

大坪稔著

『日本企業のグループ再編 親会社－上場子会社間の資本関係の変化』

(中央経済社, 2011年)

船岡健太

I. 本書の特徴

本書では、親会社－子会社間における資本関係の変化が、親会社の株主価値の増大に寄与するのかという問いについて実証的に考察を行っている。

日本の大企業は、自社の事業の一部を分社化させることにより設立した子会社を上場させ、その上場子会社を長期的に保有することが多い。例えば、本書第3章では、日立製作所においては、1985年度から2005年度の間に12の子会社を上場させ、2005年度末時点で23社の上場子会社を有していることを紹介している。

このような子会社の上場は、親会社の企業価値にどのような影響をおよぼすのであろうか。この問いに対して、本書第7章では、子会社上場に対して親会社の株価が上昇すること、すなわち子会社上場が親会社の企業価値の増大に寄与することを明らかにしている。さらに、子会社の上場時において、親会社の収益性が低いほど、親会社の負債比率が高いほど、子会社の規模が小さいほど、親会社の株価にプラスの影響があるということを検出している。これらのエビデンスより、筆者は、子会社の上場が親会社

の株主価値を高めることについては、親会社資金利用仮説と子会社過小評価仮説により説明が可能であるとしている。

本書の実証分析は、非常に丁寧に実施されている。例えば、親会社－子会社関係があるのか否かの基準については、2000年3月期より前においては形式基準（50%超保有しているかどうか）が用いられていたが、2000年3月期以降は実質支配基準（一定の議決権に加えて役員派遣等を行っているかどうか）が採用されている。本書では、観測対象期間において、このような法制度の変化があった場合には、その変化を踏まえて検証が行われている。

関連する先行研究のサーベイについても本書では丹念に行われている。特に大株主の持株比率とパフォーマンスの関係に関する研究やエクイティ・カーブ・アウト (equity carve out) 関連の研究のレビューの整理は秀逸である。これらの先行研究の整理は、仮説の設定や検証結果の解釈等の記述に厚みをもたらしている。

また、専門用語のわかりやすい説明は、本書の魅力を高めることに貢献している。例えば、第6章では、事業の一部を第三者に売却することを指すダイベスティチャー (divestiture) の類型であるセル・オフ、スピン・オフ、スブ

リット・オフ、スプリット・アップの各スキームがオリジナルの図とともに詳細に説明がなされている。

本書は著者にとって大坪 [2005], 『日本企業のリストラクチャリング 純粋持株会社・分社化・カンパニー制と多角化』に次ぐ、二冊目の単著である。前著では、企業グループの頂点に位置する親会社の様態に着目しているのに対し、本書においては、親会社-子会社間の資本関係の変化に焦点を当てている。

この書評においては、次節で本書の構成に関する記述を行い、第3節では本書の貢献について述べる。

II. 本書の構成

本書は以下に示すように計12章で構成されている。

- 第1章 親会社-上場子会社間の資本関係
- 第2章 日本における上場関係会社の変遷
- 第3章 日立グループにおける資本関係の変化
- 第4章 親会社-関係会社間における支配概念
- 第5章 大株主-少数株主間の利害対立問題
- 第6章 米国企業における子会社上場
- 第7章 日本企業における子会社上場
- 第8章 上場関係会社のパフォーマンス
- 第9章 親会社による上場関係会社株の売却
- 第10章 株式交換による完全子会社化
- 第11章 親会社-上場関係会社間における合併
- 第12章 資本関係の変化と株主の富

以下においては、実証研究が実施されている章から6つの章をピックアップし、その内容を紹介することにした。紹介する章は、第6章

から第11章である。

1. 第6章 米国企業における子会社上場

第6章は、米国における子会社上場時の親会社の株価の反応について考察を行っている。本章は著者の在外研究(ミシガン大学)の成果である Otsubo [2009]がベースとなっている。

