

研究指導 大橋 良生 准教授

## 企業業績に対する経営統合の影響

—株式交換・株式移転に着目して—

福島 世梨奈

### 1. 本研究の目的

#### 1.1 株式交換・株式移転とは

近年、M&Aを通じた複数の会社による経営統合が行われている。M&Aには合併、買収、株式交換、株式移転の手法があり、主としてシナジーの獲得、コングロマリットディスカウントの解消、及び経営の多角化などを目的として行われる。

中でも株式交換とは、自社の株式を対価として他社の株式を全て取得する手法であり、特徴としては経営陣による株式交換の合意と株主総会の特別決議がある(図表1)。一方、株式移転とは、複数の会社が一緒に新規の持株会社を設立する手法で、各社が新会社の傘下へ入ることを意味している。特徴としては新設された持株会社が子会社株式の100%を手にすることができる点である(図表2)。

これらの制度は1999年の商法改定により導入された。また、2005年に制定された会社法にも引き継がれている。

#### 1.2 株式交換・株式移転の事例

図表3は株式交換と株式移転の件数の推移を示している。期間は2011年4月から2020年3月までで、株式交換は計178件(年平均20件)、株式移転は108件(年平均12件)である。

株式交換の事例として、ダイエーが関西を地盤とする食品スーパーの光洋を2020年3月1日付で完全子会社にすると発表した案件があげられる(日本経済新聞2020年1月29日)。

また、株式移転の事例として、2016年9月1日に、福島県を中心とするダイユーエイトと岡山県を中心とするリックコーポレーションが、共同持株会社を設立し、経営統合する旨の基本合意書を締結したことがあげられる(日本経済新聞2016年1月21日)。

上記のように、M&Aの全体の23,936件と比較すると、株式交換と株式移転は実務上あまり採用されていない手法であるが、有名な企業も行っていることがわかる。

#### 1.3 問題の所在

前述のように、近年経営統合を行う企業が増え、件数が増加している。株式交換は、新株主に現金を支払う必要がない一方、部分的な株式取得ができな

い枠組みである。それに対し株式移転は、既存会社が存続するため人事やシステム統合の手間を省くことができ、また、リスク分散ができる一方で、統合度合いの観点からシナジー効果が発生しにくいと考えられる枠組みである。

このように、経営統合を達成する手段である点では、株式交換と株式移転は共通しているものの、実施後の組織体制の点では異なっている。M&Aに期待される効果は、前述の通りであるが、その実現にはM&A後の文化や人材の融合が上手く進まないことや、社内システムや人事制度の融合が不適切であることによりシナジー効果が実現できないなどの懸念もある。そのため経営統合の効果は検証されるべき課題であり、本研究では株式交換と株式移転を用いた経営統合の効果を検証する。

### 2. 先行研究

#### 2.1 企業業績に及ぼす完全子会社化の影響

野村・松田(2018)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て、完全子会社化が業績に与えた影響を検証している。サンプル数は52社であり、収益性の指標であるROA(Return on Assets)と株主還元の指標であるDOE(Dividend on equity ratio)である。分析の結果、完全子会社化前後を比較し、ROAに有意な変化はなかった一方、DOEに有意な変化があることが明らかになったことを報告している。

野村・松田(2019)では、完全子会社化後の親会社と子会社の単独業績がどのように変化をしたのかを明らかにしている。サンプルは親会社と子会社の業績を比較するため、それぞれの同業種同規模で上場を維持している企業から選定し、ペアードマッチングを行った。ペアードマッチングは、業種による影響やサンプルデータの抽出期間の違いによる影響を抑えることができる。指標はROAとDOEである。分析の結果、上場親会社・上場子会社それぞれの単独業績は完全子会社化の影響を受けているといえるような業績の変化をみることができないことが示された。

矢部(2007)では、株式交換による完全子会社化が企業の中長期的な財務業績の向上に寄与したか否かを検証している。また、完全子会社化後の財務業績変動に影響を与える要因は何かを検証している。サンプルは2000年1月から2004年3月までの株式交

