

Title	上場子会社の完全子会社化が親会社株価に与える影響
Sub Title	
Author	飯田, 潤一(Iida, Junichi) 太田, 康広(Ota, Yasuhiro)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2012
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2012年度経営学 第2726号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002012-2726

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2012 年度）

論文題名

上場子会社の完全子会社化が親会社株価に与える影響

主 査	太田康広教授
副 査	高橋大志准教授
副 査	村上裕太郎准教授
副 査	

2013 年 3 月 1 日 提出

学籍番号	81130100	氏 名	飯田潤一
------	----------	-----	------

論文要旨

所属ゼミ	太田 研究会	学籍番号	81130100	氏名	飯田 潤一
(論文題名)					
上場子会社の完全子会社化が親会社株価に与える影響					
(内容の要旨)					
<p>本研究では、昨今、組織再編の代表的手法として用いられることが増えている完全子会社化の有用性を判断する一助となることを目的とし、上場子会社の完全子会社化が親会社株価にどのような影響を与えるかを実証研究の側面から研究したものである。</p> <p>この研究を進めるに当たり、親会社の株価の変化は累積超過収益率 (CAR) という指標を用いることで観測し、それを被説明変数にすることで、親会社株価の変動を説明しようとしたのである。そして、本研究では親会社株価の変動は子会社の財務諸表の数値に起因すると考え、それらを説明変数とした。</p> <p>この研究により明らかになったことを簡単に要約すると、</p> <ol style="list-style-type: none">1、完全子会社を実施することが発表されると、平均して約 0.8% だけ親会社株価が上昇する。2、親会社株価に影響を与える要因は、売上成長率、自己資本比率、当期純利益、買収プレミアム。自己資本比率が高ければ高い方が良い。一方で当期純利益はマイナスの方が、親会社株価に良い影響を与えるとわかった。また、売上成長率は中央値以上のグループでは株価と正の相関、中央値以下のグループでは負の相関があることがわかった。また、何よりも効いていたのは買収プレミアムであり、この買収プレミアムが親会社株価に最も影響を与える要因。 <p>以上のことから、本研究の最初に述べていた研究の目的である、完全子会社化が親会社株価に与える影響、そしてその影響の要因。そして、欧米ではほとんど見ることができない完全子会社化という特殊なイベントが一般的な M&A と異なるのかどうかということを明らかにし、研究目的は達成したと言える。</p> <p>また、本研究は子会社の財務数値の側面から観測しているが、ガバナンスや本研究で最も影響を及ぼしているだろう買収プレミアムにスポットを当てている先行研究があり、それらの研究と、本研究の要素を勘案すれば、上場子会社が完全子会社を行われる際の、上場親会社の株価に与える影響を短期的側面から把握できるだろうものになり得る。</p>					

目次

1. イントロダクション	1
2. 完全子会社化	
2-1. 完全子会社化とは	2
2-2. 完全子会社化の流れ	3
3. 先行研究	
3-1. どのような理由で完全子会社化を行うのか	6
3-2. 実際に完全子会社化が及ぼす影響	6
4. イベントスタディ、仮説の導出	
4-1. イベントスタディ	7
4-2. 仮説	9
4-3. データ	9
4-4. 回帰モデル	10
5. 仮説の検証結果	
5-1. 仮説1の推定結果	11
5-2. 仮説2の推定結果	12
5-3. 仮説3の推定結果	12
6. 追加検証	
6-1. イベントスタディ	14
6-2. 回帰モデル	14
6-3. 推計結果	15
7. まとめ	16
8. 今後の課題	17
9. 付属資料	18
参考文献	21

第1章 イントロダクション

1999年の商法改正により、株式交換・株式移転が整備され、商法面でも税法面でも以前に比べ、手続きが簡略化、低コスト化したことにより、近年、多くの日本企業が組織構造の再編手段として完全子会社化を採用するようになってきている。

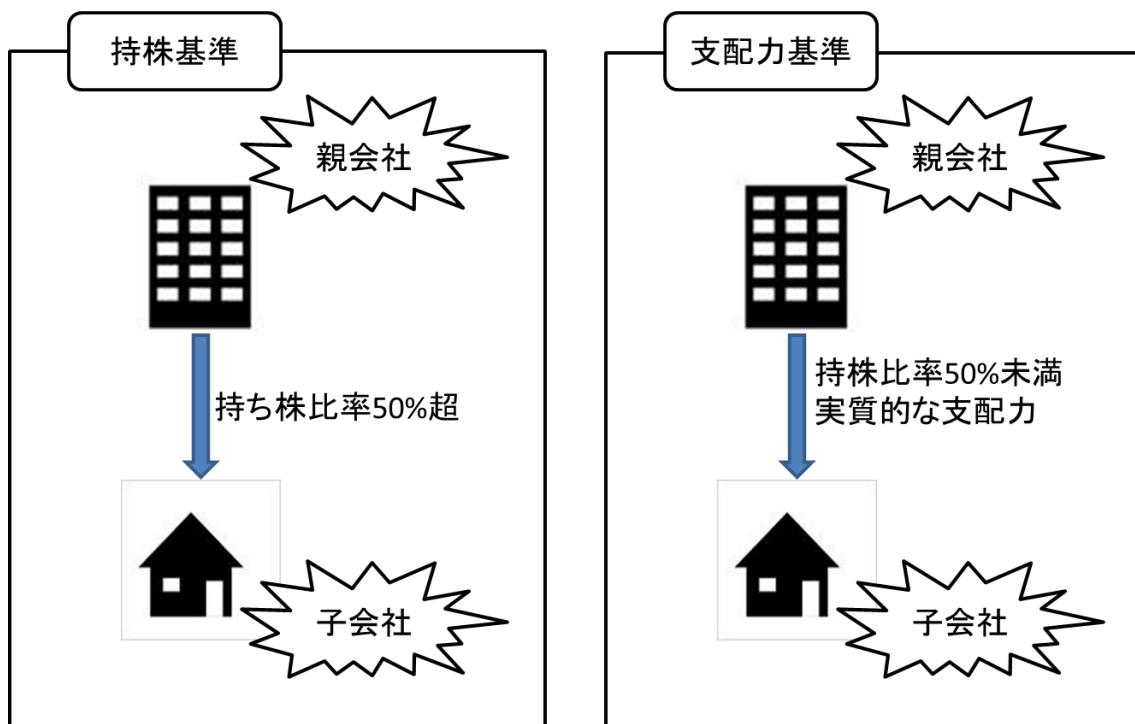
本研究が目指す第一の目的と言うものは、親子上場解消の一つの手段である完全子会社化というものに焦点を当て、企業が完全子会社化を行う際に、親会社株価へ影響があるかどうか、そして影響がある場合はどんな要因によるものかを検証すること。完全子会社化に関する先行研究は海外ではほとんど見られず、日本国内のものが多いが、完全子会社化をする目的、買収プレミアムを決める要因に関する研究が多く、本研究では、被買収側の子会社財務数値が買収側の親会社株価に与える影響を見ていく。この研究を進めることで、どんな子会社を完全子会社化するのが親会社にとって良いか、または悪いかを判断することができるようになると思う。これは、親会社の経営陣という立場からも有用であるとともに、一般投資家という立場からも有用だと考えられる。それは、近年、完全子会社化が多く行われるようになってきている状態であり、本研究の結果を参考にすることで、完全子会社化するとき負の株価効果が発生するだろう子会社を抱える親会社は、リスクを内包していると言える。投資家の立場からすれば、そのような親会社株式を保有するのはリスクであり、そのリスクを避けるために株式を売却するなり、保有数を減らすなりの対策を講じることができる。また、逆に完全子会社化時に正の株価効果があるだろう子会社を抱える親会社は、潜在的な能力を持っていると言え、投資家が積極的な投資をする手助けになりえる。

