

わが国企業が最も企業・会計倫理の高いものとして、世界の株主から信頼されるよう、企業の会計教育、会計士試験制度のありかたについて、関係者で議論が深まることを期待している。

(注)

- (1) 野口進「千年、働いてきましたー老舗企業大國ニッポン」角川ONEテーマ21 角川書店2007年
- (2) 「コーポレート・ガバナンスと内部統制～信頼される経営のために～」座長一橋大学伊藤邦雄教授 経済産業省企業行動課編 経済産業調査会 2007年
- (3) 川上徹也、金児昭「松下における経理社員制度と経理・財務教育」週刊経営財務NO.2815 税務研究会2007
- (4) 新日本製鉄常任監査役 関哲夫 早稲田大学講演「内部統制システムと監査上の視点」2006年7月8日より
- (5) 公認会計士の監査報酬が被監査会社から支払われるために監査判断に影響を与える（インセンティブのねじれ）ことが懸念されている。
- (6) 金児昭「できる社長の会計力」税務経理協会2007年5月
- (7) 伊丹敬之「よき経営者の姿」日本経済新聞出版社 2007年1月
- (8) 平松一夫「会計リテラシーの向上に向けて」企業会計 中央経済社2007.7月号
- (9) 同上
- (10) 鈴木豊「会計大学院の社会人の為の包括的な新会計教育」旬刊経理情報 中央経済社2007.7/1 No.1153(公認会計士試験のみでなく内外の会計の広い領域をカバーする大学院を目指し、社会人向けの会計教育も準備、専門職会計

大学院は平成19年4月現在17校あり、来年2～3校増設される予定。）

- (11) 「高度金融人材産学協議会」6月20日発足（日本経済新聞）の動きを参考にすべき。

### ◇読者意見のご紹介とコメント◇

編集責任者 柴 健次

読者のみなさま、ご意見をありがとうございます。

優秀な学生に「会計は面白い」とか「会計は大切だ」という印象を彼らが若い段階で与えることは、会計業界を維持・発展させるためには不可欠であると考えています。現状の日本の大学における会計教育では、必修科目としての簿記を履修することが始めての学習になることが多いのですが、この経験によって、会計に対して「技術的」とか「計算」というイメージを強く与えてしまい、会計の面白さを知る前の段階で望ましいとはいえない先入観を多くの学生に与えてしまっているような印象を受けることがあります。といっても、簿記は会計の基礎ですので、そのジレンマをどのように解消するかいつも苦労しています。菅原 智（広島修道大学准教授）

【編者のコメント】 貴重なご意見ありがとうございました。ご指摘の悩みは多くの先生が共有しておられると思います。みなさんにとっても考える良い材料になりますので、先生の試み・工夫を誌上でご披露していただければ幸いです。

（編集部より：菅原様には、本誌2007年10月号のシリーズ第5回におきまして、ご寄稿いただくこととなりました。ご期待ください。）



# 特別目的会社・信託等を巡る 開示問題 (第3回)

## 国際的な動向と方向性(前編)

公認会計士

橋上 徹

### I はじめに

日本企業の海外での資金調達ニーズや日本の証券市場の国際化などにより、開示規制のグローバル・スタンダードとの収斂化は回避できない状況にある。前者は、アウトバウンドの問題であり、後者はインバウンドの問題である。前者は、日本の開示規制が、主要国の証券市場で受け入れられるかが問題の中心である。後者は、海外企業が国内で資金調達する場合に開示情報が受け入れられるかどうかという問題であり、三角合併の導入後、特に問題になり得る事項でもある。

開示規制のグローバル・スタンダードが何かについては議論の余地があるが、現在、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, 以下「SEC」という。）の開示規制、欧州証券規制当局（The Committee of European Securities Regulators, 以下「CESR」という。）の開示規制がグローバル・スタンダードになっていると言えよう。これらの開示規制の中心となる会計基準が、SECの採用する米国財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board, 以下「FASB」という。）の策定している米国財務会計基準書（Statement of Financial Accounting Standards, 以下「SFAS」という。）等のUS/GAAP, CESRの採用する国際会計基準

審議会（International Accounting Standards Board, 以下「IASB」という。）が策定している国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards, 以下「IFRS」という。）である。

この稿では、このような背景を踏まえ、特別目的会社・信託等の会社以外の事業体（以下「その他の事業体」という。）の連結に関する国際的な開示規制を中心として紹介をし、日本の会計基準の今後の方向性について考えてみたい。

なお、本稿はあくまで筆者の個人的見解に基づくものであり、筆者の関係する諸団体とは一切関係のないものであることに十分にご理解とご注意をたまわりたい。

### II 会社以外の事業体の連結問題の 起点

近年、会社以外の事業体の連結問題がにわかに脚光を浴びてきた理由は大きく2つあると思われる。

1つは、米国でのエンロン事件や日本における会計不祥事にSPE（Special Purpose Entity）や投資事業組合が利用された事例があり大きな社会問題となったことである。これらの事件は、会計基準や監査基準が必ずしも確立されていない分野での問題でもあり、これらの整備が急務になったわけである。