換による完全子会社化の案件から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の財務業績を向上させ、業種平均と比較して高い業績をあげることができたと明らかになった。また、完全子会社化後の業績向上には完全子会社化以前から買収会社が持っていた交渉力が発揮され、業績改善が進んだことが示唆された。

## 2.2 企業業績に及ぼす M&A の効果

小本(2002)では、1981年から1995年までの上場企業間の合併を対象に、企業の財務データを用いて合併前後の利益率を算出し、合併による業績改善効果が存在するのかを計測した。サンプルは1981年から1995年までの合併の案件から48件、指標は絶対的ROAと相対的ROAである。修正を施さない絶対的ROAに対し、相対的ROAとは、絶対的ROAからライバル企業のROAを差し引いた値である。分析の結果、合併直前に相対的ROAが低下したが、合併前後には若干の改善がみられた。

## 2.3 本研究の新規性

以上のように、先行研究では株式交換による完全子会社化は企業の財務業績を向上させることができたことと示されているものの、株式移転について分析している研究は筆者の知る限り見当たらなかった。

そこで、本研究では第一に、株式交換と株式移転のそれぞれの効果を検証し、第二に、経営統合の効果に対する手法の差異を確認するために、株式交換の効果と株式移転の効果の差異を検証する。

## 3. 分析方法と結果

### 3.1 サンプル

分析対象は、2011年4月から2017年3月までの間に株式交換、株式移転の手法で経営統合を行った企業である。データは、企業のホームページ及び「EDINET」に提出されている有価証券報告書から入手した。なお、外国の会計基準を用いている企業、完全親会社と完全子会社の少なくともどちらかが非上場の企業、決算月が異なる企業、決算期を変更した企業、及び金融業をサンプルから除外した。これらの結果、分析対象サンプルは72件となり、株式交換サンプルは51件、株式移転サンプルは21件であった。

### 3.2 分析方法

本研究では、企業業績に対する経営統合の影響を、収益性と株主還元の観点から検証する。収益性の指標として、自己資本当期純利益率(Return on Equity: 以下、ROE)と総資本事業利益率(ROA)を用

いて分析を行う。ROEは、株主が拠出した自己資本を利用し、どの程度の利益を上げているのかを示す指標であり、当期純利益を自己資本で除することで求められる。またROAは、企業が持っている資産を利用し、どの程度の利益を上げているのかを示す指標であり、事業利益(営業利益+受取利息等)を総資本で除することで求められる。

野村・松田(2018・2019)で使われていた株主還元を示す指標の株主資本配当率(DOE)を用いる。DOEは、企業が株主資本に対してどの程度の配当を支払っているのかを示す指標であり、配当性向(配当総額÷当期純利益)にROEを乗算することで求められる。

分析期間は、経営統合を行った決算期をt期とし、その前の決算期をt-1期、その1年後から3年後の決算期をt+1期からt+3期とした。なお、t-1期の値は、完全親会社と完全子会社の値の合計とした。

分析の手順は以下の通りである。はじめに、各企業の財務データより指標を計算し、t期からt+3期までの各期の値からt-1期の値を減算し変化値を算出する。さらに、t期からt+3期までの平均値からt-1期を減算し、変化値を算出する。

次に、計算した変化値の平均値がゼロと有意に異なるのかをt検定を用いて分析する。プラス(マイナス)に有意な値であれば株式交換、株式移転後に業績が向上(悪化)したことを示唆している。

最後に、株式交換サンプルの変化値と株式移転サンプルの変化値をt検定を用いて分析する。株式交換のサンプル数が51件、株式移転のサンプル数が21件でサンプル数に差があるため、観測値とランク化の結果を示している。観測値とは、実際の調査によって得られた値のことを指している。またランク化とは、データの母集団が正規分布に従うと仮定できない場合に使う値のことを指している。これらの値に有意性が確認されれば、両者の影響に差があることを示唆していることとなる。

