

研究指導 大橋 良生 准教授

完全子会社化の業績への影響

—子会社の上場状況に焦点を当てて—

山賀 有紗

1. 本研究の目的

1.1 完全子会社化とは

1999年の商法改正により、株式交換・株式移転制度が以前と比べて迅速かつ簡略化したことで、多くの企業が企業組織構造の再編手段の一つとして、完全子会社化を採用するようになった。完全子会社化が行われる背景として、親子上場の解消があげられる。親子上場とは、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ことで、欧米では一般的ではない日本特有の企業経営形態である。親子上場は1980年代から2000年代にかけて増加傾向であったが、2006年の417社をピークとして減少傾向に転じ、2018年3月時点では263社となっている。

ここで、子会社化とは他の企業の株式を50%以上取得することであるのに対して、完全子会社化とは親会社となる企業が、株式保有比率が100%未満または資本関係のない他の企業の株式を100%所有することである。これは、50%以上の株式を所有する子会社化の一つであるが、親会社以外の株主が存在しない点が特徴である。

完全子会社化を行う目的は、主として2つある。第一に、少数株主を排除することで、親会社による経営の自由度を高めることである。第二に、経営資源のグループ外への流出を防ぐことである。一方、完全子会社化のデメリットとしては、子会社が上場廃止となることで、子会社の資金調達機会が失われることがあげられる。

1.2 完全子会社化の手法と動向

完全子会社化の一般的な手法として、株式交換、株式移転、株式公開買付(Tender offer:TOB)がある。第一に、株式交換とは、子会社の株主に対してその保有している株式を親会社となる会社の発行済株式もしくは、新株にすべて交換する方法である。特徴としては、親会社は、子会社株式を取得するための現金を必要としないため、資金調達の負担が軽減されるメリットがある。

第二に、株式移転とは完全子会社となる既存の株式会社の株主に対して、新たに設立する完全親会社の株式と交換する方法である。メリットは、買収後も買収対象企業は別法人として存続することである。そのため、それぞれの独自性を保つことが可能である。

第三に、TOBとは買収対象企業の株式買付期間、取得価格、取得株数等の条件を公開し、不特定の投資家から株式を集める方法である。TOBのメリットは、あらかじめ条件を定めているため、予定を組みやすいことである。

図表1は、親会社による上場子会社の完全子会社化の件数の推移を表したものである(PwCあらた有限責任監査法人2018)。スクイーズアウトとは、大株主が少数株主や特定の株主から強制的に株式を買収することで、TOBと類似する手法である。2003年から2017年にかけて、TOBとスクイーズアウトは137件、株式交換は247件であった。平均的には、年25件の完全子会社化の再編が行われていることがわかる。

1.3 問題の所在

買収対象企業を上場子会社と非上場子会社に区別した場合、上場子会社の方が完全子会社化されやすく、完全子会社化の効果が大きいことが先行研究で明らかにされている(菊谷・齋藤2006)。同研究によると、完全子会社化により上場子会社が非上場となることで、株主総会による議決の必要、少数株主利益の尊重、資本市場の評価といった制約から解放されるためであると指摘されている。

上場子会社の株式は認知度が高く、広く市場での売買が可能であるため、上場子会社には少数株主が多く存在すると考えられる。これに対して非上場子会社は株式が非公開であるため、上場子会社と比べて少数株主は、限定的と考えられる。このことから、完全子会社化を行って子会社を非上場化したとき、上場子会社の方がより多くの少数株主を排除し、親会社の経営の自由度が高められると考えられる。このことから、買収対象子会社の上場状況により、完全子会社化の業績への影響に差があると予想される。

そこで、本研究では、子会社の上場状況に焦点をあてて企業業績に対する完全子会社化の影響を分析する。

2. 先行研究と本研究の新規性

2.1 完全子会社化の実態調査

菊谷・齋藤(2006)では、完全子会社化が行われる状況について検証している。サンプルは1999年から2003年までの1176社である。検証の結果、非上場子

会社と比較して上場子会社の方が完全子会社化されやすいことが明らかになった。その理由として、完全子会社化を行う目的の一つである経営支配権にあり、子会社を非上場化し、少数株主を除くことによる経営の自由度の増大が、他の完全子会社化の場合よりも大きいと考えられると述べている。さらに、完全子会社化を増加させる要因には子会社株式が公開されていること以外にも、子会社ガバナンスに関する要因が有意な影響を与えることも明らかになった。また、子会社側の要因よりも、親会社の要因が多く影響を与えることも確認された。