また、資金調達に信託を利用するニーズが高

まってきたことなどを背景として、信託法が約85年ぶりに改正され、これまではなかった信託の類型が導入され、会計・税務の分野での検討が必要になった。

もう1つは、経済活動における会社間の関係に変化が見られてきたことである。すなわち、会社関係は、古典的とも言える子会社などの関係会社関係から、SPEとの関係、オフバランス取引を利用した資金調達契約、パートナーシップ、組合、信託、ジョイント・ベンチャー、戦略的アレンジメント、重要な事業分野であったかも1つの企業であるかのように提携のネットワークを組んで協力する契約（アライアンス契約）を通じた共同事業へ展開してきた。ここでは、従来、会社間の取引として捉えられていたものを、会計上、会計実体として捉えなければ、適切に報告できないという現象になっている。すなわち、現行の会計は、「会社の会計」から「契約の会計」の問題へ移行する過渡期の会計であり、多様な契約をひとまとめにし、会計実体ととらえて報告できる会計を模索しているものとも言えよう。

### III 連結報告主体に関する対立概念 ——経済的単一体説 vs 親会社説

連結報告主体に関しては、従前より大きく2つの概念が対立してきた。経済的単一体説と親会社説である。

US/GAAPでは、親会社説を基本としつつ、エンロン事件以後の多様な事業体や契約形態に対応するため経済的単一体説の概念が導入された。

国際財務報告基準でも親会社説から経済的単一体説への概念の転換の是非が検討されている。

なお、日本の会計基準は親会社説を採用している。

今後の多様な事業体や契約形態についての支配や会計基準のあり方を考えるに当たり、これらの概念を理解しておく必要がある。

#### 1 経済的単一体説

経済的単一体説は、単一の経営者（親会社）による企業全体の支配を強調する点に特徴がある。支配を根拠に、法的事業体の集合体を1つの経済的単一体とみる。そのため、経済的単一体説に基づく財務諸表は、支配を根拠に親会社と子会社から構成された経済的単一体についての財務情報を報告することが目的となる。したがって、ある法的事業体が経済的単一体の一部として連結財務諸表に含まれるかどうかは、単一の経営者による支配の有無により決定されることになる。

すなわち、経済的単一体説は、「支配」を唯一の連結の基本とする考え方である。

また、経済的単一体説では、他の事業体に対する「支配」それ自体が、当該他の事業体から便益を引き出すために行う行為であると考えられる。言い換えれば、便益を引き出さない支配は存在しないと推定する。ある事業体が他の事業体の営業および財務の方針を決定する力を有していれば、当該事業体間に親子会社関係が成立すると考えられ、親会社となった事業体は子会社となった事業体から十分に便益を引き出す力があるとみなされる。支配から得られる便益は幅広く捉えられ、親会社の株主が親子会社関係から享受する、子会社の供給の源泉、流動資産、製造工程、関係会社間取引、内部振替価格、利息、手数料、ロイヤリティなどからの便益も含まれる。つまり、便益は、本来、支配の概念に内包されると考えられている。以上から「支配」だけを連結の条件とする見解は、経済的単一体説に基づくと説明される<sup>(1)</sup>。

経済的単一体説に基づけば、連結財務諸表を連結財務諸表作成会社（親会社）とは区別される企業集団全体の財務諸表と位置づけて、企業集団を構成する全ての会社の株主持分を反映させることになる<sup>(2)</sup>。なお、子会社の資産および負債の評価方法については、子会社の資産および負債のすべてを、支配獲得日の時価により評価する方法（全面時価評価方法）が採用される<sup>(3)</sup>。

#### 2 親会社説

親会社説は、親会社の株主が親会社およびその子会社に対して有する持分を強調する点に特徴がある。言い換えると、親会社の株主が投資家として享受する受益持分を意味する。そのため、親会社説に基づいた連結財務諸表は、親会社の株主の受益持分の源泉となる親会社とその子会社の財務情報を報告することが目的となる。受益持分とは、「利益分配権や配当請求権、そして株式売却や現物資産の清算による投資回収の権利」のことをいう。親会社説からすれば、こうした親会社の株主にとっての受益持分が強調されるため、親会社の株主が十分に引き出される会社だけが連結の範囲に含まれる。なお、受益持分は、通常、会社の資本を所有することで得られる<sup>(4)</sup>。ここで、親会社の株主からみて、当該子会社の連結を正当化するほどの受益持分が引き出されているとみることが問題となる<sup>(5)</sup>。しかし、この問題に対する適切な答えは存在せず、連結を正当化するために必要な資本の所有割合は論者により見解が分かれており、客観的に妥当な一定の割合を決めることはできないと言われる。親会社説では、親会社の株主の受益持分を強調するがゆえに、親会社の株主の観点から「受益持分の所有」は連結の条件とされる。すなわち、「支配」と「受益持分の所有」を連結の条件とすると説明される<sup>(6)</sup>。

