

Title	親子上場は少数株主を守るか：平常時とコロナ禍における比較分析
Sub Title	
Author	早水, 佑輔(Hayamizu, Yusuke) 清水, 勝彦(Shimizu, Katsuhiko)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2024
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2024年度経営学 第4262号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002024-4262

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(2024 年度)

論文題名

親子上場は少数株主を守るか
ー平常時とコロナ禍における比較分析ー

主 査	清水 勝彦 教授
副 査	小幡 績 教授
副 査	林 高樹 教授

氏 名	早水 佑輔
-----	-------

論文要旨

指導教員	清水 勝彦 教授	氏名	早水 佑輔
(論文題名)			
親子上場は少数株主を守るか ー平常時とコロナ禍における比較分析ー			
(内容の要旨)			
本研究は、親子上場企業における上場子会社の少数株主の利益搾取リスクに着目し、特にトンネリング問題が業績および株式評価に与える影響を実証的に検証することを目的とする。トンネリングとは、上場親会社が上場子会社の資産や利益を不正に移転する行為であり、少数株主の不利益に繋がる可能性がある。先行研究では、親会社が利益を図る自己取引による上場子会社の少数株主搾取リスクが制度的に排除できないことが指摘されている一方、上場子会社の業績や株式評価が上場独立会社に比べ劣後しているとは言い切れない結論が多く見られる。 本研究では、2014年から2023年に上場していた上場子会社および上場独立企業4,828社、サンプル数34,544件を収集し、Welchのt検定および階層線形モデルを用いて統計的検定と実証分析を実施した。コロナ禍を含む期間での分析や階層線形モデルを用いた分析は、先行研究では十分に行われておらず、本研究の独自性の一つである。経済環境の変化が親子上場企業の行動に与える影響を考察する上で、この期間の分析は重要であると考ええる。 分析の結果、上場子会社の業績は上場独立会社に劣後せず、むしろ子会社の組織形態が業績に正の影響を与えていることが確認された。親会社の議決権割合が50.0%を超え66.7%未満の範囲では、この影響が高まる傾向が示された。これは、親会社の適切な関与がグループ内のシナジー効果を高め、業績向上に寄与している可能性を示唆する。 一方、株式評価には親子上場に起因するエージェンシー問題が影響しているため、業績と株式評価の間に完全な連動は見られなかった。将来的にはトンネリング行為が発生する可能性があり、そのリスクが株価に織り込まれることで、業績に正の影響があっても株式評価には反映されないジレンマが生じる可能性がある。 この課題は制度的に完全に排除できないため、規制強化は利益搾取を防ぐ一助となるが、過度な規制は上場維持費用を引き上げ、少数株主の利益搾取を引き起こすリスクもある。したがって、適切な規制のあり方については慎重な検討が必要であると考ええる。 本研究においては、親子上場企業における上場子会社の業績は上場独立企業に劣らず、子会社の組織形態が業績に正の影響を与える傾向があることを示した。また、株式評価においては、エージェンシー問題や将来的なリスクが株価に影響を与えている可能性を示唆した。			

目次

1. 背景	4
2. 親子上場におけるコーポレート・ガバナンス	5
2.1. 親子上場における関連当事者取引及びトンネリング問題	5
2.2. エージェンシー問題	6
2.3. 親子上場における実際の事例	6
2.3.1. LINE の上場廃止に関する事例	6
2.3.2. 伊藤忠商事によるファミリーマートの TOB 事例	7
2.4. 親子上場に対する規制	8
2.5. 親子上場の変遷	8
3. 新型コロナウイルス（COVID-19）のパンデミックと企業への影響	9
4. 先行研究と本研究の位置付け	10
4.1. 先行研究	10
4.2. 先行研究の課題	11
4.3. 本研究の位置付け	11
5. 仮説の設定	11
6. データの定義	13
7. 統計的検定と実証分析の結果	14
7.1. 各年における業績・株式評価の差検定	14
7.1.1. 分析対象サンプル	14
7.1.2. 各年における ROA の差に関する検定	15
7.1.3. 各年におけるトービンの q の差に関する検定	17
7.2. 回復力の差の検定	18
7.2.1. 分析対象サンプル	18
7.2.2. 検定結果	19
7.3. 子会社の組織形態が業績及び株式評価に与える影響	20
7.3.1. 分析対象サンプル	20
7.3.2. 分析結果	20
7.4. 親会社の議決権が 50.0%超 66.7%未満の場合の業績及び株式評価への影響	21
7.4.1. 分析対象サンプル	21
7.4.2. 分析結果	21
8. 結論	23
謝辞	24
参考文献	25

1. 背景

日本のコーポレート・ガバナンス（企業統治）において、親子上場は長年にわたり議論の対象となっている。親子上場とは、上場親会社（以下、親会社）がその上場子会社（以下、子会社）の議決権過半数を保有する、あるいは支配的な影響を与える状態を指し、両者が共に上場していることが特徴である。この体制は 1950 年代後半から 1970 年代の高度経済成長期に、日本企業が急速に規模を拡大する中で形成され、株式市場を資金調達手段として活用することで、企業グループの競争力強化に寄与してきた。

しかし、近年では、親会社が子会社の議決権過半数を保有することにより、グループ経営の視点から全体最適を図る一方で、子会社の独自の最適化が無視され、親会社による少数株主の利益搾取のリスクが指摘されている⁽¹⁾。特に、関連当事者取引を通じた資金の移転や経営指導料の支払いなどが少数株主に不利益を与える可能性がある。実際に、RIZAP グループ株式会社では 2020 年 3 月期の有価証券報告書において、上場子会社から受け取った「経営指導料」の金額が開示されるようになり、子会社の少数株主の利益が損なわれる可能性が指摘されている。このような関連当事者取引を通じた利益移転が、子会社の少数株主の權益にどのように影響を与えるかは重要な問題である。

一方、大王製紙株式会社（以下、王子製紙）の事例では、2011 年に創業者一族が関連当事者取引を通じて企業資産を私的に流用し、同社の少数株主に損害を与えた事例として広く知られている。しかし、この事例は親子上場という構造に起因する問題ではなく、むしろファミリー企業の経営支配に関する問題であると考えられる。搾取されたのは、非上場子会社を通じた取引によるものであり、親子上場の枠組みの中で発生した問題とは言い難い。そのため、大王製紙の事例を親子上場特有の問題として取り扱うのは適切ではないと言える。とはいえ、親子上場の構造における親会社と子会社の間での利益が移転するリスクは依然として重要な問題である。親会社が支配的な影響を与える親子上場企業において、少数株主の利益が搾取されるリスクは依然として存在し、これに対する規制強化が求められている。

親子上場に対する厳しい視線が向けられ始めたのは、2011 年～2012 年のオリンパス株式会社（以下、オリンパス）や大王製紙、AIJ 投資顧問株式会社（以下、AIJ 投資顧問）など企業不祥事が相次いだことがきっかけである。これらの不祥事により、企業経営の透明性や株主の利益保護が強く求められ、コーポレート・ガバナンスの強化が議論されるようになった。その結果、2015 年にはコーポレートガバナンス・コードが導入され、親子上場体制では親会社が子会社に過度に介入し、利益相反を引き起こす可能性があることが問題視されるようになった。コーポレートガバナンス・コードの改訂が進み、2023 年 12 月 26 日には、東京証券取引所が「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の拡充」を公表した。親会社に対して、グループ経営に関する方針や子会社を有する意義、少数株主保護の観点からの独立性確保に関する施策の明確化を求める内容であり、親子上場における規制強化が進んでいることが伺える。

規制に加え、スチュワードシップ・コードに基づくアクティビスト投資家（以下、アクティビスト）の活動が活発化しており、株主利益の最大化を求める動きが強まっている。

アクティビストは、株主提案や議決権行使を通じて企業に対してコーポレート・ガバナンスの改善を求め、企業のガバナンスの透明性や健全性を強調する方向に働いている。また、アクティビストによる開示提案が上場企業のガバナンス向上に寄与する一方で、上場企業の手間が増え、その結果として上場維持費用が上昇することも懸念されている。

これらの規制強化やアクティビストの影響もあり、実際、親子上場企業数は減少しており、2023年3月末時点で2006年末のピーク時の半分にまで減少した。例えば、伊藤忠商事株式会社（以下、伊藤忠商事）は株式会社ファミリーマート（以下、ファミリーマート）を完全子会社化し、親子上場体制から脱却した事例として注目されている。また、日立製作所も2009年には22社の上場していた子会社を抱えていたが、これらを完全子会社化し、2024年3月時点ではゼロになっている⁽²⁾。このように、企業は親子上場を見直し、子会社を完全子会社化する動きが加速している。

これまでの先行研究では、支配株主が存在しない上場独立会社（以下、独立会社）に比べ、子会社の業績が劣化した結果は見られなかった⁽³⁾⁽⁴⁾⁽⁵⁾⁽⁶⁾。特に、2008年のリーマンショックの際には、子会社は独立会社に比べて業績が有意に高かったことが示されている⁽⁵⁾。これに基づき、仮に子会社が親会社から利益搾取が生じていたとしても、親子上場固有の利点が搾取と同等、ショック時¹にはそれを上回っている可能性が高いことが示唆されている。

