + \beta_2(PPE_{i,t}/AST_{i,t}) + \beta_3Q_1 + \dots + \beta_6Q_4 + \beta_7Y_{85} + \dots + \beta_{12}Y_{90} + \epsilon_{i,t}$$

上記算定式より株式交換前後の四半期における裁量的会計発生高の平均値および中央値を算定した。その結果が図3である<sup>29)</sup>。平均値は、t-3期が0.003、t-2期が0.016、t-1期が0.015、t0期が0.023、t1期が-0.025、t2期が-0.001という数値となっている。

図3より、株式交換取引が公表される3四半期前(t-2期)より裁量的会計発生高が増加し、公表直前期(t0期)において最大となっていることがわかる。そしてその後(t1

期)において急減している。以上の結果より、株式交換により完全親会社となる企業が株式交換実施の公表がなされる前の3四半期で利益を裁量的に増加させているということが判明した。

さらにErickson et al.は、この3四半期における裁量的会計発生高が、統計的に有意であるかどうか否かを検証するために次のような回帰式を設定した<sup>30)</sup>。

$$TTAC_{i,t}/AST_{i,t} = \beta_0(1/AST_{i,t}) + \beta_1(REV_{i,t}/AST_{i,t}) + \beta_2(PPE_{i,t}/AST_{i,t}) + \beta_3Q_1 + \dots + \beta_6Q_4 + \beta_7Y_{85} + \dots + \beta_{12}Y_{90} + \beta_{13}T_0 + \beta_{14}D_1 + \epsilon_{i,t}^{31)}$$

株式交換方式により買収を行ったサンプル企業55社と現金買収方式で買収を行った

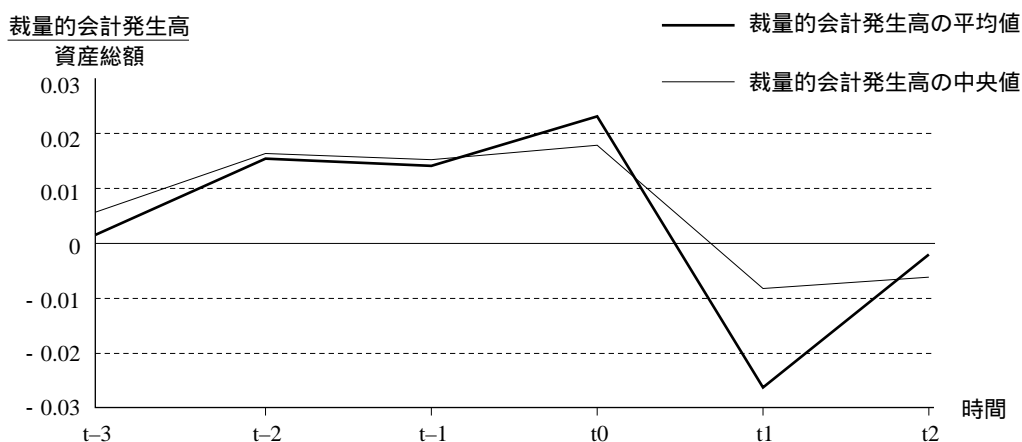


図3 株式交換取引企業の裁量的会計発生高

28) 株式交換に関する報道があった期の直前の四半期をt0とし、 $TTAC_{i,t}$  = i社のt四半期の会計発生高、 $AST_{i,t}$  = i社のt四半期の資産総額、 $REV_{i,t}$  = i社のt四半期の売上高変動額、 $PPE_{i,t}$  = i社のt四半期の償却性固定資産額、 $Q_j$  = 当該会計年度四半期j(j=1,...,4)であれば1、その他は0、 $Y_k$  = 会計年度k(k=1985,...,1990)であれば1、その他は0、 $\epsilon_{i,t}$  = i社のt四半期の誤差項とする。

29) *Ibid.*, p. 163.

30) *Ibid.*, p. 163.

31) 株式交換に関する報道があった期の直前の四半期をt0とし、 $T_0$  = 四半期がt-2からt03のいずれかに該当すれば1、その他は0、また $D_1$  = 四半期がt1(合併合意期)後最初の利益報告期であれば1、その他は0とする。その他の項目に関しては注28と同様なものとする。

表5 裁量的発生高の有意性の検定(5%水準で統計的に有意)

パラメーター	株式交換取引企業		現金買収企業	
	係数	(t値)	係数	(t値)
$1/AST_{i,t}$	-0.616	(-2.08)	0.220	(0.56)
$REV_{i,t}/AST_{i,t}$	0.090	(2.53)	0.140	(2.23)
$PPE_{i,t}/AST_{i,t}$	-0.084	(-4.47)	-0.048	(-3.50)
$T_0$	0.018	(2.72)	-0.001	(-0.15)
$D_1$	-0.019	(-1.61)	0.013	(1.21)

コントロールサンプル企業64社にこの回帰式を適用し、各項の係数を比較したところ表5のような結果となった<sup>32)</sup>。

表5をみると、株式交換のケースでは、 $T_0$ の係数が有意な正の係数に、 $D_1$ の係数が有意ではないが負の係数となっている。つまり、株式交換についての第一報があった期以前の3四半期とさらにはその発表から株式交換合意までの間の四半期とにおいてサンプル企業の裁量的会計発生高は増加しており、かつ統計的に有意であることを意味する。