連結財務諸表を連結財務諸表作成会社（親会社）の財務諸表の延長線上に位置づけて、親会社の株主持分のみを反映させることになるのである<sup>(7)</sup>。なお、子会社の資産および負債の評価方法については、子会社の資産および負債のうち、親会社の持分に相当する部分については株式の取得日ごとに当該日における時価により評価し、少数株主持分に相当する部分については子会社の個別貸借対照表上の金額による方法（部分時価評価法）が採用される<sup>(8)</sup>。

### IV US/GAAP の議論

#### 1 基本的ルール

米国では、1959年に米国公認会計士協会（American Institute of Certified Public Accountants：以下「AICPA」という。）から公表された会計研究公法（Accounting Research Bulletin、以下「ARB」という。）第51号『連結財務諸表』（Consolidated Financial Statements）は、連結の範囲決定基準として議決権基準を採用している。その後、1987年、SFAS94号の公表により、ARB第51号のうち、連結範囲の決定に関する取扱いの内容が一部修正された。ここでは、連結範囲の決定について、「支配」という概念を基礎としているが、実質的には議決権の保有割合をベースとして判断することとなる<sup>(9)</sup>。

議決権基準は、一般的なルールとして、1つの会社が他の会社の議決権の50%超を直接または間接に所有することを連結の条件とするものである。

米国基準は、基本的に、議決権基準により連結範囲を捉えている。

#### 2 米国のSPE会計に関する議論

2001年12月、巨額の簿外負債・利益の水増しを行って破綻したエンロン（Enron Corporation）は、アメリカ合衆国テキサス州ヒューストンに本拠地を置き、総合エネルギー取引とITビジネスを行う企業であった。2000年、全米売上げ第7位という大企業に成長し、2001年には21,000名ほどの社員を抱えていた。破綻時の負債総額は諸説あるが少なくとも160億ドルを超えと言われ、2002年7月のワールドコム破綻まではアメリカ史上最大の企業破綻であった。

破綻の原因となった不正会計の温床となったのがSPE（Special Purpose Entity）であった。

1970年代後半から1980年代初頭にかけては、

SPEに係る会計問題が、主としてオフバランス・ファイナンス問題として捉えられていた。SPEは、負債をオフバランスするための1つの資金調達手段として捉えられた<sup>100</sup>。たとえば、SPEは、投資銀行及び金融機関が主として、銀行や他の会社を資金援助するために、取引先のオフバランス資産を証券化したり、所有する債権を時価評価して、取引先への融資手段の中でのポートフォリオとして現れた<sup>101</sup>。すなわち、エンティティーの問題として位置づけられず、連結会計に関連する問題として明確にされていなかった。

1980年代中頃から1990年代にかけて、SPEの連結の問題が、資産・負債の消滅要件と関連させ議論されるようになった。このことは、SPEの形態が、持分証券および社債券を発行して資本を調達し、しばしばSPEが発行する負債を保証するスポンサー会社から債権を購入して収益を得るようになったことなども影響を与えたものと思われる。

持分変動事業体の概念が導入される以前、この議論の中で、米国のSPEに関する会計規制の流れには大きく2つのものがあった。

#### (1) EITF (Emerging Issue Task Force) での対処療法的対応

議論となったSPEの連結範囲については、適格SPE (Qualifying Special Purpose Entity : QSPE) とその他のSPEで別々に規定されている<sup>102</sup>。

QSPEとは、金融資産の譲渡人が、SFAS第140号「金融資産の譲渡およびサービス業務並びに負債の消滅に関する会計処理」(Accounting for Transactions and Servicing of Financial Assets and Extinguishing of Liabilities—a replacement of FASB Statement No.125) の次のような4つの要件<sup>103</sup>を全て満たす場合には、QSPEを連結する必要はないとされる。(par.35~par.46)

(i) 譲渡人から明確に分離されていること

次のすべての条件を満たす必要がある。

① 譲渡人、その関連者又は代理人が、一方的に証券化ビークルを解散することができないこと。

② 証券化ビークルが発行する受益持分の10%以上(公正価値ベース)が、第三者(譲渡人、その関連者又は代理人以外)によって保有されていること。

(ii) 活動内容が限定されていること

次のすべての条件を満たす必要がある。

① 証券化ビークルの活動が相当に制限されていること。

② 当該証券化ビークルの創設又はその保有する譲渡金融資産の受益持分を創設する法的根拠文書において、認められる活動内容が完全に定められていること。

③ 譲渡人、その関連者及びその代理人以外の第三者が保有する受益持分の少なくとも過半数の保有者が承認することが、認められる活動内容の重要な変更が必要となること。

(iii) 保有資産が制限されていること

次のいずれかの資産のみ所有することが必要である。

① 譲渡人から譲渡された受動的な<sup>104</sup>金融資産

② 譲渡人、その関連者又は代理人以外に対して発行された受益持分に関連する受動的な金融デリバティブ

③ 譲渡資産に係るサービス業務が適時かつ十分に履行されない場合などに、支払を受ける保証・担保権などの金融資産<sup>105</sup>

④ 保有する金融資産に関連するサービス権(servicing rights)

