

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 9 日現在

機関番号：17102

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2011～2014

課題番号：23530436

研究課題名(和文) 企業グループにおけるダイベスティチャー戦略の包括的実証研究

研究課題名(英文) Empirical Study of Divestiture Strategy in Japanese Firm Group

研究代表者

大坪 稔(Otsubo, Minoru)

九州大学・経済学研究科(研究院)・准教授

研究者番号：90325556

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,700,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、親会社がなぜ子会社を対象としたダイベスティチャー(事業の切離し)を実施するのかについて、日本企業を対象とした実証分析を行うことであった。本研究では、子会社を対象とした様々なダイベスティチャーのなかでも、子会社MBO、子会社上場、共同出資会社(JV)の3つに焦点を当て、これらがなぜ実施されるのか、その実施が親会社の株主価値の増大に寄与するのかが、について実証分析を行った。

分析の結果、これら3つそれぞれが親会社の株主価値を増大させるのではなく、これらに付随して規模縮小や負債の削減などが実施される場合に株主価値が高まることが明らかとなった。

研究成果の概要(英文)：In my research plan, I investigate why Japanese parent firms divest subsidiaries. I focus on three divestitures of subsidiaries: management buy-outs, equity carve-outs, and joint ventures. I investigated why Japanese parent firms conduct these divestitures and whether these can contribute to enhance parents' shareholder wealth.

As a result of empirical investigation, these divestitures don't enhance the wealth by themselves but enhance additional corporate restructuring such as scale reduction and decrease of leverage occurs after them.

研究分野：経営財務

キーワード：ダイベスティチャー リストラクチャリング 企業グループ 事業再編 MBO

1. 研究開始当初の背景

これまで、日本企業は多数の子会社を有することで企業グループを形成してきた。たとえば、ソニーや日立は1,000社近い子会社を有してきた。このうち、一部の子会社は株式市場へ上場され、上場子会社となるケースがみられるものの、上場の有無にかかわらず、これらの子会社は親会社と安定的な資本関係を構築してきた。すなわち、日本企業においては親会社が長期間にわたり子会社の株式を安定的に所有してきたのである。

しかしながら、2000年前後を境として親会社 - 子会社間の資本関係が大きく変容しつつある。具体的には、上場子会社を対象とした完全子会社化の実施などがあげられる。完全子会社化のように親会社が子会社の株式を100%所有する現象が生じつつある一方、親会社が子会社との資本関係を様々な方法で消滅させる現象もみられつつある。具体的には、(上場)子会社を対象としたMBO(マネジメント・バイ・アウト)などがあげられる。親会社 - 子会社間における資本関係の消滅はダイベスティチャー(事業の切離し)の一形態であり、米国企業を中心としてこれまで多くの実証研究が実施されてきた。ただし、米国企業を対象としたダイベスティチャーの多くが、セル・オフやスピン・オフであり、必ずしも日本企業において生じているような親会社 - 子会社間における資本関係の消滅ではない。また、日本企業における子会社を対象としたMBOなどは実施されてから日が浅く、実証分析は十分には蓄積されていない。さらに、親会社 - 子会社間における資本関係の消滅をもたらす様々なダイベスティチャーの比較分析については申請者の知る限り皆無である。

申請者は、2006年度より親会社 - 上場子会社間における資本関係の変化について実証分析を実施してきた。この研究では、親会社がなぜ子会社を上場(エクイティ・カーブ・アウト)させるのか、上場子会社がなぜ完全子会社化の対象となるのか、について分析を行ってきた。上場子会社を対象とする実証分析を進めるなか、上場の有無にかかわらず、日本企業においては子会社を対象とした多様なダイベスティチャーが実施されつつあることが明らかとなった。さらに、米国企業においても、上場子会社を対象としたダイベスティチャーは存在するものの、子会社としての上場期間が2-3年と極めて短期間であるという点で日本企業とは著しく異なることが明らかとなった。

このような国内外の子会社を対象としたダイベスティチャーに関する研究状況、さらには申請者が上場子会社に関する研究を進める過程より、日本企業の子会社を対象とした様々なダイベスティチャーに関する実証研究を申請者が着想するにいたったといえる。