まず、米国のエクイティ・カーブ・アウトにみられる現象として、子会社を上場させた親会社の約8割が上場直後も当該子会社の議決権の過半数を所有するものの、上場後1年から3年程度でセカンド・イベント(さらなる売却、スピン・オフ、再取得等)が生じるということを見出し、これは米国では上場子会社という状態が一時的であることを示唆するものであると述べている。この米国の現象は、上場子会社として親会社が長期的に保有することが多い日本とは異なるものである。

親会社の株価パフォーマンスに関しては、子会社上場直後において親会社が当該子会社の支配権を維持する場合にのみ、親会社の株価がプラスに反応することを検出している。セカンド・イベントの内容によって親会社および上場子会社の株価の反応が著しく異なるという結果も提示している。

2. 第7章 日本企業における子会社上場

第7章では、第6章における米国企業の子会社上場と比較しつつ、日本企業の子会社上場について考察を実施している。

分析結果については、以下の興味深いエビデンスを提示している。まず、上場子会社の誕生と存続における日米の相違として、日本企業で

は米国企業と異なり、子会社上場が頻繁に行われており、上場後は長期にわたって同一の親会社のもとで上場子会社として存続するというファインディングが述べられている。

多数の上場子会社を抱えている点についても言及しており、米国では一つの親会社が一つの子会社を上場させるケースしか存在しないのに対し、日本企業では約30%の親会社が複数の子会社を上場させているというデータを提示している。また、米国企業では上場後4年以内に63%の上場子会社が親会社との資本関係を変化させるのに対し、日本では、その比率が17%であり、子会社上場後のセカンド・イベントが生じる割合が米国に比して著しく低いことを指摘している。

株価パフォーマンスに関しては、子会社上場に対して親会社の株価が上昇することを明らかにしている。さらに、親会社の収益性が低いほど、親会社の負債比率が高いほど、子会社の規模が小さいほど、親会社の株価にプラスの影響があるということを検出している。これらのエビデンスより、筆者は、子会社の上場が親会社の株主価値を高めることについては、親会社資金利用仮説と子会社過小評価仮説により説明が可能であるとしている。

3. 第8章 上場関係会社のパフォーマンス

第8章では、日本の上場関係会社のパフォーマンスに関する分析を実施している。大株主である親会社はモニタリングを行うことで関係会社の業績にプラスの影響を付与する可能性がある一方、少数株主の富を収奪することにより、マイナスの影響を与える可能性もあるという視点で筆者は考察を行っている。

分析結果については、上場子会社の業績は子会社ではない上場会社よりも低いということを報告している。また、親会社やグループ会社と取引関係の強い上場子会社ほど売上総利益率が低いといったことも検出しており、親会社が取引関係を通じた富の収奪を行っている可能性があることを示唆している。

4. 第9章 親会社による上場関係会社株の売却

親会社が上場子会社株式を売却すると、売却株式数によっては、その上場子会社は独立企業等へと変化する。本書に記されているように、米国企業が上場子会社の持株比率を低下させる場合、その多くがスピン・オフや第三者への一括売却などのダイベスティチャーであり、短期間のうちに親会社の持株比率は大幅に低下する。これに対し、日本企業の場合、親会社は漸次的に子会社株式の保有比率を低下させることが多い。

第9章においては、親会社の当期純利益が低くなる、あるいはマイナスとなることが予想される場合、親会社は保有する関係会社の株式の売却を実施するというを検出している。この親会社の関係会社株式の売却行動は、親会社の業績を平準化させるためであるとするバッファ仮説と整合的であると述べている。

5. 第10章 株式交換による完全子会社化

1999年の商法改正により、株式交換制度を利用した上場子会社の完全子会社化が実施可能となった。本章では、親会社が既に支配状態にある子会社の株式を100%取得して完全子会社化するのなぜなのかという問いに加えて、その

