

研究指導 大橋 良生 講師

# 完全子会社化の企業業績への影響

富樫 有里沙

## 1. 問題の所在

### 1.1 企業のグループ経営とは

これまでの日本企業の経営は、親会社を中心にグループ企業を増加させることで、それぞれ事業領域を拡大し、成長・発展を遂げてきた。すなわち、日本企業は、単体ではなくグループ全体として発展してきたと言える。

この背景には、日本では、戦後、株式持合いを行うようになり、経営の安定化を図るようになったことが挙げられる。さらに、バブル経済後は、不採算部門や余剰経営支援などを分社化し、子会社化するケースが多く見受けられた。このように、日本企業は親会社中心主義であったが、連結会計制度の導入を含め、法改正や税制度も改革を背景に、親会社と子会社双方の連携を強め、グループ全体の価値を高めようとする動きが強まった。

### 1.2 企業グループの形成と再編

2000年に導入された連結財務諸表を中心とする会計基準の変更により、連結ベースで企業価値の最大化を図り、経営資源を選択的に投入する認識が強まった。そのため、資本関係を結ぶことで、企業価値を向上させる、あるいは向上させることが期待できる企業を対象とした子会社化、完全子会社化を実施する企業が現れてきた。

子会社化とは、持株基準によれば、親会社となる企業が他企業の株式を50%以上所有することである。経営資源が統合され、新たな価値が生まれるシナジー効果や、既存の企業や事業所を引き継ぎ、新規事業を始めるより大幅に時間を短縮できる効果が期待される。しかし、株主価値より私的利益を優先させるといった問題がある。

これに対し、完全子会社化とは、親会社となる企業が、株式所有比率が100%未満または資本関係のない別の企業の株式を100%所有することである。

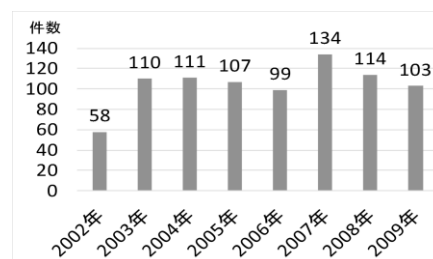
親会社側から見ると、子会社化を上回る完全子会社化の効果は2つある。第一に、少数株主の排除によって、経営の自由度を高め、意思決定の迅速化を図る点である。第二に、経営資源のグループ外への流出を防ぐ点である。

一般的な手法として、3つ挙げられる。一つ目に、株式交換がある。親会社と子会社の株式を強制的に交換させる取引のことである。特徴は、現金を必要とせず他社を買収でき、株主総会において特別決議で可決されれば、強制的に実施できる点である。二つ目に、株式移転がある。既存の会社の株主が所有する全ての株式を、新たに設立する会社の株式と交換する取引のことである。買収に活用できない点で、株式交換と異なる。三つ目に、株式公開買付(TOB)がある。不特定多数の投資家に対し、新聞広告等で勧誘を行い、株式市場以外で対象企業の株主から株券の買付を行うことである。株式が一定の価格で購入でき、株式が予定数集まらなかった場合は取り消すことができる点である。一般的には、TOBと株式交換による二段階買収によって完全子会社化する。

### 1.3 問題の所在

図表1は、完全子会社化した上場企業数の推移を表している。2003年から、100件前後を実施しており、2007年はピークに達した。

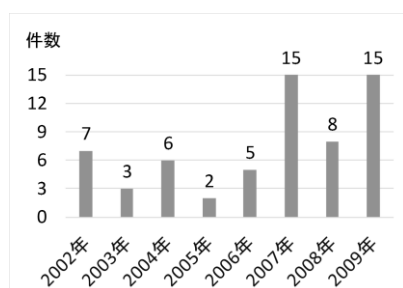
図表 1 完全子会社化を行った上場企業数の推移



(出所)レコフ『MARR』2010年2月号より作成

図表2は、図表1の中でも、TOBによって完全子会社化した上場企業数の推移である。2007年に件数が急増したことが読み取れる。この背景には、2006年12月にTOB制度が見直されたことがあると考えられる。

