

科学研究費助成事業 研究成果報告書

令和元年6月17日現在

機関番号：17102

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2018

課題番号：15K03605

研究課題名(和文) 資本提携戦略がもたらす企業グループ再編に関する実証研究

研究課題名(英文) Corporate Restructuring of Firm Groups Relating to Equity Alliance

研究代表者

大坪 稔(Otsubo, Minoru)

九州大学・経済学研究院・教授

研究者番号：90325556

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,500,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、共同出資や株式相互持合といった独立した企業間における資本提携が、親会社・関係会社(子会社・関連会社)間の企業グループの再編にどのような影響を及ぼしているのかについて、実証的に明らかにすることであった。日本企業を使った実証分析の結果、資本提携には他企業による「救済」の側面が強いことが明らかとなった。たとえば、第三者割当増資を通じた資本提携は、増資企業の株主価値を高める一方、引受企業の株主価値は高まらないことが明らかとなった。同様に流通株式の一部取得を通じた資本提携についても、健全な経営を行っている企業が、業績悪化した企業の株式の取得を通じて「救済」していることが明らかとなった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の主要な成果として、日本企業は資本提携により他企業による「救済」を受けていることが明らかとなった。これまで、資本提携に関する研究の多くが、提携に参加する企業を「対等」な立場にあると位置づけ、分析を行ってきた。たとえば、資本提携の主要な経済的効果として取り上げられるシナジー効果は、参加企業すべてが享受できることが想定されている。これに対し、本研究では、資本提携により、救済される企業と救済する企業の2種類の企業が存在し、必ずしも対等な関係ではない可能性があることを見出した点において学術的な意義を有すると考えられる。

研究成果の概要(英文)：This research empirically investigated how equity alliances among independent firms affect corporate restructuring of firm group. As a result of empirical research, this research finds that equity alliances are used to rescue firms with financial distress. For example, equity placements for third parties are used to rescue issuing firms with financial distress, which enhances shareholders' wealth of issuing firm whereas underwriting firms cannot. As well, Haseko could improve its financial conditions through debt equity swap, which was supported by banks. That is, relationship of banks rescued Haseko.

研究分野：経営財務

キーワード：資本提携 アライアンス 第三者割当増資

1. 研究開始当初の背景

我が国では 2000 年前後を境として完全子会社化や純粋持株会社の採用といった企業グループの再編に関連する法制度の改正が行われ、これにともなって企業グループの再編(内部変化)が実施されるようになった。同時に、M&A の数もこの時期以降増加しており、他企業の合併や買収などの企業グループの再編(外部変化)を実施することも可能となりつつある。申請者は、これまで企業グループの再編、なかでも純粋持株会社や子会社上場あるいは上場子会社の完全子会社化といった内部変化に関連した研究を実施してきた。その研究過程において、他企業との資本提携を端緒として、企業グループの再編が行われるケースが生じつつあることが散見された。そのため、本研究が資本提携という資本関係の低い企業間関係を分析対象とし、これらの企業が企業グループの再編にどのような役割を果たしているのかについて分析を行おうとしている点で、企業グループの再編の分析を行ってきた申請者のこれまでの研究を発展させるものとして本研究を位置づけることができる。

さらに、申請者が本研究を行う契機となった日本企業の経営行動として 1999 年に NEC と日立の共同出資会社として設立されたエルピーダメモリが挙げられる。同社は NEC と日立の DRAM 事業を集約するために設立された点で両出資元企業にとってはダイベスティチャーの「一種」として位置づけられる。設立後、同社は上場し、両出資元企業は同社に対する持株比率を減少させることで最終的には完全に資本関係を消滅させる、すなわち「完全」なダイベスティチャーを実施したのである。このように、一部の日本企業では資本提携を契機として最終的には M&A やダイベスティチャーが生じ、その結果として企業グループの再編が実施されつつある。

以上のように、申請者のこれまで取り組んできた企業グループの再編に関する研究、および一部の日本企業においてみられつつある積極的な資本提携戦略とその後の変化が本研究の着想に至った経緯である。

2. 研究の目的

本研究の目的は、共同出資や株式の一部取得といった独立した企業間における資本提携が、親会社・関係会社(子会社・関連会社)間の企業グループの再編にどのような影響を及ぼしているのかについて、実証的に明らかにすることであった。一般に、企業グループ間の資本関係を変化させる要因、すなわち企業グループ再編の手段として、外部変化(M&A、ダイベスティチャー(事業分離))と内部変化(子会社設立、グループ内企業との合併、清算)がある。しかしながら、2000 年以降の日本企業が新たに採用しつつある企業グループの再編手段として、これら二つの中間に位置する資本提携が挙げられる。本研究では、日本企業が実施しつつある資本提携が M&A やダイベスティチャーなどの外部変化を引き起こし、最終的には企業グループの再編をもたらしていることを明らかにし、そのうえで資本提携を端緒とする企業グループの再編が企業価値の向上に寄与しているのかについて実証的に明らかにすることであった。

3. 研究の方法

本研究を実施するにあたり、資本提携として共同出資と片側出資を分析対象とした。共同出資は、いわゆるジョイント・ベンチャーのことであり、複数の独立した企業が共同で新たに企業を設立し、その企業へ出資することを意味する。片側出資は一方の企業が他方の企業の株式