完全子会社化は株主価値の増大に寄与するのかについて考察している。

実証結果に関しては、収益性が低く、親会社と事業活動上の取引関係が強い等の特徴を持つ上場子会社が完全子会社化の対象となっており、事業再編を目的に完全子会社化が実施されている可能性が高いというエビデンスを提示している。また、1年以内に事業再編が実施される完全子会社化においては、親会社の株価がプラスに反応することも明らかにしている。

6. 第11章 親会社－上場関係会社間における合併

第11章では、親会社－上場関係会社間における合併に関する分析を実施している。親会社が上場関係会社と合併を実施する動機について、株式交換制度が実施される1999年前と1999年以降に分けて、検証が行われている。検証結果については、1999年前については主として業績の悪化した関係会社を救済するために合併が実施されるとする関係会社救済仮説、1999年以降では事業再編を実施するために合併が行われるとする事業再編仮説がそれぞれ支持されるということ述べている。

Ⅲ. 本書の貢献

親会社とその子会社がともに上場企業である親子上場については、従前より多くの議論がなされている。その議論の中心は、本書の中でも実証結果が提示されているトピックである、子会社の利益を犠牲にして親会社の利益を追求する取引が実施されると子会社の少数株主の利益を侵害する、親子間における利益相反問題である。

この利益相反問題について、東京証券取引所は『マザーズ上場の手引き』の中で以下のように述べている（「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について」）。「親会社を有する会社の上場（以下、『子会社上場』といいます。）については、子会社の独自の資金調達能力を高め持続的な成長に寄与する、新たな投資物件が投資者に対して提供されるなど、国民経済上の意義が存在すると考えられます。一方で、親会社と子会社の他の株主の間に潜在的な利益相反の関係があると考えられることから、親会社により子会社の株主の権利や利益を損なう企業行動がとられるおそれも指摘されています。また、親会社にとっても、本格的な連結経営が求められる昨今の経営環境においては、その企業グループ内の会社が親会社以外の株主に対して責任を負うこととなる子会社上場は、一体的な連結経営を行なううえでは必ずしも望ましいこととはいえません。このように、子会社上場は、その国民経済上の意義等を考慮すると、一律的に禁止するのは適当ではない反面、多くの市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言い切れないと考えます。したがって、新規に上場を目指す子会社及びその親会社については、上記のような子会社上場の特性を十分に考慮の上でその方針を決定していただくとともに、株主権利への一層の配慮、投資者をはじめとする市場関係者に対する積極的なアカウントビリティの遂行に努めていただくことが望ましいと考えます」。

このように取引所においては親子上場を禁止にはしていないものの、子会社の株主の権利や利益を損なうような親子上場の実施には警鐘を鳴らしている。

親子上場は利益相反問題のようなマイナス面

だけでなくプラス面も存在する。例えば、本書の中でも記されているように、親会社と比較して子会社のリスクが低く、子会社の資本コストが低い場合には、子会社が自ら増資を行い資金調達を行うことが合理的となる。

親子上場の規制に関する議論を行う際には、利益相反問題に代表されるマイナス面が強調される傾向にあるが、プラス面にも目を向ける必要があるであろう。本書においては、前節で一部紹介したように、豊富なデータを用いたオリジナルの実証研究の結果をもとに、親子上場のマイナス面およびプラス面について、詳細な検討を行っている。米国のエクイティ・カーブ・アウトのストラクチャーや日本の関連法制度に関しても多くの紙幅が割かれている。本書は、親子上場の在り方について議論を行う際には必携の

書物であると思われる。また、親会社と子会社により構成された企業グループのリストラクチャリングに関心のある方にも是非ご一読をお勧めしたい一冊である。

参 考 文 献

- 大坪稔 [2005], 『日本企業のリストラクチャリング 純粹持株会社・分社化・カンパニー制と多角化』中央経済社。
- 東京証券取引所上場部 [2010], 『2010マザーズ上場の手引き』。
- Otsubo, M. [2009], "Gains from Equity Carve-Outs and Subsequent Events", *Journal of Business Research*, 62, pp.1207-1213.

(九州産業大学商学部講師・
当研究所客員研究員)