本研究の第二の目的は、完全子会社化という欧米ではほとんど見ることができないこの特殊な事象が、一般的なM&A(Mergers and Acquisitions)という事象と比較したときに、どのような特徴を保有しているのかを検証していく。完全子会社化は親子上場を解消する手段であるが、買収側と被買収側とで親子関係が存在する、つまり、親会社の意思が強く反映される可能性がある。例えば、被買収企業である子会社の情報を多く持っていることから正確な対価が支払われるかもしれないし、逆に経営権を握っていることから、子会社少数株主を無視した不当に安い対価として購入される可能性がある。前者の場合では望むところだが、後者の場合はされてはならない。このような特徴が完全子会社化に存在しないかを一般的なM&Aと比較することで検証していくことを第二の目的とする。

第2章 完全子会社化

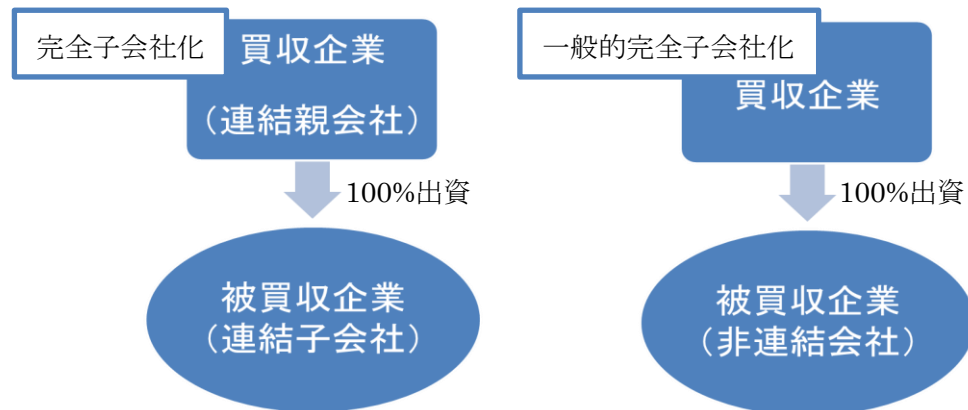
2-1 完全子会社化とは

最初に、親会社と子会社について定義し、その上で今回取り扱う完全子会社化というものを定義づける。まず注意すべき点として、この親会社と子会社という概念は商法上の解釈と財務諸表等規則上での解釈では若干の異なりがあるということだ。商法上の子会社とはある会社に直接・間接の持ち株割合が50パーセントを超えて保有されている会社のことであり、その保有している側の会社のことを親会社と定義している（持株基準）。一方で財務諸表等規則上の子会社とはある会社に実質的に支配されている会社のことをいい、支配している側の会社のことを親会社と定義している（支配力基準）。この2つの定義には差異があり、商法上の子会社が持株割合だけを基準にしているのに対し、財務諸表等規則の子会社は持株割合だけでなく、その他の要因として支配力というものも加味し、子会社かどうかの基準にしている。本研究では、持株基準での親会社と子会社の定義を利用することにする。持株基準での親会社・子会社を本研究で選択する理由は、持株基準が持株割合という数値で明確に判断できる一方、支配力基準は支配力という部分が、例えば取締役会での役員の過半数なのか、あるいは契約が存在するかと曖昧で、データ収集時に正確なデータが取れなくなると考えたからだ。下の図は持株基準と支配力基準について簡易的に図にしたものだ。



図表1 持株基準と支配力基準

子会社、親会社を上記のように定義した上で、完全子会社化を定義する。完全子会社化とは、一般的にはある会社が他の企業の株式を 100 パーセント取得して子会社とすることと定義されるが、本研究では親会社の子会社の株式を 100%取得することで上場廃止、親子上場の解消をすることを完全子会社化ということにする。この完全子会社化の主な方法として、現金や株式による現物出資だけでなく、株式交換や株式交換という方法を使って行われる。



図表 2 本研究における完全子会社化の定義

2-2 完全子会社化の流れ

日本では、これまで多くの企業が親子上場ということを行ってきた。その数は、2010年時点で東京証券取引所の上場企業の 1 割を占めている。しかし、この親子上場というものは、欧米では批判的となっている。それは、この親子上場が株価の歪みを生み出していくものと考えられているからだ。資本市場の世界化が進み、海外投資家が増えている昨今では、日本でも親子上場に対する風当たりは強く、100%子会社などで親子上場を解消する動きが目立ってきている。

上場している親会社が支配権を維持したまま子会社を上場させる「親子上場」は、欧米では少数株主との利益相反による訴訟や敵対的買収が高まるリスクから一般的には行われないが、日本では従来からの株式持合いという制度や株主達が企業に対して主張をしないことから、利益相反や訴訟のリスクというデメリットは意識されず、独自かつ機敏な資金調達力や知名度の獲得、従業員のモチベーションの向上、そして親会社の立場でも、株式売却による資金の獲得、グループ管理コストの低減、役員ポストの確保というメリットにのみスポットライトが当たり、親子上場が行われてきた。

そもそも東京証券取引所は、子会社上場に対しては抑制的なスタンスだった。その証拠として、子会社上場の要件として、グループ内で主要な事業が重複しないこと、グループ外の販売比率が一定以上であるという 2 つの条件を課していた。それにもかかわらず、1996

年以降、東京証券取引所は高まる子会社上場のニーズに応じて上場基準を緩和した。そこに IT(Information Technology)バブル での IPO(Initial Public Offering)ブームが重なり、親子上場は増加していった。

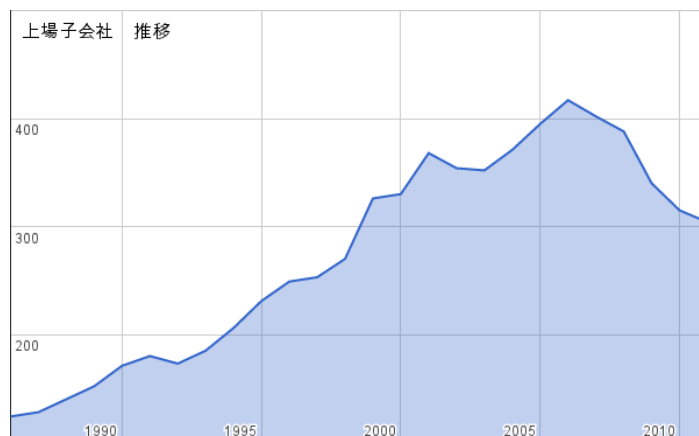
しかし、2000 年代半ば過ぎに親子上場に対する批判が欧米同様に日本においてもあがるようになってきた。親子上場の問題点の主たるものは利益相反だ。親会社の子会社の株主総会での決定権を実質的に握れてしまう親子上場制度。このため親会社が企業グループとしての利益を優先し、子会社に不利益な経営を行ったとしても、少数株主にはその決定を覆す、阻害する手段を行使するのは難しい。例えば、ある投資家が子会社の株式を現在の株価の倍近い価格で購入したいという申し出があったとしても、親会社はその申し出を無視、あるいは拒否してしまえば、子会社少数株主は高く株式を売却する機会を失ってしまう。これが、親子上場における最大の問題点となる利益相反だ。また、親会社株主にとっても意思決定にかかる段階が増え、グループ経営のスピード感を損なわれるということ、子会社の利益が子会社少数株主に、つまりグループの利益が外部に流出してしまうというデメリットが存在し、親子上場解消の声が聞こえるようになってきていた。