一方、現金買収企業の数値をみると、 $T_0$ の係数は負、 $D_1$ の係数は正と、株式交換のケースの数値と正反対の符号となっており、かつ統計的に有意な水準での結果は得られていない。すなわち、買収以前において利益増加型の裁量的会計発生高の計上は認め

られなかった。

以上より、買収企業は株式交換に先立ち会計利益を調整し増加させる、という仮説が支持される結果となった<sup>33)</sup>。

#### 4-2. 裁量的会計発生高と経済的利益の関係

株式交換取引において合意日以前に会計報告利益を増加させる買収企業のインセンティブは、そのような取引から生じる経済的利益と正比例するはずである。そのような観点より、Erickson et al.は、経済的利益の代理変数として、取引規模比率と経営者持株比率を取り上げ、それら変数と裁量的会計発生高の関係を調査した<sup>34)</sup>。ここで取引規模比率とは、買収企業の株式時価総額に対する買収金額の割合であり、経営者持株比率とは、買収企業の発行済株式数に対

32) *Ibid.*, p. 164. この他にも、発表日以前の各四半期の裁量的会計発生高を以下の回帰式を利用して算出し、同様な比較を行っている。

$$TTAC_{i,t}/AST_{i,t} = \alpha_0(1/AST_{i,t}) + \alpha_1(REV_{i,t}/AST_{i,t}) + \alpha_2(PPE_{i,t}/AST_{i,t}) + \alpha_3Q_1 + \dots + \alpha_6Q_4 + \alpha_7Y_{85} + \dots + \alpha_{12}Y_{90} + \alpha_{13}D_{-5} + \dots + \alpha_{18}D_0 + \alpha_{19}D_1 + \alpha_{20}D_2 + \dots + \alpha_{i,t}$$

ただし、 $D_t$  = 四半期が  $t$  であれば 1、その他は 0 とする(その他の項目に関しては注 28 と同様なものとする)。この計算の結果、 $D_t$  の係数は、 $D_{-2}$ 、 $D_{-1}$ 、 $D_0$  において全て正であるが、 $D_0$  の係数のみが統計的に有意であった。*Ibid.*, pp. 163-166.

33) *Ibid.*, p. 164. また、Erickson et al. は、株式交換以前に生じた裁量的会計発生高が、企業業績の変動によるものでないことを確認するために、株式交換実施企業の  $t-2$  から  $t_0$  までの期間とイベント期以外の期間の売上高変動額と資本的支出変動額を比較し、また同様な調査を現金買収企業にも適用した。その結果、イベント期とそうでない期間の両変動額は、株式交換実施企業においても、現金買収企業においても差に有意性はなかった(*Ibid.*, pp. 168-170.)。

34) *Ibid.*, pp. 170-173.

する経営者保有の買収企業株式数の割合をいう。両比率ともにその性格から、買収企業の裁量的会計発生高と正の関連性をもつと考えられる<sup>35)</sup>。

株式交換による経済的利益と裁量的会計発生高の関連性を裁量的会計発生高と買収規模比率と経営者持株比率をもとにした以下の式で調査する<sup>36)</sup>。

$$UACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 DR_i + \beta_2 OWN_i + \epsilon_{it}^{37)}$$

この結果、買収規模比率の係数は正の係数となりかつ有意であった<sup>38)</sup>。つまり、買収規模が裁量的会計発生高の増加関数であることが確認されたのである。ただし、経営者持株比率の係数は正の係数であったが、統計的に有意ではなかった<sup>39)</sup>。

そしてさらに各比率を平均値をもとにふたつのグループに分け、次のようなモデルにより株式交換における経済的利益と裁量的会計発生高の関連性を調査した<sup>40)</sup>。

$$UACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 DRA_i + \beta_2 OWN_{A_i} + \epsilon_{it}^{41)}$$

この結果、高い買収規模比率はより多額の裁量的会計発生高へと帰結する傾向があることがわかった<sup>42)</sup>。

以上の Erickson et al. による分析により、

買収規模比率を代理変数とした場合、株式交換による買収企業の経済的利益は裁量的会計発生高の増加関数であり、経済的利益が大きければ大きいほど、裁量的会計発生高が多額になるという調査結果が得られた。

#### 4-3. 被買収企業における裁量的会計発生高

Erickson et al. はまた、株式交換取引により完全子会社となる企業の裁量的会計発生高についても調査している<sup>43)</sup>。それら企業も利益増加型会計手続きをとることで株価上昇を狙い、もって自社に有利な株式交換条件とする経済的インセンティブをもつためである。しかし、調査では交換前の期間において正の反応がみられたものの、統計的に有意な結果は得られなかった。これは完全親会社となる企業が株式交換の提案を行うことが多いため、買収企業は株式交換の交渉開始期にあわせて利益操作を行うことが可能であるのに対して、完全子会社となる企業は通常、株式交換の交渉を持ちかけられるまで株式交換方式で買収されることを考えておらず、このため株式交換に備えて利益を操作する余裕がないことによるものと考えられる<sup>44)</sup>。

35) *Ibid.*, p. 170. 取引規模が大きければ、利益操作をし、株式交換比率を自社に有利なものとする事で得られる利益は大きくなるはずであり、また、経営者持株比率が大きければ、経営者が新株発行により自身の発言力を弱体化を防ぐために、自らがもつ会計方針決定の権限を利用し、裁量的会計発生高を増加させ、株式交換比率を自社に有利なものとする可能性が高いためである。

36) *Ibid.*, p. 171.