### 3.3 分析結果

図表4は、ROEの分析結果を示している。株式交換のサンプルでは平均値がt-1期からt+3期まで5%~8%程度であり、変化値については大きな差がみられず、統計的に有意な差は確認されなかった。また株式移転のサンプルでは平均値がt-1期からt+3期まで7%~9%程度であり、変化値については特に大きな差がみられず、統計的に有意な差は確認されなかった。これらのことは、経営統合がROEにプラスの影響を与えるとはいえないことを意味している。株式交換と株式移転の影響を比較した正規性を仮定した観測値では統計的に有意な差は示されなかった。また正規性を仮定できないランク化でも統計的に有意な差は示されなかった。

図表5は、ROAの分析結果を示している。株式交換のサンプルでは平均値がt-1期からt+3期まで6%程度であったが、変化値はt+3期とt期からt+3期までの平均値でマイナスの値であり、統計的に有意な差が確認されなかった。また株式移転のサンプルでは平均値がt-1期からt+3期まで7%程度であったが、変化値はt+2期を除きすべての期間でマイナスの値であり、統計的に有意な差が確認されなかった。これらのことは、経営統合がt-1期と比べてROAにプラスの影響を与えるとはいえないことを意味している。株式交換と株式移転の影響を比較した正規性を仮定した観測値では統計的に有意な差は示されなかった。また正規性を仮定できないランク化でも統計的に有意な差は示されなかった。

図表6では、DOEの分析結果を示している。株式交換のサンプルでは平均値がt-1期からt+3期まで2%程度であり、変化値はすべてプラスの値であった。t+1期に0.22%の差、t+3期に0.43%の差、t期からt+3期までの平均の時に0.24%の差があり、統計的に有意な差が確認された。また株式移転のサンプルでは平均値がt-1期からt+3期まで2%~3%程度であり、変化値はt+1期からt+3期までプラスの値であった。t+3期に1.05%の差があり、統計的に有意な差が確認された。すなわち、経営統合前よりも経営統合後の方がDOEの値は好転していることが示唆された。傾向は株式交換でも株式移転でも同じであった。株式交換と株式移転の影響を比較した正規性を仮定した観測値では統計的に有意な差は示されなかった。また正規性を仮定できないランク化でも統計的に有意な差は示されなかった。

3つの指標の結果から、株式交換と株式移転は統計的に有意であっても有意でなくても、変化値は大きく変わらなかった。そのため、企業同士が経営統合するにあたり、手法の違いは企業業績に影響を及ぼしていないことを示唆している。

## 4. 結論と今後の課題

### 4.1 結論

本研究の目的は、収益性と株主還元の観点から経営統合、具体的には株式交換と株式移転の効果を検証し、また、株式交換と株式移転の効果の差異を分析することであった。分析の結果、次の二点のことが明らかになった。第一に、経営統合する際に株式交換や株式移転を用いた場合は、収益性に影響を与えているとはいえないことが示唆された。また株式交換では一部の変化値の平均値に統計的に有意な差が確認された。また株式移転でも一部の期間で統計的に有意な差が確認された。このことは、部分的にはあるが、株式交換、株式移転の両者が、株主還元に影響していることが示唆された。第二に、経

営統合の手法として株式交換と株式移転を比較した場合には統計的に有意な差は確認できなかった。これらのことから、株式交換の効果と株式移転の効果には、差がないと結論づけられる。

本研究の分析結果に基づくと、株式交換であれ、株式移転であれ必ずしも収益性が向上するとは限らないことから、経営者は自社の状況に合わせて、経営統合の必要性や、手法の選択をすべきであると結論づけられる。