2.2 完全子会社化の企業業績に対する影響

矢部(2007)では、完全子会社化が中長期的な企業の財務業績の向上に寄与したのかを検証している。また、それらの財務業績向上を左右する要因は何かを実証的に分析している。サンプルは2000年1月から2004年3月までの98件、指標はROAと修正ROAである。分析の結果、完全子会社化が企業業績の向上につながったことが示唆された。また完全子会社化の財務業績向上効果が現れるまでに、若干のタイムラグがあることが明らかになった。

野村(2019)では、上場親会社が上場子会社を完全子会社化した後の業績を分析し、完全子会社化が子会社の業績に与える影響を分析した。サンプル数は52件、指標はROAとDOEである。分析の結果、完全子会社化後に子会社の業績は向上しないが、しばらくしてから子会社の配当が増え、内部留保が減少していることが明らかになった。

2.3 完全子会社化の株価効果

高橋・大橋(2013)では、完全子会社化を目的とする統合化と完全子会社化を目的としない統合化を区別し、両者の間で、株式市場の評価に違いがみられるか否かを検証した。サンプルは2002年から2010年までの535件、指標は超過リターン(AR)と累積超過リターン(CAR)で、検証の結果、完全子会社化を目的とする株式公開買付の場合には、買付企業及び対象企業双方の株主価値の向上をもたらす効果が期待できると、株主市場が評価していることが確認されている。

2.4 本研究の新規性

前述のように、矢部(2007)は、完全子会社化による財務業績効果を分析した研究であり、完全子会社化の財務業績向上効果が現れるまでに、若干のタイムラグがあるが企業業績の向上につながったことが明らかとなった。また、野村(2019)によると、上場親会社が上場子会社を完全子会社化実施後の業績は、しばらくしてから子会社の配当が増え、内部留保が

減少していることが示唆された。

一方、完全子会社化の効果について、買収対象企業の上場状況により異なることが示唆されている(菊谷・齋藤2006)。そこで本研究では、買収対象である子会社の上場状況に焦点をあて、買収対象となる子会社が上場しているか否かにより、その後の企業業績に差があるかを分析する。この点が先行研究に対する本研究の新規性である。

3. 分析方法と結果

3.1 サンプル

岡部・関(2006)によると、財務諸表の変化を分析する場合、M&Aの企業経営への効果が典型的に財務諸表に現れるのは、一般的に3年程度経過した後といわれている。そこで本研究では、完全子会社化後3年間の財務データが入手可能であることに加え、完全子会社化実施日を含む会計期間、完全子会社化実施前のデータが入手可能であることをサンプル収集の条件とした。本研究では、auカブコム証券のホームページにある株式交換・株式移転リストからサンプル企業を抽出し、財務諸表はEDINET及び各社ホームページにある有価証券報告書から入手した。そして、分析期間について、完全子会社化が行われた日を含む会計期間をt期とし、その前年をt-1期、その翌年をt+1期、2年後をt+2期、3年後をt+3期として用いた。

なお、分析期間中に、上場廃止となった企業、データに欠損値などの不備がありデータを取得できない企業、さらに同一企業で複数回の完全子会社化を行った企業は分析対象企業から除外をした。その結果、最終的に上場子会社を完全子会社化した案件30件、非上場子会社を完全子会社化した案件52件、計82件が分析対象サンプルとなった。

3.2 分析方法

本研究では、完全子会社化の企業業績に対する効果を測定するために、収益性と成長性に関する指標を用いる。

第一に、投下された資本から、どの程度の利益が生み出されたのか資産効率を測る収益性を検証する。指標は、総資産利益率(Return on Asset: 以下ROA)を用いる。ROAは、企業が効率的に利益を出しているのか判断する収益力の指標の一つであり、営業利益を総資産で除することで算出される。加えて、自己資本利益率(Return on equity: 以下ROE)も用いる。ROEは、株主にどの程度の利益を還元したのか測る収益性の指標であり、当期純利益を自己資本で除することで算出する。

