

平成22年 4月 17日現在

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2007～2009

課題番号：19730253

研究課題名（和文）

日本企業における親会社—子会社間の資本関係の多様性に関する実証研究

研究課題名（英文）

Empirical Study of a Parent-subsidary Capital Relationship in Japan

研究代表者

大坪 稔（ OTSUBO MINORU ）

佐賀大学 経済学部 准教授

研究者番号：90325556

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、米国企業と比較しつつ日本企業における親会社—子会社間の資本関係の多様性の形成要因に関して実証的に明らかにすることである。実証分析の結果、日米企業ともに子会社上場が実施されるものの、上場後の資本関係は著しく異なることが明らかとなった。また、2000年前後を境に日本企業では親会社—子会社間の資本関係が急速に変化していることについても明らかとなった。

研究成果の概要（英文）： This research investigates why Japanese firms have a variety of capital relationship between a parent company and the subsidiary comparing with U.S. firms. As a result of empirical research, a capital relationship after equity carve-outs is quite different between U.S. and Japanese firms. In addition, Japanese firms have changed a parent company-subsidary capital relationship since 2000.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
平成19年度	800,000	0	800,000
平成20年度	800,000	240,000	1,040,000
平成21年度	1,000,000	300,000	1,300,000
年度			
年度			
総計	2,600,000	540,000	3,140,000

研究分野：経営学

科研費の分科・細目：経営学、経営学

キーワード：上場子会社、完全子会社化、親子上場、事業再編

1. 研究開始当初の背景

近年のわが国において商法をはじめとする法制度の大幅な変化、あるいは東京証券取引所における上場基準の変更により、上場子会社の状況も大きく変容しつつある。具体的には、東京証券取引所が1996年に親・子会社の上場基準を緩和して以降、子会社の上場が増加した。その一方、1999年の商法改正

により株式交換・株式移転を用いて完全子会社化を実施することが可能となったことを受け、長年上場子会社であった企業が親会社によって再び株式を100%所有されるケースも増加しつつある。このように上場子会社を取り巻く環境が近年めまぐるしく変化していることをうけ、申請者はなぜ日本企業においては、親会社—子会社間の資本関係の多様

性がみられるのか、に関する実証研究に着手した。

2. 研究の目的

日本企業は、分社化による子会社の設立を起点として、親会社—関係会社間において多様な資本関係を構築してきた。本研究の目的は、日本企業においてはなぜ親会社—関係会社間において多様な資本関係がみられるのか、について実証的に明らかにすることである。これまで、親会社—関係会社間の資本関係に関連した理論として、Coase[1988]やWilliamson[1970, 1975]に代表される取引コスト理論やHart and Moore[1990]に代表される所有権理論がある。しかしながら、これらの理論を援用して多様な資本関係を統一的に説明することは極めて困難であると考えられる。そのため、本書では資本関係の変化をもたらす個々の事象をとりあげ、それらがどの時期にどのような状況のもとで実施されてきたのか、その変化が親会社の株主価値の増大に寄与してきたのか、をあきらかにする。

具体的には、(A)日本企業における親会社—上場関係会社間の資本関係がどの時期にどのような状況のもとで実施されてきたのか、(B)資本関係の変化が親会社の株主価値の増大に寄与してきたのか否か、について明らかにする。

3. 研究の方法

日本企業の親会社—関係会社間を対象として、完全子会社化、株式売却、合併に関する実証分析を行う。

下図は多様な資本関係が生じる経路を示している。これまで、日本企業は親会社内の事業部門を分社化させることで子会社を多数設立してきた(矢印①)。この子会社は、少なくとも設立当初は親会社によって株式を100%所有されていることが多い。その後、一部の子会社は株式市場へ上場することにより上場子会社となる(矢印②)。上場子会社は長期にわたり「上場」された「子会社」として存続する場合と、「子会社」もしくは「上場」のいずれか、またはその両方を変化させる場合がある。「子会社」が変化する場合として、親会社の持株比率の低下がある(矢印③)。親会社による上場子会社株の売却などにより、親会社の持株比率が低下するのであれば、上場子会社から上場関連会社へ変化する。その後、親会社が上場関連会社に対する持株比率をさらに低下させるのであれば、上場関連会社は親会社と資本関係を持たない

