

企業資産の売却が企業価値に及ぼす影響

— 米国における事例分析を踏まえて —

柏木 敏

アメリカでは一九六〇年代から一九七〇年代にテークオーバーによる事業の多角化が行われ、コングロマリット合併ブームを出現させた。しかし、一九八〇年代になると、コングロマリットは解体され、事業の再集中が図られるようになった。その背景には機関投資家の成長による株主権の強化があった。わが国においても、バブル崩壊後の不況の中で、企業はこれまでに拡大してきた事業の再編成を迫られている。これまで会社の事業部門の売却は営業譲渡によって行われてきたが、最近、会社分割を円滑に進めるための制度が

整えられた。わが国の場合には、企業に対して株主の発言が行われるようになってきたとはいえ、企業の最終生産物である製品市場での競争が果たした役割が大きかった。

一、資産売却の動向

最近、アメリカの企業経営において、かつてのコングロマリット化からコア・コンピタンス（競争能力をもつ中核事業）への経営資源の再集中が図られている。わが国でも、長引く不況のもとで

選択と集中による企業組織のリストラクチャリングが求められている。

一九八〇年代になって、アメリカでコア・コンピタンスへの回帰が行われた原因の一つは、豊富な資金を持つ機関投資家の台頭にある。機関投資家の成長によって、投資が高度化し、企業の株式価値が精査され、証券市場における情報の伝播が促進され、その結果、証券市場が効率的になったといわれている。投資家は、一九六〇年代から一九七〇年代にかけての事業分散化によって形成された企業グループ内で資金を融通しあう、内部資本市場のメリットが、資本市場の発達によりもはや株主価値に寄与していないことに気がついた。コングロマリット化は事業部門間での相互補助を可能にし、収益性とは関係なく、企業組織を巨大化していたのである。こうして、コングロマリットはテークオーバーされた後に、各事業部門に解

体され、それぞれの専門家の手にその経営が委ねられ、株主価値の向上が図られた。機関投資家は、また、ジャンク債市場における主要投資家として資金面からもテークオーバー活動を支えていた。

企業組織のリストラクチャリングの方法としては、資産売却（セル・オフ、あるいは、アセット・セール）、子会社株式上場（エクイティ・カーブアウト）、会社分割（スピン・オフ）、などがある。いずれも、会社支配権の変更を伴うことから、M & A市場の一部と考えられている。アメリカにおけるテークオーバーと資産売却の各件数を見ると、テークオーバーが一九七〇年にピークをつけた後、一九七二年に資産売却のピークがやってきた。この現象は、行過ぎたテークオーバーが資産売却という形で修正されていたのだと解釈されている。しかし、図1によれば、一九九〇年代

には、テークオーバーと資産売却がほぼ同時に増加し続けている。この傾向は、企業が買収・合併によってコア・ビジネスを強化する一方で、そうでない一部の資産の売却を行っていたことを示している。

わが国においても、収益の分散化を目的とした事業の分散化から、資産効率を重視した再集中への流れが見られる。「企業行動に関するアンケート調査報告書」（経済企画庁編）は、経済情勢に応じて企業経営者がどのような行動をとったかを報告している。同報告書によると、一九八〇年代半ばでは、景気回復を背景にして経営の多角化が長期経営戦略の一つだった。多角化の理由として、「経営の安定化」、「現事業での需要が見込めない」、「需要の急成長が見込める分野が存在する」、などが挙げられていた。しかし、一九八〇年代後半になると、円高、新興工業国の追い上げ

などによって、事業の再構築を迫られるようになった。さらに、一九九〇年代に入ると、バブル期の事業拡大の反省、不況による財務体質の悪化などから、収益性の低い非主力事業を縮小し、「自社の得意分野への特化」を目的とした事業ポートフォリオの再構築を迫られた。

事業ポートフォリオ縮小の方法としては、これまで他事業部門への統合、あるいは、清算という形がとられていたが、今後、分社化、事業統合、営業譲渡・売却が利用されるだろうと経営者は予想している。営業譲渡は、M & Aと同様の効果をもっており、分社化、あるいは、会社分割の手段として用いられてきた。最近になって、事業再編を円滑にするために会社分割制度が整えられた。