次に、成長性の分析は、企業経営の拡大発展の度合いや今後の成長の可能性をみるものである。成

長性の分析指標には、売上高成長率(GSALE)を用いる。GSALEは、前期の売上高と当期の売上高を比較し、売上高が前期に比べ、どの程度増減しているかを表す指標で(当期売上高-前期売上高)/前期売上高で算出する。

以上の指標を用いて分析を行う。分析手順は、次の通りである。はじめに、各企業の財務諸表データより、分析期間5年分のROA、ROE、GSALEを計算した。次に、完全子会社化による影響を測るために、完全子会社化実施年度と実施後3年間(t期~t+3期)のそれぞれの値から、完全子会社化実施前年度t-1期の値を差し引き、指標ごとに変化値を計算した。そして、全サンプルを用いて、変化値の平均値がゼロと異なるか、つまりt-1期の値と異なるのかを分析した(以下、分析1)。次に、全サンプルを上場子会社サンプルと非上場子会社サンプルに分けて、分析1と同様に変化値の平均値がゼロと異なるのかを分析した(以下、分析2)。最後に、上場子会社サンプル30件、非上場子会社サンプル52件の変化値に差があるのか分析した(以下、分析3)。t-1期との差がプラスの値で、有意性が確認できれば、完全子会社化実施後に当該指標における効果を示していることになる。また、上場子会社サンプルと非上場子会社サンプルの比較で有意な差が確認できれば、完全子会社化による業績の影響に子会社の上場状況の違いが関係していることになる。

3.3 分析結果

図表2は、ROAを用いた分析結果である。分析1の結果からみていくと、全サンプルの平均値はt-1期からt+3期まで6%程度で、ROAの一般的な値の5%は超えていた。t-1期との変化値に関して大きな変動はみられず、統計的な差は確認されなかった。分析2の結果についても、上場子会社サンプルと非上場子会社サンプルの両者で、変化値はすべての期間を通してマイナスの値であったが、分析1と同様に統計的に差は検出されなかった。最後に分析3の結果では、両者の変化値の差は、1.56%から3.16%と、年々差が広がっていたが、統計的に差は確認されなかった。このことは、完全子会社化がROAにプラスの影響を与えるとはいえないこと、及び完全子会社化のROAへの影響に対して、子会社の上場状況が影響しているとはいえないことを意味している。

次にROEの分析結果をみていく(図表3)。分析1では、実施前には8.66%であったROEが、実施後では7%を下回っており、平均値がt-1期からt+3期にかけて減少していた。ただし、どの期間においても、t-1期との変化値に統計的な差はみられなかった。次に、分析2の結果をみていくと、分析1と同様に上場子会社サンプル、非上場子会社サンプルともに、平均値が減少していた。変化値の平均値はすべてマイナス

の値であった。また、上場子会社のt期に-3.94%の差、t+1期に-3.52%の差があり、統計的に有意であった。つまり、実施前よりも実施後の値は悪化しており、統計的有意性に差があるものの、この傾向は上場子会社でも非上場子会社でも同じであった。最後に、分析3では、両者の差に統計的な差はみられなかった。これらの結果は、完全子会社化がROEにマイナスの影響を与えること、及び完全子会社化のROEへの影響に対して子会社の上場状況が影響しているとはいえないことを意味している。

最後に、GSALEの分析結果をみていく(図表4)。分析1では、t-1期との変化値が減少傾向にみられるもののすべての期間で統計的な差はみられなかった。分析2においても、上場子会社サンプルと非上場子会社サンプルともに、t-1期との変化値に統計的な差はみられず、分析3の検定でも両者の間に統計的な差はみられなかった。これは、完全子会社化により成長性が上昇したとはいえないことを意味している。また、完全子会社化の成長性への影響に対して、子会社の上場状況が影響しているとはいえないことが示唆される結果となった。

