

令和元年5月30日現在

機関番号：22604
研究種目：基盤研究(C)（一般）
研究期間：2016～2018
課題番号：16K03815
研究課題名（和文）純粋持株会社化の決定要因とその影響に関する研究

研究課題名（英文）A STUDY OF THE EFFECTS OF TRANSITIONING

研究代表者

松田 千恵子（MATSUDA, CHIEKO）

首都大学東京・経営学研究科・教授

研究者番号：80613140

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,400,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、我が国における事業会社による純粋持株会社化の増加に焦点をあて、純粋持株会社形態がどのように企業価値や株主動向に影響を与えているかを明らかにしたものである。純粋持株会社化への移行は当該企業から意思決定の迅速化などポジティブな事象として発表されるが、単一事業を営む企業を中心に、実際にはそうした効果は見られず、むしろ情報開示の劣化などを通じた問題がみられることを明らかにした。

研究成果の学術的意義や社会的意義

我が国は、世界でも稀にみる持株会社の多い状況にある。しかし、この意義自体についてはあまり考えられてこなかった。本研究により、企業がポジティブな動きとして公表する持株会社化が、実際には株主の利益を阻害しかねない場合もあることが明らかとなった。このことは、企業のグループ経営やガバナンスのあり方に示唆を与え、経営者や株主をはじめとする利害関係者の意思決定に資する意義ある成果と考えられる。

研究成果の概要（英文）：This study analyzes pure holding companies, which has increased in recent years. Pure holding companies do not engage in business activity themselves, but are rather formed with the goal of controlling the business activities of commercial enterprises through stock ownership. Many of these companies positively announced that the transition to pure holding companies would lead to accelerate decision-making related to business portfolio management. However, there is a possibility that the transition may cause the group management problem. As the real condition of the commercial enterprises is difficult to grasp from the capital markets, which should demonstrate the functionality of corporate governance, there are fears that the rights of shareholders and the transparency of information disclosure are inhibited. This study has revealed these negative impacts and the reaction of shareholders and the influence on corporate value, by transitioning to a pure holding company.

研究分野：経営学

キーワード：コーポレートガバナンス 持株会社 非上場化

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

純粋持株会社とは、その会社自体は事業活動を行わず、株式所有を通じて他の会社の事業活動を支配することを目的とした企業の形態を指す。1997年に「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律（独占禁止法）」の改正により純粋持株会社形態の選択が解禁され、2002年には連結納税制度も導入されたことから、こうした形態をとる企業は増加してきている。

一方で、純粋持株会社形態を選択し、傘下の事業会社の株式を保有してグループ内での階層的な企業統治を行うことは、上場企業のコーポレートガバナンスを担う資本市場の役割と競合する可能性がある。事業会社を非上場化させて持株会社のみを上場させれば、資本市場からは事業の実態が掴みにくくなり、健全な情報開示の実現やコーポレートガバナンスの発揮が阻害される恐れもある。昨今のコーポレートガバナンス強化の流れなども受けて、実態解明はもとより、純粋持株会社形態選択の是非、および決定要因やその資本市場に対する影響などについて、経営者や株主をはじめとする利害関係者の関心は高かった。

然るに、こうした観点からの持株会社に関する研究成果の蓄積は少なかった。先行研究においては、大坪（2005）がリストラクチャリングの観点から分析を行い、また日立製作所の事例をまとめている。塘（2008）は総合商社など9社を対象に分析を行っているほか、浅田（2007）は持株会社の管理会計を中心に研究を行っている。これら先行研究はその多くが事例研究、あるいは会計学的側面からの研究となっており、上記に述べるような持株会社化の要因や資本市場への影響を実証的に扱った研究ではない。今後の学術的な研究成果が待たれていた。

持株会社形態には、事業を行いつつ他社株式を保有する事業持株会社という形態も存在するが、本研究で扱う純粋持株会社に関しては、事業活動を行わない企業形態であることから研究成果はさらに少なく、統計的な把握さえ十分ではない。2013年度になって漸く経済産業省による調査が始まったところであるが、未だ実態把握にとどまっているのが現状である。単なる現状分析にとどまらず、企業がなぜ純粋持株会社を選択し、その影響はどのようなものとなるのかを実証的に解明し、学術的な貢献が果たされるべき状況にあった。

2. 研究の目的

海外、特に米国においては事業会社の純粋持株会社形態の選択は一般的ではない。金融機関においては州法をまたいで業務運営をする観点などから純粋持株会社形態を取ることがあるが、事業会社の場合、株式所有を通じて事業会社を支配するのは資本市場の役割とされているからである。

従って、今回の研究の主眼は、我が国に特徴的であり、かつ近年増加する純粋持株会社形態の選択という事象を経営学的な視点から実証的に分析し、経営者および株主をはじめとした利害関係者の関心事に応えられるような学術的成果を出すことであった。具体的には「なぜ企業は純粋持株会社形態を選ぶのか」「どのような企業が純粋持株会社を志向するのか」「純粋持株会社により企業価値は向上するのか」「利害関係者などとの関係は変化するのか」について明らかにすることが研究の目的であった。