少数株主保護の観点から、少数株主の利益が搾取されているかが明確でないにも関わらず親子上場に対する規制や方針を強化することは、上場維持費用の増加に繋がり、結果として子会社の業績に悪影響を与え、少数株主の利益を搾取することとなる可能性がある。この問題に対しては、親子上場が少数株主に与える影響を、ショック時も含め評価し、実際にどのような利益やリスクがあるかを明らかにする必要がある。コロナ禍を含む2014年～2023年における子会社及び独立会社の業績変化を検証することで、ショック時において子会社の少数株主の利益が搾取されているか、または親子上場の方が独立会社よりも利点があるかを実証的に検討し、明らかにする。

2. 親子上場におけるコーポレート・ガバナンス

2.1. 親子上場における関連当事者取引及びトンネリング問題

関連当事者取引は、日本の会計基準（J-GAAP）、企業会計基準委員会（ASBJ）、及び国際財務報告基準（IFRS）で定義されており、企業とその関連当事者（親会社、子会社、経営陣、主要株主など）との間で行われる取引を指す。日本の会計基準である「関連当事者の開示に関する会計基準」に基づき、一定の関連当事者取引については開示が義務付けられている。具体的には、損益計算書において売上高、原価及び販管費、営業外費用について、それぞれの取引額が10%を超える場合には開示が求められ、貸借対照表においては総資産の1%を超える取引が開示対象となる⁽⁷⁾。

¹ リーマンショックやコロナ禍のような、企業業績に大きな影響を与える経済的または社会的な突発的な出来事を指す。

関連当事者取引は開示義務が設けられているため、必ずしも問題ではない。しかし、取引が市場慣行に従わず、支配関係を利用した不公正な取引が行われる場合、少数株主に不利益をもたらすリスクが高まる。例えば、親会社と子会社間で取引を少額に分散したり、通常の商慣行内としてみなされる場合には、開示義務が免除されることがある。これにより、親会社が自社の利益を最大化するために、市場価格よりも不利な条件で取引を行い、子会社の利益が犠牲になることがある。このような不公正な取引は、最終的に少数株主の利益を損なう結果となる。

親会社の支配力を利用して、子会社の資産や利益を不当に移転させる行為、すなわちトンネリングが問題となる⁽⁸⁾。具体的には、親会社が子会社に対して経営指導料やブランド使用料といった取引を通じて、自社の利益を増加させる一方で、子会社の利益を減少させることがある。これらの取引は、親会社にとっては利益を最大化する手段でありながら、少数株主にとっては不利益を被るリスクが高まる要因となる⁽⁹⁾⁽¹⁰⁾。

このように、親子上場企業においては、関連当事者取引やトンネリングにより、親会社が子会社の利益を不当に搾取するリスクが高まり、その結果、少数株主が取引の内容を十分に把握できず、不利益を被ることになる。

2.2. エージェンシー問題

親子上場におけるエージェンシー問題は、親会社（オーナー）と子会社の経営者（エージェント）の利益相反から生じる。支配株主は子会社の経営に影響を与え、その利益を不当に移転することができる。このような状況では、親会社が全体最適（グループ全体の利益最優先）を追求するあまり、部分最適（子会社の利益）が軽視され、少数株主に不利益をもたらす⁽⁹⁾。

この問題は、親会社が支配力を行使して子会社の経営判断を親会社に有利な形で操作し、子会社の資産や利益を不当に親会社に移転させることにより、少数株主がその影響を受けることである⁽¹¹⁾。

エージェンシー問題を解決するためには、親子間の取引が公正かつ透明であることが求められる⁽¹²⁾。

2.3. 親子上場における実際の事例

親子上場における利益相反やエージェンシー問題は、親会社の支配権を背景にして、子会社の少数株主の利益が損なわれるリスクを孕んでいる。以下に示す2つの事例は、親子上場における問題内容を具体的に示すものである。

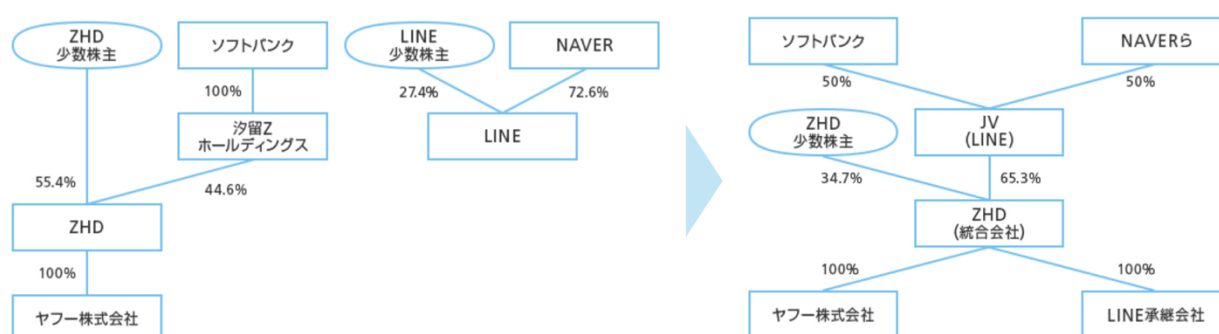
2.3.1. LINEの上場廃止に関する事例

上場子会社であったLINE株式会社（以下、LINE）とその親会社である韓国企業のNAVER Corporation（以下、ネイバー）の関係において、親会社が支配的な立場を持ち、特にLINEの完全子会社化に際して少数株主の利益が十分に保護されなかったことが問題視された。

2019 年 11 月、ソフトバンク株式会社（以下、ソフトバンク）とネイバーにより、最初の公開買い付け（以下、TOB）価格が 1 株あたり 5,200 円と設定されたものの、少数株主の一部からは、公開買い付け価格が LINE の上場初値（4,900 円）からわずかにしか上昇していないことや、LINE の将来の成長性や企業価値が十分に反映されていないとして、公正でないとの不満の声が上がった。そのため、TOB 価格は 5,380 円に引き上げられた。しかし、全ての株式を取得ができなかったため、少数株主が同意しない場合でも強制的に株式を買い取るスクイーズアウトが実施され、5,380 円で買い取られた。最終的に、2023 年に両者の合弁会社（JV）である A ホールディングス株式会社の子会社である Z ホールディングス株式会社（現在の LINE ヤフー株式会社）に LINE の株式を完全子会社化し、LINE は上場廃止となった（図表 1）^{(13) (14) (15) (16)}。

この事例では、親会社であるソフトバンクとネイバーが支配的な立場を利用し、少数株主にとって不利益な価格で株式が買い取られる形となり、利益相反のリスクが顕在化した可能性がある事例の一つである。

図表 1：経営統合に伴う LINE の上場廃止スキーム



出典：SoftBan（プレスリリース 2019 年）「経営統合スキーム図、筆者作成」

https://www.softbank.jp/corp/news/press/sbkk/2019/20191223_03-page_04/

2.3.2. 伊藤忠商事によるファミリーマートの TOB 事例

伊藤忠商事（50.1%株式保有）によるファミリーマートの完全子会社化において、少数株主の利益を保護するために設置された独立した委員会である特別委員会が十分に独立して機能せず、必要な交渉が行われなかったことが問題視された。特に、少数株主の利益が十分に考慮されず、不利益を被る結果となった点が指摘されている。

2020 年 8 月、伊藤忠商事はファミリーマートを完全子会社化するため、1 株あたり 2,300 円で TOB を実施した。一部の株主は TOB に応募しなかったため、TOB 価格と同額で強制的に株式が買い取られるスクイーズアウトが行われた。しかし、ファミリーマートの特別委員会が算定した価格範囲（1 株あたり 2,472 円～3,040 円）の下限を TOB 価格が下回っていたため、少数株主は価格が公正でないとして東京地方裁判所（以下、東京地裁）に価格決定を申し立てた。

2023 年 3 月、東京地裁は、ファミリーマートの特別委員会が当初 2,800 円を妥当と判断していたにもかかわらず、伊藤忠商事の意向により十分な交渉が行われなかったと認定した。その結果、TOB 価格は適正水準より 13% 高い、1 株あたり 2,600 円とすることを決定した。さらに、ファミリーマートが株主に対して賛同意見を表明できなかった可能性や、TOB 価格が多数株主と少数株主の利害を適切に調整した結果とは言えない点が指摘された。

2024 年 10 月、東京高等裁判所もこの判断を踏襲し、特別委員会の意見が十分に尊重されなかったことを問題視し、TOB 価格は公正ではなかったと結論付けた^{(17) (18) (19)}。

本件は、親会社である伊藤忠商事が支配的立場を利用し、少数株主に不利益な価格で株式を買い取った事例であり、親子上場における利益相反のリスクが顕在化した典型例の一つである。

2.4. 親子上場に対する規制

2011 年～2012 年のオリンパスや大王製紙、AIJ 投資顧問など企業不祥事の多発を受け、コーポレート・ガバナンスの強化が議論され、2015 年にはコーポレートガバナンス・コードが導入された^{(20) (21)}。このコードでは、親子上場企業における少数株主の保護強化が初めて明確に指摘され、企業に対してそのガバナンス体制を強化するよう求められた。特に、親会社が支配的な立場にある場合、少数株主の利益が損なわれる可能性が高くなるため、より透明で公正なガバナンス体制の構築が強調された^{(22) (23)}。