4. 結論と課題

4.1 結論

本研究の目的は、完全子会社化の企業業績への影響について対象子会社の上場状況による差を明らかにすることであった。分析結果から、3点のことが明らかになった。

第一に、完全子会社化実施後に収益性、成長性ともに有意なプラスの値となっていることは確認できなかった。必ずしも改善につながっているとはいえない結果であった。

第二に、子会社の上場状況ごとの完全子会社化の影響についてであるが、収益性の一部分に有意な差が確認できたが、収益性、成長性に関して上場子会社、非上場子会社ともに改善していると期待される結果は確認されなかった。

第三に、上場状況の違いによる効果の差は、収益性と成長性ともに確認されなかった。

以上の分析結果から、完全子会社化の対象子会社が上場子企業、非上場子会社に関わらず、企業業績にプラスの影響があるとはいえないことが示唆された。

以上のことから、完全子会社化の業績への影響に子会社の上場状況が影響するとはいえないことが示唆される。本研究の分析結果に基づけば、子会社の上場状況など子会社側の要因だけでなく、親会社の本業成長性や本業依存度など親会社側の要因も考慮した完全子会社化を行うことが、グループ経営を強固する有効的な経営手段の一つであると提案される。

4.2 本研究の課題

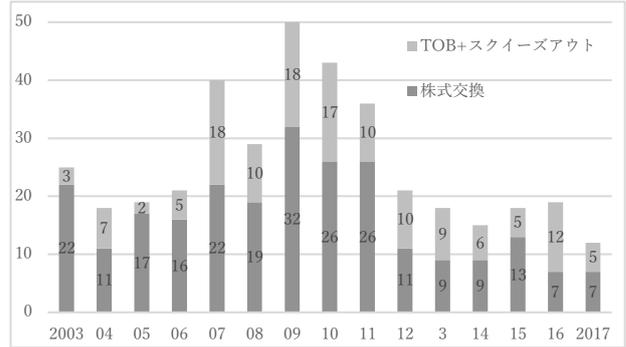
本研究における今後の課題について提示する。第一に、親会社と子会社の業種にも焦点をあてることである。本研究では、業種を特定せずに分析した。しかし、同業種企業同士の水平型、異業種企業による多角化型の違いに応じて、企業統合によるシナジー効果や経営効率など完全子会社化がもたらす効果に差があることが予想される。そのため、業種を特定し、完全子会社化がもたらす業績の影響に対象子会社の上場状況は関係しているのか明らかにする研究が必要であると考え。

第二に、完全子会社化の影響に対する子会社の上場状況の影響について、株価の指標を用いて検証する必要がある。完全子会社化の株価変動については、その効果が明らかになっているが、子会社の上場状況がその株価効果に影響しているのかは検証されていない。株価には投資家による評価が反映されるため、本研究の研究結果と比べる必要がある。これらの点は本研究では取りあげなかったTOBの効果を検証と合わせて今後の本研究の研究課題である。

主要参考文献

- [1] 阿萬弘行(2007)「完全子会社化における買収の決定要因」『貯蓄・金融・経済研究論文集』pp.64-80
- [2] 飯田潤一(2012)「上場子会社化が親会社株式に与える影響」『慶應義塾大学大学院経営管理研究科』pp.1-22
- [3] 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』No.107,pp.1-52
- [4] 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 Working Paper』(53)
- [5] 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」『高橋経済大学論集』53(4)pp.93-105
- [6] 野村証券<https://www.nomura.co.jp/>
- [7] 野村拓治(2019)「完全子会社化は業績を向上させるのか」『経営情報学会誌』28(1)pp.17-3
- [8] 西山賢吾(2018)「11年連続で純減した親子上場」『野村資本市場クォーターリー 2018 夏号』22(1)pp.1-6
- [9] 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』2(2)pp.75-87
- [10] auカブコム証券<https://kabu.com/default.html>
- [11] M&Aキャピタルパートナーズ<https://www.ma-cp.com/>