また、敵対的買収のリスクという点でも親子上場に対する考え方を見直すべきときが来ている。株式時価総額の親子逆転、例えばセブンイレブンとイトーヨーカドー、NTT ドコモと NTT のようなもともと子会社だった企業が親会社の株式時価総額を上回ってしまうという現象が起こっている。これをうまく利用しようとしたのが 2005 年のライブドアだ。ニッポン放送の株式を過半数握ることで、当時ニッポン放送の子会社であったフジテレビの経営に影響を出そうとした。フジテレビの株式を半分取得するより、ニッポン放送の株式を半分取得するほうがはるかに安い価格で購入でき、なおかつ経営に影響力を持つことが可能になる。この事例から親子逆転を抱える企業グループは敵対的買収の対象になりかねないということを知られ、親子上場のリスクを再認識することになった。

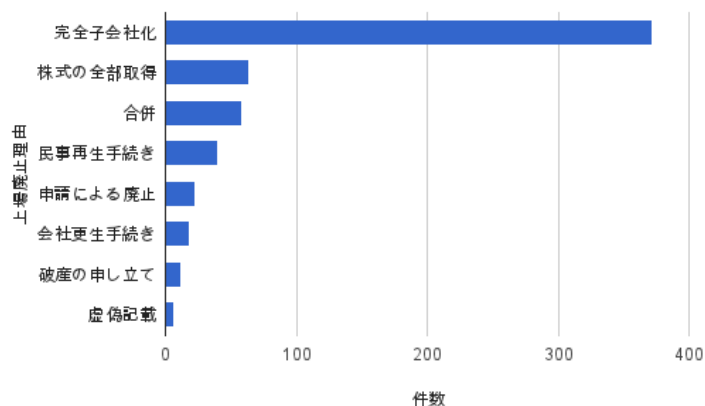
上記のように、親子上場によるメリットの縮小、デメリットの拡大、そして 2000 年代後半には東京証券取引所のみならず金融庁からも子会社上場の厳格化が言われるようになり、企業は今後、親子上場を解消する動きが活発化していくと考えられる。図 3 は 1987 年からの上場子会社の推移を示したものである。一時減少するものの、2006 年まで増加する傾向だったのが、それ以降は減少の一途をたどっているのがわかる。

図表 4 は 2002 年から 2011 年までの上場廃止企業の数とその廃止の理由を示したものだ。この期間の東京所見取引所の上場廃止企業数は 643 社にのぼり、1990 年代と 2000 年代では上場廃止企業数に 3 倍以上の差が存在する。その中でも完全子会社化による上場廃止企業数は 2000 年代に入ってから急激に増加している。これは 1999 年の商法改正による株式交換・株式移転が簡易になり、その結果、完全子会社化も行いやすくなったためと考えられる。その数は上場廃止企業数のおよそ半分ほどの 372 社になる。完全子会社化の急増の例として 2002 年の Panasonic (旧松下電器産業) が上場子会社であった松下通信工業を含めた 4 社を一気に完全子会社化するというもの、日立製作所が子会社を一気に 6 社完全子

会社化したというものがある。2000年以降は上場子会社の完全子会社化による組織再編がブームになっていたのではないかと推測できる。また株式の全部取得による上場廃止もこの期間で64件起こっており、そのほとんどが2000年代後半に集中して起こっている。この株式の全部取得というものは、全部取得条項付種類株式によるものだ。全部取得条項付種類株式は、株主総会の特別決議により、会社はそのすべてを取得することができる種類株式のことである。これを利用することで、会社の私的整理等における全発行株式の償却を可能になる。つまり、非常に容易に100パーセント減資を行い、それと同時に新株式を発行する会社再建を行うことができるのである。例としてあげられるのがJALだ。これは、JALが今までの株式を既存株主から取得し、それと同時に支援者から新株の払い込み受け、その資金で負債の返済や再建計画の資金にしていくというもの。この全部取得条項付種類株式は2006年施行の会社法で導入された制度で、その数が急増しているのは2008年であることからこれは、不況期に増加するものと考えられる。それ故に、今後景気が上向きになってくれば株式の全部取得による上場廃止は減少してくるだろう。つまり、今後において親子上場を解消する手段として多く用いられるのはやはり完全子会社化なのではないだろうかと推測する。



図表3 上場子会社の推移 (出所) 『東京証券取引所』



図表4 2002年~2011年 上場廃止件数とその理由 (出所) 『東京証券取引所』

第3章 先行研究

完全子会社に関する研究は、先述しているように欧米ではほとんど見る事ができず、日本の研究が大部分である。その日本で行われている先行研究を大まかに2つに分けると、1つ目は、どのような理由で完全子会社化を行うのかということを検証した研究、2つ目は、実際に完全子会社化が及ぼす影響というものを検証した研究というものに分けることができる。以下では2つの領域の先行研究について記述する。

3-1 どのような理由で完全子会社化を行うのか

菊谷・齋藤（2006）は、どのような場合に完全子会社化がされるのかについて、子会社ガバナンスに関わる、親会社、子会社、親子間の事業関係、事業グループに関する要因に分けて検討している。その結果、完全子会社化を増加させる要因として、子会社株式が公開されていること、親会社の持株比率など子会社ガバナンスに関わる要因が有意な影響を与えることを明らかにした。また、子会社側の要因よりも、親会社の本業成長性や事業構造再編の程度、負債比率などの親会社側の要因の方が多く影響を与えると結論付けている。そして、子会社側の要因としては売上高の成長率が非常に重要だと述べている。この子会社売上成長率という指標が正の場合かあるいは負の場合かに分けて推計することで、完全子会社化には「積極活用型」と「救済型」の2つのタイプがあることを統計的に結論付けている。

また、大坪（2007）では上場子会社のガバナンスというものに着目し、上場子会社と子会社ではない企業との間でパフォーマンスに違いがあるのかどうかを検証している、仮に上場子会社の方がパフォーマンスが低い場合、上場子会社と親会社の取引間で利益の収奪が関連しているのかを実証的に明らかにしている。分析の結果、上場子会社は子会社ではない企業に比べて相対的にパフォーマンスが低いという結果が導かれ、親会社とのつながりが強ければ強い上場子会社ほどパフォーマンスがより低いと結論付けた。

