

## 企業再編戦略に関する経済理論研究

吉田, 友紀

<https://doi.org/10.15017/1931688>

---

出版情報 : 九州大学, 2017, 博士 (経済学), 課程博士  
バージョン :  
権利関係 :

氏 名 : 吉田 友紀

論 文 名 : 企業再編戦略に関する経済理論研究

区 分 : 甲

## 論 文 内 容 の 要 旨

本論文では、社会的に価値のある企業をより効率的に運営するにはどうすべきか、という問題を2種類のタイプの企業再編手法（事前的企業再編と事後的企業再編）に焦点を当てながら分析している。ここで、事前的企業再編とは、企業がそれほど危機的状況にないときの企業再編手法を意味し、代表的なものとしては事業買収・譲渡・企業合併・スピノフなどがある。また事後的企業再編とは、経営能力によらない為替レートなど国際的な経済環境の変化の影響で業績が悪化し、企業破産の状況に陥った場合、多くは私的整理や法的整理を通じて再建を目指すことを意味する。この場合、社会的に価値のある企業であれば、再建させた方が社会全体にとって望ましいので、再建のための手続きや法制度の整備が重要となる。

第1章では、企業を取り巻く現状について統計情報をもとに概観し、事前の企業再編戦略としての事業譲渡・買収・スピノフ（分社化）の重要性やその効果について解説する。続いて事後的企業再編制度として、私的整理と法的整理・財務再建のための手法について説明している。

第2章では企業再編に関わる基礎理論を、既存の経済学的研究をもとに概説する。主に企業買収の要因・メリットと破産制度の基本的問題について既存研究をもとに概説している。

続く、第3章から第5章では、事前の企業再編手法であるスピノフ・事業譲渡・企業買収を取り上げている。

まず、第3章では、スピノフと事業譲渡を代替可能な選択肢として戦略的に選ぶことができる状況を考察し、市場需要拡大期においては親企業の観点からはスピノフよりも事業譲渡の方が戦略的に優位性をもつが、社会的観点からはスピノフの方が望ましくなることを明らかにした。

第4章では、親会社のスピノフ（分社化）する企業への関与の程度をスピノフ企業への出資比率で表し、出資比率の多寡如何により、スピノフ企業が実行するプロジェクトの選択権が決まる状況をモデル化している。分析の特徴として、スピノフ企業は常に利己的行動をとるわけではなく、親企業とのこれまでのあるいは今後の関係性を重視した行動をとると想定し、分析していることである。結果として、ハイリスクハイリターンプロジェクトの方がスピノフ企業の努力水準が高まることやプロジェクト選択権の所在に関係なく、プロジェクト間の収益格差が大であるときにはハイリスクハイリターンの方を、収益格差が小のときにはローリスクローリターンの方が選択されることが示された。さらに、スピノフ企業が利己的に行動する場合、局所的努力水準の変動パターンを明らかにしている。

第5章では企業買収をより円滑にする表明保証保険制度が、売手の損害回避行動と買手のデューデリジェンス行動に与える影響について不完備契約の枠組みを用いて分析している。売手と買手が共に保険に加入する場合、売手は損害回避努力を怠るものの買手はデューデリジェンス行動を手控えるか促進するかは状況に依存することが明らかになった。買手は売り手の保険加入により、損

害回避努力を弱めることを予想し、損害発生による被害が大きいことを察知する一方、デューデリジェンス行動を手控えることによる損害立証ができない場合、保険会社からは補償が一部しか得られなくなることによる。さらに、売手のモラルハザード対策として、売手への保険料を一部返済することが効果的であることを示している。

次の第6章では、事後的企業再編手法として私的整理と法的整理という企業再建手続きについてより現実的なモデル化のもとで詳細な分析を行った。企業が存続の危機に陥った場合の事後的な再編手法として、事業再生ADRや（私的整理）ガイドラインを用いた私的整理と、民事再生法に代表される法的整理という制度のもとでの債権者間のコーディネーション問題を前提とし、生産事業プロジェクトへの再投資水準の効率性と事後的な企業処理についての効率性への影響を分析している。さらに企業再建に関する合意成立要件としてどのようなルールが望ましいのか、資産価値の配分ルールの違いが、均衡としての企業処理にどのような影響を与えるのかについても分析し、経済学的観点から見た望ましい返済ルール・合意成立ルールについて検討している。その結果、以下の3点が明らかになった。第1に私的整理（事業再生ADR）で新ルールの効果を得るためには、厳密なAPルールを採用することは望ましくない。債権者間の交渉ルールなどのAPV(absolute priority rule violation)を用いた方が、企業再建の効率性を高めることができる。APVが企業価値を高めることは既存論文でも主張されてきたが、複数クラスの債権者間のコーディネーション問題と私的整理の成立要件について分析している点がオリジナルである。実際、私的整理の再建計画案における金融支援策では、厳密なAPルールではなく各クラス債権者の債権額に対してある同比率分だけ返済するプロラタ方式が採用されることが多い。第2に、仮に私的整理においてAP返済ルールを適用するとした場合には新ルールが効果を得るためには、多数決において金額ベースの要件を外し、人数ベースのみにすべきであることを示した。第3に経営者に対するサイドペイメントは、企業に対する債務減免の程度を高めることと解釈でき、企業を再生させるためには、厳密に（残余財産を債権者間ですべて配分するという）法的ルールを適用するのではなく、企業にとってある程度余裕のある減免を行うことへコミットする方が望ましいことが示された。この点は、既存の法的ルールの再検討の余地があることを示唆する。ただし、かかるコミットが戦略的破産につながるリスクは存在するが、経営者が事業継続に価値を見出す限りその可能性を重視する必要性は乏しいものと考えられる。

第7章ではこれまでの各章をまとめ、今後の課題と展望について述べる。