

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 5 月 31 日現在

機関番号：32601

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009～2011

課題番号：21530404

研究課題名（和文） 日本企業のグループ経営と子会社整理

研究課題名（英文） The Management and restructuring of corporate subsidiaries in Japan

研究代表者

牛島 辰男 (USHIJIMA TATSUO)

青山学院大学・国際マネジメント研究科・教授

研究者番号：80365014

研究成果の概要（和文）：

この研究は、日本企業の国内子会社の整理がいかなる要因により行われるか、整理の方法（閉鎖・売却）はどのように決められるか、特に後者に注目しつつ計量経済学的に分析したものである。分析の結果、閉鎖がもつぱら業績不振子会社の整理で用いられるのに対し、売却は業績不振でなくとも売却可能性の高い非中核事業の子会社であれば対象となることが示された。この違いは閉鎖と売却が、企業グループのリストラクチャリングにおいて、本質的に異なる役割を果たしていることを示すものである。

研究成果の概要（英文）：

This study investigates factors affecting the Japanese firm's decision to divest a subsidiary and those influencing the firm's choice of divestment mode (i.e. closure vs. selloff). We find that closure and selloff target different kinds of subsidiaries: While closure is mainly used to remove an unprofitable subsidiary, selloff normally targets non-core subsidiaries which are more salable than the rest of the firm. This finding suggests that, though closure and selloff are both a method of downsizing, they play heterogeneous roles in corporate restructuring.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2009 年度	1,500,000	450,000	1,950,000
2010 年度	800,000	240,000	1,040,000
2011 年度	900,000	270,000	1,170,000
年度			
年度			
総計	3,200,000	960,000	4,160,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：企業グループ、リストラクチャリング、子会社、閉鎖、売却

## 1. 研究開始当初の背景

(1) 日本の大企業の経営においては、事業規模や範囲の拡大を親会社と子会社からなる「企業グループ」全体としていかに実現

していくかが、長く中心的な課題となってきた。

(2) しかしながら、90年代以降の長い企業業績の低迷は、こうした考え方に根本的な

修正を迫ることとなった。企業パフォーマンスに貢献しない、あるいは低下をもたらす事業部門や子会社については、積極的に整理 (divestment) の対象としていくことの必要性が、「選択と集中」という言葉に表されるように、広く認識されるようになった。

(3) しかしながら、日本企業のグループ・リストラクチャリング (選択と集中) が、いかなる企業により、どのように行われてきたかに関する体系的な研究はほとんど存在しない。そもそも、企業グループの構造と変化というテーマ自体が、研究の対象としては経済学、経営学双方により軽んじられてきたと言える。

## 2. 研究の目的

(1) 本研究の目的は、1990年代における企業グループのリストラクチャリングの実態を、子会社の閉鎖 (closure)、売却 (sell-off) を通じた整理に特に注目して解明することである。

(2) 日本国外においても、事業部門や子会社の整理のために閉鎖と売却はよく用いられる。しかしながら、これら2つの方法がリストラクチャリングにおいて代替的な (同様な) 役割を果たすのか、補完的な (異質な) 役割を果たすのかはほとんど知られていない。本研究はこの点を明示的に検討することで、日本企業研究だけではなく、広くリストラクチャリング研究へと貢献することを目指す。

(3) 子会社整理の分析を通じて、日本企業のグループ経営の問題点と、将来の課題を検討する。

## 3. 研究の方法

(1) 本研究の中心はマイクロデータを用いた計量経済学的な分析である。企業を観測単位とする分析と、子会社を単位とする子会社レベルの分析を行っている。

(2) 分析の対象は、東京証券取引所第1部に上場する企業 (金融機関を除く) とそれら企業の国内子会社である。企業レベルのデータは主に各社の財務諸表に基づく (Nikkei NEEDS Financial QUEST より取得)。子会社データは、東洋経済新報社の編纂する『日本の企業グループ』より取得している。この年報の1994~2000年度版においては、前年度版から掲載削除された子会社について、その理由を親会社に問い合わせた結果が特別調査

として収録されている。この調査の中で、削除理由が閉鎖、あるいは売却である子会社が、本研究の主たる対象である。

(3) 企業レベルの分析は、ある年に閉鎖や売却により子会社整理を実施した企業と、前後3年間に同様なリストラクチャリングを実施しなかった企業を、様々な特性について比較するものである。子会社リストラクチャリングを促す企業レベルでの要因を抽出することが目的である。