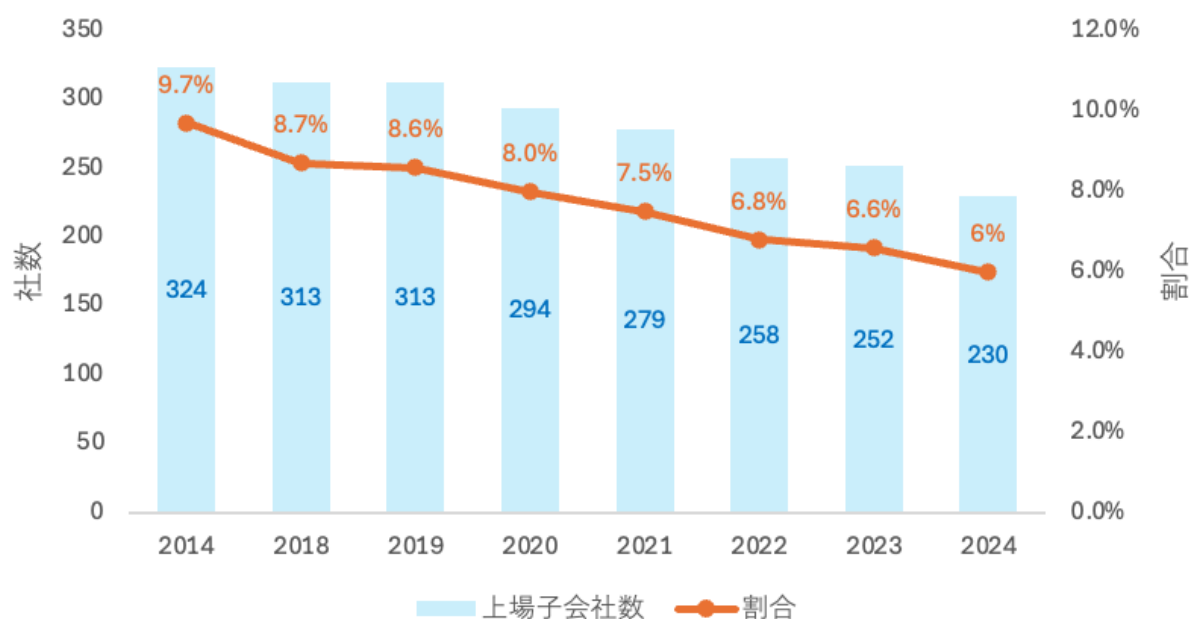
その後、コーポレートガバナンス・コードは何度か改訂され、2021 年 6 月に改訂された最新のコード、及び 2022 年 4 月に実施された東京証券取引所の市場改革により、親子上場企業に対する規制がさらに強化された。これらの改訂により、親子上場企業は自発的に情報開示を強化し、少数株主保護の施策についても明確に開示するよう求められ、ガバナンスの透明性と健全性が一層向上されることが期待されている。一方で規制強化に伴い、親子上場企業にとって上場維持のための費用が増加し、新たな負担となる可能性もあるが、少数株主の利益保護を最優先に考えた重要な措置とされている^{(24) (25)}。

2.5. 親子上場の変遷

親子上場には、親会社と少数株主との間に潜在的な利益相反関係が存在するため、少数株主保護のための上場制度が整備されてきた。また、親会社においても少数株主の利益を適切に保護する必要性が高まっている。このため、上場子会社の数は、完全子会社化や子会社株式の売却などを通じて年々緩やかに減少しており、2024 年には 230 社にまで減少し、2014 年から 94 社が減少した（図表 2）⁽²⁶⁾。

今後も少数株主保護の観点から、親子上場を維持する意義や重要性は再評価され、グループ経営における体制整備と情報開示の拡充が求められる。そのため、親子上場の見直しは進んでおり、今後も親子上場企業の純減は継続すると予測されている⁽²⁷⁾。

図表 2：市場における親子上場の規模推移（社数及び割合）



出典：東京証券取引所（2024）「第 6 回 東証説明資料，筆者作成」

https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/mklp77000000j2kb.pdf?utm_source=chatgpt.com

3. 新型コロナウイルス（COVID-19）のパンデミックと企業への影響

2020 年 3 月 11 日に世界保健機関（WHO）が宣言した新型コロナウイルス（COVID-19）のパンデミック（以下，コロナ禍）は，日本経済に深刻な影響を与えた。実質 GDP の推移については，2019 年は約 553 兆円だったが，コロナ禍の影響を最も受けた 2020 年には約 501 兆円となり，約 9.4%の減少を記録した。

世界各国では，ロックダウンや移動制限により経済活動が急激に縮小し，さらに，サプライチェーンの断絶が生じ，多くの企業は生産活動を一時的に停止せざるを得なかった。この急激な経済縮小に対応するため，各国は不況リスクを回避するために，2020 年初頭から利下げを実施した。

その後，サプライチェーンの混乱，財政刺激策による需要の急増，エネルギー価格の高騰が続いた結果，インフレが加速した。米国をはじめとする主要国では利上げが行われた一方，日本は長らく低金利政策を維持し，利上げは行われなかったため，円安が進行し，結果として 2022 年には過去最大の貿易赤字に直面することとなった⁽²⁸⁾。

企業は経済環境の変動に対応するため，リモートワークやオンライン化を進め，業務の効率化を図ってきた。また，円安の影響で訪日外国人が増加し，経済活動が回復に向かう一因となり，2023 年には実質 GDP が回復し，約 555 兆円に達した⁽²⁹⁾ ⁽³⁰⁾。

4. 先行研究と本研究の位置付け

4.1. 先行研究

親子上場に関する先行研究では、主に企業ガバナンス、少数株主保護、及び利益相反リスクに焦点を当てている。宮島・新田・宍戸 [2011] は、「親子上場の問題点は、親会社の利益を図る自己取引のために子会社の少数株主が搾取される可能性が制度的に排除できない点である」と指摘した。研究では、1986 年～2008 年を対象期間として、株式公開後 10 年以上が経過し、同一の親子関係が変化せずに 3 年以上継続した子会社²と支配株主が存在しない独立会社間のトービンの q 、ROA、及び売上高成長率を比較した結果、すべてに指標で子会社が独立会社と比べ有意に上回っていることが明らかになった。親子上場特有の利点として、親会社と株式市場との二重のモニタリングやシナジーといった親子上場固有の利点が、その費用を上回っていた可能性が高いと分析している。その上で、親子上場の実務を止めてしまうような過度な規制をとるべきでないことを示唆し、親子上場の利点を維持しつつ、費用を最小化するための制度再設計が必要であると提言している⁽³⁾。経済産業省は、この分析結果より、「親会社による搾取がこれまで市場で強く懸念されていたことはなく、仮に搾取があったとしても、会計情報に現れるほどの規模ではなかった」としている⁽⁴⁾。

一方で、松浦 [2011] は減価償却を加味した ROA（ $(\text{税引後利益} + \text{当期減価償却費}) / 0.5 \times (\text{当期末総資産} + \text{前期末総資産})$ ）を業績指標とし、1982 年～2008 年の期間において、子会社³と独立会社間の業績を比較した。研究では、子会社の業績が一般の独立会社の業績と比較し、有意に悪いと結論付け、親会社からの天下りや支配株主の同族から経営者が送り込まれるなどの人事操作による弊害、親会社に有利な取引が存在しているのではないかと推定した⁽³¹⁾。

その後、竹澤・松浦 [2017] は、1999 年 4 月～2014 年 3 月期決算の期間において、連結決算ベースで子会社⁴と独立会社の業績分析を ROA1（営業損益/資産）・ROA3（税引後等基準損益）の平均値の差を Welch の t 検定でした結果、松浦 [2011] の結果とは異なり、「業績(ROA)は子会社と独立会社の間で差はない」という結果を得た⁽⁶⁾。

また、國貞 [2020] は宮島・新田・宍戸 [2011] 同様に株式公開から 10 年以上が経過した子会社及び独立会社を対象とし、2008 年のリーマン・ショック、2014 年以降のコーポレート・ガバナンス改革による変化を年度毎に捉えるため、2008 年～2017 年の期間において、連結決算ベース⁵で子会社と独立会社間の ROA（総資産経常利益率）と売上高成長率の平均値の差を Welch の t 検定で検討を行った。その結果、「2 つのグループの短期的な業績や成長性に有意な差はなく、少なくとも子会社の業績や成長性は一般の独立会社に対して劣後しているとはいえないことがわかった。むしろ、2008 年近辺の世界的

² 親会社が 33%以上の議決権を保有していることを基準とし、親子関係を識別。財務データは、連結決算が取得できない場合は、単独決算を利用。

³ 筆頭株主比率が 50%以上でかつ筆頭株主が事業法人(親会社)、筆頭株主比率が 50%以上でかつ筆頭株主が個人または外国人もしくは政府・公共団体と定義。財務データは単独決算を利用。