一九九七年の株式交換制度の創設によって企業買収の対価として株式の発行による支払いが認められた。さらに、二〇〇〇年には会社分割制度が創

企業資産の売却が企業価値に及ぼす影響

図 1 - 1 アメリカにおける合併の推移

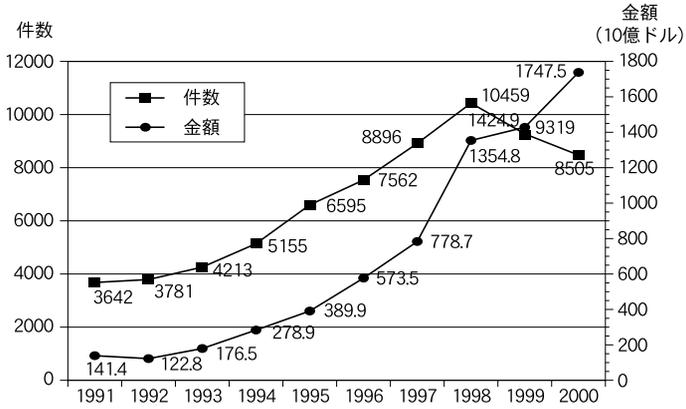
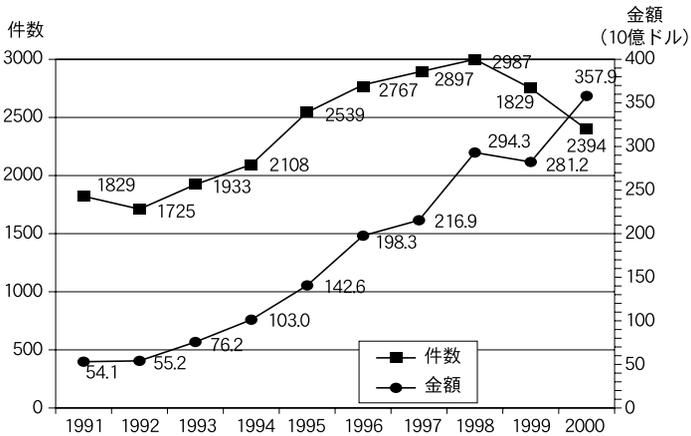


図 1 - 2 アメリカにおける資産売却の推移



(出所) Mergers & Acquisitions.

設され、これまで指摘されていた営業譲渡に伴う機動性、税制上の問題点の解決が図られた。

会社支配権の移動は、わが国の経済風土に適さないと言われてきたが、最近では、図2に見られるように、M & A、営業譲渡件数が急速に拡大している。この傾向は企業収益の悪化による企業再編を反映しているが、関連会社間での取引が多く、上場会社間での取引はそれほど多くない。しかし、会社支配権移動への対抗手段としての株式持ち合いが崩れつつあることから、わが国においても会社支配権市場が活発になる可能性も指摘されている。

二、資産売却の理由

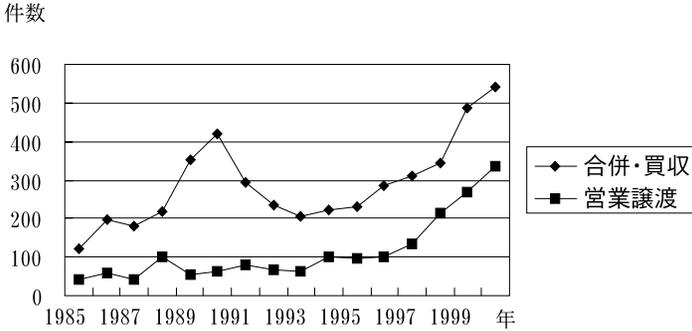
一般に、経営不振によって資本市場の利用を閉ざされているディストレス会社が、資金調達、あ

