

非適格組織再編に臨む経営者の経済的動機

大沼 宏

東京理科大学

要 旨

本稿は、組織再編時に譲渡損益（通常は営業移転損益として処理される）を計上する税制非適格分割を選択する企業の動機を探ることを主たる目的とする。非適格組織再編についての調査は Maydew, et al. [1999] が代表的である。その一方で、当該研究領域を合併研究の文脈で考えると、非適格組織再編はパーチェス法と類似する。そこで、本稿は Aboody, et al. [2000] や Maydew, et al. [1999] の分析フレームワークに依拠しながら、組織再編の一つである会社分割を中心に据えて分析を進める。

分析の結果、適格会社分割と非適格会社分割の選択は経営者の経済的な動機に関連するという仮説は、部分的にはあるものの採択された。具体的には、営業移転損益の金額の程度と非適格会社分割選択にプラスの関係を見いだすことが出来る。これ以外にも、役員持株割合は非適格会社分割の選択に対して影響を持つことが明らかとなった。この知見は、役員などによる株式の所有割合の高まりが、経営にポジティブな影響をもたらすアラインメント効果（alignment effect）の一つと解釈できる（Wang [2006]）。また、営業移転損益額と実施企業の限界税率との関係についても分析を行った。分析の結果、限界税率が低くて営業移転損益の金額が大きい企業か、あるいは限界税率が高く営業移転損益が小さい企業が非適格会社分割を選択することが明らかになった。

1. はじめに

企業組織再編税制に関する主要規定である法人税法 62 条によれば、原則として資産・負債を移転した法人は、時価による譲渡を行ったものとして、譲渡損益を計上することを求められている。ところが、実際には、組織再編時に、譲渡損益を計上する企業はまれである。移転資産・負債に対する支配が継続している場合、税制適格として、譲渡損益の計上は繰り延べられるため、この特例規定を選択する企業がほとんどだからである（法人税法 62 条の^{1, 2)}）。

では、組織再編時に譲渡損益（通常は営業移転損益として処理される）を計上する税制非適格分割を選択する企業は、何をその動機とするのか。本稿は、この疑問を探ることを目的とする。なぜ税務的な負担を背負い込む非適格会社分割を用いた組織再編を行う企業が存在するのか。そして、非適格会社分割を行う経営者の動機にはどういった要因があるのか。組織再編 (organizational restructuring) を求める経営者の動機は経営者や企業を取り巻く様々な契約条件などと関係を持つのか。

組織再編の動機に関する研究としては、Krishnaswami, and Subramaniam [1999] や Erickson and Wang [2000], Schlingemann, et al. [2002] などが挙げられるものの、非適格組織再編についての調査は Maydew, et al. [1999] が代表的である。その一方で、当該研究領域を合併研究の文脈で考えると、非適格組織再編はパーチェス法と類似する。そこで、本稿は Aboody, et al. [2000] や Maydew, et al. [1999] の分析フレームワークに依拠しながら、組織再編の一

つである会社分割を中心に据えて分析を進める。

分析の結果、適格会社分割と非適格会社分割の選択は経営者の経済的な動機に関連するという仮説は部分的にはあるが採択された。具体的には、営業移転損益と非適格会社分割はプラスの有意な関係であることから、営業移転損益の金額の程度と非適格会社分割選択にプラスの関係を見いだすことが出来る。これ以外にも、役員の時株割合は非適格会社分割の選択に対して影響を持つことが明らかとなった。役員の時株割合が高いために、非適格会社分割を実施することが出来たと指摘できる。この知見は、役員などによる株式の所有割合の高まりが、経営にポジティブな影響をもたらすアラインメント効果 (alignment effect) の一つと解釈できる (Wang [2006])。その反面、経営者報酬に関する変数は一貫して有意な値を示さなかった。営業移転損益と役員報酬、持ち株割合、レバレッジとの交差項のうち、持ち株割合とレバレッジとの交差項は有意な結果 (いずれも+) を示した。

一方で非適格会社分割は、まさに租税がその誘因となっている可能性が推測される。そこで本稿は、営業移転損益額の多寡及び実施企業の限界税率と会社分割との関係について分析を行った。分析結果を要約すると、限界税率が低くて営業移転損益の金額が大きい企業か、あるいは限界税率が高く営業移転損益が小さい企業が非適格会社分割を選択すると解釈できる。前者であれば、収益性が悪いものの営業移転損益は多い企業、後者であれば収益性は高いが営業移転損益の多くない企業が、非適格会社分割を実施する可能性が高いと考えられる。