⁴ 連結決算で親会社持株比率が正と報告されているものと定義。

⁵ 連結決算が取得できない場合は、単独決算を利用。

な恐慌では、子会社は独立会社に比べて業績が有意に高い局面もあり、親会社の存在が業績悪化を緩和した可能性がある」と結論に達した⁽⁵⁾。

4.2. 先行研究の課題

先行研究における主な課題は、平常期⁶の分析が主要であり、コロナ禍といった直近の経済ショックが分析に含まれていない点である。また、使用されている分析手法においても、主に平均値の差を検定するために Welch の t 検定が使用されており、階層線形モデル (Hierarchical Linear Model: HLM) は、異なる階層のデータ (個体と集合体) を扱うことができ、より複雑なデータ構造に対応する分析手法として有用であるが、これらの統計手法は使用されていないことが課題として挙げられる。

4.3. 本研究の位置付け

本論文は、2014 年～2023 年における子会社の業績を実証的に分析し、平常時とコロナ禍時で、子会社と独立会社の業績にどのような差が生じたかを検証することを目的とする。本研究では、Welch の t 検定に加え、階層線形モデルを併用して、子会社と独立会社の業績に与える影響を多角的に実証分析する。この研究を通じて、2014 年～2023 年の期間における子会社の業績と少数株主保護の課題を解明し、特にコロナ禍を含む影響を分析することで、企業ガバナンス改善に向けた示唆を提供し、具体的な方向性を示すことを目指す。

5. 仮説の設定

本研究では、子会社と独立会社の業績と株式評価を、平常期 (2014 年～2019 年)、コロナショック期 (2020 年～2021 年)、回復期 (2022 年～2023 年) の 3 つの時期に分けて比較し、どのように異なるかを検証する。また、子会社の組織形態や親会社の議決権の保有割合に応じて、業績と株式評価がどのように異なるかを検証する。

仮説 1-1：平常期では業績及び株式評価ともに子会社の方が独立会社より低い

親子上場企業の子会社は、親会社による経営管理料やブランディングフィーの支払い、またはグループ内の資金移転などを通じて、業績が低くなる傾向があると考えられる。このような利益移転は、親会社の子会社を支配する立場を利用し、子会社の利益を搾取する可能性が高いと予測される。また、株式市場では、親子上場特有のトンネリング問題やエージェンシー問題により、親会社の子会社の資産や利益を移転するリスクが市場に反映され、子会社の株式評価が独立会社よりも低くなる可能性が高いと予測される。

⁶ リーマンショックやコロナ禍のような、企業業績に大きな影響を与える経済的または社会的な突発的な出来事が起きてない時期を指す。

仮説 1-2：コロナショック期では業績及び株式評価ともに子会社の方が独立会社より低い

子会社は親会社に依存して意思決定を行う必要があり、親会社はグループ全体の生存や事業継続を優先するため、迅速な対応が遅れる可能性があると考えられる。これに対し、独立会社は親会社の影響を受けず、単独で迅速な意思決定を行うことができ、ショックに対する対応が早く、業績悪化を抑制できるため、子会社の業績は独立会社より悪化すると考えられる。また、株式市場においては、ショック期において子会社は親会社の経営判断に対する依存度が高まるため、市場の不安や懸念が反映され、独立会社よりも低くなると予測される。

仮説 1-3：回復期では、業績は子会社、株式評価は独立会社の方が高い

回復期ではグループ内の協力体制が強化され、子会社は親会社との情報や資産の連携を通じてシナジー効果を発揮し、業績回復が加速すると予測される。したがって、子会社の業績回復は独立会社よりも早いと予測される。しかし、ショック期における業績差が回復期に与える影響を考慮すると、仮にショック期において子会社が独立会社より低い業績を示していた場合、回復期においてもその差が影響を与えると考える。

一方で株式市場では、親会社の支配が市場評価に影響を与え、且つ親子上場企業の株式は親会社の支配により流動性が低くなるため、投資家間で取引が活発になりにくい。よって、株価の回復が遅れる可能性が高いと予測される。

仮説 2：回復力の差では、業績は子会社、株式評価は独立会社の方が高い

コロナショックをはじめとする経済的ショックが発生した後、各企業がどのように業績を回復するかを比較し検証する。仮説 1-1、1-2 及び 1-3 ではそれぞれの年における業績及び株式評価差を比較するのに対し、仮説 2 では、平常期・ショック期・回復期の 3 期間を跨いだ検証を行う。

子会社は親会社との強い依存関係があるため、ショック期の業績が低下した場合でも、回復期において親子上場企業はグループ内での協力体制を強化し、シナジー効果により業績回復が加速されると予測される。したがって、独立会社と比較して、子会社の業績回復は平常期と同等のレベルに早く達し、回復力が独立会社よりも高いと予測される。

一方で、株式評価は回復期においても親会社の支配が市場評価に影響を与え、さらに株式の流動性が低いため、子会社の株式評価は独立会社よりも低い可能性が高いと予測される。

仮説 3：全期間において、子会社である組織形態は業績と株式評価に負の影響を与えるエージェンシー問題が発生し、それがトンネリング行為に繋がる可能性がある観点から、親会社はその支配権を行使して、子会社の利益や資産を移転できるため、子会社は経済的に不利な状況に置かれやすいと考えられる。このため、子会社の組織形態は業績や株式評価に負の影響を与える可能性が高いと予想される。

仮説 4：全期間において、親会社の議決権が 50.0%を超え 66.7%未満だと業績と株式評価に負の影響を与える

議決権が 50.0%を超えて 66.7%未満の範囲にある場合、子会社に対する支配力があり、さらに親会社は普通決議を通すことができる。この範囲では、親会社の経営判断が子会社に強い影響を及ぼし、利益移転のインセンティブが高まると予測される。特に、親会社は配当の一部が少数株主に流れることを防ぐため、利益移転のインセンティブが高まると考えられる。一方で、議決権が 50.0%以下の場合、親会社の支配力が限定的であり、利益移転が行いにくくなる可能性が高いと考えられる。議決権が 66.7%以上に達すると、親会社は特別決議を通じて経営に完全に影響を与えることができ、完全子会社化や売却時におけるエージェンシー問題が発生する可能性があるものの、搾取のインセンティブが低下すると予測される。したがって、この仮説では親会社から搾取のインセンティブが高まる可能性があり、50.0%を超えて 66.7%未満の範囲で業績や株式評価に負の影響を与える可能性が高いと予想される。

6. データの定義

本研究では、日経 NEEDS のデータベースを用いて、2024 年 9 月 13 日時点で東京証券取引所（以下、東証）プライム市場（旧：東証 1 部）、東証スタンダード市場（旧：東証 2 部）、東証グロース市場（旧：東証マザーズ）、TOKYO PRO Market（旧：TOKYO AIM）、名古屋証券取引所（以下、名証）プレミアム（旧：名証 1 部）、名証メイン（旧：名称 2 部）、名証ネクスト（旧：名証セントレックス）、福岡証券取引所（以下、福証）、福証 Q-Board、札幌証券取引所（以下、札証）、札証アンビシャス、JASDAQ スタンダード及び JASDAQ グロースに上場していた企業を対象にデータを取得した。対象期間は 2014 年～2023 年の 10 年間で、リーマン・ショック（2008 年）や東日本大震災（2011 年）後の平常期（2014 年～2019 年）、さらにコロナショック期（2020 年～2021 年）による世界的不況、そしてその後の回復期（2022 年～2023 年）に至るまでの子会社と独立会社の業績や株式評価を比較することが可能である（図表 3）。また、2015 年にコーポレートガバナンス・コードが施行され、2022 年には東京証券取引所の市場改革が実施されたことを考慮し、これらの影響を分析することもできると考える。

決算データについては、原則として連結決算を使用し、取得できない場合に限り単独決算を使用した。会計基準については、日本会計基準、国際会計基準（以下、IFRS）、米国会計基準が混在している。また、親会社と子会社の関係や親会社が有する議決権所有割合については、子会社が有価証券報告書で開示している場合のみを対象とした。

銀行、証券、保険業に属する企業は除外し、決算期数が 12 ヶ月を超えるまたは下回る変則決算の企業についてはサンプルから除外した。IFRS への移行に伴い、営業利益が発表されていないデータについても除外した。

本研究では、ROA（営業利益/当期末総資産）を業績の代理変数とした。本業の違いを分析したいため、営業利益を選定した。これは、当期純利益がコロナ禍での給付金や助成金の影響を受けやすいため、その影響を排除する目的で営業利益を選定した。

株式評価の分析には、企業の市場価値を反映する指標としてトービンの q （（時価総額⁷（普通株式ベース）＋当期末負債）／当期末総資産）を代理変数とした。

PER（株価収益率）は、上場企業の中で利益が出ていない企業が存在し、特にコロナ禍の影響での赤字企業を考慮すると利用が難しいと判断した。さらに、ROA とトービンの q は、いずれも資産の活用効率を示す指標であり、同一基準で企業の業績と株式評価を比較できるため、一貫した評価ができると考えた。