37)  $UACC_{it}$  =  $i$ 社の $t$ 四半期における裁量的会計発生高,  $DR_i$  =  $i$ 社の買収規模比率,  $OWN_i$  =  $i$ 社の経営者持株比率,  $\epsilon_{it}$  =  $i$ 社の $t$ 四半期の誤差項とする。

38) *Ibid.*, p. 172.

39) *Ibid.*, p. 172.

40) *Ibid.*, pp. 171-173.

41)  $DRA_i$  = 買収規模比率が21%以上であれば1, その他は0,  $OWN_{A_i}$  = 経営者持株比率が20%以上であれば1, その他は0, その他の項目は注37と同様なものとする。

42) *Ibid.*, p. 172.

43) *Ibid.*, pp. 173-174.

44) *Ibid.*, pp. 173-174.

## 5. 結びにかえて

以下では、日本における株式交換取引と裁量的会計発生高の関係を分析する際、注意すべき点を考察し、結びにかえることとする。

株式交換取引においては、株式交換比率のもつ性格から、買収企業、被買収企業ともに自社株式の市場価格の上昇を意図した裁量的会計発生高の計上を行う動機をもつはずであった。しかし、Erickson et al.による米国のケースを用いた研究によれば、利益数値の操作は買収企業側においてのみ存在が確認された。なおその際、被買収企業において利益数値の調整が確認されなかったのは、被買収企業に利益数値調整の動機がないためではなく、時間的な猶予がないためであると指摘されていた。

日本における株式交換取引について同様な分析を行う場合、どういった問題点あるいは注意点が生じるであろうか。

まず、時系列データの問題が考えられる。

Erickson et al.では、四半期毎の会計データを利用し分析を行っていたが、日本の場合、四半期報告を行っている企業は、近年増加傾向にあるとはいえかなり少ない。このため、年次データないしは半期毎のデータをもとに分析を行わねばならず、Erickson et al.による分析と比べて、データ入手の点で時系列上の精緻性に問題が生じうる。

ただし、このような利益報告時点の問題を考慮し、かつ株式交換取引に先駆けて利益数値の調整を行うとの前提に立った場合、かかる報告の効果を最大限に活かすために、株式交換方式による買収の場合、現金買収方式と比べると、利益報告後、時間を置か

ずに買収交渉を始めるという傾向が観察されるかもしれない。なぜならば、四半期報告の場合と比べて、市場株価を意識した会計数値の操作および報告の機会が少ないため、報告後時間を置くと意図しない他の要因によって株価が下方へと変動する可能性があるためである。

次に、Erickson et al.の研究では行われていないが、サンプルとなった企業の株価の変化について確認しておくことも重要であろう。企業は株価の上昇を意図して利益数値を操作するが、果たして意図したような変化がみられているかどうかを検証するのである。機会主義的会計手続きをとったという有力な証拠が得られたとしても、株価に変化がなければ、実証分析のそもそもの前提が成立しないからである。なお、株価の変化を調査する際、松下電器のケース(3-3-2のケース)のように株式交換に関するニュースによる変化以外にその他諸要因による変動も生じうるのでその点に注意する必要がある。

最後に、買収企業と被買収企業の間にも注意しなくてはならないであろう。

Erickson et al.による分析ではサンプルとなった株式交換の具体的な社名は明らかにされていなかったが、日本における株式交換利用の事例を調べると親会社が子会社を完全子会社化するために利用するという、同一企業グループ内での事例がほとんどであった。日本における株式交換制度導入の経緯を考えるとそのような現状は当然ともいえよう。

しかし、同一グループ内での取引となると、買収企業および被買収企業の双方が株式交換比率の算定を意識するが故に、会計数値の調整を行うという仮説が成り立たな

い可能性がある。なぜならば、親子会社間において株式交換比率の算定のみに焦点を当てた駆け引きが行われるとは考えにくいし、また、同一グループ内であれば、相手企業とりわけ親会社は子会社の経営状態を把握しており、利益数値操作は意味を持たなくなる。むしろ、グループ全体としての利益を考慮した行動をとると考えられる。買収企業と被買収企業双方の業績の良否なども考慮した分析を行う必要があるかもしれない。

株式交換制度そのものが導入されてまだ日も浅く、また、日本における株式交換の特性を考えた場合、Erickson et al.の設定した仮説を単純に当てはめることが妥当であるかどうか疑問ではある。しかし、企業組織の再編が重要な企業経営の方策である現状を考えた場合、企業がそういった状況においていかなる会計行動を選択するのかを分析することはそれなりの意義をもつはずである。