るいは、負債の返済のために資産売却を行っていると考えられている。しかし、一九七一一一九八二年に行われた金額一億ドル以上の資産売却一〇三件の理由を表1を見ると、ディストレス会社だけが資産売却を行っていたのではないことがわかる。この表は、資産売却の主な理由が企業戦略の変更であり、業績の悪化を理由とするものは全件数の二一・五%であることを示している。

ディストレス状態にない会社が、資金調達あるいは返済を目的として資産売却を行うことは合理的ではない。何故なら、資産の売却によって資金調達を行ったとしても資本の増加にはならないし、また、売却代金を負債の返済に当てるにしても、換金性に難があり、流動性が欠けているためにコストが高くつくからである。従って、ディストレス会社と健全会社では、異なった理由によっ

企業資産の売却が企業価値に及ぼす影響

図2 M&Aと営業譲渡件数



(出所) マール、2001年6月号

て資産売却が行われている。

デイトレス会社の場合には、破産を回避するために、負債の返済を目的にして資産売却が行われる。このとき、資産売却をめぐる債権者と株主は対立関係にある。債権者は企業の資産に対して一定額の債権を持っている。企業がこの負債の返済に当てるための十分な資産を持っていないとき、企業は破産し、債権者は株主に優先して債権の支払いを受ける。

一方、株主は残余財産請求権を持っているが、企業資産が負債額よりも小さい場合、資産の分配を受けることは出来ない。しかし、株主は有限責任であるから、そのような場合でも、出資以上の支払いを求められることはない。このとき、株主は企業資産に対して負債額を行使価格とするコール・オプションを持っていると考えられる。株主は、企業資産が負債よりも小さくなった場合に

は、オプションの行使を放棄することによって損失の拡大を防ぎ、反対の場合には、オプションを行使して債権者から負債価額で会社を買い取ることが出来る。オプション価格理論によれば、オプションの価値は、その原資産である企業資産が大きいほど、また、そのリスクが高いほど大きくなる。ここで、企業資産は、営業活動によってキャッシュ・フローを生み出し、株式、債券のリターンのもとになるものである。したがって、株主は、資産売却によつて資産の一部が負債の返済に充てられると株式価値が低下するために、資産売却を望まないかもしれない。しかし、デレストレスの原因が株主の利益と無関係な経営者の裁量行動にあるのならば、資産売却は経営者の支配下にある資産を減少させるのであるから、彼らの浪費を抑制することになり、株主価値の向上が期待出来るという面もある。

健全会社の資産売却は、資金調達というよりは、表1に見られるように、企業の経営戦略の変更に伴って行われている。資産売却は、それまでのロングロマリット化から、得意分野への経営資源の再集中を目的として行われていた。

経営者は企業規模拡大によつて、報酬以外の金額では表示されない、さまざまな利益を得ており、株主の利益と関係なく事業を広げようとする誘因を持っている。ロングロマリット企業が単一事業の企業よりも企業価値が低いという現象は、分散化による損失と呼ばれ、投資家からすればクローズ・エンド型投資信託の購入に似ている。クローズ・エンド型投資信託には、それを構成する個々の株式価値の合計よりも、何故か価値が低いというパズルともいべき現象があることはよく知られている。分散化の損失もこれと同じ現象であり、事業部門間での相互補助による不採算部門

企業資産の売却が企業価値に及ぼす影響

表1 資産売却の理由

理 由	件数
フォーカス、あるいは企業戦略の変更	43
不採算部門、あるいは誤った買収	22
買収、あるいはレバレッジド・バイアウトのための資金調達	29
反独占	2
現金の必要性	3
テークオーバーに対する防衛	1
有利な売却価格の提示を受けた	3
計	103

(出所) Kaplan and Weisback (1992), p.114.