(4) 子会社レベルの分析は、用いるデータの構造により、クロスセクション分析とパネル分析に分かれる。主に用いているのは前者である。

① クロスセクション分析は、ある年に子会社整理を少なくとも1件行った企業の全ての子会社からなる pooled cross-section data に基づく。整理対象となった子会社が、他の子会社と比べていかなる特徴を持つか、閉鎖と売却で対象子会社の特徴に違いがあるか分析する。子会社整理が行われる理由、閉鎖と売却がリストラクチャリングの中で果たす役割は、対象なる子会社の特徴に反映されるものと期待される。

② パネル分析は、クロスセクション分析の対象である全子会社の情報を、1993-1999年間で経年接続したデータによる分析である。時間という軸が入ることで、子会社整理のタイミングの決定要因、それらの閉鎖と売却での相違が分析できるようになる。パネル分析の結果は十分に確定していないため、下の成果報告からは省略する。

(5) 以上の分析に加えて、子会社の閉鎖と売却の発表が、企業価値 (株価) に与える影響をイベントスタディにより推計する。また、発表の株価効果が、いかなる要因によって変わってくるか分析する。

## 4. 研究成果

### (1) 企業レベルの分析結果

① 表1は、1993-1999年期間において、子会社整理を実施した企業、うち閉鎖により整理した企業、売却により整理した企業、子会社整理を実施しなかった企業をいくつかの指標により比較したものである。違いを明瞭にするために、閉鎖企業と売却企業からは、閉鎖と売却の双方を同年に実施した企業を除いてある。

② 子会社整理を実施した企業は延べ数で

749社、実施しなかった企業（比較企業）は3613社である。これらの数字は、高い割合で子会社リストラクチャリングが行われたことを示している。整理の実施方法としては、売却よりも閉鎖を選択した企業の方が多い。

表1：子会社整理企業の特徴

	整理企業	内) 閉鎖企業	内) 売却企業	比較企業
総資産	486	416	383	151
子会社数	30.6	28.5	24.0	8.1
産業数	7.4	7.1	6.8	3.4
キャッシュフロー /総資産	5.3%	5.2%	6.5%	7.0%
Qレシオ	1.34	1.33	1.40	1.43
負債 /総資産	35.0%	33.8%	35.5%	24.7%
現金 /総資産	9.7%	9.9%	9.8%	12.4%
N	749	598	109	3613

③ 整理を行った企業は、総資産（単位は10億円）が比較企業よりも顕著に大きいほか、平均子会社数も4倍近く多い。また、事業の多角化が進んでおり、整理企業は平均7.4産業（2ケタ分類）で活動している（比較企業は3.4産業）。こうした企業レベルの特徴は、divestment がもつぱら多角化の進んだ大企業のリストラクチャリングとして行われるという米国はじめとする国外の研究の成果と整合的である。

④ 整理企業と比較企業は、パフォーマンスと資本構造においても、顕著に異なっている。利益率（キャッシュフロー/総資産）の平均は整理企業の5.3%に対し、比較企業では7.0%である。同様な違いはQレシオでも見られる。一方、整理企業は負債への依存度が高く、有利子負債の総資産に占める比率は35%に達する（比較企業は25%）。逆に現金はじめとする手元流動性は相対的に乏しい。これらの特徴は、子会社整理が業績の低迷や流動性不足、過大な債務負担など、改善への強いプレッシャーに直面している企業によって主に実施されることを示している。これは、国外のリストラクチャリングに見られるのと同一の傾向である。

⑤ 以上の子会社整理企業と比較企業の違いは、1変数での比較のみならず、ロジットモデルを用いた多変数の同時比較においても同様に観察される。一方、子会社を閉鎖した企業と売却した企業の特徴は似ており、1変数の比較では、大きな違いは見出されなかった。しかしながら、ロジットモデルによる

比較では、低パフォーマンスはもつぱら閉鎖企業の特徴であり、高レバレッジ（重い負債負担）はもつぱら売却企業の特徴という結果を得た。

## (2) 子会社レベルの分析

① 上の749社（整理実施企業）は、1993-1999年間に合計で960社の子会社が閉鎖し、186社の子会社を売却した。閉鎖の件数が売却件数を大幅に上回っている一因としては、観測期間における日本のM&A市場の規模がまだ小さく、子会社売却の制約となっていたことが考えられる。表2は、閉鎖と売却の対象となった子会社の特徴を、存続子会社（18684社）も交えて、比較したものである。