を一定程度取得することを意味する。これらの資本提携は他企業と一定程度の資本関係を持つ点で共通している一方、対等性、事業分離の有無という点で異なる。対等性とは資本提携に参加している複数の企業が対等な関係性を構築しているのか否かということであり、持株比率の影響を受ける可能性はあるものの、共同出資は対等であると考えられる。これに対し、片側出資は一方の企業が相手企業の株式を一定程度取得するため、取得する側が上位に立つ可能性がある点で対等ではない。また、共同出資は新たな企業が設立される点で出資元企業とは異なる事業体=法人によって事業が担われる点で広義の事業分離といえる。これに対し、片側出資は新たに企業が設立されるわけではないため、事業分離には該当しない。

このような、共同出資と片側出資の異同点に着目しつつ、これらの資本提携が日本企業のグループ再編にどのような影響を及ぼしたのかについて実証的に明らかにした。

4．研究成果

主要な研究成果として、つぎの4点が挙げられる。第一に、片側出資を通じた企業間資本関係を構築する一手段として「第三者割当増資」に関する実証研究を行った。第三者割当増資は有償増資の一種であり、増資を行う企業にとっては資金調達を意味する。一方、この増資を引き受けるのが企業である場合、第三者割当増資は増資企業 引受企業間の資本提携をもたらす可能性がある。ここでは、引受企業がなぜ他企業の増資を引き受けるのかに関する実証分析を行なった。その結果、日本企業で、かつ上場企業を引受先とする第三者割当増資については、

増資企業は経営不振に陥った状態を改善させ、さらには引受企業とのシナジー効果を得ることを企図して第三者割当増資を行うこと、そのため、第三者割当増資は発行企業の株主価値を高めるのに対し、引受企業のそれは必ずしも高めないこと、しかしながら、引受企業は増資引き受け後に発行企業の株式の過半数を取得する場合には自らの株主価値を高めることができること、が明らかとなった。

第二に、企業が他企業の株式の一部をなぜ取得するのか、すなわち増資ではなく流通株式の取得による片側出資に着目した実証研究を行った。株式の部分取得に関する先行研究では、被取得企業の株主価値が高まることは明らかとなっているものの、取得企業の株主価値あるいはその動機については明らかではない。そこで、ここでは取得企業の株主価値の変化やその動機に着目した研究を行い、部分取得に対し、取得企業の株主価値は上昇するものの、その上昇は極めて小さいこと、取得企業が中程度の株式を取得するほど、相対取引で取得するほど、株主価値を高めること、経営状態の良好な取得企業であるほど、被取得企業の株主価値を高めること、株式の部分取得ののうち、取得企業が被取得企業の株式を売却する場合でも、過半数取得する場合でも、取得企業の株主価値は高まらないこと、が明らかとなった。

第三に、債務の株式化について長谷工の事例に関するケーススタディを実施した。同分析では、バブル崩壊後、不動産価格の下落と建設需要の低迷のために業績不振に陥った長谷工がいかにして再建を図ったのかについて、特にメインバンクをはじめとする銀行との関係性を中心として分析を行なった。同社は債務の株式化を行うことで、劇的な負債の減少と自己資本の増加を同時に行うことができ、倒産の危機を脱することができたのであるが、これが実現できた背景として、当時の同社のメインバンクであった三井信託銀行、大和銀行、日本興業銀行からの「承諾」が必要不可欠であり、この承諾はこれまでの銀行との関係性にもとづいて得られたものと評価できる。

第四に、2 企業における共同出資会社の設立が、なぜ 2 企業の株主価値の変化を非対称とするのかに関する実証研究を行った。2 企業が共同出資を設立する場合、一方の企業は株主価値を高めることができるのに対し、もう一方の企業は高めることができないことがこれまでの研究より明らかとなっている。そこで、本研究ではなぜこのような非対称性が生じるのかについて分析を行ない、経営状態の良好な企業が共同出資の設立を通じて株主価値を高めることができないのに対し、経営の悪化した企業が高まることを明らかにした。

これらの結果は、日本企業における資本提携の多くが、経営状態の悪化した企業が経営状態の良好な企業によって救済されていることを意味しており、「対等」な関係での資本提携でないことを意味している。その結果、資本提携は経営状態の悪化した企業にとって資本提携はある種の「リストラクチャリング」として位置づけられるかもしれない一方、経営状態の良好な企業によっては単なるコストとなりかねないことを示唆している。

5 . 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 2 件)

- 1 Otsubo, Minoru [2017], "Why do firms underwrite private placement shares of other firms? Case of Japanese firms," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.41, February, pp.75-92. (査読あり)
- 2 大坪 稔「債務の株式化 長谷工コーポレーションの成功事例」(『経済学研究』(九州大学経済学会), 第 83 巻第 5・6 号,2017 年 3 月,1-18 頁) (査読なし)

〔学会発表〕(計 4 件)

- 1 Otsubo, Minoru, Partial acquisition among firms: The importance of inter-firm relationship (The 2017 AFR Conference, Johannesburg, South Africa, December 25, 2017)
- 2 Otsubo, Minoru, Why do firms underwrite private placement shares of other firms? Case of Japanese firms (The 29th Australian Finance & Banking Conference, Sydney, Australia, December 15, 2016)
- 3 Otsubo, Minoru, Why do firms underwrite private placement shares of other firms? Case of Japanese firms (The 11th RUC-Kyudai-NJU Joint Conference, Beijing, China, November, 3, 2016)
- 4 大坪 稔「企業はなぜ他企業の第三者割当増資を引き受けるのか」(証券経済学会 九州部会[九州大学],2015 年 9 月 12 日)

6 . 研究組織

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。