本稿は次のように構成される。第 2 節は先

行研究の展開について述べる。第3節ではサンプルセレクションとデータについて、第4節ではリサーチデザインと分析結果について説明する。第5節では、非適格会社分割と租税属性の関係についての分析結果を述べる。第6節では要約と今後の研究に対する示唆を提示する。

2. 先行研究の展開

2.1 組織再編の動機に関する研究

欧米では、組織再編等を対象とした調査は数多く行われてきた (Shleifer and Vishny [1992], Erickson and Wang [2000] など)。経営者が組織再編を行う動機については、一般的に次の3点の理由が指摘される。第一に、もっとも効率的に操業できるものに分離する事業を操業させる効率性仮説というものである (Hite, et al. [1987], Maksimovic and Phillips [2001] 等)。第二に、多角化の度合いを抑制することで組織全体の効率性を向上させるが集中仮説が指摘される (Comment and Jarrell [1995], Berger and Ofek [1999] 等)。たとえば、John and Ofek [1995] は、組織再編の目的は事業フォーカスを絞ることで、残った資産の営業効率性を向上させることにあると論じた。Krishnaswami and Subramaniam [1999] は、スピン・オフ (spin-off) を題材に、社内事業部を分社化して市場に上場する狙いは、組織内外の情報の非対称性を緩和し、資本市場の評価を改善させることにあると論じた。第三に、信用制約状況の緩和を目的とした資金調達仮説が上げられる (Shleifer and Vishny [1992], Langa, et al. [1995] 等)。例えば、Frank and Harden

[2001] は、子会社を新規公開する企業カーブアウト (carve-out) をスピン・オフと比較して、この手法を選択する動機について調査した。彼らによれば、カーブアウトを行う企業は、低収益性のために限界税率が低く、資金的に逼迫した傾向にあった。これに対して、公開する子会社は将来有望な市場に属しており、今後も資本関係を通じた有形無形のシナジーを望んでいることが分かった。第四に、経営者はたとえ業績が不振であっても全ての事業セグメントを売却しないというところから、Schlingemann, et al. [2002] は会社分割の動機として二つの仮説を示した。一つは資産流動化仮説であり、いま一つは企業流動化仮説というものである。資産流動化仮説とは、企業が会社分割を志向するが選択肢として資産売却しかない場合、比較的流動性の高そうな資産を企業は売却して、会社分割を行うとする仮説である。企業流動化仮説とは、流動性の高い資産を抱えている企業は実際に組織再編を実施する可能性が高いというものである。分析の結果、会社分割を行う企業はそうでない企業と比べ、企業全体の流動性指標が高いことが分かった。このことから、企業流動性仮説は支持する証拠が得られたと判断される。高い流動性指標のセグメントは、一定の特性をコントロールしても、なお分離される可能性は高い。資産流動化仮説を支持する証拠も得られたと判断される。

2.2 非適格会社分割に焦点を絞った研究

このような多数ある組織再編研究の中でも、適格分割と非適格分割の経済的動機について焦点を当てた調査は、Maydew, et al. [1999] が代表的である。彼らは、課税される会社分割 (tax disadvantaged sale) と非

課税の会社分割（スピン・オフ）のそれぞれを対象に、税務コストがかかっても、それでも会社分割形態を選択するのはなぜかという問題を調査した。彼らは次の4仮説にしたがって検証を行った。第一の仮説は、租税コストは無視するほど僅少（negligible）であるというものである。第二の仮説は租税規定があまりに厳格（stringent）であるが故に、適格分割を選択する余地は、実質的にないというものである。第三の仮説は、非適格分割を実施したことによる対価は、適格分割によって得られる価値よりも大きいというものである。第四の仮説は、財務報告によって得られる便益が大きいため、租税コストを負担しても課税される会社分割を選択するというものである。検証結果から分かったことは、税務コストは決して僅少ではなく、また第2仮説で想定するほど、租税規定（IRC § 335 及び 338（h））の適用は厳しいものでもない³⁾。彼らの結論としては、経営者は租税コストを上回る経済的対価が得られるからこそ、課税される会社分割形態を選択するというものであった。資金的に困窮している企業は、たとえ課税される会社分割形態を選択したとしても、現金等を入手できるので資金流動性は向上する。結果として、税務コスト以上のメリットが非適格分割には含まれている（と考える）から、この分割形態が選択される。