表2：整理対象子会社の特徴

	閉鎖子会社	売却子会社	存続子会社
従業員（人）	44	83	146
操業年数	15	19	21
黒字比率	21%	33%	31%
赤字比率	29%	17%	9%
JV比率	30%	55%	35%
産業M&A件 数/企業数	0.55	0.64	0.49
コア事業	37%	30%	34%
独立子会社	13%	24%	10%
N	960	186	18684

② 閉鎖された子会社の存続子会社と比べた明らかな特徴は、規模が小さく、操業年数が短く、黒字（赤字）の子会社の比率が低い（高い）ということである。同様なパターンは、経済学における工場閉鎖（plant closure）の研究でも繰り返し報告されている。こうした特長が示唆するのは、閉鎖は企業業績の低迷をもたらしている問題事業を直接のターゲットとし、そうした事業を取り除くことでパフォーマンスの向上をはかることを主目的とするリストラクチャリングであるということである。

③ 以上の閉鎖された子会社の特徴は、売却対象となった子会社にもある程度当てはまるものの、存続子会社との違いは統計的に有意ではない。むしろ、売却された子会社の顕著な特徴は、合弁事業（JV）である比率が高く、所属する産業においてM&Aが比較的活発に起きているということである。こうした特長は、売却可能性が高い（買い手となる企業を見つけやすい）という特徴ゆえに、これら子会社が売却の対象とされてきたことを示唆している。その意味するところは、子会社売却の主たる目的は、売却益により全社的な

流動性制約を緩和させることにあるということである。

④ 売却された子会社のもう 1 つの特徴は、周辺（非中核）事業に分布が偏る傾向があることである。特に顕著なのは、企業にとってある事業（2 ケタ分類ベース）での唯一の拠点である独立子会社の比率の高さである。こうした特長は、企業の他の部分からの切り離しの容易さという意味でもまた、売りやすさが売却対象とする子会社の選定で重要な基準となっていることを示唆している。閉鎖対象となった子会社については、このような企業内での分布の偏りは観察されない。

⑤ 以上に概観した閉鎖、売却対象子会社の特徴は、複数の特性を同時比較するための多項ロジットモデルにおいても有意に検出される。総じて見れば、これら分析が示唆しているのは、閉鎖と売却は共にダウンサイジングという共通の結果をもたらすものの、実施する企業の動機、目的で見ると、かなり異質なリストラクチャリング手法であるということである。この意味で、閉鎖と売却が企業リストラクチャリングで果たす役割は、典型的には補完的であるといえよう。この閉鎖と売却の直接比較を通じた知見は、国内外で先例がなく、本研究の独自の貢献であるといえる。

### (3) イベントスタディ

① イベントスタディは、上の子会社サンプルの中から、日本経済新聞で整理の報道されたものを対象として行った。閉鎖については 139 件、売却については 41 件の報道が確認された。これらのリストラクチャリングの株価への影響を標準的な市場モデル（market model）により、報道日を中心とする 3 日間の累積超過収益率（CAR）として計測すると、閉鎖の平均は -0.9% となり、有意にゼロとは異なる（ $p = 0.02$ ）。一方、売却の平均 CAR は 0.7% でプラスになるが、統計的には有意ではない。

② 閉鎖の CAR を詳しく分析すると、市場が負の反応を示すのは、もっぱら不採算子会社が閉鎖された時であり、拠点の統廃合など必ずしもパフォーマンス上の問題を示唆しない閉鎖については、市場の反応は中立的であることが分かった。また、中核事業における不採算子会社の閉鎖が、特に大きな株価の低下をもたらすことが見出された。こうしたパターンは、閉鎖の背後にある低パフォーマンス問題が閉鎖される子会社のみならず、企業の他の事業ユニットにおいても共有されている懸念が、株価効果を変動させている可能

性を示している。

③ 一方、売却に対して市場が中立的であるという本研究の結果は、強いプラス効果を見出してきた米国の研究とは異なる発見である。サンプルサイズが小さいため、本研究では詳細な検討ができないが、日本企業のリストラクチャリング研究において将来的に重要なテーマとなりうる発見であると考えられる。

## 5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔学会発表〕（計 2 件）

① 日本ファイナンス学会（2011 年 5 月 17 日、早稲田大学）

How do firms choose between closure and selloff? Evidence from Japanese subsidiaries

発表者：牛島 辰男

② Strategic Management Society（2011 年 5 月 17 日、米国マイアミ）

Divestment mode choice of corporate affiliates: A real options perspective

発表者：入山 章栄

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

牛島 辰男 (USHIJIMA TATSUO)

青山学院大学・大学院国際マネジメント研究科・教授

研究者番号：80365014