純粋持株会社化においては、その傘下に位置する事業会社の非上場化が伴うことが多い。申請者は、非上場化に関して、科研費の支援に基づく研究成果を既に蓄積している。事業会社の非上場化を伴う純粋持株会社化を行う企業とは、株主から見れば「非上場化により被る不利益」に加え「階層的統治を許すことによる不利益」をもたらしかねない存在でもある。こうした不利益が実際に存在するのかどうかを、これまでの研究成果を踏まえて定量的に検証することも、企業経営と株式市場との関係といった観点からは非常に重要であると考えられる。また、こうした点につきグローバルな視点からみた比較を行うことにも意義があると考えた。

3. 研究の方法

初年度はまず、国内外における先行研究サーベイを行った。海外の研究成果については、制度上の違いにも留意しつつ、グローバルな比較を可能にできるよう取りまとめた。

次に、我が国の純粋持株会社選択事例を最新の案件まで含めて可能な限り多く収集し、財務実績や株式保有構造、公表された理由等を含めた純粋持株会社化案件データベースを作成した。その上で、同データベースを用いて、純粋持株会社化を選択した企業は、そうではない企業と比べてどのような特性を持つのか、純粋持株会社化による企業価値向上はなされたのか、何を指して純粋持株会社化が行われたのか、といった点に関し、イベントスタディおよびパフォーマンススタディといった定量手法を用いて研究した。特に、日本における純粋持株会社化においては、いったん企業を非上場化させ、その後ほぼ同一の事業（多くは単一事業）を傘下に持つ純粋持株会社化を実施するといったパターンが多く、この種の非上場化を行った企業に特に着目して研究を行った。

4. 研究成果

分析の結果、以下の内容が明らかになった。まず、急増する純粋持株会社は、その相当割合

が、事業を多く持ち事業ポートフォリオ上の必要がある企業ばかりではなく、ほぼ単一事業しか持たない企業において、いったん非上場化をしてまた持株会社を再上場させるという形でられる。こうした単独事業会社における純粋持株会社化に対して、株主はポジティブに反応していない。企業側の公表では、権限委譲や意思決定の迅速化、本社の機能強化などを通じた企業価値向上が謳われているが、株主としてはそれらを肯定的に受け止めていない可能性が明らかになった。次に、実際に一定の期間を経た後にこれらの純粋持株会社化が企業価値向上に寄与しているという事実は見いだせなかった。上場廃止を行ってまで純粋持株会社化を実行したにもかかわらず、意思決定の迅速化や機能強化、人材活用策の奏功などを通じて企業価値向上につながる可能性に疑問を投げかける結果である。一方、これ以外に単一事業持株企業が純粋持株会社化する可能性としては、敵対的買収から身を守るといった消極的な理由、あるいはオーナー企業における組織的な経営への移行を企図しているといった理由が残されているが、後者については、第一位株主への持株集中度が高く、個人株主の持株比率が高い企業が純粋持株会社化を選択する傾向にあることが判明し、この可能性が示唆された。また、これらの純粋持株会社化においてみられる非上場化という事象は、広く親子上場における完全子会社化、MBO、あるいは企業買収などにおいても見られるものであり、本研究は、これまで行ってきた一連の非上場化研究においてもユニークな位置づけを占めるものとなった。こうしたことから、本研究において得られた結果は、資本市場における株主と企業経営者との間の関係を再考させるものとなり、コーポレートガバナンスやグループ経営の枠組みにも示唆を与える成果を挙げることができた。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 3 件)

1. 松田千恵子 (2019) 「純粋持株会社化の影響に伴う初期的検討」危険と管理 (50) 1-17 (印刷中)(査読無)
2. 松田千恵子 (2019) 「財務マネジメントサーベイ グループ経営の未来における CFO の役割」CFO Forum(106), 1-7 (デジタル提供)(査読無)
3. 野村拓治・松田千恵子 (2019) 「完全子会社化は業績を向上させるか」Journal of the Japan Society for Management Information Vol.28 No.1, 1-17 (印刷中)(査読有)

〔学会発表〕(計 2 件)

1. Matsuda, Chieko (2017) A PRELIMINARY STUDY OF THE EFFECTS OF TRANSITIONING TO A PURE HOLDING COMPANY、The 29th Asia-Pacific Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues
2. Matsuda, Chieko (2016) AN EMPIRICAL STUDY OF GOING-PRIVATE FIRMS IN JAPAN BEING MADE FULLY OWNED SUBSIDIARIES BY THEIR PARENT COMPANIES、The 28th Asia-Pacific Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues

〔図書〕(計 4 件)

1. 松田千恵子 (2019) 『非上場化の研究』中央経済社、校正中
2. 松田千恵子 (2019) 『グループ経営入門 第四版』税務経理協会、印刷中
3. 松田千恵子 (2018) 『ESG 経営を強くするコーポレートガバナンスの実践』日経 BP 社
4. 北川哲雄、佐藤叔子、松田千恵子、加藤晃 (2019) 『サステナブル経営と資本市場』日本経済新聞社

〔産業財産権〕

出願状況 (計 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年：
国内外の別：

取得状況 (計 件)

名称：

発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年：
国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究分担者

研究分担者氏名：
ローマ字氏名：
所属研究機関名：
部局名：
職名：
研究者番号（8桁）：

(2) 研究協力者

研究協力者氏名：
ローマ字氏名：

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。