図表 3：日本の証券取引所における市場区分別上場企業数の推移（2014 年～2023 年）

（単位：社）

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
東証プライム（旧：東証1部）	1,746	1,817	1,882	1,937	2,006	2,040	2,066	2,056	1,732	1,551
東証スタンダード（旧：東証2部）	533	545	529	512	497	484	476	471	1,435	1,589
東証グロース（旧：マザーズ（外国含む））	185	194	204	225	241	284	317	373	465	534
JASDAQ（スタンダード）	788	750	711	693	676	655	656	648	0	0
JASDAQ（グロース）	44	41	43	41	37	37	37	37	0	0
TOKYO PRO Market	9	11	14	18	26	29	37	49	60	78
名証プレミア（旧：名証1部）	6	5	5	5	5	4	4	4	3	3
名証メイン（旧：名証2部）	62	60	58	56	51	48	49	45	41	43
名証ネクスト（旧：名証セントレックス）	12	12	12	12	12	12	12	13	12	12
福証	21	20	18	15	14	16	15	15	14	14
福証Q-Board	6	5	6	6	6	5	5	5	5	5
札証	9	9	9	9	8	8	8	9	9	9
札証アンビシャス	5	5	6	7	8	8	8	7	8	8
合計	3,426	3,474	3,497	3,536	3,587	3,630	3,690	3,732	3,784	3,846

7. 統計的検定と実証分析の結果

7.1. 各年における業績・株式評価の差検定

本検定では、2014 年～2023 年の期間における子会社と独立会社の業績及び株式評価を比較するため、ROA 及びトービンの q を使用し、Welch の t 検定を実施した。

7.1.1. 分析対象サンプル

最初に図表 4 に示す子会社 2,876 社と独立会社 31,668 社の合計 34,544 社のサンプルから、背景変数として、規模指標（当期末総資産、当期末負債、当期末従業員数）及び効率指標（総資産回転率＝売上高／当期末総資産）、さらに業界⁸及び決算月⁹を基に、子会社と独立会社のマッチングを行った。マッチング手法は最近傍マッチング（Nearest Neighbor Matching）を適用し、子会社と独立会社の背景要因が近似するサンプルを 1 対 1 でマッチングさせた。その結果、本検定で使用するサンプルは、2014 年～2023 年にお

⁷ 時価総額は、各年の最終取引日の終値の株価及び株式数に基づいて算出されている。

⁸ 銀行業除く 16 業界（食品、エネルギー資源、建設・資材、素材・化学、医薬品、自動車・輸送機、鉄鋼・非鉄、機械、電機・精密、情報通信・サービスその他、電気・ガス、運輸・物流、商社・卸売、小売、金融（除く銀行））。

⁹ 決算月は 1～12 月の 12 個に区分した。

ける全期間にわたって、子会社 2,876 社、独立会社 2,876 社、合計で 5,752 社となった（図表 5）。

図表 4：組織形態別上場企業数の推移（2014 年～2023 年）

		(単位：社, %)										合計
		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	
サンプル数合計		3,426	3,474	3,497	3,536	3,587	3,630	3,690	3,732	3,784	3,846	36,202
うち子会社	数	324	323	305	302	302	292	283	270	249	226	2,876
	割合	9.46%	9.30%	8.72%	8.54%	8.42%	8.04%	7.67%	7.23%	6.58%	5.88%	7.94%
うち独立会社	数	2,916	2,967	3,012	3,060	3,113	3,169	3,246	3,304	3,393	3,488	31,668
	割合	85.11%	85.41%	86.13%	86.54%	86.79%	87.30%	87.97%	88.53%	89.67%	90.69%	87.48%
うち親会社	数	179	177	172	169	168	168	159	155	140	130	1,617
	割合	5.22%	5.09%	4.92%	4.78%	4.68%	4.63%	4.31%	4.15%	3.70%	3.38%	4.47%
うち親会社兼独立会社	数	7	7	8	5	4	1	2	3	2	2	41
	割合	0.20%	0.20%	0.23%	0.14%	0.11%	0.03%	0.05%	0.08%	0.05%	0.05%	0.11%

図表 5：マッチング後の子会社と独立会社の推移（2014～2023 年）

		(単位：社)										合計
		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	
子会社		324	323	305	302	302	292	283	270	249	226	2,876
独立会社		324	323	305	302	302	292	283	270	249	226	2,876
マッチング数合計		648	646	610	604	604	584	566	540	498	452	5,752

7.1.2. 各年における ROA の差に関する検定

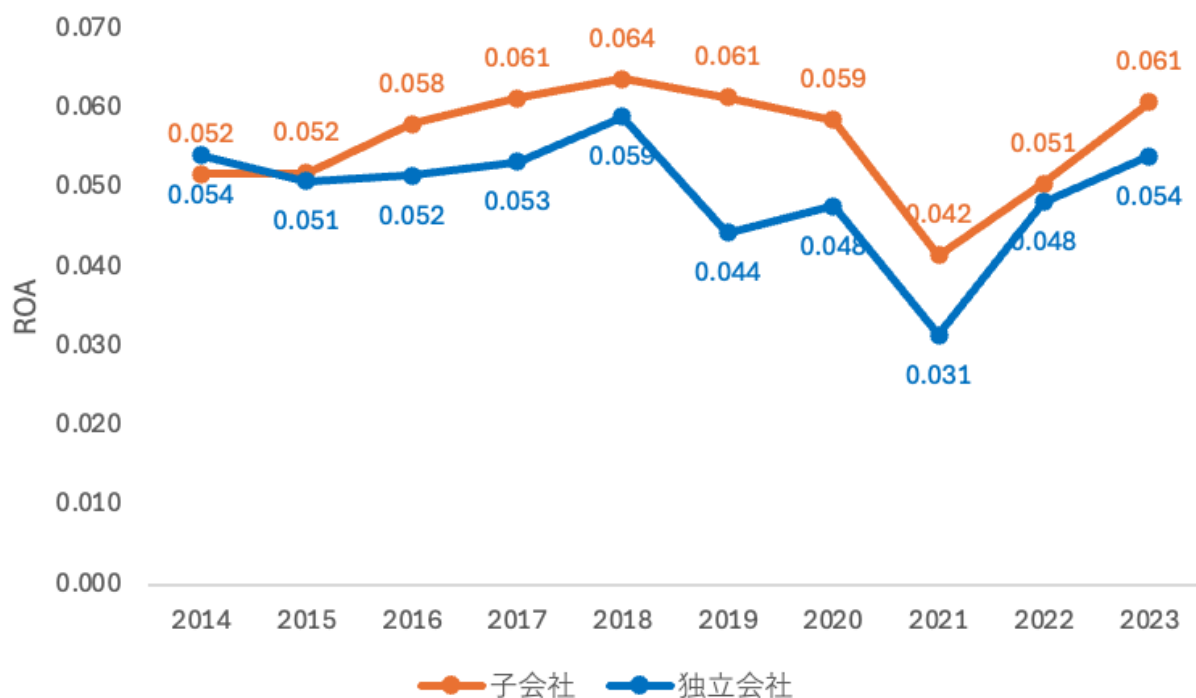
マッチング後の子会社と独立会社について、各年で ROA の平均値の差を検定するために、Welch の t 検定を実施した。

図表 6：ROA の平均値に関する差検定

年	①子会社 ROA			②独立会社 ROA			統計結果		サンプル数 計
	サンプル数	平均値	標準偏差	サンプル数	平均値	標準偏差	平均値の差 ①-②	有意水準	
2014	324	0.052	0.075	324	0.054	0.095	-0.002	-	648
2015	323	0.052	0.051	323	0.051	0.109	0.001	-	646
2016	305	0.058	0.057	305	0.052	0.086	0.006	-	610
2017	302	0.061	0.051	302	0.053	0.086	0.008	-	604
2018	302	0.064	0.053	302	0.059	0.073	0.005	-	604
2019	292	0.061	0.056	292	0.044	0.084	0.017	***	584
2020	283	0.059	0.072	283	0.048	0.088	0.011	-	566
2021	270	0.042	0.095	270	0.031	0.119	0.010	-	540
2022	249	0.051	0.096	249	0.048	0.095	0.002	-	498
2023	226	0.061	0.072	226	0.054	0.114	0.007	-	452

※***, **, *は、それぞれ平均値の差が0.01, 0.05, 0.1の水準で有意なことを示している

図表 7：子会社と独立会社に関する ROA の平均値推移（2014 年～2023 年）



図表 6 が示す通り，Welch の t 検定を行った結果，ROA において，2019 年のみに子会社が独立会社よりも 0.017 高く，有意な差が確認できた。一方で 2019 年を除く期間では，子会社と独立会社の間で ROA に有意な差は見られなかった。図表 7 に示すように，2014 年を除く期間では，子会社の方が独立会社よりも ROA が高く，業績の傾向としては，子会社の方が高い数値を示しており，グループ間のシナジー効果が業績に正の影響を与えている可能性が示唆される。なお，ショック期と回復期においては，子会社と独立会社は同様の動きが見られたため，差が有意に得られなかった。

これらの結果から，親会社による子会社の利益搾取があるとは断定できない。

したがって，仮説 1-1，1-2 及び 1-3 は支持されなかった。特に 2019 年においては，仮説 1-1 とは異なる結果となり，子会社の方が独立会社より業績は高かったことが示された。これらの結果は，子会社の業績が必ずしも低いわけではなく，むしろグループ内での協力関係が強化され，シナジー効果が業績に寄与している可能性があることを示唆している。

