

上場子会社の完全子会社化がもたらす企業グループ価値への影響 - 市場モデルを利用した実証分析 -

飛田 努（立命館大学大学院）

1990年代後半以降、多くの日本企業が不採算事業の売却、分社化を図る一方で、好調な業績を残している子会社の完全子会社化や合併などを通じた事業の再編に取り組んでいる。とりわけ、1999年の商法改正によって株式交換・株式移転が認められるようになり、株式を公開している子会社の完全子会社化を多くの企業が実施している。この背景には、1997年に解禁された純粋持株会社の設立の容認や2000年3月期決算から連結財務諸表中心の会計基準が導入されたことが影響を与えていると思われる。また、1990年代以降、会社業績の測定指標の重点が利益率、資産（資本）利益率から長期的な株主価値創造へと移行していく中で、経営者は「企業価値の最大化」を図ることが最大の責務とされ、そのための財務意思決定が求められるようになってきていることも挙げられる。簡潔に言えば、いわゆる「連結経営」によって「グループ価値の最大化」を図ることが求められるようになってきている。

そこで本報告では、連結経営の一環としての上場子会社の完全子会社化を取り上げ、このような方策によって企業価値の最大化が果たされているのかを実証分析した。そして、東京証券取引所第1部・第2部に上場している企業のうち、1999年から2003年までに上場子会社を完全子会社とした事例61ケースをサンプルとして、上場子会社の完全子会社化の実施発表がもたらす株価効果、その時点における企業価値の変化、業績による企業価値の変化を、市場モデルを用いて分析した。分析結果は以下の通りであった。

株式市場における株価効果について

完全子会社化の発表日を中心とした前後数日の累積異常株価収益率（CAR）の分析を行った。これによると子会社のCARは市場平均と比較して統計的に有意に高く変化することが明らかになった。親会社のCARも一部有意な結果が得られたが、子会社ほど高くはなく、低いリターンを得るにすぎなかった。すなわち、完全子会社化の発表によって、子会社株式が市場平均に比べて高いリターンがもたらされたことが示された。

企業価値の変化

企業価値の代理変数として株式時価総額を用い、「親会社の株式時価総額」と「親会社持分の子会社株式時価総額」の和を用いて、便宜的に「企業グループの価値」がどのように変化したのかを分析した。これにより、市場全体と比べて有意に価値が高まることが示され、完全子会社化の発表が企業価値の増大をもたらすことが明らかになった。

業績の別による企業価値の変化

サンプルを完全子会社化発表直前3ヵ年の子会社ROE（自己資本営業利益率）で分類し、ROE > 0を業績良好、ROE = 0業績不振とみなして、それぞれの企業価値の変化を分析した。双方の変化率はほぼ変わらなかったが、ROE > 0のサンプル企業のみが市場平均の変化率と比べて統計的に有意に高かった。

以上から、完全子会社化の発表には株価効果があり、それが企業価値の上昇をもたらすことが明らかになった。ただし、「連結経営」が企業経営にもたらした影響を明らかにするには、長期的な業績への影響や長期的な企業価値の変化などを分析していかなばならないであろう。これらを今後の課題としていくことにしたい。