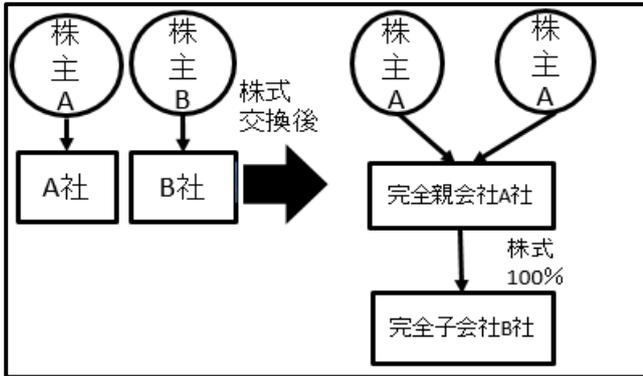
### 4.2 今後の課題

最後に、今後の課題について提示する。経営統合をした影響で、シナジー効果が発生しにくい状態を改善することは可能なのか、また改善できない理由には何があるのかを明らかにする分析を行う。M&Aでシナジー効果を得ることに成功した事例には、ソフトバンクや楽天、カシオなどの有名な企業がある。シナジー効果を発生させることができた事例とできなかった事例を比較し、シナジー効果を発生できなかった理由は何なのかを明らかにする。これにより、経営統合やM&Aの手法別の成功要因の深い理解につながると期待される。

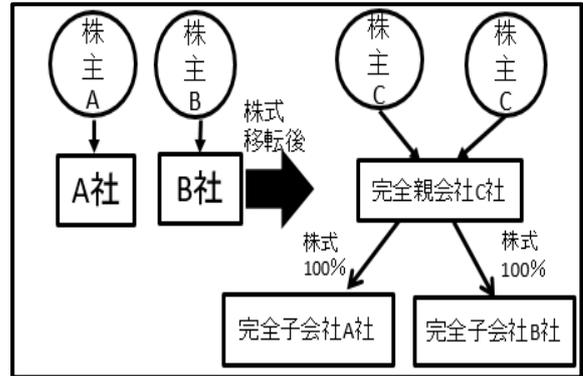
### 主要参考文献

- [1] 乙政正太(2019)『財務諸表〔第3版〕』同文館出版。
- [2] 株主プロ <http://www.kabupro.jp/>
- [3] 小本恵照(2002)「合併によって企業業績は改善したか?—財務データによるアプローチ」『ニッセイ基礎研究所報』24,pp.1-22.
- [4] 小本恵照・尾関純(2009)『なるほど図解 M&Aのしくみ〔第3版〕,中央経済社。
- [5] 日本経済新聞 <https://www.nikkei.com/>
- [6] 野村拓治・松田千恵子(2018)「完全子会社化は子会社の業績を向上させるのか」『2018年春季全国研究発表大会(開催日2018年3月8日~3月9日)』。
- [7] 野村拓治・松田千恵子(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.17-33.
- [8] マネックス証券 <https://www.monex.co.jp/>
- [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] 楽天証券 <https://www.rakuten-sec.co.jp/>
- [11] EDINET <https://disclosure.edinet-fsa.go.jp/>
- [12] M&A アドバイザリー <https://maadvisory.necap.co.jp/706>
- [13] M&A 総合研究所 <https://masouken.com/>