7.1.3. 各年におけるトービンのqの差に関する検定

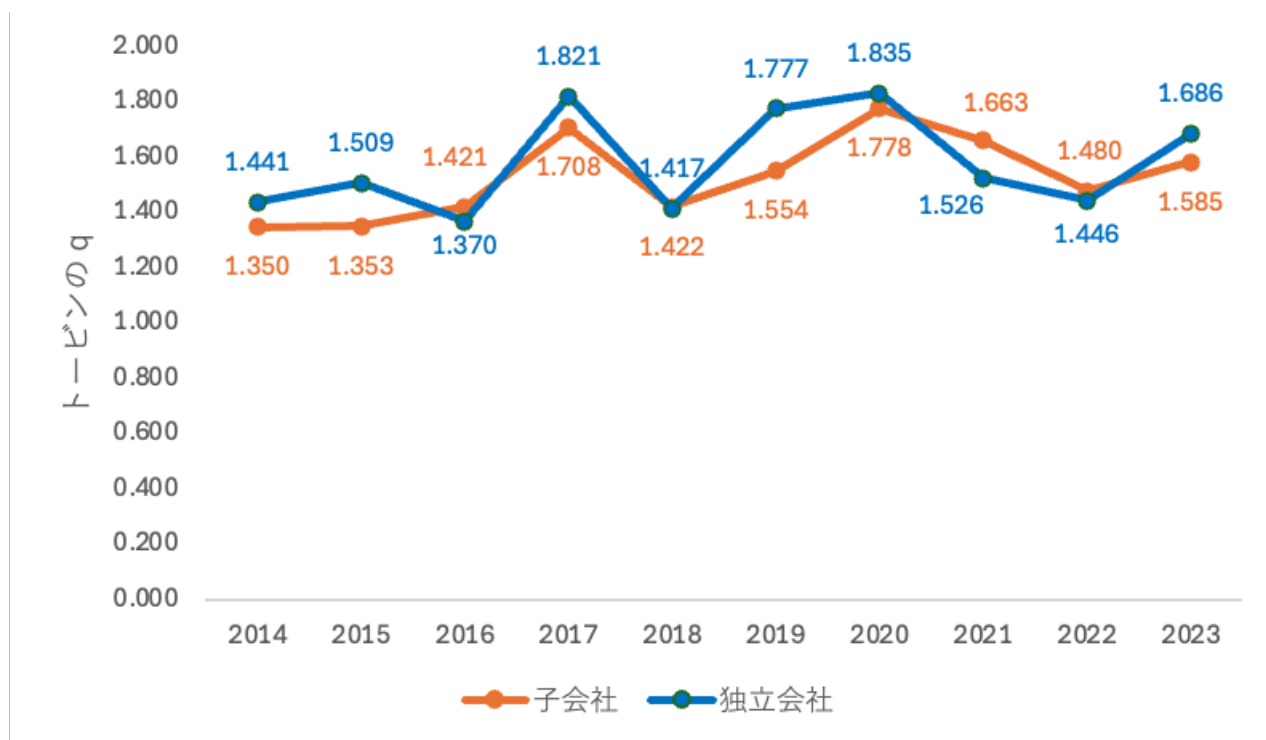
マッチング後の子会社と独立会社について、各年でトービンのqの平均値の差を検定するために、Welchのt検定を実施した。

図表8：トービンのqの平均値に関する差検定

年	①子会社 トービンのq			②独立会社 トービンのq			統計結果		サンプル数 計
	サンプル数	平均値	標準偏差	サンプル数	平均値	標準偏差	平均値の差 ①-②	有意水準	
2014	324	1.350	1.141	324	1.441	1.352	-0.090	-	648
2015	323	1.353	0.986	323	1.509	1.697	-0.155	-	646
2016	305	1.421	1.147	305	1.370	1.216	0.051	-	610
2017	302	1.708	1.437	302	1.821	2.066	-0.114	-	604
2018	302	1.422	1.072	302	1.417	1.373	0.005	-	604
2019	292	1.554	1.175	292	1.777	2.681	-0.224	-	584
2020	283	1.778	2.333	283	1.835	2.846	-0.057	-	566
2021	270	1.663	2.064	270	1.526	1.665	0.137	-	540
2022	249	1.480	1.156	249	1.446	1.182	0.035	-	498
2023	226	1.585	1.250	226	1.686	2.170	-0.101	-	452

※***, **, *は、それぞれ平均値の差が0.01, 0.05, 0.1の水準で有意なことを示している

図表9：子会社と独立会社に関するトービンのqの平均値推移（2014年～2023年）



図表8が示す通り、Welchのt検定を行った結果、トービンのqにおいて、全ての期間で有意な差は確認できなかった。この結果から、株式市場において親子上場によるリスクが市場評価に影響を与えていないことが示唆される。図表9に示すように、年ごとに

トービンの q の動きに違いは見られるものの、親子上場によるリスクが株式評価に与える影響は確認されなかった。その理由として、親会社の子会社の売却や完全子会社化に向けた TOB を実施した場合、株価が上昇する傾向があるため、親子上場によるリスクと相殺されている可能性が一つとして考えられる。また、2015 年にコーポレートガバナンス・コードが導入され、2022 年にはその更新が行われたが、この期間においても子会社が独立会社に比べてトービンの q が著しく劣ることはなかった。

これらの結果を踏まえると、株式評価において子会社が独立会社より低いと断定することはできない。したがって、仮説 1-1、1-2 及び 1-3 の全てにおいて、株式評価に関する仮説は支持されなかったことが確認された。親子上場が株式評価に与える影響に関して、特定のパターンや明確なリスクは見られなかった。

7.2. 回復力の差の検定

7.1 の ROA・トービンの q の差検定の結果を踏まえ、次に、平常期、ショック期、回復期の 3 つの期間を対象に、子会社と独立会社の回復力を比較した。特に、コロナショック期における業績低下と回復期における回復速度に注目し、ROA 及びトービンの q を用いて、回復力の差を比較した。

7.2.1. 分析対象サンプル

最初に、ROA とトービンの q の数値が 2017 年～2023 年の間に継続して上場していた企業を対象とし、対象期間中に上場した企業や非上場化した企業は除外した。そのため、サンプル数は図表 10 に示す通り減少し、子会社 154 社、独立会社 2,556 社となった。

次に、ROA とトービンの q の回復力の指標として、以下の計算式に基づいて算出した：

$$\text{回復力} = \frac{\Delta \text{回復}}{\Delta \text{ショック}}$$

$\Delta \text{回復}$ ：回復期（2022～2023年の平均値）－ショック期（2020～2021年の平均値）

$\Delta \text{ショック}$ ：ショック期（2020～2021年の平均値）－平常期（2017～2019年の平均値）

その後、7.1.1. で説明した手法と同様に、子会社と独立会社の背景要因が近似するサンプルを 1 対 1 でマッチングさせるため、最近傍マッチング手法を適用した。その結果、本検定で使用するサンプルは、子会社 154 社、独立会社 154 社、合計で 318 社となった（図表 11）。

図表 10：2017 年～2023 年間に存在する子会社と独立会社数

(単位：社)	
サンプル数	
子会社	154
独立会社	2,556

図表 11：マッチング後の子会社と独立会社数

(単位：社)	
サンプル数	
子会社	154
独立会社	164
マッチング数合計	318

7.2.2. 検定結果

マッチング後の子会社と独立会社について、ROA 及びトービンの q の平均値の差を検定するために、Welch の t 検定を実施した。

図表 12：ROA 及びトービンの q の平均値に関する差検定

	①子会社			②独立会社			統計結果		サンプル数 計
	サンプル数	平均値	標準偏差	サンプル数	平均値	標準偏差	平均値の差 ①-②	有意水準	
ROA	154	-0.633	5.420	154	-1.771	10.496	1.139 -		308
トービンの q	154	-1.326	16.085	154	1.384	9.325	-2.710 *		308

※***, **, *は、それぞれ平均値の差が0.01, 0.05, 0.1の水準で有意である

図表 12 が示す通り、Welch の t 検定を行った結果、トービンの q では、子会社は独立会社より-2.710 低く、統計的に有意な差が確認された。この結果から、独立会社は子会社に比べ回復力が高いことが示唆される。

ROA については、ショック期が平常期よりも低くなっており、両者ともに負の値を示していた。子会社の方が独立会社よりも高く、差が 1.139 であったものの、有意な差は確認できなかった。

トービンの q では、独立会社は正の値を示しており、ショック期においても株価は下落しなかった。一方で、子会社は負の値を示しており、ショック期において株価が下落したことが確認された。この結果は、親会社がグループ全体の生存や事業継続を優先するため、株主が子会社から投資を引き上げ、さらに流動性が低いため、株式評価が回復しなかった可能性が考えられる。

これらの結果を踏まえると、仮説 2 は株式評価のみ支持され、業績は支持されなかった。

7.3. 子会社の組織形態が業績及び株式評価に与える影響

本分析では、階層線形モデルを用いて、2014年～2023年での全期間を通じて、子会社の組織形態がROA及びトービンのqに与える影響を検証した。これにより、個別の年ごとのROAやトービンのqの差異は明確に見られなかったものの、子会社の組織形態が長期的にROAやトービンのqに及ぼす影響をより深く理解することを目的としている。