独立企業となる(矢印③)。

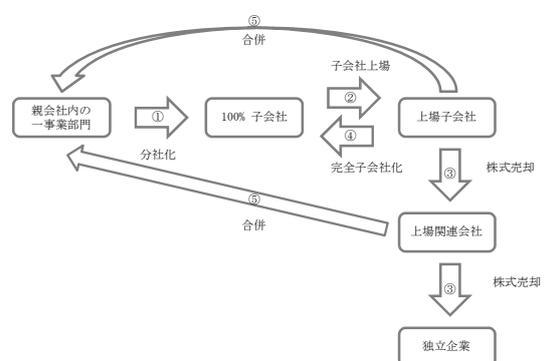
「上場」が変化する場合として、株式交換による完全子会社化がある(矢印④)。完全子会社化の対象となった上場子会社は、親会社によって株式を100%所有され、上場廃止となることにより「上場」された子会社でなくなる。

「子会社」と「上場」の両方が同時に変化する場合として、上場子会社とその親会社間における合併がある(矢印⑤)。上場子会社と親会社が合併することにより、上場子会社の事業はふたたび親会社内の一部門となる。また、同様の変化は上場関係会社においても生じる可能性がある(矢印⑤)。

これらの実証分析においては、イベント・スタディを用いることにより、親会社—子会社間の資本関係の変化をもたらす事象が親会社の株主価値を高めるのか否かに焦点をあてた分析を行った。具体的には、下記の手順で実施した。はじめに、日次データを持ち、市場モデルにより個別銘柄の期待収益率を算出する。各証券の実際の投資収益率と期待収益率との差は残差リターン(AR)であり、証券価格に反映される情報のうち個別企業情報を反映した部分を表す。さらにARを各期日について足しあわせ、サンプル企業数で除して平均することにより累積平均残差(CAR)を算出する。

ここでは、公表日を0日とした場合、-130日から-31日までの投資収益率データを持ち、最小二乗法により市場モデルのパラメータを推定する。その際、市場全体の株価インデックスとして、株式市場を既存市場、マザーズ、ヘラクレス、ジャスダック(店頭登録を含む)の4つに大別し、それぞれの銘柄の時価総額を加重平均した値をインデックスとして作成し、分析対象となる各銘柄が属する市場に合わせたインデックスを採用する。

日本企業における資本関係の変化



4. 研究成果

全体を通じて本研究の目的は、(A)日本企業における親会社—上場関係会社間の資本関係がどの時期にどのような状況のもとで実施されてきたのか、(B)資本関係の変化が親会社の株主価値の増大に寄与してきたのか否か、について明らかにすることであった。表 12-1 はこれらの結果に関する要約を表している。

(A)については2000年前後を境として日本企業は資本関係を変化させることがあきらかとなった。具体的には、2000年前後を境として、上場関係会社を対象とした完全子会社化や合併が実施された。さらに、完全子会社化については実施後の事業再編の有無やグループ内の企業との事業活動上の関係性の有無が、合併については親会社の業績とグループ内の企業との事業活動上の関係性の有無が、資本関係の変化に影響を及ぼしていた。このうち、合併に関しては、1999年前では親会社の業績が悪く、事業活動上の関係性が低い場合に合併が、1999年以降では反対に親会社の業績が悪くなく、事業活動上の関係性が高い場合に合併が実施されるという傾向がみられた。

一方、子会社上場や上場関係会社株の売却については、特定の時期に特に実施されていたわけではないことがあきらかとなった。特に、子会社上場に関しては完全子会社化や合併が増大する2000年前後以降においても新興市場を中心として実施されていた。

(B)については、子会社上場と完全子会社化において親会社の株主価値が増大すること、反対に株式売却と合併において減少することがあきらかとなった。このうち、合併については2000年前よりも以降の方が減少の程度が小さくなった。このように、資本関係の変化が親会社の株主価値を高めるのか否かについては、資本関係の変化をもたらす事象により異なることがあきらかとなった。