3-2 実際に完全子会社化が及ぼす影響

山尾（2007）は関連会社と子会社の株主構成とガバナンス構造に焦点を当て、完全子会社化のアナウンスメント効果を累積超過収益率で測定し、その結果、親会社では当初は正の株価効果があるが、徐々に負の株価効果が働き元の株価に戻る。逆に子会社では正の株価効果のまま推移することを導き出した。また、この研究は、被買収側である子会社の役員を占める親会社の役員比率が高いほど、株価は日経平均よりディスカウントされている

ということを行っている。他にも、買収プレミアムに関しては、株主構造、ガバナンス構造によって大きく変わることはなく、買収プレミアムは適正に算出されているという結論を導き出している。

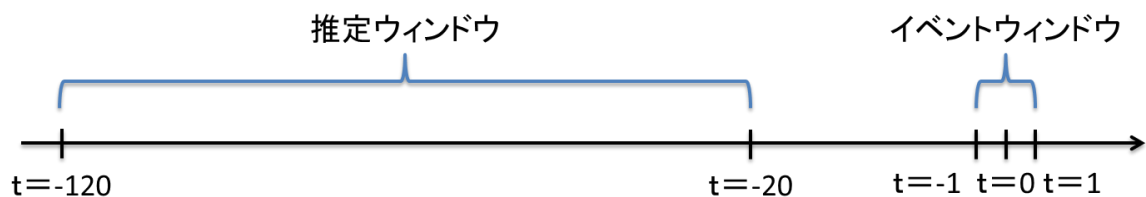
一方で、飛田（2006）では、企業が完全子会社化の実施を発表すると親会社、子会社ともに正の株価効果があるという結果を導き出した。そして、その株価を押し上げる要因を親会社、子会社の財務数値から説明しようとしているものである。

そこで私の研究は、完全子会社化の先行研究で言う 2 つのタイプのうちの後述した、完全子会社化の影響について言及していく。

第4章 イベントスタディ、仮説の導出

本研究は、完全子会社化をした際に、親会社の株価にどれだけの影響を与えるのか、そして影響を与えるとすればどんな要素が関係しているのかを検証することを目的としている。そこで最初に、完全子会社化が親会社株価に与える影響、その大きさというものを測定していく。手法としてはイベントスタディを用いることでその影響度というものを測る。その後、こういった要因から株価が評価されるのかを主に子会社の観点から仮説を立て検証していく。

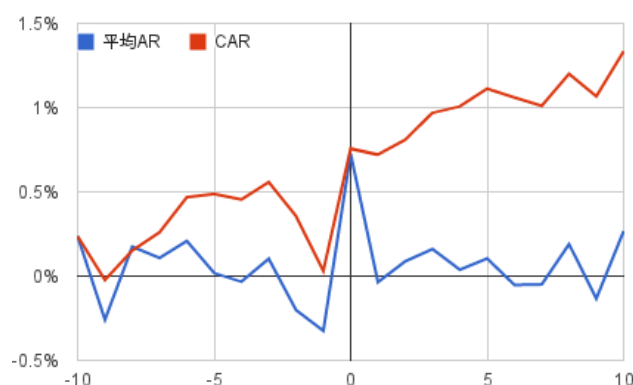
4-1 イベントスタディ



図表 5 イベントスタディの概要

イベントスタディでは、あるイベント、本研究では完全子会社化を行うというプレスリリースが出された時に、そのイベントが企業の株価に及ぼした影響を、もしそのイベントが起きなかったら実現したであろう株価と実際の株価の差を求めることで調べる。本研究では飛田（2006）を参考に進めていく。

まず2001年1月以降のから2012年9月までの完全子会社を行った企業からなるサンプルを作成する。次にサンプル内の各企業について、完全子会社化のプレスリリース日をイベント日とし、これを基点 ($t=0$) とする。その上でイベント日の120営業日前から20営業日前までの101日間 ($t=-120\sim t=-20$) を推定ウィンドウとして、最小二乗法により、マーケットモデルを計測する。



図表6 平均 CAR、平均 AR の推移

図表6は、イベントスタディの結果を表したものである。これより、超過収益率 (AR: Abnormal Return) は、 $AR(0)$ 、つまりイベント日において約0.8%上昇することがわかった。また、ARの累積である累積超過収益率 (CAR: Cumulative Abnormal Return) もまた $CAR(0)$ で急上昇するとともに、 $CAR(10)$ までもとの株価に収束するという結果にはなっていない。これにより完全子会社化の実施発表後には親会社の株価が正に反応することがわかった。

この結果は、企業が完全子会社化の実施を発表すると、親会社・子会社ともに株価が上昇するとした飛田 (2006) とほとんど同様な結果になった。一方で、完全子会社化発表後、親会社株価は正に反応するが、その後、段々と CAR が徐々に負に傾くとした山尾 (2007) とは若干異なる結果になった。しかし、イベント日からの短期間でみるとほぼ同様な結果になった。

サンプルの中には、大きな正の CAR を示す企業もあれば、逆に大きく負の CAR を示すものが存在することがわかった。このような結果をもたらす要因はいくつか存在するものと考えられるが、子会社の財務数値によるところが大きいと考える。完全子会社のプレスリリース後、どういった要因によって親会社の評価がなされるのかを、子会社の財務数値の側面から仮説を立て、検証していく。

4-2 仮説

ここでは、子会社の財務状況・資本政策、子会社の株主構成・ガバナンス構造によって、完全子会社化発表後に親会社の株価がどのように評価されているかを考察していく。

完全子会社化するという事は、子会社の株式を100%保有することで、これまで子会社の出資比率に応じて按分していた少数株主利益が、完全子会社化することでグループ内に留めることができるようになる。逆も然りであり、例えば上場子会社が巨額な損失を出したとしても、完全子会社化前なら、親会社に計上される損失は持株比率分だけである。つまり、持株比率が最低の50パーセントを若干超えるくらいならば、計上される損失も約半分であるが、完全子会社化すると全額損失を計上することになる。このように、完全子会社化前、親会社の株主はもちろんのこと、投資家も上場子会社の直近の財務状況、経営状態は気になるものとする。これが第一の仮説である。

仮説1：子会社の経営状態が良好なら、完全子会社化発表後の親会社の株価は正の影響を受ける。

次に重要なのは子会社の株式だろう。仮に売上や利益も好調、財務的基盤も健全な子会社があったとしても、その株価自体が資本市場が過剰に評価し、割高な株価であったとしたら、買収する側である親会社は無駄なお金を支払わされることになり、株価にも負の影響を及ぼすかもしれない。逆に経営状態は停滞中な企業でも割安な子会社を買収できるとすれば、親会社にとって望ましい結果をもたらす可能性もある。これが第二の仮説である。

仮説2：割安な株式ほど完全子会社化する際、親会社株価は正の影響を受ける。また同様に買収プレミアムも小さいほど正の影響を受ける。

4-3 データ

2001年から2012年までの11年間で東京証券取引所1部、2部、大阪証券取引所、名古屋証券取引所に上場していた企業のうち完全子会社化の件数は374件であった。そこから、親子上場ではない企業、銀行・証券・保険・その他金融などの金融会社、ホールディングス化のように親子関係のない純粹持株会社化への移行、親会社は同じで同時期に複数の子会社を完全子会社化した場合は最も資産の大きい企業を被買収企業として選択した。このような結果、データ数は157件になった。