⑤ 保有する金融資産の回収の過程で一時的に保有される非金融資産<sup>106</sup>

⑥ 保有する現金(保有する資産から回収された現金を含む)が、受益持分保有者に配分されるまでの間の運用として行われる投資<sup>107</sup>

(iv) 資産の処分方法が制限されていること

次の処分手由のいずれかに対する自動応答(automatic response)として、金融資産を処分することのみが認められている。

① 次の3点をすべて満たす事象の発生を原因とすること

(a) SPEの設立文書又は受益持分を規定した文書において定められた事象

(b) 譲渡人、その関連者又は代理人の支配の外にある事象

(c) SPEが取得した時点に比べ、規定された一定程度以上の譲渡金融資産の価値を下落させるか、下落させることを合理的に予想させる事象

② 譲渡人、その関連者又は代理人以外の受益持分保有者が、プット・オプションを行使したことによる受益持分のSPEへの売り戻し

③ 譲渡人によるコール・オプション又はSPEの設立文書などに規定された取戻権(ROAP)の行使

④ 設立時点で定められた固定又は決定可能な一定日におけるSPEの解散又は受益持分の満期の到来

なおSFAS第140号 par.17 (SFAS第156号により改訂)において、金融資産の譲渡、負債の消滅につき、開示項目が定められている。

その他のSPEの連結については、FASBが明確な基準を公表していなかったため、実務上はEITF Topic No.D-14「特別目的事業体に関連する取引」(Transactions involving Special-Purpose Entities) (Dates Discussed : February 23, 1989 ; May 18, 1989 ; May 31, 1990), EITF No.90-15「リース取引における実体のないレッサー、残価保証およびその他の規定の影響」(Impact of Non-substantive Lessors, Residual Value Guarantees and Other Provisions in Leasing Transactions) (Dates Discussed : July 12, 1990 ; November 8, 1990 ; January 10, 1991 ; July 11, 1991) に基づく処理が行われていた。

EITF Topic No.D-14におけるSECスタッフの見解によれば、SPEの連結については、SPEの持分の過半数所有者が、SPEのスポンサーまたは譲渡人から独立した第三者であり、

SPEを支配しており、かつSPEの資産に伴うリスクと便益(risk and rewards)を実質的に享受している場合には、スポンサーまたは譲渡人は当該SPEを連結する必要はない。

また、EITF No.90-15におけるSECスタッフの見解によれば、SPEの過半数所有者がリース期間を通じてリスクに晒される実質的な残余持分投資を行っていれば、リース資産のレッサーは当該SPEを連結する必要はない。そのような持分投資がSPEの総資産に譲渡された資産の3%以上であれば、実質的な残余持分投資を行っているとみなせる。

このようなSECスタッフの見解により、概ね以下の要件の全てを満たしていれば連結対象としないことが可能であった。

① 外部の第三者が十分で実質的な資本投資を行っていること(一般的に、投資額がSPEの総資産の3%以上であること)

② 外部の第三者がSPEの支配財務持分を保有していること

③ 外部の第三者が相当のリスク負担およびリターンの享受をしていること

上記の要件の中でも、①の要件は、たとえば97%を負債として調達した時でも、当該SPEを連結する必要がなく、さらに、この要件が、リースや債権の証券化の取引を超えて、様々な事業目的をもつSPEに利用され、これがエンロンによるSPE悪用の要因の1つにもなったとされる<sup>108</sup>。

EITFの考え方は、SPEを1つの事業体—エンティティー—として捉えるよりも、金融資産の譲渡などの個別な取引に係る問題として処理しようとしていたと考えられる<sup>109</sup>。

#### (2) 連結プロジェクト

1982年1月にFASBは、企業集団の多様化・複雑化に対応するため、企業集団を連結財務諸表に、より適切に反映することを目的とする「連結、持分法および関連事項を含む報告実体(the reporting entity, including consolidations and the equity method)の会計」