図表1 完全子会社化の手法ごとの推移



(出所)PwCあらた有限責任監督法人(2018)「平成29年度産業経済研究委託事業(コーポレートガバナンス改革への取組等に関する実態調査)報告書」より作成

図表2 ROAの分析結果

	(A) 全サンプル (N=82)		(B) 上場子会社サンプル (N=30)		(C) 非上場子会社サンプル (N=52)		(D) (B)と(C)との差
	ROA (標準偏差)	t-1との差 平均値 (t 値)	ROA (標準偏差)	t-1との差 平均値 (t 値)	ROA (標準偏差)	t-1との差 平均値 (t 値)	
t-1	6.27% (8.83%)	-	8.20% (10.12%)	-	5.16% (7.88%)	-	-
t	6.63% (7.16%)	0.36% (0.7269)	7.57% (8.43%)	-0.63% (0.0282)	6.08% (6.33%)	0.93% (0.0508)	1.56% (1.5476)
t+1	6.14% (7.45%)	-0.13% (0.1749)	6.40% (4.47%)	-1.80% (0.0710)	5.99% (8.77%)	0.83% (0.0661)	2.63% (1.6890)
t+2	6.11% (6.64%)	-0.16% (0.1851)	6.37% (3.86%)	-1.83% (0.0880)	5.96% (7.84%)	0.81% (0.0712)	2.64% (1.4813)
t+3	6.39% (7.23%)	0.12% (0.1295)	6.32% (3.88%)	-1.89% (0.0996)	6.43% (8.63%)	1.27% (0.0684)	3.16% (0.3896)

図表3 ROEの分析結果

	(A) 全サンプル (N=82)		(B) 上場子会社サンプル (N=30)		(C) 非上場子会社サンプル (N=52)		(D) (B)と(C)との差
	ROE (標準偏差)	t-1との差 平均値 (t 値)	ROE (標準偏差)	t-1との差 平均値 (t 値)	ROE (標準偏差)	t-1との差 平均値 (t 値)	
t-1	8.66% (9.58%)	-	11.21% (8.90%)	-	7.18% (9.73%)	-	-
t	6.97% (10.35%)	-1.69% (1.6082)	7.27% (12.33%)	-3.94% (2.399)*	6.80% (9.14%)	-0.39% (0.2903)	3.55% (1.6483)
t+1	6.55% (15.13%)	-2.10% (1.2114)	7.68% (8.46%)	-3.52% (2.2276)*	5.90% (17.93%)	-1.28% (0.4953)	2.25% (0.6211)
t+2	6.30% (18.67%)	-2.36% (1.1170)	9.61% (4.72%)	-1.59% (0.9085)	4.39% (23.03%)	-2.80% (0.8790)	1.21% (0.2735)
t+3	6.48% (12.75%)	-2.17% (1.4860)	9.64% (6.66%)	-1.57% (0.7815)	4.67% (14.96%)	-2.52% (1.566)	0.95% (0.3116)

*は5%水準で有意であることを示している。

図表4 GSALEの分析結果

	(A) 全サンプル (N=82)		(B) 上場子会社サンプル (N=30)		(C) 非上場子会社サンプル (N=52)		(D) (B)と(C)との差
	GSALE (標準偏差)	t-1との差 平均値 (t 値)	GSALE (標準偏差)	t-1との差 平均値 (t 値)	GSALE (標準偏差)	t-1との差 平均値 (t 値)	
t-1	6.18% (17.56%)	-	5.59% (18.33%)	-	6.54% (17.26%)	-	-
t	10.25% (36.26%)	4.07% (1.0391)	4.07% (20.97%)	-1.51% (0.3728)	13.96% (42.69%)	7.42% (1.2898)	8.93% (1.1060)
t+1	9.13% (30.48%)	2.95% (0.8462)	4.79% (35.51%)	-0.79% (0.1127)	11.74% (27.08%)	5.20% (1.4090)	5.99% (0.8295)
t+2	4.32% (26.82%)	-1.86% (0.6074)	3.24% (9.02%)	-2.35% (0.5841)	4.97% (33.33%)	-1.57% (0.3652)	0.78% (0.1220)
t+3	19.32% (105.47%)	-13.14% (1.1131)	36.35% (169.59%)	30.76% (0.9944)	9.11% (25.06%)	2.57% (0.6973)	28.20% (0.2084)