4-4 回帰モデル

仮説1：子会社の経営状態が良好なら、完全子会社化発表後の親会社の株価は正の影響を受ける。

仮説2：割安な株式ほど完全子会社化する際、親会社株価は正の影響を受ける。また同様に買収プレミアムも小さいほど正の影響を受ける。

$$\begin{aligned} \text{CAR} = & \alpha + \beta_1 \text{子会社売上成長率} \\ & + \beta_2 \text{子会社自己資本比率} \\ & + \beta_3 \text{子会社ROE} \\ & + \beta_4 \text{子会社当期純利益ダミー} \\ & + \beta_5 \text{子会社PBR} \\ & + \beta_6 \text{買収プレミアム} \\ & + \beta_7 \text{規模比率} \\ & + \beta_8 \text{66\%ダミー} \\ & + \beta_9 \text{株式交換ダミー} + \varepsilon \end{aligned}$$

● 変数の説明

- CAR：累積超過収益率、AR(-1)からAR(1)の合計

$$\text{AR} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

※ R_{it} ：t時点における各企業のリターン

R_{mt} ：t時点における市場のリターン

$\hat{\alpha}$ 、 $\hat{\beta}$ ：イベントスタディ時に計算されるもの

- 子会社売上成長率：当期売上高/前期売上高
- 子会社自己資本比率：純資産/総資産
- 子会社ROE：当期純利益/純資産
- 子会社当期純利益ダミー：当期純利益が正な1、負ならば0としたもの
- 子会社PBR：1株あたり利益/株価
- 買収プレミアム：買収企業株価×交換比率または買付価格/被買収企業株価
- 規模比率：子会社総資産/親会社総資産
- 66%ダミー：完全子会社化前で持株比率が66%以上なら1、66%以下なら0としたもの
- 株式交換ダミー：完全子会社化の手段として株式交換を行っていれば0、株式交換を行っていなければ1としたもの。

今回帰式では、仮説1、仮説2の両方を明らかにするもので、仮説1においては、子会社売上成長率、子会社自己資本比率、子会社ROE、子会社当期純利益ダミーに着目する。仮説を支持する結果であれば、CARと各変数は正の相関関係になるため、各変数の符号は正になる。仮説2においては、ROE、買収プレミアムに着目する。その上で仮説を支持する結果ならば、CARとROE、買収プレミアムは負の相関関係になり、ROE、買収プレミアムの符号は負になる。

以上あげている変数が説明変数であり、残りの規模比率、66%ダミー、株式交換ダミーはコントロール変数となっている。

第5章 仮説の検証結果

5-1 仮説1の推計結果

変数	予測符号	t 値	係数
子会社売上成長率	(+)	-1.354	-0.105
子会社自己資本比率	(+)	2.813***	0.254
子会社 ROE	(+)	0.624	0.051
子会社当期純利益ダミー	(+)	-2.125**	-0.184

注) ***は 1%水準で有意、**は 5%水準で有意、*は 10 水準で有意

図表7 仮説1の推計結果

仮説1の推計結果は図表7に示す。この推計の結果、子会社自己資本比率は1%水準で有意であり、仮説を支持する結果となり、また子会社ROEは有意水準に達していないものの、仮説の符号と同じものになった。しかし一方で、子会社純利益ダミー、子会社売上成長率に関しては仮説を否定する結果となった。なお、このモデル自体の有意水準は1%水準であり、多重共線性を判断するVIFについてもすべてが1.5を下回っている。

このような結果になった要因を推測すると、市場の投資家は、企業の健全性、もしくは、収益性を判断基準にしてるものと考えられ、これらが高い子会社を買収すれば親会社株価は上昇するものと推測する。一方で、売上成長率や当期に利益が上がったかどうかは、子会社の株価に直結してくるため、買収価格に響くため、親会社株価にマイナスの効果をもたらすものとする。

子会社自己資本比率が正の相関関係にあるというのは、財務的に健全な企業を完全子会社化の方が、親会社株価に良い影響を与えることを示した。一方で、子会社当期純利益は負の相関関係があることが示された。これは、純利益が上がる企業ほど買収価格が付き

あがり結果として親会社株価に悪い影響を及ぼしたのではないかと考える。

5-2 仮説 2 の推計結果

変数	予測符号	t 値	係数
子会社 PBR	(-)	-0.775	-0.184
買収プレミアム	(-)	-3.573***	-0.335

注) ***は 1%水準で有意、**は 5%水準で有意、*は 10 水準で有意

図表 8 仮説 2 の推計結果

仮説 2 の推計結果は図表 8 に示す。推計の結果、買収プレミアムは 1%水準で有意であり、負の相関関係があることが示された。このことから、買収プレミアムが低ければ低いほど親会社株価に良い影響を与えていることがわかった。買収プレミアムが株価に大きな影響を与えている。一方で PBR については有意な水準に達しなかった。

以上の手順で、仮説 1、仮説 2 について検証を行ったが、この数値は 157 社のサンプル集団によるもので、売上成長率が高い企業、低い企業、ROE が高い企業、低い企業が混在している。そこで、3 年間の累積損益の中央値で 2 つのグループに分類分けを行い、中央値より下のグループを経営状態が悪いグループ、上のグループを経営状態が良いグループとし同様な検証を行っていく。ここで新たな仮説を追加する。

仮説 3：経営状態が悪い企業では売上成長率が上昇しても、株価に良い影響をもたらさないが、経営状態が良い企業では売上成長率が上昇すれば株価に良い影響をもたらす。

これは、3 年間の累積損益でグループ分けしていることから、経営状態が悪いグループについては売上が成長しているにも関わらず、利益が上げっていない状態。つまり、売上の成長が子会社株価を上げる要因になってしまうからではないかと予測する。一方で経営状態が良いグループは売上、利益ともに順調なため、株価の上昇以上に子会社の能力が高まり、結果的に完全子会社化時、割安な株式として取得できるのではないかと考えるからである。

5-3 仮説 3 の推計結果

図表 9 は仮説 3 の推計結果を示す。この推計結果より、中央値以下のグループでは売上

成長率と CAR が負の相関関係、中央値以上のグループでは売上成長率と CAR が正の相関関係を示しており、仮説を支持する結果となった。両結果ともに VIF は 1.5 以下の数値になっており、モデル自体の有意水準も 1%水準に達している。

このような結果になったのは、経営状態が良いグループでは子会社の売上成長率がもたらす子会社株価の上昇よりも、子会社の持つ能力の向上の方が大きく見込まれ、その子会社を買収することが親会社にとっても良い影響をもたらすと市場が判断しているからではないだろうか。一方で、経営状況が悪いグループの子会社売上成長率が上昇しても、親会社株価は下落するという結果になったのは、売上が上昇しても業績が良くない、つまり、ただ単に子会社の株価を押し上げる要因にしかなりえないからではないだろうか。

● 中央値以下のグループ

変数	予測符号	t 値	係数
子会社売上成長率	(-)	-2.509**	-0.262
子会社自己資本比率	(+)	2.127**	0.285
子会社 ROE	(+)	0.900	0.100
子会社当期純利益ダミー	(-)	-3.570***	-0.435
子会社 PBR	(-)	-1.310	-0.135
買収プレミアム	(-)	-2.749***	-0.360