(連結プロジェクト)を審議項目に追加した。連結プロジェクトの1つである「連結方針および連結手続(the consolidation policy and procedures)」では、1987年10月に公表されたSFAS第94号「全ての過半数所有子会社の連結(Consolidation of All Majority-Owned Subsidiaries)」において、金融子会社を異業種子会社として連結範囲から除外することを容認していたARB第51号の基準に代え、議決権の過半数を所有する全ての子会社を連結することを要求した。その後、FASBは1991年に公表した討議資料(Discussion Memorandum)「連結方針および連結手続(An Analysis of Issues Related to Consolidation Policy and Procedures)」,1994年に公表した予備的見解「連結方針」(Preliminary Views on Major Issues Related Consolidation Policy),1995年に公表した公開草案「方針と手続」(Exposure Draft, Proposed Statement of Financial Accounting Standards, Consolidated Financial Statements: Policy and Procedures)および1999年に公表した改訂公開草案「連結財務諸表:目的と方針」(Exposure Draft (Revised), Proposed Statement of Financial Accounting Standards, Consolidated Financial Statements: Purpose and Policy)において、議決権の過半数所有以外の方法による支配力基準を導入することを検討していた。プロジェクトにおける1つの重要な争点は、連結の条件に関する問題であった。連結の条件として支配のみで十分か、あるいは支配に加えて持分の所有も必要かが議論の中心となった。もっとも、連結の条件に関する問題は、SPEとも深く関連しており、誰が支配しているか分からないように仕組まれているSPEに対して、支配を連結の条件とすること自体が妥当なのかといった問題点も指摘されていた。

#### (i) 1995年公開草案

1995年10月、連結方針として本格的な支配力基準を導入した公開草案が公表された。

1995年公開草案では、ある事業体(親会社)の支配とは、その事業体の資産に対する権限であるとされた。この権限は、支配する親会社が、自らの資産を使用するのと同様に、子会社の資産を使用するか、あるいは使用することを指示する権限であると示されていた(par.10)。支配している親会社は、子会社の各資産に含まれている潜在的利益あるいは経済的便益を獲得できるような方法で、子会社の資産を使用し、またはその使用を指示することができる。これは、子会社の資産を親会社自身の利益のために使用できることを意味する(par.11)。さらに、当該公開草案では、実質的支配の1つの条件として、約40%という比較的高い持分の所有について規定していた(par.11)。

なお、1995年公開草案では、連結方針のほか、資本連結、未実現損益の消去、少数株主持分の表示といった連結手続に関する取扱いも規定した。

#### (ii) 1999年改訂公開草案

米国では、パートナーシップやSPEあるいは非営利組織といった会社形態以外の組織が非常に多く、連結方針の制定に膨大な作業量が必要となることから、FASBは連結財務諸表作成上の基本となる連結方針を確定することを優先するため、連結手続に関する基準策定作業を一時中断し、連結方針の基準策定に焦点を絞ってさらに検討することとなった。また、1995年公開草案で導入しようとした支配力基準に関し、当時、Big6と呼ばれた大手会計事務所の反対があった。

そこで、1999年改訂公開草案は、支配が一時的でない限り、親会社がその支配する事業体(子会社)を連結することを要求した(par.9)。ここに支配とは、「他の事業体の活動からの便益を増加し、他の事業体からの損失を抑制するように、他の事業体の進行中の活動をガイドする方針や経営を指示するための事業体の能力」と定義され、「連結財務諸表の目的にとって、支配とは、他に共有されない意思決定能力を含

む」とされる(par.6)。

この定義では、支配について次の2つの本質的特徴が認められるとされる(par.10~par.14)。

- ① 単独での意思決定能力を有すること。
  - ② 他の事業体の進行中の活動から得られる便益を増加させ、その活動から被る損失を抑制するための能力を有することである。その便益には、所有者持分を通して得られる便益だけでなく、親子間またはそれらの関係会社間でのシナジーを通して得られる収益の増加やコストの節約も含まれる。
- その上で、支配の有無に関する指針として、次の3つの基準が示された(par.18)。
- (ア) 会社の取締役会における過半数の議決権、あるいは取締役の過半数を任命する権利を持っている場合
  - (イ) 会社の取締役会の議決権における多くの少数議決持分を持っており、かつ他の人々あるいは組織団体が、重要な議決持分を持っていない場合
  - (ウ) リミテッド・パートナーシップにおける唯一のジェネラル・パートナーであり、その他のパートナーもしくはそのグループが当該リミテッド・パートナーシップを解散する能力や(ジェネラル・パートナーの法令違反以外の理由によって)当該ジェネラル・パートナーを解任する能力を有さない場合
  - (エ) 転換可能な証券の所有あるいは他の権利を通して、(i)会社の取締役会の過半数の議決権を得、あるいは、(ii)会社の取締役の過半数を任命するような、一方的な能力を持っている場合
- 1999年改訂公開草案は、1995年公開草案が示したような持株比率の数値の目安は規定していない。
- 1999年改訂公開草案(par.181, par.205)は、法的に独立な企業の資産を連結する根拠を、1994年予備的見解(par.13)と同様、FASBが1985年12月に公表した財務会計諸概念に関す

