

令和 3 年 5 月 29 日現在

機関番号：37503

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2019～2020

課題番号：19K23215

研究課題名（和文）子会社上場に関する新しい視点からの実証研究：企業文化を中心に

研究課題名（英文）New Perspectives on Equity Carve-outs: Organizational Characteristics and Culture

研究代表者

範 鵬達（FAN, PENGDA）

立命館アジア太平洋大学・国際経営学部・助教

研究者番号：60847391

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,200,000円

研究成果の概要（和文）：日本においては、子会社上場後、親会社と子会社の関係が長期にわたり維持されている傾向にある。また、親会社と上場子会社の役員を兼任する傾向もよく見られている。本研究の目的は、役員

の兼任が、親会社と子会社の株主価値の向上に寄与できるのかを解明することにある。2001-2016の子会社上場に関するデータを使い、検証した結果、親会社の役員が、子会社のCEOを兼任する場合、株主価値を向上させることができる一方で、子会社のCEO以外の役職を兼任する場合、株主価値を高めることができないことを明らかにした。したがって、日本の取締役会は監督、助言以外にも、内部労働市場の役割を果していることを示唆している。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の意義は、日本企業はなぜ子会社を上場させるか、また、なぜ長期間にわたり、この資本関係を維持するのか、そして、なぜ親会社の株主価値が向上できるのかを解明することにある。こういった上場子会社の経営者でありながら、親会社の内部取締役を兼任する内部者間の競争が親会社と子会社の価値向上に貢献できるという仮説を立てたことが、本研究の独創的な点である。

さらに、本研究は、日本における子会社上場への理解を深めるとともに、社外取締役を義務化すべきかどうかという論争にも新たな見解を提示することできた。

研究成果の概要（英文）：This study proposes an internal labor market hypothesis of equity carve-out by examining the functions of dual directors who serve simultaneously on the parent as well as subsidiary boards. We find evidence that the Japanese stock market reacts positively to the presence of dual directors who hold CEO positions in carve-out subsidiaries, especially in the case of younger directors. We also find that the carve-out subsidiaries led by young dual directors tend to outperform their matched counterparts in the long run. In contrast, when dual directors do not hold the CEO position, we find no evidence that the stock market reacts positively to them. The results of this study suggest that dual directors can enhance shareholder wealth when the internal labor market discipline works well.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：子会社上場 役員兼任 株主価値 内部労働市場

1. 研究開始当初の背景

子会社上場の動機に関しては、様々な考え方が提示され(Allen,1998; Otsubo,2009)、その一つは、リストラクチャリングである。非効率的な多角化経営を是正するために、多くのアメリカ企業が子会社を上場させた後に、スピンオフや第三者への売却により、業績改善に成功したことが多くの先行研究より明らかとなっている。

一方、日本においては、子会社上場のケースも多いものの、アメリカ企業とは対照的に、親会社と子会社の資本関係が子会社上場後も維持されることが多くみられている。例えば、2005年の時点において、日立は23社の上場子会社を持ち、そして、親会社と子会社との資本関係が20年以上も続いている。したがって、多角化経営の是正という考え方が、日本における子会社上場の動機を説明しきれないと思われる。

2. 研究の目的

本研究の目的は、日本企業はなぜ子会社を上場させるか、また、なぜ長期間にわたり、この資本関係を維持するのか、そして、なぜ親会社の株主価値が向上できるのかを解明することにある。

日本における子会社上場の動機を解明するためには、日本企業の組織的・文化的な特徴に注目する。具体的に言うと、終身雇用制度のもとでは、日本企業の最高経営責任者は内部出身が多く、また、欧米企業と比べ、日本企業の取締役会は、かねてより内部取締役の割合が高いとも言われている(Basu et al., 2007)。内田(2018)は、日本の取締役会は監督、助言以外にも、内部労働市場の役割を果たしていると主張している。

しかし、現職経営者より若い取締役間の競争によって、企業価値が高まることを支持する直接的な証拠が示されていない。なぜなら、同じ組織にいる内部取締役を直接評価することが難しいからである。一方、子会社を上場させ、コントロール権を維持できれば、親会社の内部取締役を子会社の最高経営責任者の座に就かせることにより、親会社から任命された内部経営者への評価がより明確且つ容易となる。こういった上場子会社の経営者でありながら、親会社の内部取締役を兼任する内部者間の競争が親会社の価値向上に貢献できるという仮説を立てたことが本研究の独創的な点である。

3. 研究の方法

まず、子会社上場計画を発表する日における親会社の株価異常収益率を検証する。具体的には、

親会社の取締役が子会社の最高経営責任者を兼任する場合と、そうではない場合を比べる
若い親会社の取締役(60歳以下)が子会社の最高経営責任者を兼任する場合と、そうではない場合を比べる

親会社の取締役が子会社の最高経営責任者以外の役職を兼任する場合と、そうではない場合を比べる

若い親会社の取締役が子会社の最高経営責任者以外の役職を兼任する場合と、そうではない場合を比べる

そして、上場子会社の長期パフォーマンスを検証する。具体的には、子会社上場後の5年間において、取締役の兼任する役職と取締役の年齢が、子会社の長期パフォーマンス(ROAとTOBIN'Q)を説明できるかを検証する。

4. 研究成果

兼任役員の役職と年齢によって、得られた結論が異なった。

親会社の取締役が子会社の最高経営責任者を兼任する場合、子会社上場計画を発表する日における親会社の株価異常収益率が、そうではない場合と比べると、有意に高かった。特に、子会社の最高経営責任者を兼任する取締役が60歳以下の場合、親会社の株価異常収益率がより高くなった。子会社の長期パフォーマンスに関しても、親会社の取締役が子会社の最高経営責任者を兼任する場合、子会社の長期パフォーマンスがよいことが確認された。特に若い取締役が子会社のCEOを兼任する場合、この傾向がより顕著である。

それに対して、親会社の取締役が子会社の最高経営責任者以外の役職を兼任する場合、親会社の株価異常収益率が、そうではない場合と比べると、有意な差が見られなかった。そして、子会社の長期パフォーマンスに関しても、有意な差が得られなかった。

以上の結果から、日本企業の取締役会が次期経営者を育成する労働市場の役割があるという内田(2018)の考え方にに基づき、子会社上場及び親会社と子会社の長期資本関係の維持を、企業グループにおける内部労働市場に結びつけることができた。

国際学術誌と国際コンファレンスに投稿中のワーキングペーパー：
Equity carve-outs, dual directors, and internal labor markets

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計0件

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------