● 中央値以上のグループ

変数	予測符号	t 値	係数
子会社売上成長率	(+)	2.013**	0.272
子会社自己資本比率	(+)	2.359**	0.301
子会社 ROE	(+)	0.834	0.093
子会社当期純利益ダミー	(-)	-1.382	-0.162
子会社 PBR	(-)	-1.006	-0.108
買収プレミアム	(-)	-3.748***	-0.473

注) ***は 1%水準で有意、**は 5%水準で有意、*は 10 水準で有意

図表 9 仮説 3 の推計結果

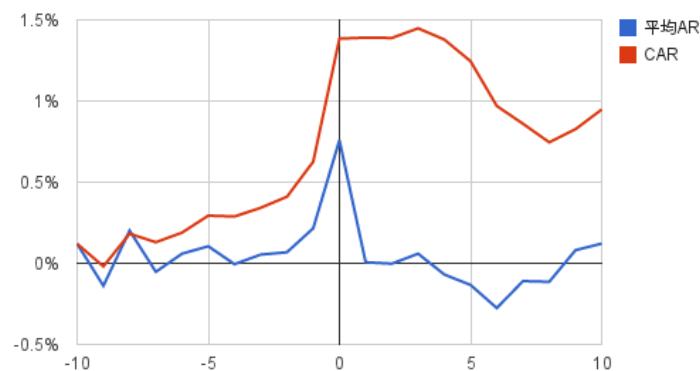
これまでの図 7 表から図表 9 までの推計結果より、完全子会社化の際の株価変動の要因は子会社自己資本比率、子会社当期純利益ダミー、買収プレミアムによるところが大きく、経営状態で 2 つにグループ分けした場合、売上成長率も株価の変動を説明することがわかった。

それでは、ここまでの検証の結果で示された完全子会社化時の親会社株価変動の特徴は完全子会社化特有のものなのだろうか。そのことを確かめるために、今度は一般的な M&A で同じような検証を行っていき差異がないかどうかを確かめていくことにする。

第6章 追加検証

6-1 イベントスタディ

一般的な M&A においてもまず最初にイベントスタディを行い、M&A というイベント自体がもたらす影響を測定していく。ここで本研究では、膨大にある国内 M&A 件数のうちから完全子会社化の時と比較するために、子会社の総資産規模で調整し、157 社を抽出、測定を行っていった。図表 10 はその結果を表している。AR は AR(0)の時に完全子会社化の時と同様に急上昇している。その上昇分は約 0.75%と完全子会社化の時より若干小さい値とはなっているが、傾向自体は同様な結果を得られた。ただ一方で、完全子会社化時とは異なるのが、イベント後の AR、CAR の推移だろう。完全子会社化では、AR がイベント後、負の値になることが多く、CAR(10)で一時、1.5%近くまで押し上げられたのが、半分ほどまで下がっているということだ。しかし、今回利用する CAR は CAR(-1)から CAR(1)までの期間であるので、その短期間での差異はほとんどなく、完全子会社化、一般 M&A にはこのイベントスタディで観測されたものでは特徴に差はない。



図表 10 平均 CAR、平均 AR の推移

6-2 回帰モデル

今回利用する回帰モデルは、完全子会社化と比較するために同じ回帰式を利用する。

$$\begin{aligned}
 \text{CAR} = & \alpha + \beta_1 \text{被買収企業売上成長率} \\
 & + \beta_2 \text{被買収企業自己資本比率} \\
 & + \beta_3 \text{被買収企業ROE} \\
 & + \beta_4 \text{被買収企業当期純利益ダミー} \\
 & + \beta_5 \text{被買収企業PBR} \\
 & + \beta_6 \text{買収プレミアム}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 & +\beta_7 \text{規模比率} \\
 & +\beta_8 66\% \text{ダミー} \\
 & +\beta_9 \text{株式交換ダミー} + \varepsilon
 \end{aligned}$$

6-3 推計結果

● 157社すべての推計結果

変数	予測符号	t 値	係数
被買収企業売上成長率	(-)	-2.852***	-0.235
被買収企業自己資本比率	(+)	2.182**	0.192
被買収企業 ROE	(+)	1.704*	0.169
被買収企業当期純利益ダミー	(-)	0.372	0.037
被買収企業 PBR	(-)	2.079**	0.183
買収プレミアム	(-)	0.661	0.055

● 中央値以下の推計結果

変数	予測符号	t 値	係数
被買収企業売上成長率	(-)	-1.946*	-0.220
被買収企業自己資本比率	(+)	2.310**	0.296
被買収企業 ROE	(+)	1.405	0.193
被買収企業当期純利益ダミー	(-)	-0.151	-0.020
被買収企業 PBR	(-)	1.039	0.138
買収プレミアム	(-)	0.402	0.046

● 中央値以上の推計結果

変数	予測符号	t 値	係数
被買収企業売上成長率	(+)	-2.701***	-0.330
被買収企業自己資本比率	(+)	-0.141	-0.020
被買収企業 ROE	(+)	-1.532	-0.189
被買収企業当期純利益ダミー	(-)	0.371	0.043
被買収企業 PBR	(-)	3.104***	0.494
買収プレミアム	(-)	1.048	0.159

図表 11 一般 M&A の推計結果

図表 11 が 157 社すべての推計結果、3 年間累積損益の中央値で分けた時の下のグループ、上のグループを示している。これよりまず言えるのが、買収プレミアムが有意水準に達していないということだろう。完全子会社化の推計結果では必ず 1%有意水準に達していたにもかかわらず、この推計結果ではどれを見ても有意水準に達していない。また、その代わりに子会社 PBR が効いているが、符号が反対のものになっている。他にも中央値以上のグループでの売上成長率はともに有意水準に達しているが、符号は完全子会社化の時は正だが、一般 M&A の時には負になっている。他にも有意水準に達してはいないが当期純利益ダミーについても完全子会社化と一般 M&A では符号が異なる結果になっている。

このことより、完全子会社化という日本に多く用いられてる手法は、一般的な M&A とは親会社株価に影響を与える要因が異なっていたり、または各要因においても符合が反対のものが存在することから、特徴が異なっていると言えるだろう。

このように完全子会社化が異なる特徴を持つ要因として考えられるのが、まず第一に情報であろう。一般的な M&A と比較して、完全子会社化は買収側と被買収側とで情報の非対称性が少ないのではないだろうか。この情報の非対称性が少ないために買収プレミアムは適正な値をつけられ、逆に過剰なプレミアムを付与する場合は即座に親会社株価に直結してくるものとする。二つ目の要因には子会社の会計処理があるだろう。子会社売上は全額連結計上、利益は持ち株比率に按分して計上するという規則にしたがっている。そのため、買収時のインパクトの大きさが若干異なるのではないだろうか。また、完全子会社化の場合では、最大でも 50%の出資比率の引き上げだが、一般 M&A においては 0%から 100%に引き上げることもある。そのため、ひとつの買収という案件が与える影響の大きさは異なってくるかもしれない。以上のような要因から、完全子会社化は一般的な M&A とは異なるのではないかと推測した。

第7章 まとめ

本研究では、昨今、組織再編の代表的手法として用いられてることが増えている完全子会社化の有用性を判断する一助となることを目的とし、上場子会社の完全子会社化が親会社株価にどのような影響を与えるかを実証研究の側面から研究したものである。