7.3.1. 分析対象サンプル

本分析では、図表4に示す子会社2,876社と独立会社31,668社の合計34,544社のサンプルを用いた。

7.3.2. 分析結果

本分析では、2014年～2023年の期間におけるデータに基づき、2つ分析を実施した。1つ目は、目的変数としてROAを用い、ランダム効果として、時期（平常期・ショック期・回復期）¹⁰、業界、決算月及び上場区分¹¹を設定した。固定効果には、子会社、売上高、営業利益率、期末従業員数、時価総額及びトービンのqを選定し、子会社についてはダミー変数（子会社：1、独立会社：0）として組み込んだ。また、ROA、売上高、営業利益率、従業員数、時価総額及びトービンのqについては、標準化を実施した。

2つ目は、目的変数としてトービンのqを用い、ランダム効果は、1つ目の分析と同様に設定し、固定効果には、子会社、売上高、営業利益率、期末従業員数、時価総額及びROAを選定した。

図表13：階層線形モデルによるROA及びトービンのqの分析結果

目的変数：ROA				目的変数：トービンのq			
データ概要				データ概要			
期間	2014～23年			期間	2014～23年		
社数	4,828			社数	4,828		
サンプル数	34,544			サンプル数	34,544		
変数	回帰係数	有意水準	VIF	変数	回帰係数	有意水準	VIF
切片	-0.331 *		-	切片	-0.064 -		-
子会社	0.117 ***		1.001	子会社	-0.026 -		1.001
売上高	-0.048 ***		2.680	売上高	-0.085 ***		2.667
営業利益率	0.105 ***		1.001	営業利益率	-0.016 **		1.017
期末従業員数	-0.017 *		2.336	期末従業員数	-0.027 ***		2.335
時価総額（普通株式）	0.101 ***		1.734	時価総額（普通株式）	0.146 ***		1.713
トービンのq	0.063 ***		1.022	ROA	0.060 ***		1.024
決定係数				決定係数			
R ² m	0.020			R ² m	0.018		
R ² c	0.216			R ² c	0.144		

※***, **, *は、それぞれ平均値の差が0.01, 0.05, 0.1の水準で有意なことを示している

¹⁰ 平常期（2014年～2019年）、コロナショック期（2020年～2021年）及び回復期（2022年～2023年）の3つに区分した。

¹¹ 東証プライム市場、東証スタンダード市場、東証グロース市場、TOKYO PRO Market、名証プレミア、名証メイン、名証ネクスト、福証、福証Q-Board、札証、札証アンビシャス、JASDAQスタンダード及びJASDAQグロースの13に区分した。

図表 13 の左側の結果から、子会社の組織形態が ROA に正の影響を有意に与えていることが示されたことから、親子上場の子会社はグループの協力体制によるシナジー効果が発生している可能性が示唆された。さらに、切片が有意に負であることから、独立会社は負の影響を与えていることが示唆された。

一方、図表 13 の右側に示す通り、トービンの q に関しては、子会社の組織形態が負の影響を与えているものの、有意な影響は確認できなかった。親会社はその支配権を行使して、子会社の利益や資産を移転できるため、親子上場によるリスクが株式評価に影響を与えている可能性が考えられる。

これらの結果を踏まえると、子会社である組織形態は、業績や株式評価に有意に負の影響を与えることが確認できなかったため、仮説 3 は支持されなかった。さらに業績に関しては、仮説とは反対の結果となり、子会社の組織形態が業績に有意に正の影響を与えていると示された。

7.4. 親会社の議決権が 50.0%超 66.7%未満の場合の業績及び株式評価への影響

本分析では、階層線形モデルを用いて、2014 年～2023 年の期間を通じて、親会社の議決権が 50.0%を超え 66.7%未満の範囲にある場合の ROA 及びトービンの q に与える影響を検証した。これにより、議決権の保有割合が ROA やトービンの q に与える影響の変化を明らかにすることを目的としている。

7.4.1. 分析対象サンプル

本分析では、図表 4 に示す子会社 2,876 社と独立会社 31,668 社の合計 34,544 社のサンプルを用いた。

7.4.2. 分析結果

本分析では、2014 年～2023 年の全期間におけるデータに基づき、2 つ分析を実施した。1 つ目は、目的変数として ROA を用い、ランダム効果をとって、時期（平常期・ショック期・回復期）、業界、決算月及び上場区分を設定した。固定効果には、親会社が保有する議決権割合¹²を含め、売上高、営業利益率、期末従業員数、時価総額及びトービンの q を選定した。ROA、売上高、営業利益率、従業員数、時価総額及びトービンの q については、標準化を実施した。

2 つ目は、目的変数としてトービンの q を用い、ランダム効果は、1 つ目の分析と同様に設定し、固定効果には、親会社が保有する議決権割合、売上高、営業利益率、期末従業員数、時価総額及び ROA を選定した。

¹² 親会社が保有する議決権割合を 0, 0.0001～0.5000, 0.5001～0.6669, 0.6670～0.7500, 0.7510 以上の 5 つに区分し、それぞれダミー変数で組み込んだ。

図表 14：親会社の議決権割合と業績・株式評価の関係（階層線形モデル分析）

目的変数：ROA				目的変数：トービンの q			
データ概要				データ概要			
期間	2014～23年			期間	2014～23年		
社数	4,828			社数	4,828		
サンプル数	34,544			サンプル数	34,544		
変数	回帰係数	有意水準	VIF	変数	回帰係数	有意水準	VIF
切片	-0.334 *		-	切片	-0.065 -		-
親会社の議決権割合(0.0001～0.5000)	0.015 -		1.002	親会社の議決権割合(0.0001～0.5000)	-0.018 -		1.002
親会社の議決権割合(0.5001～0.6669)	0.137 ***		1.003	親会社の議決権割合(0.5001～0.6669)	0.003 -		1.004
親会社の議決権割合(0.6670～0.7500)	0.058 -		1.001	親会社の議決権割合(0.6670～0.7500)	-0.008 -		1.001
親会社の議決権割合(0.7510～)	0.009 -		1.001	親会社の議決権割合(0.7510～)	-0.074 -		1.001
売上高	-0.048 ***		2.680	売上高	-0.086 ***		2.666
営業利益率	0.105 ***		1.001	営業利益率	-0.016 **		1.017
期末従業員数	-0.017 *		2.337	期末従業員数	-0.027 ***		2.335
時価総額（普通株式）	0.101 ***		1.734	時価総額（普通株式）	0.146 ***		1.713
トービンの q	0.062 ***		1.021	ROA	0.059 ***		1.025
決定係数				決定係数			
R ² m	0.020			R ² m	0.018		
R ² c	0.217			R ² c	0.143		

※***, **, *は、それぞれ平均値の差が0.01, 0.05, 0.1の水準で有意なことを示している

図表 14 の左側の結果から、親会社が保有する議決権割合が 0.5001～0.6669（以下、50.0%を超え 66.7%未満）の範囲においてのみ、ROA に正の影響を有意に与えていることが示された。この結果は、議決権割合が 50.0%を超え 66.7%未満の範囲で親会社の関与があることが、グループ内のシナジー効果が最大化する可能性があることを示唆している。さらに、切片が有意に負であることから、親会社が議決権を保有していない独立会社は ROA に負の影響を与えていることが示唆された。

一方、議決権割合が 0.6670（以下、66.7%）以上の場合や、議決権が 0.5000（以下、50%）以下の場合、ROA には正の影響が見られたものの、50.0%を超え 66.7%未満の範囲に比べてその影響が小さく、有意な結果には至らなかった。

図表 14 の右側に示す通り、トービンの q に関しては、親会社が保有する議決権割合が 50.0%を超え 66.7%未満の範囲で正の影響が確認できたが、有意な結果には至らなかった。さらに、他の議決権割合の区分では有意な結果には至らなかったが、負の影響が見られた。この結果は、組織形態が株式評価において明確な影響を与えていないとも解釈ができる。

これらの結果を踏まえると、仮説 4 は、業績、株式評価ともに支持されなかった。業績に関しては、仮説とは反対の結果が示され、親会社が保有する議決権割合が 50.0%を超え 66.7%未満の範囲の場合、有意に正の影響を与えていることが確認された。