2.3 合併研究からの示唆

非適格会社分割は分割形態だけに着目すると合併手続におけるパーチェス法と類似する。適格会社分割はその反対に、持分プーリング法と類似する。Davis [1990] は、APB opinion No. 16 が公表されて以降 1971 年から 1982 年までの間に合併した合計 177 件のうち、持分プーリング法とパーチェス法のど

ちらの会計手法が用いられたかに応じてサンプルを分割し、それぞれの累積異常収益率（CAR：cumulative average residual return）を比較した。

持分プーリング法を利用した企業の CAR はしばしばプラスであったものの、決して統計的に有意な値を得ることはなかった。その一方でパーチェス法を用いた企業の CAR は一貫してプラスで且つ統計的に有意な値を得た。パーチェス法を採用した合併を投資家は好意的に評価していたと見られる。Robinson and Shane [1990] も 95 件の株式交換による合併について、どちらの手法を投資家は評価していたかを、分散分析や CAR を用いて多角的に分析した。分析の結果、買収手法と被買収企業の買収プレミアムとの間に統計的に有意な関係性が見いだされた。持分プーリング法を利用した合併ケースのほうが、パーチェス法を利用したケースよりも高いプレミアムが得られることがわかった。結果は相反するものの、これによって、会計手法の相違と手法に起因する便益の相違が、合併時の買収価格形成に影響を与えることが明らかになった。

Aboody, et al. [2000] は株式を対価とする合併に際して、パーチェス法と持分プーリング法の選択に影響を与えた経済的動機について調査した。一般的には資本市場からの誘因が想定されるが、彼らは会計数値をベースとする契約の存在を手がかりに、この選択に影響を与えた変数の存在を調査した。彼らは 1991～1997 年において成された 687 件の企業合併を題材に、分析を行った。利益数値ベースの報酬契約を結ぶ CEO は持分プーリング法を選ぶ傾向が高く、パーチェス法選択によるのれん償却費を回避する可能性が高いことが分かった。

3. サンプルセレクションと基本統計量

調査に当たって、(株)イーオーエル社が提供する企業データベース「Eol Esper」を用いてサンプル特定化を行った。株価データ及び財務データについては、株式会社日経新聞メディアマーケティング社が提供する「Nikkei-NEEDS Financial Quest 2.0 (以下日経Needs-FQ)」も利用した。会社分割は最終的に単体での事業であることから、単体の財務データを収集した。合併企業についての情報は(株)レコフ提供の「MARR M & A DATABASESE」を通じて収集した。

Eol Esper を通じて、2002年1月1日から2007年11月30日までに、連結財務諸表上に「営業移転損益」もしくは「組織再編損益」を計上して、会社分割を実施した企業を収集した。これによってヒットした企業数は、非

公開企業及び証券会社も含めて26社であった(こちらをメインサンプルとする)。ただ非公開会社と証券会社はサンプルから除外したので最終的に2社にまで減らした。

同時期に組織再編(主として会社分割)を実施した企業数は、多少の重複も含めても1400社を超えた(Eol Esperを元に調査)。これと比較しても非適格分割の件数は、非常に少ないことが分かる。

続いて、「MARR M & A DATABASESE」を通じて会社分割を行った企業をコントロールサンプルとして集計した。非適格分割に踏み切ったメインサンプルの経済的動機を調査するために、比較対象としてのコントロールサンプルを構成した。基準としては、(1)主に同一産業に属する(2)会社分割を実施したという点である。一部非公開企業と企業グループ内での組織再編サンプルは除外したことで、コントロールサンプルは229社に絞られた。また異常値を除外した結果、メインサンプル

図表1 基本統計量

	Step_up	OWN	BONUS	LEVERAGE	SIZE	DIVID END	CR	Trirate	Nol
平均	-0.003	0.029	0.004	1.201	11.762	0.009	2.142	0.248	0.012
標準偏差	0.054	0.098	0.007	2.719	2.003	0.009	14.557	0.095	0.064
75.00 %	0.001	0.001	0.005	1.159	13.142	0.011	1.25	0.300	0.00
中央値	0	0.00007	0.002	0.338	11.634	0.007	0.80	0.300	0.00
25.00 %	0	1.73e-6	0.0002	0.047	10.267	0.003	0.38	0.150	0.00