2. 研究の目的

本研究の目的は、親会社がなぜ子会社を対象としたダイベスティチャーを実施するのかについて、日本企業を対象とした実証分析を行うことであった。周知のように、2000年前後を境として親会社とその関係会社より構成された企業グループの再編が加速するなか、子会社を対象とした様々なダイベスティチャーが実施されつつある。本研究では、これらの様々なダイベスティチャーがなぜ実施されるのか、その実施が親会社の株主価値の増大に寄与するのか否か、について互いに比較しつつ実証分析を行った。

3. 研究の方法

本研究の対象とするダイベスティチャーとして、子会社MBO、子会社上場、共同出資会社(JV)の3つが挙げられる。これら3つのダイベスティチャーについて、これらがなぜ実施されるのか、その実施が親会社の株主価値の増大に寄与するのか否か、について実証分析を行った。

4. 研究成果

はじめに、子会社MBOについては、日本の親会社がなぜ子会社を対象としたMBOを実施するのか、について実証的に明らかにすることが研究目的であった。親会社が子会社MBOを実施する動機として、親会社利益増大仮説、ダイベスティチャー仮説、負債削減仮説の3つの仮説を提示し、これらの仮説について実証分析を行った。その結果、つぎの3点があきらかになった。

第一に、子会社MBOの実施年において親会社の会計上のパフォーマンスが低下する点である。さらに、子会社MBOの実施以降においてパフォーマンスの改善を示す結果が部分的ではあるものの得られた。前者は親会社利益増大仮説と、後者はダイベスティチャー仮説や負債削減仮説と整合的である。

第二に、子会社MBOの実施前後において、親会社の多角化度の低減、負債比率の低下、ダウンサイジングの実施がみられる点である。さらに、このうちダウンサイジングが親会社のROAの改善に寄与するのに対し、多角化度の低減は寄与しない、負債比率の低下については反対にROAの低下をもたらすことが明らかとなった。これらの結果のうち、ダウンサイジングによるROAの改善についてはダイベスティチャー仮説と整合的である。これに対し、負債比率の低下については反対にROAの低下をもたらしていることより、負債削減仮説を棄却している。

第三に、子会社MBOの公表に対して親会社株価が全体としてマイナスに反応すること、さらにダウンサイジングを実施している親

会社における子会社 MBO についてのみプラスに反応することが明らかとなった。この結果は、ダウンサイジングのために子会社 MBO を実施している一部の親会社については株式市場がプラスに評価するものの、会計上のパフォーマンスを改善させるために子会社 MBO を実施する親会社も混在しており、全体としてはマイナスに反応すると解釈される。

このように、日本の親会社がなぜ子会社 MBO を実施するのかについては、親会社利益増大仮説およびダイベスティチャー仮説と整合的な結果が得られた。この結果は、子会社 MBO を実施する日本企業には、会計上の業績を一時的に高めるために子会社 MBO を実施している企業と事業を切離してダウンサイジングを実施する一手段として子会社 MBO を実施している企業が混在していることを意味する。ただし、子会社 MBO に対して、全体として親会社株価がマイナスに反応していることより、会計上の業績を高めるために子会社 MBO を実施している企業のほうが多い、あるいは影響力が強いと考えられる。

つぎに、子会社上場については、米国企業における子会社上場と比較しつつ、日本企業における子会社上場について分析を行った。米国企業と比較した場合、日本企業では子会社上場が頻繁に行われている点、上場ののち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点において異なる可能性がある。そこで、これらの相違点を考慮しつつ、日本企業においても子会社上場が親会社の株主価値を高めることに対する仮説として、情報の非対称性仮説、親会社資金利用仮説、子会社過小評価仮説、子会社資金調達仮説の4つの仮説を提示し、実証分析を行った。

分析の結果、つぎの4点があきらかとなった。第一に、米国企業と異なり日本企業では子会社上場が頻繁に行われている点、さらに上場後は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点である。米国企業の場合、ひとつの親会社がひとつの子会社を上場させるケースしか存在しないのに対し、日本企業では約30%の親会社が複数の子会社を上場させていた。また、米国企業では上場後4年以内に63%の上場子会社が親会社との資本関係を変化させるのに対し、日本企業では16%である点で著しく異なっていた。