図表2 株式公開買付によって完全子会社化した上場企業数の推移



(出所) レコフ『MARR』2010年2月号より作成

このように、TOBによる完全子会社化は注目を集めている。その理由は、完全子会社化は子会社化に比べ、親会社に対し経営の自由度を高め、企業グループ内の資本市場の機能を果たすためであると考えられる。

そこで、本研究では、TOBによる完全子会社化が、子会社化と比較して業績にどのような違いが見られるか、財務諸表を用いて分析を行う。

## 2. 先行研究

はじめに、完全子会社化に対する株価効果に関する研究を概観する。

飛田(2005)は、上場子会社を株式交換、株式移転によって完全子会社化した際のアナウンスメント時における株価への効果の検証を行っている。分析の結果、子会社の株価がそのアナウンスメントに反応し、子会社の株主は正のリターンを得ることが報告されている。

矢部(2006)は、株式交換による完全子会社化が株式市場からどのように評価されているのか、検証を行っている。分析の結果、買収企業、対象企業の双方の業種が類似している場合、両者の株主価値に対してプラスの効果をもたらすが、対象企業の成長性が

高い場合、両者の株主価値を減少させる傾向にあることが報告されている。

高橋・大橋(2013)は、TOBを、完全子会社化を目的とするものと、完全子会社化を目的としないものに区別し、両者の中で、株式市場の評価に違いが見られるか検証を行っている。分析の結果、完全子会社化を目的とする公開買付の場合、買収企業と対象企業の双方に、株主価値の向上をもたらすことが報告されている。

上記の先行研究が株価効果を検証しているのに対し、矢部(2007)は、株式交換による完全子会社化が中長期的な財務業績の向上に寄与したか検証している。分析の結果、完全子会社化実施後の財務業績は向上することが明らかとなった。

これらの先行研究では、株式交換や株式移転による完全子会社化の株価や業績に与える影響、TOBによる完全子会社化の株価への影響について検証している。しかし、TOBによる完全子会社化がその後の業績にどのような影響をもたらすのかは、明らかにされていない。そのため本研究では、TOBによる完全子会社化が企業に与える財務的効果に焦点を合わせ、子会社化よりも有効な再編手段であるのか、分析を行う。

## 3. 分析の枠組み

### 3.1 サンプル

本研究では、完全子会社化だけでなく、子会社化を行う際に用いられるTOBに着目する。分析対象企業は、『日本企業のM&Aデータブック』(レコフ)および、『MARR』(レコフ)の2009年、2010年の各2月号から、2007年から2009年までの日本の上場企業を対象とし、企業を抽出した。期間を2007年から設定したのは、2006年12月にTOB制度の見直しにより、株主や投資家に対し、十分に情報が開示され、実施しやすき環境が整ったためである。ここで、完全子会社化を目的としたか否か、及び、実際に対象企業に対する持株比率が100%となったか否かは、企業のホームページ等で公開されている公告を用いて確認した。なお、元々50%の議決権を保有している場合、企

業内部の経営者による買収であるMBOを実施している企業、金融業はサンプルから除外している。最終的に完全子会社化実施企業として 20 社を抽出した。また、完全子会社化実施企業と比較するため、TOBによって子会社化した企業を同データブックから 13 社抽出した。また、既に、連結子会社に位置する企業を完全子会社化した企業 6 社を抽出した。

### 3.2 分析方法

本研究では、(1)完全子会社化実施企業と子会社化実施企業の比較(2)連結子会社を完全子会社化した完全子会社化実施企業の分析を行った。分析(1)では、両企業グループで有意な差はあるか、分析(2)では、子会社化の状態での業績と完全子会社化した状態での業績に有意な差があるのか検証を行う。

岡部・関(2006)によると、「M&Aの企業経営への効果が具体的かつ典型的に財務諸表に現れるのは一般的に3年程度を経過した後である」とされている。そこで、完全子会社化の実施1年前を $t=-1$ とし、完全子会社化実施年( $t=0$ )から3年後( $t=+3$ )の財務諸表を用いる。