の温存、あるいは、経営者による個人的な会社資産の浪費が、企業価値の低下を招いている。投資家からすれば、十分な資金さえあれば、コングロマリット企業の株式を購入するよりも、各事業を分社化して、各会社に直接投資し、自ら分散化ポートフォリオを保有するほうが有利である。すでに述べたように、膨大な資金と優れた企業評価能力を持つ機関投資家の成長が、このようなコングロマリット企業の解体に拍車をかけた。

投資家からすれば、資産売却は不採算部門を分離し、資産を最も有効に活用できる経営者に委ねることが可能になり、企業価値の向上が期待できるから好ましいことである。しかし、同時に、会社内にフリーキャッシュ・フローが発生するたため、資産売却に対する投資家の反応は、売却代金の処分方法によって異なる。売却代金が会社内に留保される場合、経営者の裁量に委ねられるフ

リー・キャッシュ・フローが増加し、エージェンシー問題を引き起こすため、企業価値が低下する可能性もある。一方、売却代金が配当、自社株買戻しなどによって株主に返却されれば、このようなエージェンシー問題は発生せず、資産売却によって株価は上昇すると考えられる。

三、株価効果

資産売却の株価に及ぼす影響は、企業に固有のイベント（出来事）に対する株式市場の反応を分析するイベント・スタディーによって明らかにされている。ここでは、資産売却アナウンスメント前日および当日の二日間の累積異常収益率、すなわち資産売却が原因で生じた株式収益率によってその影響の大きさを判定している。

Lang ほか（一九九五）の研究によれば、一九

八四—一九八九年に行われた資産売却九三件のアナウンスメント前六カ月間の株式収益率は、市場収益率よりも六・二五%高かった。一方、Slovik ほか（二〇〇〇）は、一九八〇—一九九三年に行われた資産売却二〇八件について、同期間の株式収益率が市場収益率よりも三・六六%高く、資産売却会社全体としては、業績の悪化が存在していなかったことを示している。また、二〇八件のうちには、業績悪化会社によるものが一六件含まれており、会社業績が資産売却代金の処分方法に及ぼす影響も示されている。すなわち、業績悪化会社による資産売却代金は、債権者への返済に充てられていたが、健全会社の場合は株主に返却されるか、あるいは、再投資のために会社内に留保されていた。

一般に一九六〇年代から一九八〇年代における資産売却会社の株価は、アナウンスメント前日と

当日の二日間で〇・一七%から二・三三%上昇していることが認められている。Langほか（一九九五）は、ディストレス会社の資産売却アナウンスメント効果を一・四一%と推定したが、Slovinほか（二〇〇〇）による健全会社のアナウンスメント効果の推定値も一・九七%であった。どちらのアナウンスメント効果も差がないことから、資産売却は、会社の業績に関係なく売却会社株主に利益与えていたことを示している。

しかし、資産売却会社株主に生じた利益のみによって、資産売却の効果を判断することは出来ない。資産売却による経済全体としての利益は、売却会社、買い受け会社それぞれの富の増加を合計して判断されるべきものである。もし、売却会社株主の利益が買い受け会社株主の損失によって相殺されているのであれば、経済全体としての利益はなく、単に株主間での富の移転にすぎない。

このような視点から、表2で、Slovinほか（二〇〇〇）による売却会社、買い受け会社それぞれの株主へのアナウンスメント効果を示している。この表によれば、ディストレス会社が資産売却を行った場合、売却会社株主にマイナス一・〇四%の損失が生じる一方で、買い受け会社一・〇六%の利益が生じていたことがわかる。この結果は、ディストレス会社の株主が資産売却を望まないかもしいという推測と整合的であるが、また、資産売却が相対で行われるため、ディストレス会社が、不利な条件で売却に応じなければならなかったためだとも解釈することもできる。この場合、双方の株主の利益は相殺されているから、経済全体としては何ら企業価値の創出が行われていなかったといえる。

一方、業績に問題がない会社の株主は、資産売却アナウンスメントによって二・二二%の利益を

表2 売却会社、買い受け会社、各株主への資産売却アナウンスメント効果

	ディストレス会社	健全会社
売却会社	-1.04% (-1.14)	2.22%* (12.14)
買い受け会社	1.60%* (2.71)	-0.64%* (-3.35)

(注) アナウンスメント前日、当日の二日間の累積異常収益率、
 かつこ内はt値、また*は1%水準で有意であることを示す
 (出所) Slovin et al. (2000), p.222.