るステートメント第6号「財務諸表の構成要素」(Concepts Statement No.6「Elements of Financial Statements-a replacement of FASB Concepts Statement No.3 (incorporating an amendment of FASB Concepts Statement No.2)」(以下、「概念書第6号」という。)における資産の定義と資産の本質的特徴に求めた。概念書第6号(第25項および第26項)では、資産とは、「過去の取引または事象の結果として、ある特定の实体により取得または支配されている、発生の可能性の高い将来の経済的便益」と定義されている。この場合、資産から経済的便益を獲得する能力は、必ずしも法的権利に基づく必要はないとされる。すなわち、資産を所有する事業体を支配することが、資産を支配し、資産から経済的便益を獲得するための1つの手段とみなされる。

端的に言えば、1995年公開草案および1999年改訂公開草案における支配の定義は、意思決定機関の支配に加えて、将来キャッシュ・フローの変動要因となる利益または損失の概念が含まれている点の特徴である。

このように、親会社が支配する資産の総額を誠実に表示するためには、法的に独立な事業体によって支配される資産は、当該事業体を支配する親会社の資産に連結される必要があると考えられた。

また、1999年改訂公開草案(par.132~par.140)では、不動産のリースを目的とするSPEの設立と運営に係る各種の利害関係者について、いくつかのケースを仮定して支配の所在が検討されている。

まず、会社型のSPEでは、いかなる資本投下も行わず、その創設者自らの営業目的のためだけに使用される資産を建設し、自らにリースすることを唯一の目的とするSPEについて、その創設者、議決権株式の全てを保有する外部の持分投資家およびその当該SPEに対するノン・リコース・ローンの貸手の関係が検討された。

ここでは、SPEの創設者であり、リース資産の賃貸借人である当事者は、SPEの活動を指示する能力、リース資産の賃借人である当事者は、SPEの活動を指示する能力、SPEの事業活動を変更する能力、リース資産を購入してSPEを解散する能力、リース資産に係るリスクを負担する義務、およびリース資産に係るリスクを負担する義務、およびリース料金の支払義務を有する場合には、たとえいかなる議決権も所有せず、また、そのリース契約がオペレーティング・リースと認められるとしても、支配の要件に照らして、当該SPEを支配するとみなされた。

また、信託型のSPE、すなわち特定目的信託についても検討されている。

1999年改訂公開草案(par.22, 37, 72, 73) 信託契約では、受託者が委託者の財産を保有し、管理し、処分する職務を有するが、その活動は信託契約を通じて受益者のために行うことが義務付けられており、受託者も委託者も信託の受益者でない限り、委託者、信託、受託者および受益者の間には支配関係は存在しないとしている。

しかし、信託の創設者や受益者または他の利害関係者が、信託の方針を変更する権利や能力を有する場合、あるいは創設者が、自分自身または関連会社を信託の唯一の受益者として指名する場合には、それらの関係者は信託を支配するものとみられるものとされる(par.74)。

このように、1999年改訂公開草案は、SPEについても、それが会社、パートナーシップまたは信託のいずれの形態であろうとも、それぞれの設立形態に支配の定義を適用して、連結の是非を評価することとした(par.242)が、一方、たとえSPEの残余リターンのおよそ全てを受け取る事業体でも、当該SPEに対する支配が認められなければ、連結の対象とはならない(par.244)。

#### (iii) 修正アプローチ

以上にみたようにFASBは、連結プロジェ

クトにおいて、支配を連結の必須条件として採用することを提案してきた。連結プロジェクトは、全ての事業体に対して統一的な支配概念を適用することで、包括的な連結方針を開発しようとし、当然、SPEに対しても例外なく連結の条件として支配を必須の条件として適用しようとした。しかし、特にSPEを活用した証券化による資金調達が広まるにつれて、支配を唯一の条件として提案することは、必ずしも有用でないと認識されるようになった。

SPEは、その仕組みが複雑であるがゆえに、誰がそのSPEを支配しているのかがつかみにくい。多くの場合、SPEの設立時点で、通常、定款などの文書において、実質的に起こり得る全ての事象について意思決定が行われており、そのため、設立後にSPEに係る当事者の何人も単独の意思決定権を有さない。これを、SPEが自動操縦(autopilot)によって活動しているというが、この自動操縦が支配の帰属をわかりにくくしていると言われる。したがって、全ての事業体に対して、連結の条件として支配のみを適用することは限界があった。

結局、FASBは、SPEに対しては、支配を連結の条件として適用することが必ずしも有用でないとし、2000年9月、SPEの連結については、支配力基準を修正したアプローチを適用した。修正アプローチは、支配を連結の条件とせず、リスクとリターンから得られる経済的便益を重視するものであった。

しかし、FASBは、2001年に、連結会計に関する当該プロジェクトを一時中断して、特別目的事業体(Special Purpose Entities: SPE)の連結会計基準の設定に専念することにした。この理由はエンロン事件の発生である。