8. 結論

本研究では、親子上場企業の子会社と独立会社の業績や株式評価に差があるかの検定に加え、子会社の組織形態が業績や株式評価に与える影響を分析した。先行研究では、平常時における子会社と独立会社の業績や株式評価の差に関する比較分析にとどまっていた。本研究は、コロナ禍の期間を含む異なる経済環境下での分析に加え、子会社の組織形態や親会社が保有する議決権割合が業績や株式評価に与える影響に焦点を当てた点に特色がある。2014年～2023年のデータに基づく結果、業績に関しては、子会社は独立会社に対して劣っているわけではないことが示唆された。むしろ、子会社の組織形態が業績に正の影響を与えている可能性が確認された。特に親会社の議決権割合が50.0%を超え66.7%未満の範囲では、この影響が強まることが示唆され、親会社の適度な関与がグループ内のシナジー効果を高め、業績向上に寄与する可能性があることが確認された。一方、株式評価については、各年において子会社と独立会社の間に有意な差は見られず、また、子会社の組織形態が業績に対してわずかな負の影響を与えている可能性が示唆された。しかし、統計的には有意な結果には至らなかった。これらの結果から、株式評価にはエージェンシー問題が影響していたためか、業績と株式評価の間に完全な連動は見られなかった。親会社による子会社の利益搾取の兆候は見られず、またはその影響はシナジー効果に比べ小さいと考えられるが、将来的には親会社によるトンネリング行為が発生する可能性があり、そのリスクが株価に織り込まれるため、業績に正の影響があっても株式評価には反映されないジレンマが存在する可能性が考えられる。このジレンマは制度的に完全に排除することはできないため、規制強化が利益搾取を防ぐ一助となると考えられるが、過度な規制は上場維持費用を引き上げ、少数株主の利益搾取を引き起こすリスクがあることを踏まえ、今後もこれらのバランスを慎重に検討する必要があると考えられる。本研究の分析は、その手法やデータの収集、結果の解釈について制約を残すものである。第一に、IFRSに移行した企業の一部は営業利益の開示をしていないため、これらの企業はサンプルに含められなかった。第二に、会計基準の違い（日本会計基準、IFRS、米国会計基準）が混在している点も課題である。第三に、親子上場関係の形成プロセスや親子関係の継続年数については考慮していない点も挙げられる。しかしながら、これまで用いられてこなかったコロナ禍に関するデータを収集し、多角的な手法で実態を明らかにした点で本研究には価値があると考ええる。本研究の成果は、親子上場企業における子会社の組織形態と業績・株式評価の関係について、新たな理解をもたらすものである。今後の研究では、より長期的なデータや多様な分析手法を用いて、親子上場企業におけるエージェンシー問題とトンネリング行為の実態解明に向けた研究を進めていくことが課題となる。

謝辞

本研究の指導教員である清水勝彦先生には、深く感謝申し上げます。先生には、研究の道標となる「weekly held assumption」の考え方を最初に教えていただき、多岐にわたるご指導を賜りました。「weekly held assumption」とは、普段受け入れられている前提を少しずつ反証していく過程を通じて、新たな理論が成立するという考え方です。面白い理論が生まれる背景には、常に「受け入れられている前提の否定」があり、そのプロセスを通じて、従来の理論や視点に対して新たな理解が生まれるとされています。先生には、この重要な概念を丁寧に解説していただき、研究の面白さや奥深さを教えていただきました。

副査の林高樹先生と小幡績先生には、お忙しい中、何度もご相談に乗っていただき、丁寧なご指導をいただきました。林先生には、具体的な分析方法についてご教授いただき、小幡先生には、理論的な側面や鋭い指摘をいただき、考えを深めることができました。先生方のご専門的な知識や貴重なご意見は、本論文の質を高める上で非常に重要な役割を果たしました。心から感謝申し上げます。

清水ゼミ M46 の峰吉貴寿さん、フジェさん、谷村雄一郎さんには、共に研究活動に取り組み、互いの論文に対し率直な意見交換を行ってきました。ゼミでは、お互いの進捗状況や課題を共有し、切磋琢磨しながら研究を進めることができました。共に研究活動を乗り越えた仲間として、本当にありがとうございます。

また、M46 の同期の皆さんにも、研究内容についての意見交換を通じて多角的な考え方を持つことができ、結果、本論文を完成させる上で大きな力となりました。

2 年間という期間、慶應義塾大学大学院経営管理研究科での学びを与えてくれた先生並びに事務職員をはじめとした関係者の皆さま、心より感謝申し上げます。

また、私を派遣してくださったイオン株式会社をはじめ、イオンフィナンシャルサービス株式会社、及び AEON THANA SINSAP (THAILAND) PLC、には、深く感謝申し上げます。会社を離れ、学業に集中する機会を与えてくださったこと、そして温かいご支援を賜ったことに、心より感謝申し上げます。この 2 年間で得た学びを、今後、貢献することで恩返しできるよう、精一杯努めて参ります。

最後に、いつも温かく支えてくれる家族に心より感謝します。

参考文献

- (1) 岡村秀夫 [2020]. 「親子上場をめぐる議論と今後の展望」. 『証券レビュー』第 60 巻第 3 号.
- (2) 日本経済新聞 [2024 年 3 月 17 日]. 「親子上場の課題 株主利益, 対立の可能性」.
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB0534M0V00C24A3000000/>
- (3) 宮島英昭・新田敬祐・宍戸善一 [2011]. 「親子上場の経済分析-利益相反問題は本当に深刻なのか-」. 宮島英昭編著『日本の企業統治』第 7 章, 東洋経済新報社.
- (4) 経済産業省 [2019]. 事務局説明資料.
https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs_kenkyukai/pdf/2_013_04_00.pdf
- (5) 國貞洋行 [2020]. 「親子上場の批判に関する検証～子会社と一般の独立企業とを判別する要因とは～」. プロジェクト研究論文.
- (6) 竹澤康子・松浦勝己 [2017]. 「親子上場している子会社の業績～連結決算ベースの分析～」. 東洋大学「経済論集」.
- (7) 企業会計基準委員会 [2022]. 「関連当事者取引の開示義務, 財務諸表に関する会計基準」.
https://www.asb-j.jp/jp/wp-content/uploads/sites/4/kan_ren0720_2_s_20220701.pdf
- (8) Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- (9) Faccio, M., Lang, L. H. P., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *The American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- (10) Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- (11) 経済産業省 [2021]. 「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」.
https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20210126/04.pdf?utm_source=chatgpt.com
- (12) 東京証券取引所 [2019]. 「事務局説明資料」.
https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs_kenkyukai/pdf/2_013_04_00.pdf?utm_source=chatgpt.com
- (13) Bloomberg [2020 年 9 月 4 日]. 「メトリカ CIO, LINE の TOB 価格は不当ー最低 7000 円以上求める」
<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2020-09-03/QG23QIT1UMOW01>
- (14) Bloomberg [2020 年 9 月 16 日]. 「ソフトバンクとネイバー, LINE 非公開化でスクイズアウトへ」
<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2020-09-16/QGQPG8TOG1L701>

- (15) 日本経済新聞 [2019 年 11 月 19 日] . 「株価が示すヤフー・LINE 統合の懸念」
https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL19H0L_Z11C19A1000000/
- (16) 日本経済新聞 [2020 年 9 月 16 日] . 「ソフトバンク・韓ネイバー, LINE 株の TOB 終了」
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ063923700W0A910C2DTA000/>
- (17) Bloomberg [2023 年 3 月 31 日] . 「ファミマ TOB 「安過ぎた」と認定, 適正価格より 300 円ー地裁」
<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2023-03-31/RS9WY4T0G1KZ01>
- (18) 日本経済新聞 [2023 年 4 月 23 日] . 「安すぎたファミマ TOB 裁判所「特別委が役割果たさず」
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQ0UC0205E0S3A400C2000000/>
- (19) 日本経済新聞 [2024 年 11 月 29 日] . 「ファミマ TOB, 高裁も「安すぎ」 重み増す特別委意見」
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQ0UC1141R0R11C24A1000000/>
- (20) 日本経済新聞 [2016 年 1 月 11 日] . 「今年の株式市場 焦点は企業統治改革」
<https://www.nikkei.com/article/DGXZZ095814850W6A100C1000000/>
- (21) 日本経済新聞 [2012 年 7 月 23 日] . 「もの言う投資家が起こす株の地殻変動」
https://www.nikkei.com/article/DGXNMSFK2001B_Q2A720C1000000/
- (22) 東京証券取引所 [2015]. 「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2015」 .
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/white-paper15.pdf>
- (23) 東京証券取引所 [2015]. 「コーポレートガバナンス・コード」 .
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/code.pdf>
- (24) 東京証券取引所 [2023]. 「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の拡充」 .
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/bkk2ed00000050dt-att/bkk2ed00000050ho.pdf>
- (25) 東京証券取引所 [2021]. 「コーポレートガバナンス・コード」 .
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000005ln9r-att/nlsgeu000005lne9.pdf>
- (26) 東京証券取引所 [2024]. 「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会（第 2 期）第 6 回東証説明資料」 .
https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/mklp77000000j2kb.pdf?utm_source=chatgpt.com
- (27) 野村資本市場研究所 [2024]. 「親子上場の状況（2023 年度末）：随所に「潮目の変化」 .
https://www.nomuraholdings.com/jp/sustainability/sustainable/finance/research/rs202408_05.html?utm_source=chatgpt.com
- (28) 経済産業省 [2023]. 「通商白書 2023 年版」 .
<https://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2023/2023honbun/i2210000.html>

- (29) 内閣府 [2023]. 「国民経済計算 (GDP 統計)」 .
<https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>
- (30) 住友商事グローバルリサーチ (SCDR) [2023]. 「経済調査レポート」 .
<https://www.scgr.co.jp/report/survey/2024030464773>
- (31) 松浦克己[2011], 「子会社の企業業績, 持合の企業業績に与える影響」, 広島大学『経済論叢』第 34 巻第 3 号, pp. 31-40.