図表2 相関係数

	DIVIDEND	OWN	LEVERAGE	CR	BONUS	SIZE	Step_up
DIVIDEND	1.0000						
OWN	0.1265	1.0000					
LEVERAGE	-0.2230	-0.0006	1.0000				
CR	-0.0483	-0.0129	-0.0407	1.0000			
BONUS	0.2776	0.5632	-0.1107	-0.0125	1.0000		
SIZE	-0.1454	-0.3711	0.0686	-0.1117	-0.5930	1.0000	
Step_up	0.0648	0.0177	0.0233	0.0131	0.0304	0.0803	1.0000

図表3 非適格組織再編実施企業についての産業分類
非適格会社分割実施企業

非適格会社分割実施企業		実施年度	
サービス業	1	2000年度	0
食料品	1	2001年度	4
非鉄金属	1	2002年度	6
電気機器	3	2003年度	1
建設業	1	2004年度	7
小売業	2	2005年度	2
化学	3	2006年度	1
倉庫・運輸	2	2007年度	0
医薬品	1	合計	21
情報・通信業	2		
鉄鋼	1		
卸売業	2		
電気・ガス	1		
合計	21		

図表4 全組織再編実施企業サンプルの産業分類

	度数	割合		度数	割合
食品	9	0.036	小売業	21	0.084
繊維	4	0.016	銀行	3	0.012
パルプ・紙	3	0.012	証券	1	0.004
化学	10	0.04	保険	2	0.008
医薬品	3	0.012	その他金融	14	0.056
石油	1	0.004	不動産	8	0.032
ゴム	2	0.008	鉄道・バス	5	0.02
窯業	5	0.02	陸運	1	0.004
鉄鋼	7	0.028	海運	1	0.004
非鉄金属製品	7	0.028	空運	1	0.004
機械	10	0.04	倉庫	2	0.008
電気製品	22	0.088	通信	7	0.028
自動車	3	0.012	電力	1	0.004
輸送用機器	1	0.004	サービス	48	0.192
機密機器	5	0.02		250	
その他製造	9	0.036			
建設	9	0.036			
商社	25	0.1			

とコントロールサンプルの合計は最終的に220社となった。

図表3では非適格会社分割の実施企業の産業分類と実施年度が示されている。また図表4では、今回の分析で用いた全サンプルの産業分類が示されている。

4. リサーチデザインと分析結果

本稿は、Aboody, et al. [2000] が設定した「持分プーリング法とパーチェス法の選択は経営者の経済的動機と関連性を持つ」という仮説に基本的に依拠する。その上で本研究では、会社分割制度を利用した組織再編においても、「適格会社分割と非適格会社分割の選択は経営者の経済的な動機に関連する」という仮説を検証する。具体的には取締役・執行役らが保有する持株割合や役員報酬・賞与、財務上の特約と関係するD/Eレシオ（有利子負債対自己資本比率）、普通配当金の多寡が適格会社分割と非適格会社分割の選択に影響を与えたかを検証する。またMaydew, et al. [1999] に基づき、「流動性が高いので非適格会社分割を実施する」という仮説も検証する。

リサーチモデルは次の(1)(2)で示す。

$$\begin{aligned} & \Pr(\text{disqualifiedDVEST})_{j,t} \\ &= \sum_{Y=2001}^{2007} \beta_0 \text{YEAR}_{j,t-1} + \beta_1 \text{SIZE}_{j,t-1} \\ & \quad + \beta_2 \text{STEP_UP}_{j,t-1} + \beta_3 \text{BONUS}_{j,t-1} \\ & \quad + \beta_4 \text{OWN}_{j,t-1} + \beta_5 \text{LEVERAGE}_{j,t-1} \\ & \quad + \beta_6 \text{DIVIDEND}_{j,t-1} + \beta_7 \text{CR}_{j,t-1} \\ & \quad + \varepsilon_j \cdots (1) \\ & \Pr(\text{disqualifiedDVEST})_{j,t} \\ &= \sum_{Y=2001}^{2007} \beta_0 \text{YEAR}_{j,t-1} + \beta_1 \text{SIZE}_{j,t-1} \\ & \quad + \beta_2 \text{STEP_UP}_{j,t-1} + \beta_3 \text{BONUS}_{j,t-1} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & + \beta_4 \text{OWN}_{j,t-1} + \beta_5 \text{LEVERAGE}_{j,t-1} \\ & + \beta_6 \text{DIVIDEND}_{j,t-1} + \beta_7 \text{CR}_{j,t-1} \\ & + \beta_8 (\text{STEP_UP} * \text{BONUS})_{j,t-1} \\ & + \beta_9 (\text{STEP_UP} * \text{OWN})_{j,t-1} \\ & + \beta_{10} (\text{STEP_UP} * \text{LEVERAGE})_{j,t-1} \\ & + \varepsilon_{j,t} \cdots (2) \end{aligned}$$