経営指標は、収益性に関する総資産利益率(ROA)、自己資本利益率(ROE)、売上高経常利益率の3つを用いる。

総資産利益率は、企業に投下された総資産をどれだけ有効に活用しているかを示す指標である。この値が高いほど、資産が効率的に活用されていると言える。自己資本利益率は、株主の出資した資本が効率的に運用されているかを示す指標である。売上高経常利益率は、売上高を経常利益で割ることで求められる。経常利益には、企業本来の営業活動から得た営業利益に、財務活動からの損益が含まれているため、企業の総合的な収益性を示す指標である。

分析手順として、(1)では、完全子会社化実施企業と子会社化実施企業の各財務指標について、TOB実施年から実施3年後までの値から、実施前の値を引いた変化の値を算出する。(2)では、完全子会社化する前に連結子会社であった時と比較する。算出された各指標の変化値を求め、「完全子会社化は子

会社化より業績にプラスの効果をもたらす」と仮説を立て、検証を行う。

### 4. 分析結果と含意

初めに、分析(1)である完全子会社化と子会社化を比較した分析を行った。

図表3はROAの分析結果である。完全子会社化実施企業は、実施1年後、2年後、実施4年間の平均値にマイナスに有意な差が見られた。しかし、両者の差を比較すると、統計的に有意な差は見られなかった。

図表4はROEの分析結果である。子会社化実施企業に着目すると、実施1年後と実施4年間の平均値に、マイナスに有意な差が見られた。しかし、両者の差を比較すると、統計的に有意な差は見られなかった。紙幅の都合上、表にはしていないが、売上高経常利益率も同様に、両者の差を比較した場合、いずれも統計的に有意な差は見られなかった。

次に、分析(2)である連結子会社を完全子会社化した企業の分析である。

図表5は、ROA、ROE、売上高経常利益率の分析結果である。 $t=-1$ との差について、どの指標においても統計的に有意な差は見られなかった。

以上の結果から、「完全子会社化は子会社化より業績にプラスの効果をもたらす」との仮説は支持されなかった。

図表3 ROAの分析結果(分析(1))

	完全子会社化 (N=20)		子会社化 (N=13)		差 (①-②) (%)
	ROA (%)	① $t=-1$ との差 (%)	ROA (%)	② $t=-1$ との差 (%)	
$t=-1$	4.25	—	2.28	—	—
$t=0$	3.42	-0.83 (-1.11)	2.08	-0.19 (-0.17)	-0.64 (-0.49)
$t=+1$	0.48	-3.77 (-2.30)*	1.27	-1.01 (-0.70)	-2.76 (-1.25)
$t=+2$	-2.07	-6.32 (-2.46)*	1.14	-1.14 (-0.53)	-5.18 (-1.19)
$t=+3$	3.01	-1.24 (-1.50)	7.46	5.18 (0.17)	-6.42 (-1.04)
平均 ( $t=0$ ~ $t=+3$ )	1.21	-3.04 (-3.18)**	2.99	0.71 (-0.33)	-3.75 (-1.34)

( )内は  $t$  値であり、 $t$ 値に付されている\*\*、\*は、それぞれ 1%水準、5%水準で有意であることを示している。

Nは、サンプル数を示している。

図表 4 ROE の分析結果(分析(1))

	完全子会社化 (N=20)		子会社化 (N=13)		差 (①-②) (%)
	ROE (%)	①t=-1 との差	ROE (%)	②t=-1 との差 (%)	
t=-1	8.11	—	7.06	—	—
t=0	7.02	-1.09 (-0.44)	-3.72	-10.78 (-1.78)	9.69 (1.55)
t=+1	-7.29	-15.40 (-1.81)	2.8	-4.26 (-2.87)*	-11.14 (-1.21)
t=+2	-11.58	-19.69 (-1.36)	2.63	-4.43 (-1.11)	-15.26 (-0.96)
t=+3	8.25	0.14 (0.04)	7.46	0.40 (0.17)	-0.26 (-0.06)
平均 (t=0~ +3)	-0.90	-9.01 (-1.98)	2.29	-4.77 (-2.81)*	-4.24 (-0.83)