また、米国企業における子会社上場については、つぎのことがあきらかとなった。第一に、子会社を上場させた親会社の約8割が上場直後も当該子会社の議決権の過半数を所有し、さらにその約8割において上場後1年から3年程度でセカンド・イベントが生じる点である。すなわち、上場直後は親会社が子会社の支配権を維持しているものの、セカンド・イベントの発生により短期間のうちに「上場」あるいは「子会社」という状態が変化することがあきらかとなった。この結果は、米国企業においては上場子会社という状態が一時的であること、さらには子会社上場時にセカンド・イベントが予期されていることを示唆している。

第二に、子会社上場直後において親会社が当該子会社の支配権を維持する場合にのみ、親会社株価がプラスに反応する点である。第

一と第二の結果は、子会社上場とセカンド・イベントの組み合わせから生じる効果を株式市場が予期し、子会社上場時にプラスに反応している可能性があることを示唆している。

第三に、一括売却、更なる売却、スピン・オフ、再取得の4つのセカンド・イベントに対する株価の反応についてみた場合、セカンド・イベントの内容によって親会社および上場子会社の株価の反応が著しく異なる点である。このうち、親会社株の反応については一括売却を除く3つのセカンド・イベントにおいておおむね有意にプラスの結果が得られ、子会社上場とその後のセカンド・イベントの組み合わせより株式市場がダイベステイチャーを上回る効果を予期していることと整合的な結果が得られた。

また、上場子会社の株価の反応については、更なる売却と再取得でそれぞれマイナスとプラスの反応が得られ、情報の非対称性仮説と整合的な結果が得られた。

さらに、日米企業の子会社上場を比較した場合、米国では子会社を上場させた親会社はすべて分析期間中に一社の子会社のみを上場させたのに対し、日本では307の上場企業に対して親会社の数は187社であり、親会社が複数の子会社を上場させていることがわかる。具体的には、187の親会社のうち56社(約30%)が分析期間中に複数の子会社を上場させている。

また、日本企業においても米国企業と同様に子会社上場後に「子会社」あるいは「上場」のいずれかに影響を与えるようなセカンド・イベントが生じているか否かについてみた場合、下の表のように47社(約17%)しかセカンド・イベントが生じておらず、日本では多くの子会社が上場後も長期にわたり、同一の親会社のもとで上場子会社として存続することがうかがえる。

日米企業の子会社上場後の資本関係

	米国企業	日本企業
(1) 全上場企業	201	307
	(100%)	(100%)
(2) 上場直後に親会社の持株比率が50% あった子会社	162	273
	(81%)	(89%)
(3) 子会社上場から4年以内にセカン ド・イベントが生じた上場子会社	102	47
	(63%)	(17%)
(4) 子会社上場のうち、セカンド・イ ンイベントが生じた上場子会社(期間の限定な い)	133	
	(82%)	
(5) 2000年以降に上場した子会社のう ちセカンド・イベントが生じた上場子 会社		33
		(28%)

上段と下段は、それぞれ企業数と割合を示している。

(3)と(4)の%は、(2)に対する割合を示している。

(5)の%は、2000年以降に上場した子会社116社においてセカンド・イベントが生じた企業の割合を示している。

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)

〔雑誌論文〕(計1件)

①大坪 稔「親会社による上場子会社の富の収奪に関する実証研究」『証券経済学会年報』, 査読あり, 第42号, 2007年, 51-65頁)

〔学会発表〕(計4件)

①大坪 稔「日本企業における子会社上場に関する実証研究」,証券経済学会 第72回全国大会,2009年10月27日,松山大学

〔図書〕(計1件)

大坪 稔,中央経済社『日本の企業グループ:親会社-子会社・関連会社間の資本関係の多様性』2010年,270頁

6. 研究組織

(1)研究代表者

大坪 稔 (OTSUBO MINORU)

佐賀大学・経済学部・准教授

研究者番号: 90325556