YEARは年次ダミー変数である。BONUSは役員（取締役・執行役）の年間報酬・賞与を用いる。OWNは役員（取締役・執行役）の持株割合である。DIVIDENDは、普通株式の配当金である。LEVERAGEは、D/Eレシオ（有利子負債対自己資本比率）を代理変数として使用する。またSTEP_UPは、会社分割実施によって計上された営業移転損益等（総資産額でデフレート済み）を意味する。以上のデータについて、分散不均一性をコントロールするために、全データを前期末総資産価額でデフレートしてある。また、SIZEは総資産額の対数変換額であり、CRは当座比率を意味している。

(1)が基本モデルとなる。一方で(2)では、Aboody, et al. [2000] を参考に営業移転損益と役員賞与、持ち株割合、及びD/Eレシオとの交差効果を見るために β_8 以下の変数を付け加えた。実際の分析では、変数同士の多重共線性を考慮に入れて、複数の検定モデルを用いている。このモデルについてロジスティック回帰分析を行う。

分析結果は図表5の通りである。⁴⁾

モデル全体としての有意水準は高く、決定係数もある程度高い。一方で、経営者の経済的動機として推定していた「配当額の多寡」「経営者報酬等」「役員を持ち株割合」「レバレッジ」そのものが非適格会社分割に直接影響していたかという点については、明確な結果であったとは言いにくい。つまり、「適格

図表 5 分析結果

	Predicted Sign	(1)	(2)	(3)	(4)
Dividend	-	-2.459 (-1.00)	-0.796 (-0.34)	-1.059 (-0.52)	-1.683 (-0.71)
Own	+	-0.178 (-0.77)	2.304 (3.9)***		2.118 (2.6)***
Bonus	?	4.985 (1.40)		3.064 (1.03)	5.768 (1.66)*
Leverage	+	-0.008 (-1.14)	0.005 (0.58)	-0.006 (-0.91)	0.005 (0.579)
Step_up	?	5.179 (2.05)**	177.195 (4.26)***	-6.388 (-0.71)	176.392 (2.79)***
Size	?	0.027 (2.39)**	0.024 (2.37)**	0.032 (3.01)***	0.033 (2.89)***
CR	+	0.004 (3.25)***	0.004 (3.72)***	0.004 (3.53)***	0.005 (3.79)***
(Step_up)*(BONUS)	-			-3817.251 (3.19)***	-203.036 (-0.12)
(Step_up)*(OWN)	+		5709.672 (4.19)***		5668.201 (2.94)***
(Step_up)*(LEVERAGE)	+		29.156 (2.67)***	-0.169 (-0.02)	29.874 (2.19)**
N		220	220	220	220
Pseudo adjR ²		0.147	0.216	0.200	0.214
F-value		4.1045***	5.0041***	4.6887***	4.702***

*** : 1%水準 ** : 5%水準 * : 10%水準。一部を除き片側検定の結果である。

会社分割と非適格会社分割の選択は経営者の経済的な動機に関連する」という仮説は部分的に採択できる。全モデルを通して、各変数の有意性にはある程度の一貫性が見取れる。(3)を除き、営業移転損益と非適格会社分割はプラスの有意な関係であることから、この変数を非適格会社分割選択の代理変数と見なすことが出来る。

モデル(2)と(4)からは、役員持株割合は非適格会社分割の選択に対して影響を持つことが明らかとなった。役員持株割合が高いために、非適格会社分割を実施することが出来たと指摘できる。これは役員などによる株式の所有割合の高まりが、経営にポジティブな影響をもたらすアラインメント効果

(alignment effect)の一つと解釈できる(Wang [2006])。また、モデル(2)と(4)から、営業移転損益と役員報酬、持ち株割合、レバレッジとの交差項のうち、持ち株割合とレバレッジとの交差項は有意な結果(いずれも+)を示した。つまり、持ち株割合の影響は、営業移転損益の金額が大きくなればなるほど強くなると解釈される。レバレッジの影響も、営業移転損益の金額が大きくなればなるほど、強くなることが明らかとなった。移転事業の評価損益が大きければ大きいほど、経営者の経済的な動機が強まるようである。

その一方で、経営者報酬に関する変数は一貫して有意な値を示さなかった。組織再編損益を計上して利益を嵩上げし、これと連動さ

せて報酬を上げるために経営者は非適格会社分割を行うとする仮説は立証されなかった。また財務上の特約による制約条件から非適格会社分割を実施するという仮説も、同様に立証されなかった。