第二に、米国企業と同様に日本企業においても子会社上場の公表に対し、親会社株価がプラスに反応する点である。さらに、この親会社株価の反応は様々な要因に影響を受けることもあきらかとなった。具体的には、親会社の収益性が低いほど、親会社の負債比率が高いほど、子会社の規模が小さいほど、上場後も親会社の持株比率が高いほど、親会社株価がプラスに反応した。これらの結果は、親会社資金利用仮説および子会社過小評価仮説と整合的である。

第三に、上場前後における親会社および子

会社の財務数値の変化についてみた場合、子会社上場を行う親会社は同業他社と比較して負債比率が高いこと、上場時に負債額が減少し、その減少額が上場時の資金調達額とプラスの関係ある点である。これらの結果は、上場時の財務数値の変化からも親会社資金利用仮説と整合的である。

第四に、子会社上場後の親会社と上場子会社の株価の推移より、親会社と比較して上場子会社はリスクが低い点である。ただし、上場後3年以内に公募増資を実施した上場子会社の割合は4%にすぎず、子会社資金調達仮説については支持する結果を得ることができなかった。

以上の結果より、日本においても子会社上場が親会社の株主価値の増大に寄与すること、寄与する理由として親会社が子会社株の売却によって得た資金を負債の返済などにもちいるためであるとする親会社資金利用仮説と、子会社上場により子会社に対する過小評価が是正されるためであるとする子会社過小評価仮説が妥当することがあきらかとなった。

最後に、JVについては日本企業がこれまで実施してきたJVの多くが2企業による出資によって設立されたJVである。この場合、出資した企業(親会社)から見てJVは子会社あるいは関連会社となるケースが多い。すなわち、JVは子会社や関連会社として設立される場合が多いのである。米国企業を中心とする先行研究より、JVにはシナジー効果や規模の経済など様々な経営上のメリットが指摘されてきた一方で、消滅しやすいことが明らかとなっている。本研究では、親会社による出資の様態、すなわち現物出資か金銭出資かの違いがJVの消滅と関係があることを明らかにしている。すなわち、この出資方法の違いが、消滅の方法(一方の出資会社による完全子会社化、親会社からの独立、第三の企業によるM&A)と消滅までの期間に影響を及ぼしていることが明らかにしたのである。具体的には、イベントヒストリー分析を通じて、明らかにしている。この結果は、出資方法の違いが多様なJVのメリットのいずれを意図しているのかを反映しており、このメリットが消滅の方法と期間の両方に影響を及ぼしていると解釈される。

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)

〔雑誌論文〕(計 3件)

Otsubo, Minoru [2014], "Joint Ventures and Involvement of Parent Firms: The Case of Japan," *Global Economy and Finance Journal*, 査読有, Vol.7 No.1, pp.38-62.

Otsubo, Minoru [2013], "Value Creation

from Financing in Equity Carve-outs: Evidence from Japan,” Journal of Economics and Business, 査読有, Vol.68, pp.52-69.

大坪 稔・侯 博峰氏「日本企業における子会社 MBO と親会社のパフォーマンス」(『証券経済研究』査読有,第 76 号,2011 年 12 月,147-164 頁)

〔学会発表〕(計 3 件)

Otsubo, Minoru, Market Reactions of Joint Ventures and Subsequent Changes: Evidence from Japan (SIBR-Thammasat Conference on Interdisciplinary Business & Economic Research, Bangkok, Thai, July 2014)

大坪 稔「ジョイント・ベンチャーの設立とその後の変化に対する株式市場の反応」(日本経営学会 九州部会[熊本学園大学(熊本県熊本市)],2014 年 3 月)

Otsubo, Minoru, Types of Joint Ventures and Termination: Evidence from Japan (Global Business and Finance Research Conference, Taipei, Taiwan, October 2013)

〔図書〕(計 0 件)

〔産業財産権〕

出願状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1)研究代表者

大坪 稔 (OTSUBO Minoru)
九州大学大学院経済学研究院・准教授
研究者番号：90325556

(2)研究分担者 ()

研究者番号：

(3)連携研究者 ()

研究者番号：