

日本企業における子会社上場に関する実証研究

大坪 稔 (佐賀大学)

近年、上場子会社を対象とした完全子会社化を実施する日本企業が增大しつつあることより、完全子会社化や親子上場の問題点などに関する研究が進められつつある。本研究では、これらの事象の出発点となる子会社の上場という問題を取りあつかう。

一般に、米国では子会社上場は **equity carve-outs** とよばれ、リストラクチャリングの一手法として位置づけられてきた。米国の子会社上場に関するこれまでの研究より、①子会社上場が親会社の株主価値の増大に寄与すること、②子会社上場後は、スピン・オフ等のセカンド・イベント生じ、親会社 - 上場子会社間の資本関係が変化すること、が明らかとなっている。これらの結果より、米国企業を対象とした子会社上場の研究では、子会社上場とその後の資本関係の変化という一連の経営行動が親会社の株主価値増大に寄与することが明らかとなっている。

本研究は、米国企業を対象とした先行研究と比較しつつ、(1)日本企業における子会社上場が親会社の株主価値を高めるのか否か、(2)子会社が上場されたのち、親会社 - 上場子会社の資本関係が変化するか否か、(3)資本関係の変化の有無を考慮しつつ、子会社上場がなぜ親会社の株主価値を高めるのか(あるいは高めないのか)、について実証分析を行った。

1985 年から 2005 年の間に、日本で上場している親会社が子会社を店頭公開あるいは証券取引所に上場させた 307 ケースを対象として分析を行った結果、以下のことが明らかとなった。はじめに、(1)については、米国企業と同様に日本においても子会社上場が親会社の株主価値の増大に寄与することが明らかとなった。さらに、子会社上場直後も親会社が過半数の持株比率を維持するようなケースのみ、株主価値が増大する点においても米国企業と同様の結果が得られた。

つぎに、(2)については 2000 年以降に上場したケースでは完全子会社化などの資本関係の変化が一部においてみられたものの、全体としては米国企業のような資本関係の変化はあまりみられないことが明らかとなった。この結果は、日米企業ともに子会社上場が親会社の株主価値を高める点で同様であるものの、その理由は異なることを示唆している。

最後に、(3)については、なぜ子会社上場が日本企業の親会社の株主価値を高めるのかについて、「インセンティブ仮説」、「資金調達仮説」、「ダイベストメント仮説」、「親会社利益増大仮説」の 4 仮説について分析を行った結果、資金調達仮説を支持する結果が得られた。