5. 非適格会社分割と租税属性との関係

Dhaliwal, Newberry, and Weaver [2005] (以下DNW) は非適格買収に対する資金調達手段の検証を行った。この研究で特に注目したのは、非適格買収を行うに辺り、米国企業は買収資金を銀行借入・社債発行によって調達したかという点である。DNW は Erickson [1998] と同様、買収企業と被買収企業の租税属性 (tax status) に注目し、租税インセンティブの相違が買収スキームの相違へ影響を与えたかを実証した。分析の結果、非適格買収の実施と租税属性との間に有意な関係が明らかにされた。

DNW や Erickson [1998] に準拠しつつ、引き続き非適格組織再編 (会社分割) の動機として、租税属性が関係していたかを検証する。会社分割は一種の投資活動であることから、租税属性が与える影響を検証するために、限界税率・繰越欠損金と非適格会社分割の関係を探る。

限界税率とは、課税所得が1円増加したときに支払うことになる現在及び将来の法人所得税債務の現在価値を指す。この定義の重要な点は、限界税率の計算には当期の支払い税額ばかりか追加的に生じる将来の租税債務も含まれることである。将来の税金の影響を考慮するので、投資行動の分析に利用される。Scholes, Wolfson, Erickson, Maydew, and Shevlin (2005) に基づくと、限界税率は以

下の4シナリオをもとにして推定される。

第一に、当期課税所得 (Tit) がマイナスで繰越欠損金 (NOL_{t-1}) を保有しないケース、第二に、当期課税所得はマイナスで繰越欠損金を保有するケース、第三が当期課税所得はプラスで繰越欠損金を保有しないケース、最後に当期課税所得はプラスだが繰越欠損金を期首に保有しているケースである。ただし、実際に限界税率を計算するのは様々な状況を予想して推測するので限られたデータを下に推計するのは、実際はかなり大変である。そこで、本稿はDNW や Erickson [1998] を参考に、課税所得の金額と繰越欠損金の金額から3分税率 (trichotomous measure of the corporate tax rate) を利用して限界税率を代用する。当期の課税所得が黒字で繰越欠損金が0の場合、税率は30%とする。当期の課税所得が赤字で繰越欠損金が0の場合と課税所得は黒字だが繰越欠損金は存在する場合は、30%/2=15%とする。課税所得は赤字で繰越欠損金も存在する場合は、税率は0%とする。別の見方をすると、収益性の高い企業ほど限界税率は高くなり、低い企業ほど限界税率は低くなる傾向が見られる。本稿では、課税所得は損益計算書の末端に計上される法人税・住民税・事業税の合計額を実効税率 (0.41) で割り引いて算出した。また、繰越欠損金は日経 Needs-FQ の「税効果会計の対象となった繰越欠損金」を採用している。リサーチモデルは以下の通りである。

$$\begin{aligned} & \Pr(\text{disqualifiedDVEST})_{j,t} \\ &= \sum_{Y=2001}^{2007} \beta_0 \text{YEAR}_j + \beta_1 \text{SIZE}_{j,t-1} \\ & \quad + \beta_2 \text{STEP_UP}_{j,t-1} + \beta_3 \text{Trivate}_{j,t-1} \\ & \quad + \beta_4 \text{Nol}_{j,t-1} + \beta_5 \text{CR}_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t} \cdots (3) \\ & \Pr(\text{disqualifiedDVEST})_{j,t} \end{aligned}$$

図表 6 分析結果

	Predicted Sign	(5)	(6)
Size	?	0.020 (2.27)**	0.021 (2.5)**
CR	+	0.004 (3.52)***	0.004 (3.65)***
Step_up	?	5.244 (2.16)**	-1.754 (-0.5)
Trirate	+	0.189 (0.83)	0.241 (1.06)
NOL	+	0.688 (1.1)	0.681 (1.1)
(Step_up)*(Trirate)	?		-72.536 (-2.02)**
(Step_up)*(NOL)	+		52.838 (0.67)
N		239	239
Pseudo adjR ²		0.145449	0.18552
F-value		4.7045***	4.9136***