本研究によって明らかになったことは以下のものである。

- 3、完全子会社を実施することが発表されると、平均して約 0.8%だけ親会社株価が上昇する。
- 4、親会社株価に影響を与える要因は、売上成長率、自己資本比率、当期純利益、買収プレミアム。

自己資本比率が高ければ高い方が良い、これは財務的に健全な企業の方が好まれる、一

方で当期純利益は－の方が、親会社株価に良い影響を与えるとわかった。これは今まで社外に流出していた利益分より、業績の良いことがある一種のシグナリング効果を発してしまふ、もしくは子会社の株価を押し上げてしまふ可能性があるからだと考える。また、売上成長率は中央値以上のグループでは株価と正の相関、中央値以下のグループでは負の相関があることがわかった。また、何よりも効いていたのは買収プレミアムであり、この買収プレミアムが親会社株価に最も影響を与える要因だということがわかった。

5、完全子会社化は一般的な M&A とは異なる特徴を有する。

以上のことから、本研究の最初に述べていた研究の目的である、完全子会社化が親会社株価に与える影響、そしてその影響の要因。そして、欧米ではほとんど見ることができない完全子会社化という特殊なイベントが一般的な M&A と異なるのかどうかということをも明らかにし、研究目的は達成したと言える。

第8章 今後の課題

本研究においては、完全子会社化の際の短期的効果に着目してきた。そのため、その完全子会社化が1年後、あるいは2年後などにどのような影響を与えるのかまでは言及できていない。しかし、この研究を行おうと思えば、今回の短期的な研究でさえイベントスタディを行う際に、様々な事象、例えば決算や株主総会など株価に影響を及ぼしうるイベントが含まれてしまっているのが、さらに含まれてしまうことになり、説明力が落ちてしまふ可能性があり、限界がある。しかし、本当の意味で完全子会社化の有用性を計測するならば、長期的な効果も見ていく必要があると思う。

また、本研究では完全子会社化の際の親会社株価に影響を与える要因を子会社の財務数値の中で特定したが、それだけが親会社株価に影響を与えるかと言われれば、それは違うだろう。もちろん、先行研究で上がっているようなガバナンスの側面も大いに影響を及ぼしている。それ故に本研究で明らかにしているのは、子会社財務数値が親会社株価に与える影響ということを忘れてはいけない。

そして、本研究で例えば当期純利益がマイナスなら株価が上昇するという相関関係は明らかにしたが、因果関係については推測の域を出ていない。これらの検証を深めることができれば、より有意義な結論を得られるだろうと考える。

第9章 付属資料

● 完全子会社化 157 社 記述統計

	平均値	標準偏差
CAR	0.2921	3.98432
子会社売上成長率	0.2905	18.15454
子会社自己資本比率	0.4383	0.23176
子会社 ROE	-0.2182	1.75156
子会社当期純利益ダミー	0.7078	0.4526
子会社 PBR	9.9925	81.85375
買収プレミアム	124.7716	29.52187
株式交換ダミー	0.4026	0.49202
66%ダミー	0.1494	0.35760

● 完全子会社化 中央値以下 記述統計

	平均値	標準偏差
CAR	-0.2633	3.85036
子会社売上成長率	0.9863	21.06821
子会社自己資本比率	0.3974	0.24160
子会社 ROE	-0.5346	2.42250
子会社当期純利益ダミー	0.4872	0.50307
子会社 PBR	6.3730	41.71309
買収プレミアム	117.9129	26.04207
株式交換ダミー	0.3718	0.48641
66%ダミー	0.1410	0.35030

● 完全子会社化 中央値以上 記述統計

	平均値	標準偏差
CAR	1.1314	4.35109
子会社売上成長率	-0.2110	14.58006
子会社自己資本比率	0.4762	0.21350
子会社 ROE	0.1068	0.14851
子会社当期純利益ダミー	0.9359	0.24652
子会社 PBR	13.3825	107.47209
買収プレミアム	131.3230	31.09182
株式交換ダミー	0.4231	0.49725
66%ダミー	0.1667	0.37509

● 一般 M&A157 社 記述統計

	平均値	標準偏差
CAR	0.98045	4.90197
子会社売上成長率	-1.4005	21.63542
子会社自己資本比率	0.4109	0.22800
子会社 ROE	-0.0508	0.44246
子会社当期純利益ダミー	0.6839	0.46647
子会社 PBR	1.5221	1.86073
買収プレミアム	123.3611	52.48019
株式交換ダミー	0.5806	0.49505
66%ダミー	0.4710	0.50077

	平均値	標準偏差
CAR	0.832382	4.75524
子会社売上成長率	-8.4785	17.42284
子会社自己資本比率	0.3585	0.24519
子会社 ROE	-0.1948	0.58738
子会社当期純利益ダミー	0.4026	0.49364
子会社 PBR	1.5637	2.33311
買収プレミアム	123.1283	66.48901
株式交換ダミー	0.4675	0.50222
66%ダミー	0.4675	0.50222

	平均値	標準偏差
CAR	1.127031	5.04065
子会社売上成長率	5.5977	23.17218
子会社自己資本比率	0.4611	0.19580
子会社 ROE	0.0934	0.17078
子会社当期純利益ダミー	0.9615	0.19355
子会社 PBR	1.4863	1.24227
買収プレミアム	123.9189	33.78195
株式交換ダミー	0.6923	0.46453
66%ダミー	0.4744	0.50257

● 完全子会社化 157社 相關

	CAR	売上成長率	自己資本比率 ROE	当期純利益	PBR	買取プレミアム株式交換	66%
CAR	1						
売上成長率	-0.10476548	1					
自己資本比率	0.132025445	-0.10057165	1				
ROE	0.046846685	0.08387741	0.317895562	1			
当期純利益	-0.08104786	0.096730748	0.413644161	0.319849041	1		
PBR	-0.04003312	0.016546833	0.039844158	-0.0137956	0.000810328	1	
買取プレミアム	-0.04230809	-0.05877985	0.312053585	0.263706905	0.117359042	-0.10192141	1
株式交換	0.17005661	-0.03658779	0.195978219	0.135455003	-0.0270902	-0.08417293	0.52177796
66%	-0.01529226	0.010957755	-0.1016008	-0.1006602	0.044872354	-0.04856171	-0.08142803
						0.034383685	1

● 完全子会社化 中央値以下 相關

	CAR	売上成長率	自己資本比率 ROE	当期純利益	PBR	買取プレミアム株式交換	66%
CAR	1						
売上成長率	-0.26605332	1					
自己資本比率	0.050715838	0.015457438	1				
ROE	-0.00563136	0.114440794	0.431364723	1			
当期純利益	-0.35314489	0.154548896	0.413902211	0.237788181	1		
PBR	-0.07950944	-0.10530234	-0.14058452	-0.06221342	-0.11039659	1	
買取プレミアム	-0.09414413	-0.0693839	0.404004451	0.33022966	-0.01199603	-0.0906528	1
株式交換	0.048835821	-0.063088584	0.17519728	0.189882035	-0.11295079	-0.08780286	0.494381294
66%	-0.19007234	0.010072843	-0.25502177	-0.16790093	0.120935675	-0.05602722	-0.1452432
						0.069378925	1