図表 5 ROA, ROE, 売上高経常利益率の分析結果 (分析(2))

	ROA (%) (N=6)		ROE (%) (N=6)		売上高経常利益率 (%) (N=6)	
		t=-1と の差		t=-1との 差		t=-1との 差
t=-1	1.5	—	5.6	—	2.45	—
t=0	3.31	1.82 (0.95)	10.07	4.47 (0.92)	3.73	1.28 (0.89)
t=+1	1.78	0.28 (0.13)	6.41	0.81 (0.16)	2.95	0.50 (0.24)
t=+2	-1.9	-3.4 (-1.16)	-11.2	-16.7 (-1.20)	2.23	-0.22 (-0.71)
t=+3	0.65	-0.85 (-1.56)	-2.45	-8.05 (-1.43)	3.25	0.80 (1.23)
平均 (t=0~ +3)	0.96	-0.54 (-0.66)	0.71	-4.89 (-2.07)	3.04	0.59 (0.52)

5. まとめと今後の課題

本研究では、TOBによる完全子会社化が業績にプラスの効果を与えるのかを明らかにするため、収益性の観点から3つの経営指標を用いたt検定を行った。その結果、すべての指標において、統計的に有意な差は見られなかった。

今日、企業グループの形成の手段の一つに買収があり、連結経営を中心に企業価値を高めることが求められる。対象企業の50%超の株式を所有することで企業グループとする。また、さらに資本関係を強化することで100%の株式を所有し、完全子会社化することができる。完全子会社化を行うと、少数株主の排除によって、経営の自由度を高め、経営資源の流出を防ぐという効果が期待される。先行研究では株式交換による完全子会社化がプラスの効果をもたらすことが示されているが、本研究のTOBを対象とした分析の結果、TOBによる完全子会社化は子会社化を上回る効果が見られなかった。そこで経営者は、手許の現金有高や、対象企業の業績など、状況に応じて資

本関係の強化を検討する必要がある。

今後の課題として、3つ挙げられる。第1に、分析対象企業である。業績の低迷により、親会社が立て直そうと完全子会社化を実施する「救済型」であった可能性がある。そのため、対象企業の業績が好調な場合、親会社がその利益を取り込もうとする「積極活用型」も視野に入れた分析が必要である。

第2に、完全子会社化する手法の違いである。現金を必要とするTOBと、現金不要とする株式交換の双方に、業績に違いが見られるか、比較する必要がある。

第3に、サンプル数である。本研究で得られたサンプル数は少ないため、より確かな結果にするためには、サンプル数をさらに増やす必要がある。

主要参考文献等

[1]岡部光明・関晋也(2006)「日本における企業M&A(合併および買収)の効果」『総合政策学ワーキングペーパーシリーズ』第107号,pp.1-52.

[2]高橋美穂子・大橋良生(2013)「株式公開買付による経営統合化の短期株価効果」『高崎経済大学論集』第55巻,第4号,pp.99-105.

[3]飛田 努(2005)「子会社再編による株価効果の検証—上場子会社の完全子会社化のアナウンスメントによる株価変動—」『資本市場研究会』第242号,pp.17-28.

[4]松行康夫(2001)「日本企業のグループ経営と世界水準—知の創発を中心として—」『経営研究論集』第24号,pp.69-82.

[5]矢部謙介(2006)「株式交換による完全子会社化の価値創造効果」『一橋商学論叢』第1巻,第2号,pp.36-49.

[6]矢部謙介(2007)「日本における完全子会社化の財務業績向上効果」『一橋商学論叢』第2巻,第2号,pp.75-87.

[7]株式会社レコフデータ(2008)『日本企業のM&Aデータブック1985-2007』

[8]株式会社レコフデータ(2009)『MARR』,2月号

[9]株式会社レコフデータ(2010)『MARR』,2月号