*** : 1%水準 ** : 5%水準 * : 10%水準。一部を除き片側検定の結果である。

$$\begin{aligned}
 &= \sum_{Y=2001}^{2007} \beta_0 YEAR_j + \beta_1 SIZE_{j,t-1} \\
 &+ \beta_2 STEP_UP_{j,t-1} + \beta_3 Trirate_{j,t-1} \\
 &+ \beta_4 Nol_{j,t-1} + \beta_5 CR_{j,t-1} \\
 &+ \beta_6 (STEP_UP * Trirate)_{j,t-1} \\
 &+ \beta_7 (STEP_UP * Nol)_{j,t-1} + \varepsilon_j \dots (4)
 \end{aligned}$$

当該モデルの中で、Trirate が 3 分税率を表す。ただ、限界税率を計算する際に、繰越欠損金の金額は強く関係する。そこで、繰越欠損金の金額も変数として利用する。このモデルについても、前節と同様にロジスティック回帰分析を行う。

分析の結果、租税属性が与える影響はかなり限定的であることが明らかになった。限界税率の代理変数である Trirate と繰越欠損金が非適格会社分割選択に与えた影響はプラスであるものの、結果は有意ではなかった。一方で Trirate と営業移転損益の交差項がマイナスで有意であった。この結果から解釈する

と、限界税率が低くて営業移転損益の金額が大きい企業か、あるいは限界税率が高く営業移転損益が小さい企業が非適格会社分割を選択すると解釈できる。前者であれば、収益性が悪いものの営業移転損益は多い企業、後者であれば収益性は高いが営業移転損益の多くない企業が、非適格会社分割を実施する可能性が高いと考えられる。

6. 要約と将来の展望

分析の結果、非適格会社分割の選択に役員の持株割合、総資産、当座比率、営業移転損益の金額が影響を与えていることが分かった。符号条件から、役員の持株割合が高く、総資産が大きい企業ほど非適格分割手法を選択する傾向にあると解釈できる。非適格会社分割を実施するためには、被買収企業株主へ現金を支払う必要があるため、当座比率の高いこ

とが非適格組織再編の条件となる。同時に限界税率の高低も営業移転損益の金額を介して関係する。非適格会社分割は分割事業（譲渡事業）の評価結果を、利害関係者へ明確に示すことに目的があると推測される。事業の収益性や将来性などを内外に明示するために、非適格会社分割を選択するのであれば、それは経営者の事業改革や構造改革への覚悟を示すのに適している。

持株比率が高まれば経営改革に対する役員陣のコミットメントも高まるため、財務的には不利であっても組織再編を進めることができたのだと考えられる。その意味では、本稿の分析は、過去のコーポレート・ガバナンス研究の研究成果とある程度合致した結果であった。とはいえ本研究も諸研究と同様、内生変数の問題を抱えている。また変数設定はかなりラフにしているため、未発見の相関する変数 (missing omitted correlated variable) の存在を否定できない。変数同士が場合によっては見せかけの相関 (spurious correlation) が生じている危険性は認識しなければなるまい。

非適格会社分割手法を選択した企業群の動機の分析自体が稀少であり、さらにその要因を証券市場以外に求めた研究は稀少である。今後は証券市場データを利用した分析に取り組んでいきたい。

【参考文献】

- Aboody, D., Kaznik, R., and M. Williams [2000] "Purchase versus pooling in stock-for-stock acquisitions: Why do firms care?", *Journal of Accounting and Economics*, 29 (3), pp. 261-286.
- Berger, P., and E. Ofek, [1995], "Diversification's effect on firm value," *Journal of Financial Economics*, 37 (1), pp. 39-65.
- Comment, R. and G. Jarrell [1995] "Corporate focus and stock returns", *Journal of Financial Economics*, 37 (1), pp. 67-87.
- Davis, L. [1990], "Differential market reaction to pooling and purchase methods", *The Accounting Review*, 65 (3), pp. 696-709.
- Dhaliwal, D.S, NewBerry, K.J. and C.D. Weaver [2005] "Corporate Taxes and Financing Methods for Taxable Acquisitions", *Contemporary Accounting Research*, 22 (1), pp. 1-30.
- Erickson, M. [1998] "The Effect of Taxes on the Structure of Corporate Acquisitions", *Journal of Accounting Research*, 36 (2), pp. 279-298.
- Erickson, M, and S. Wang [2000] "The Effect of transaction structure of corporate acquisitions", *Journal of Accounting and Economics*, 30 (1), pp. 59-97.
- Frank, K., and J. W. Harden [2001], "Corporate restructuring: A comparison of equity carve-outs and spin-offs," *Journal of Business, Finance, and Accounting*, 28 (3/4), pp. 503-529.
- Hite, G. L., Owers, J. E. and R. Rogers [1983] "The market for interfirm asset sales: partial sell-offs and total liquidations," *Journal of Financial Economics*, 18 (2), pp. 229-252.
- John, K. and E. Ofek [1995] "Asset sales and increase in focus", *Journal of Financial Economics*, 37 (1), pp. 105-126.
- Krishnaswami, S., and V. Subramaniam [1999], "Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision," *Journal of Financial Economics*, 53 (1), pp. 73-112.
- Langa, L., Poulsen, A., and R. Stulz, [1995], "Asset sales, firm performance and the agency costs of managerial discretion", *Journal of Financial Economics*, 37 (1), pp. 3-37.
- Maksimovic, V. and G. Phillips [2001] "Do conglomerates allocate resources efficiently?" *Journal of Finance*, 57 (2), pp. 721-767.
- Maydew, E., Schipper, K., and L. Vincent [1999], "The impact of taxes on the choice of divestiture method", *Journal of Accounting and Economics*, 28 (2), pp. 117-50.
- Robinson, R. and P.B. Shane [1990] "Acquisition accounting method and the bid premium for target firms", *The Accounting Review*, 65 (1), pp. 25-48.
- Schlingemann, F., Stultz, R., and R. Walking