● 完全子会社化 中央値以上 相關

	CAR	売上成長率	自己資本比率 ROE	当期純利益	PBR	買取プレミアム株式交換	66%
CAR	1						
売上成長率	0.087528799	1					
自己資本比率	0.15509306	-0.28131293	1				
ROE	-0.06262899	0.066186124	-0.39093834	1			
当期純利益	-0.00108765	0.062528862	0.358959131	-0.15109762	1		
PBR	-0.04227054	0.09279018	0.115144149	-0.04467239	0.030347386	1	
買取プレミアム	-0.08740462	-0.03755749	0.177414176	-0.01509156	0.016678036	-0.13142121	1
株式交換	0.253652601	-0.17344394	0.204891312	-0.07264836	0.015949044	-0.09687185	0.549908013
66%	0.098499882	0.016572653	0.033044511	-0.0977786	-0.15165653	-0.05378104	-0.0596395
						-0.00169498	1

● 一般 M&A 157社 相關

	CAR	売上成長率	自己資本比率 ROE	当期純利益	PBR	買取プレミアム株式交換	66%
CAR	1						
売上成長率	-0.15822773	1					
自己資本比率	0.078551742	0.151107768	1				
ROE	0.069150938	0.194482611	0.204638001	1			
当期純利益	0.03191634	0.280904206	0.257991452	0.556349667	1		
PBR	0.05078569	0.070697728	-0.3027235	-0.29486368	-0.09091363	1	
買取プレミアム	0.019683263	-0.01684583	0.191515707	0.04427561	-0.0234323	-0.10918478	1
株式交換	-0.08179984	0.110385852	0.210340533	0.187632297	0.304135914	0.023170172	0.215047461
66%	-0.09918906	0.002715002	0.09734023	0.013303165	-0.13024494	-0.10741721	0.218593047
						-0.11155651	1

● 一般 M&A 中央値以下 相關

	CAR	売上成長率	自己資本比率 ROE	当期純利益	PBR	買取プレミアム株式交換	66%
CAR	1						
売上成長率	-0.02187027	1					
自己資本比率	0.141967443	0.154143409	1				
ROE	0.087799342	0.235671516	0.441544056	1			
当期純利益	0.046188634	0.261417884	0.310395637	0.43355601	1		
PBR	-0.01561141	-0.10190288	-0.36926296	-0.67426474	-0.21923217	1	
買取プレミアム	-0.00360469	0.022422817	0.202350275	0.146567858	0.060810807	-0.06569672	1
株式交換	-0.16632795	0.180266081	0.320082145	0.21735101	0.306039899	-0.00744586	0.213273296
66%	-0.2238398	-0.17595151	0.191853522	0.155523354	-0.05773503	-0.20310936	0.168179668
						-0.09904272	1

● 一般 M&A 中央値以上 相關

	CAR	売上成長率	自己資本比率 ROE	当期純利益	PBR	買取プレミアム株式交換	66%
CAR	1						
売上成長率	-0.25640642	1					
自己資本比率	0.016239875	0.102700309	1				
ROE	0.053874134	-0.05983256	-0.33821112	1			
当期純利益	-0.01265831	0.062159131	0.35828668	-0.01018158	1		
PBR	0.155567435	0.250261941	-0.2361316	0.508021254	0.030721481	1	
買取プレミアム	0.065852057	-0.0107973	0.236310682	-0.05738657	0.01135289	-0.22721135	1
株式交換	-0.01293425	-0.0261649	0.033298702	-0.09151964	0.01222454	0.040216856	0.322079322
66%	0.013491743	0.1936323	0.039904436	-0.00846102	-0.16385761	0.073719801	0.312048545
						-0.06632229	1

参考文献

阿萬弘行 (2006) 「完全子会社化の実証分析」、長崎大学

伊藤秀史、菊谷達弥、林田修 (2003)「親子会社間の多面的関係と子会社ガバナンス」、『RIETI Discussion Paper Series 03-J-005』

井上光太郎、加藤英明 (2003) 「M&A 発表日の株価効果に関する要因分析」、現代ファイナンス、No13、3 項－28 項

井上光太郎 (2008) 「M&A と少数株主利益の保護」、『証券経済学会年報 (43)』、212 項－216 項

大坪稔 (2007) 「親会社による上場子会社の富の収奪問題に関する実証研究」、佐賀大学

奥村雅史 (2005) 「親子上場企業における決算発表と株価－発表タイミングと情報内容」、『現代ディスクロージャー研究』、2005 年 8 月 No6、27 - 38 項

菊谷達弥、齋藤隆志 (2006) 「完全子会社化の経済分析」、京都大学大学院経済学研究科

飛田努 (2005) 「アナウンスメントによる株価変動」、『月刊資本市場』、2005 年 10 月号

飛田努 (2006) 「上場子会社の完全子会社化がもたらす株価効果の検証」、『証券経済学会年報 (41)』、64 項－68 項

山尾遼 (2007) 「完全子会社化が親子両会社の株価に与える影響－子会社のガバナンス構造からの考察－」、神戸大学大学院

レコフ (2006) 『M&A 専門雑誌 MARR』、2006 年 7 月号

Michale BRADLEY, Anand DESAI, E. Han KIM (1988) “Synergistic gains from corporate acquisitions and their divisions between the stockholders of the target and acquiring firms” , *Journal of Financial Economics* 21, 3-40

謝辞

本論文の完成にあたり、これまでご指導していただいた方々へ心から感謝を申し上げます。

担当教授であります太田康広先生には、特にご指導いただきました。研究開始当初、私事である就職活動でゼミをお休みすることが多くありながらも、メールでのご指導やゼミに参加した際の丁寧なご助言、また適切な進路を示していただけたと思っています。また、なんといっても会話内に出てくる何気ない知識の広さには毎回驚くとともに勉強をさせていただきます。

副査を担当していただいた高橋大志先生ならびに村上裕太郎先生にも心から感謝申し上げます。高橋大志先生からはファイナンスの側面から研究の根を深くするようなご助言をいただき、村上裕太郎先生には、一緒に統計の結果を考えていただき、その上でご助言、ご指導をいただきました。

大田研究室の博士課程に在籍している村上敏也氏、黄耀偉氏、クインクイン氏にも大変お世話になったこと心から感謝申し上げます。村上敏也氏には先行研究や関連する雑誌の記事を紹介していただき、黄耀偉氏には普段から私達の心配をしていただき、ソフトの使い方から研究の内容にいたるまであらゆる面でお世話になりました。クインクイン氏とは短いながらも時に厳しいご助言をいただきました。

また同期生である奥井新吉氏、西田慎太郎氏、バザルサット・エンフゾル氏にも御礼申し上げます。奥井新吉氏はゼミの代表として私達をまとめあげるのみならず、社会としての先輩としてもご助言をいただき、西田慎太郎氏には冷静で適切な突込みをいただき、バザルサット・エンフゾル氏からはモンゴルの知識にゼミの紅一点として華やかさをいただきました。

最後に、ご指導していただいた教授陣のお歴々、私たちが勉強のしやすい環境を整えてくださった学事の方々、様々な面でご支援とともにご教授していただいた M34 の皆様に深く感謝申し上げます。