### 3 解釈指針公開草案「特定の特別目的事業体の連結」の公表

その後、2002年に、FASBは解釈指針公開草案「特定の特別目的事業体の連結」(Exposure Draft, Proposed Interpretation-Consol-

idation of Certain Special Purpose Entities: an interpretation of ARB Np.51) (June 28, 2002) を公表した。

この指針では、次のような提案がなされた。

- ・SPEについて、十分な持分投資を行う者が存在する場合には、SPEは議決権持分(voting interest)に基づいて連結の判断がなされる(par.9)。
- ・十分な持分投資とは、SPEの総資産の10%以上であるが、10%以上でも必ずしも十分ではない場合もある(par.12)。
- ・十分な持分投資を行う者が存在しない場合には、SPEは変動持分に基づいて連結の判断がなされる(par.13)。
- ・変動持分とは、事業体がそれを通じてSPEへの財務支援を行う手段であり、SPEの資産・負債の変動による損益をその保有者に帰属させる手段である。変動持分は、貸付または負債証券、保証、譲渡資産に対する残余請求権、リース契約やその他の取決め、あるいは優先株式のような非議決権持分に伴う契約上の権利および義務から生じる(par.7)。

・SPEに対する財務支援は、変動持分の所有によってなされる。SPEに対する変動持分の過半数を所有している事業体または他の事業体が所有する変動持分よりも多くの重要な金額を所有する事業体が主たる受益者(primary beneficiary)であり、主たる受益者が当該SPEを連結しなければならない(par.13)。変動持分の所有により、主たる受益者はSPEのリスクと便益を享受していると考えられるからである。

このように、解釈指針公開草案では、SPEの総資産に対する外部の独立した持分投資者の所有割合を3%から10%に引き上げると伴い、変動持分という新しい概念を導入して、SPEのリスクと便益を享受している者(主たる受益者)とSPEとの実質的な関係を考慮して連結すべきか否かが判断される。

(注)

- (1) 水野孝彦「米国FASBによる支配力基準の展開」『東邦学誌第33巻第2号』4頁。
- (2) 「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」

## TOPICS

### 『公認会計士を志す人達への特別講演会』開催のお知らせ

日本公認会計士協会東京会では、来る9月22日(土)、『公認会計士を志す人達への特別講演会』を開催します。

- 日時 9月22日(土) 13:30~16:30
- 場所 「東京証券会館8階ホール」  
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8  
TEL: 03-3667-9210
- 講師 公認会計士・監査審査会常務委員  
脇田良一先生
- 演題 『公認会計士の使命と将来像』
- 会費 無料

#### ■申し込み方法

東京会ホームページからお申し込み下さい。

<http://tokyo.jicpa.or.jp>

ハガキまたはFAXでお申し込みの方は、住所・氏名・電話番号・年齢・学校名学年または職業を明記の上、日本公認会計士協会東京後進育成部宛にお送り下さい。

#### \*お問い合わせ・お申し込み先

〒102-8264 東京都千代田区九段南4-4-1  
公認会計士会館3階  
日本公認会計士協会東京会 後進育成部  
TEL 03(3515)1186  
FAX 03(3515)1191

(1997, 企業会計審議会) 第二部一2。

(3) 黒川行治『ライブラリ会計学最先端=5 連結会計』(1998年, 新世社) 40頁。

この考え方は, 親会社が子会社を支配した結果, 子会社が企業集団に含まれることになった事実を重視するものであり, 国際的な動向をも考慮し, 1997年の連結財務諸表原則で認められることになった(「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」(1997, 企業会計審議会) 第二部一2)。

(4) 水野前掲。

(5) 水野前掲4頁~5頁。

(6) 水野前掲5頁。

(7) 「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」(1997, 企業会計審議会) 第二部一2。

(8) 黒川前掲42頁。

(9) 久禮義継=斎木夏生『流動化・証券化の会計と税務(第3版)』(2006年, 中央経済社) 350頁。SFAS94号では, 次の場合を除き, 全ての過半数所有子会社は連結しなければならぬと規定されている。

- ・支配が一時的であると予想される場合
- ・支配が議決権過半数所有会社に帰属しない場合(たとえば, 子会社が法的整理・倒産の状況にある場合)

(10) 今福愛志「新しい事業体と「エンティティ概念」」『企業会計 2003 Vol.55 No.8』21頁。

(11) 向伊知郎「連結範囲の拡大と変動持分事業体一支配概念を中心として」『JICPA ジャーナル No.589 AUG.2004』45頁。

(12) 山地範明「FASB「持分変動事業体の連結」の考え方」『企業会計 2003 Vol.55 No.8』26頁。

(13) たとえば, ①譲渡人とは明らかに別個のものであること, ②事業活動が制限されていること, ③資産の所有が制限されていること, などの要件がある。

(14) ここでいう受動的とは, 保有に伴うサービス業務に固有の意思決定以外の意思決定を必要としないことを指す。株式などの持分金融商品(equity instrument) や行使するかどうか保有