えていたが、買い受け会社の株主にはマイナス〇・六四%の損失が生じていた。この損失は、適切な買収によって企業価値の低下を招いたか、あるいは、過大な対価を支払ったために、買い受け会社株主から売却会社株主に対して富の移転が生じたためである。しかし、株主のポートフォリオが分散化していれば、この富の移転は株主全体にとって損失とはいえず、経済全体としてみれば企業価値の創出があったといえる。

表3は資産売却代金の処分方法が株価に及ぼす影響をまとめている。この表は、売却代金が債権者、株主に支払われた場合、売却会社株主に三・五八%の利益が、一方、買い受け会社株主にマイナス一・六二%の損失が生じており、買い受け会社株主から売却会社株主への富の移転があったことを示している。売却代金が再投資のために会社内に留保された場合、売却会社株主に一・一四%

企業資産の売却が企業価値に及ぼす影響

表 3 資産売却代金の処分方法と株価の反応

	債権者、株主への支払い	資金調達
売却会社	3.58%* (10.92)	1.14%* (4.77)
買い受け会社	-1.62%* (-4.98)	0.16% (0.65)

(注) アナウンスメント前日、および当日の2日間の累積異常収益率、かつこ内はt値、*は1%水準で有意であることを示している

(出所) Slovin et al. (2000), p.224.

の利益があつたが、買い受け会社株主には影響が見られなかつた。どちらの場合も、双方の株主の利益、損失を合計すると一・三〇一・九六%の利益が経済全体として見られた。この結果は、資産売却会社の株主の利益が、売却代金の処分方法の影響を受けていることを示している。資産売却代金が会社外に支払われず、社内に留保されると経営者の裁量行動が助長されるために株価が低下するのである。

わが国における資産売却のイベント・スタディーによる実証研究は、村松・宮本（一九九九年一〇月から一九九六年九月までの五年間における、東京証券取引所六〇社による営業譲渡六八件である。このサンプルのうち、東京証券取引所上場会社が買い受け会社になっていたのは二一件だった。

4表は村松・宮本のサンプルから、資産売却金額一〇億円以上と売却金額明示なしの計四八件

と、同一産業内で総資産額からみてほぼ同規模の対照グループ四五件の、売却アナウンスメント前年の財務的特徴を、大和総研「アナリスト・ガイド」によって比較したものである。資産売却を行っていたグループは、総資本利益率、株主資本利益率、インタレスト・カバレッジが、対照グループに比べて統計的に有意に低かった。また、統計的に有意ではなかったものの、株式収益率は売却グループのマイナス五・三〇%に対して、対照グループはマイナス〇・一一%であった。これらからみて売却グループは、対照グループに比べて業績が悪化していたことがわかる。株式所有構造を見ると、売却グループの金融機関持株比率が大きいことから、資産売却に当たって金融機関の影響が存在していたことをうかがわせるが、統計

的に有意ではなかった。

村松・宮本の推定によれば、資産売却アナウンスメント前日と当日の二日間の資産売却による異常収益率はマイナス〇・七九%であった。試みに、売買金額一〇億円以上二八件と金額明示なしの二〇件にわけて、後藤（一九九七）の方法に従い異常収益率を計算したものが表5である。表5は、村松・宮本と同じ二日間のアナウンスメント効果がそれぞれマイナス〇・〇二%、マイナス〇・〇六三%であることを示している。また、これらの買い受け会社全体の資産売却による収益率の変化は、アナウンスメント前日、および当日の二日間で〇・〇〇五%であった。しかし、統計的に有意であったのは金額の明示がなかったグループのアナウンスメント当日のみであった。この結果は、資産売却が売却会社、買い受け会社の双方の株主に、ほとんど利益を与えていなかったこと