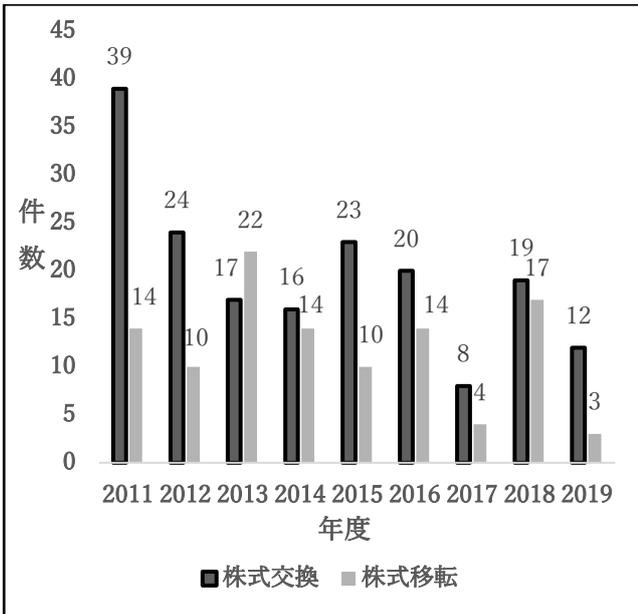
図表 1 株式交換の枠組み



図表 2 株式移転の枠組み



図表 3 株式交換と株式移転の件数の推移



図表 4 ROE の分析結果

	株式交換 (N=51)		株式移転 (N=21)		株式交換と株式移転の比較	
	平均値 (標準偏差)	変化値 (t 値)	平均値 (標準偏差)	変化値 (t 値)	変化値の差	観測値 (t 値) ランク化 (t 値)
t-1	5.43% (15.81%)	-	7.58% (15.19%)	-	-	-
t	6.18% (11.69%)	0.75% (0.30)	7.50% (15.16%)	-0.08% (0.04)	0.83%	(0.20) (0.44)
t+1	7.91% (4.84%)	2.48% (1.08)	7.06% (11.12%)	-0.52% (0.10)	3.00%	(0.63) (1.43)
t+2	5.50% (15.20%)	0.07% (0.02)	8.48% (9.12%)	0.90% (0.19)	0.83%	(0.15) (0.50)
t+3	6.75% (6.17%)	1.32% (0.55)	8.80% (8.09%)	1.22% (0.32)	0.10%	(0.02) (0.70)
t-t+3の平均値	6.59% (10.32%)	1.16% (0.49)	7.96% (11.02%)	0.38% (0.11)	0.78%	(0.18) (0.35)

(出所) マネックス証券と楽天証券の各ホームページより著者作成

図表 5 ROA の分析結果

	株式交換 (N=51)		株式移転 (N=21)		株式交換と株式移転の比較	
	平均値 (標準偏差)	変化値 (t 値)	平均値 (標準偏差)	変化値 (t 値)	変化値の差	観測値 (t 値) ランク化 (t 値)
t-1	6.05% (7.28%)	-	7.11% (6.77%)	-	-	-
t	6.23% (6.24%)	0.17% (0.56)	6.93% (6.34%)	-0.18% (0.35)	0.35%	(0.60) (0.64)
t+1	6.06% (3.48%)	0.01% (0.01)	6.76% (5.47%)	-0.34% (0.41)	0.35%	(0.25) (1.35)
t+2	6.16% (3.55%)	0.10% (0.10)	7.32% (7.61%)	0.21% (0.19)	0.11%	(0.06) (1.07)
t+3	5.56% (3.49%)	-0.49% (0.44)	6.81% (6.25%)	-0.30% (0.28)	0.19%	(0.10) (0.58)
t-t+3の平均値	6.00% (4.33%)	-0.05% (0.07)	6.95% (6.35%)	-0.15% (0.20)	0.10%	(0.07) (0.67)

図表 6 DOE の分析結果

	株式交換 (N=51)		株式移転 (N=21)		株式交換と株式移転の比較	
	平均値 (標準偏差)	変化値 (t 値)	平均値 (標準偏差)	変化値 (t 値)	変化値の差	観測値 (t 値) ランク化 (t 値)
t-1	1.65% (0.81%)	-	2.28% (1.93%)	-	-	-
t	1.74% (0.82%)	0.09% (1.39)	2.28% (2.21%)	0.00% (0.01)	0.09%	(0.61) (1.14)
t+1	1.87% (0.85%)	0.22% (2.16)*	2.68% (2.42%)	0.40% (1.94)	0.18%	(0.88) (0.98)
t+2	1.86% (0.85%)	0.21% (1.98)	2.99% (3.28%)	0.71% (1.90)	0.50%	(1.75) (0.34)
t+3	2.09% (0.89%)	0.43% (4.41)**	3.33% (3.66%)	1.05% (2.18)*	0.62%	(1.80) (0.14)
t-t+3の平均値	1.89% (1.89%)	0.24% (3.10)**	2.82% (2.92%)	0.54% (2.01)	0.30%	(1.45) (0.31)

(注)\*\*は1%水準、\*は5%水準