者の意思決定を必要とするオプション等, 非受動的とされる金融商品を保有する証券化資産保有主体は, QSPE たり得ない。

(15) 当該金融資産の根拠となる契約は, 証券化ビークル設立時, 金融資産の譲渡時, 又は(金融デリバティブ以外の) 受益持分が発行された時点に行われたものに限る。

(16) たとえば, 銀行が貸出金の証券化を行う場合に, 貸出金に付随して譲渡された担保権を実行することにより, 担保資産を取得する場合が該当する。ただし, 債務不履行を起こすと見込まれる債権及びその担保資産の譲渡を受けて, 担保権実行後に非金融資産である担保資産から収益を得るような資産管理業務を行うことを目的としているような場合には, 非金融資産の保有が一時的という要件を満たさないため, QSPE には該当しない。

(17) この投資は一時的運用とする必要があるため, 資金市場で運用される金融商品又はオプションを伴わない相対的にリスクが低い金融商品等で, 受益持分の満期が予定されている配分時点までの期間より短いものである必要がある。

(18) 今福前掲。

(19) 姜昌憲「持分変動事業体の会計の意義—新たな事業体関係の会計フレームワークに関連して—」『会計169巻5号』(森山書店) 135頁。

(20) 向前掲48頁。

(21) Big6のコメントについては, 水野前掲5頁参照のこと。

(22) 越野啓一「変動持分事業体の連結方針—米国における連結方針の見直しをめぐって—」『金沢星陵大学論集第38巻第2号』(2004年) 22頁。

(23) 向前掲。久禮=夏木前掲367頁。

(24) 越野前掲。

(25) 越野前掲25頁。

(26) 水野前掲6頁~7頁。

(27) 鳥飼裕一「連結財務諸表における支配」『概念フレームワークに関する調査』(2001年, 企業財務制度研究会) 201頁。

## 論文

# 日本における 事業譲渡の価値創造効果



一橋大学大学院博士後期課程  
矢部謙介

## I 「選択と集中」に対する株式市場の評価

本稿の目的は, 日本における事業譲渡が株式市場からどのように評価されているかを実証的に検証することにある。日本国内における上場会社同士の事業譲渡は1990年代末から大きく増加する傾向にあり, その重要性の高まりは案件数の増加からも伺い知ることができる。こうした事業譲渡の多くは, (売却側の会社にとっての) 不採算事業からの撤退と, (買収側の会社にとっての) 戦略的事業に対する投資の双方を実現するものとして行われている。これまで, 日本企業は事業撤退が経営の失敗を表すと考えており, その抵抗感から事業譲渡を行う企業は1990年代前半まで非常に少ない状況にあった。しかしながら, 1990年代末以降には事業譲渡が日本企業の事業の「選択と集中」を進める上での重要な手段の一つになっている。というのも, 企業が自らの価値を高めるためには, 価値を破壊している事業から撤退することが即効性のある処方箋であるためである。

事業譲渡の価値創造効果を実証する研究を行う意義は大きく2つある。

まず1つ目は, 事業譲渡が全体として企業価値を創造したのかどうか, そしてどのような要因が事業譲渡による価値創造に影響を与えたのかを検証することは, 日本におけるグループ連結経営のあり方を検討するに当たってのヒントを与えうると考えられる点である。事業譲渡を取り上げた実証研究を行うことによって, 市場がどのような事業売却をより高

く評価しているのかを明らかにすることができる。こうした点は, 今後企業再編をどのように実施していくべきか, という経営者の問いに答える上での重要な示唆になりうると考えられる。

そもそも1つの意義は, 事業譲渡という M&A の形態面から見た特徴に起因する。事業譲渡は, ある会社の一部分を切り離し, 別の会社に譲り渡すという形態を採るため, 取引後においても売却側の会社が存続することになる。従って事業譲渡には, 売却側の会社が売却によって得た資金を自社のために使用することが可能であるという大きな特徴がある。後述するように, 米国では事業の売却によって得た資金の用途に関する先行研究が存在するが, 日本国内では筆者がサーベイする限りこうした研究は未だ行われておらず, 上記のような論点に対する回答は必ずしも明らかにされていない。従って, 日本国内における事業売却によって得られた資金の用途に対する市場の評価を分析することには大きな意義があると言えるだろう。

本稿では, 日本国内における事業譲渡が全体として株式市場からどのように評価されているのか, そしてその評価に影響を与えている要因は何かを実証的に分析する。以下, 第II節では事業譲渡に関する実証研究をレビューする。第III節ではサンプルとリサーチデザインについて述べる。第IV節においては全サンプルを用いた実証結果を報告する。第V節では売却会社サイドでの累積株式超過収益率(CAR)に影響を及ぼす要因についての重回帰分析を実施し, 第VI節では追加的検討を行う。第VII節は結びと今後に向けた課題である。