企業資産の売却が企業価値に及ぼす影響

表 4 資産売却会社のアナウンスメント前年の財務的特性

	売却グループ ¹⁾	対照グループ ²⁾	格差 (z 値) ³⁾
総資産 (百万円)	736,924.1 (883,547.22)	675,602.76 (815,724.47)	0.34 (0.36)
10大株主比率 (%)	39.39 (11.50)	41.76 (14.14)	-0.88 (0.18)
金融機関持ち株比率 (%)	46.03 (11.07)	43.59 (10.45)	1.06 (0.14)
総資本利益率 (%)	3.99 (3.60)	5.06 (3.35)	-1.48** (0.06)
株主資本利益率 (%)	-0.24 (12.15)	4.31 (5.00)	-2.38* (0.01)
自己資本比率 (%)	35.87 (18.34)	37.62 (18.82)	-0.45 (0.32)
インタレストカバレッジ	5.53 (12.22)	8.28 (18.37)	-2.38* (0.01)
株式収益率 (%)	-5.30 (24.05)	-0.11 (27.68)	-0.95 (0.16)
サンプル数	48	45	

(注) 1), 2) カッコ内は標準偏差

3) カッコ内は p 値、*、**、は 5%、10%水準で有意

(資料) 大和総研「アナリストガイド」

表 5 営業譲渡のアナウンスメント効果

	- 1	0
売却会社		
10億円以上	-0.006 (0.3557)	-0.006 (0.3557)
金額明示なし	-0.001 (0.412)	-0.062** (0.058)
買い受け会社全体	0.007 (0.605)	-0.002 (0.212)

(注) - 1, 0 はアナウンスメント前日、当日を示す。カッコ内は符号検定の p 値で、** は 10%水準で有意

を示している。

わが国で、資産売却に対して株価の反応が見られなかった原因としては、売却会社の資産規模に比べて売却資産額が小さいためか、あるいは、金額が明示されていないために、アナウンスメントによってシグナルされる情報内容が明確でなかったこと、あるいは、Asquith ほか（一九九四）が指摘しているように、経済全体が不振状態にあったために、売却資産の流動性が大きく欠けていたことなどが考えられる。さらに、企業リストラクチャリングは株主からの圧力というよりは、製品市場の競争が強まったために行われていることも暗示している。

四、終わりに

アメリカの場合、株主の圧力によって企業のリ

ストラクチャリングが行われ、事業再集中の結果、企業価値が上昇した。わが国では、営業譲渡というリストラクチャリングに対して株価の反応は見られなかった。企業経営者の意識調査から推測すると、製品市場のグローバルな競争が、企業の生産活動の効率化を促したと思われる。しかし、わが国の資産売却の株主価値への影響については、製品市場、株主所有構造、金融機関の役割などの要因についてもさらに詳しい検討が必要であると思われる。

（参考文献）

- Asquith, Paul et al. (1994). "Anatomy of financial distress: an examination of junk-bond issuers." *Quarterly Journal of Economics*, 109 pp.625-658.
- Brown, David T. et al. (1994). "Asset sales by financially distressed firms." *Journal of Corporate Finance*. 1 pp. 233-257.
- Lang, Larry et al. (1995). "Asset sales, firm performance,

企業資産の売却が企業価値に及ぼす影響

- and the agency costs of managerial discretion." *Journal of Financial Economics*, 37 pp.3-37.
- Kaplan, Steven N., and Michael N. Weinsback, (1992). "The success of acquisitions: evidence from divestiture." *Journal of Finance*, 47 pp.107-138.
- Slovin B. Myron et al. (2000). "Asset sales: restructuring, financing, or an agency problem?" *Advances in Financial Economics*, 5 pp.207-232.

後藤雅敏（一九九七）、「会計と予測情報」中央経済社

服部暢達（二〇〇〇）、「多様化する日本企業の再編スキーム」

商事法務（一五九九）pp.11-25.

村松司叙、宮本順二郎（一九九九）、「企業リストラクチャリ

ングとM&A」同文館

（かしわね）せし・当研究所図書館部長