[2002] “Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets,” *Journal of Financial Economics*, 64 (1), pp. 117-144.

Scholes, M., M. Wolfson, M. Erickson, E. Maydew, and T. Shevlin [2005] *Taxes and Business Strategy: A planning Approach*, 3rd Edition, Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.

Shleifer, A. and R.W. Vishny [1992] “Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach”, *Journal of Finance*, 52 (4), pp. 1343-1366.

Wang, D. [2006] “Founding family firms and earnings quality”, *Journal of Accounting Research*, 44 (3), pp. 619-656.

大沼宏 [2003] 「会社分割会計制度の背後にある意味—会計における「透明性」—」『商学討究』, 54 (1), 309-329 頁

加賀谷哲之・伊藤邦雄 [2002] 「企業価値経営論(4) 『一橋ビジネスレビュー』, 50 (2), 124-142 頁
(本研究は文部科学省科学研究補助金若手研究(B) (課題番号: 18730288) の補助を受けている。記して感謝の意を表したい。)

【注】

1) 組織再編法制が制定されるまでは、組織を分割する場合は現物出資、事業売却、事後設立、子会社売却などさまざまな仕組みが利用されてきた。しかしいずれの方法も手続きに時間がかかるほか、検査役による資産精査が必要など、時間も手間もかかった。法人税制上も、会社再編のさまざまな仕組みに対して、課税繰り延べが困難など、積極的に行えない要素も少なくなかった。こうした問題点を解決するために、会社再編制度が制定された。当該制度の下では、会社分割とは、ある会社

(分割会社) の営業の一部または全部を他の会社(承継会社) に承継させ、対価としての株式を分割会社ないしは分割会社の株主が取得することをいう。「分割」とは分割会社側からみた用語であり、承継会社側からすると承継した事業を既存の事業と「結合」させる意味を持つ。

2) 会社分割は分割会社の営業を承継会社に承継させることを意味する。この際承継会社が既存の会社である場合を「吸収分割」という。一方分割を機に新たに設立した会社に営業を承継する場合を「新設分割」という。会社分割では営業承継の対価として承継会社の株式が発行される。この株式が分割会社に割り当てられる場合を「物的分割」または「分社型分割」という。この株式が分割会社の株主に割り当てられる場合を「人的分割」または「分割型分割」という。分割会社と分割会社の株主の両方に株式が割り当てられる形式を「折衷型」という。これ以外にも、既存の会社同士で事業を出し合って共同で新設する共同新設分割と、既存の企業に事業を集中させる共同吸収分割がある。つまり会社分割制度は基本的に8通りの選択肢が存在する。またこれ以外にも1999年度から利用が認められた株式移転と株式交換を加えると、全部で10通りの選択肢の元で会社再編は実施されることが考えられる。詳細は拙稿[2003] 参照。

3) 確かにIRC § 335 と 338 (h) (10) 等は、非課税の会社分割を実施する場合についていくつかの要件を規定している。規定の詳細については、Block [2001] を参照。

4) 図表5と6について、年次ダミー変数の結果は含めていない。分析の結果、2004年以外有意な値を得ることは出来なかった。この結果について、詳細は不明であるものの、件数がある程度この年に集中していたことが原因と考えられる。