



ID	JJF00268
----	----------

論文名	親会社による上場関係会社株の売却に関する実証研究
	The sale of subsidiary stock by the parent company
著者名	大坪稔
	Minoru Otsubo
ページ	108-125

雑誌名	経営財務研究
	Japan Journal of Finance
発行巻号	第29巻第1.2合併号
	Vol.29 / No. 1.2.
発行年月	2010年3月
	Mar. 2010
発行者	日本経営財務研究学会
	Japan Finance Association
ISSN	2186-3792

親会社による上場関係会社株の売却に関する実証研究

大坪 稔
(佐賀大学)

要 旨

本研究は、親会社による上場関係会社株の売却により親会社の持株比率が低下するケースに着目し、どのような場合に親会社が上場関係会社の株式を売却するのか、に関して実証研究を行った。親会社が上場関係会社株の売却を行うことを説明する仮説として、親会社業績のバッファー仮説、親会社の資金調達仮説、ダイベスティチャー仮説の3つを提示し、実証分析を行った結果、親会社業績のバッファー仮説と整合的な結果が得られた。また、興味深い結果として、親会社による株式売却は親会社の株主価値を低下させるという結果が得られた。

キーワード：上場子会社、上場関連会社、企業グループ、子会社上場

1 はじめに

日本では、上場子会社あるいは上場関連会社が比較的多く存在する。たとえば、日立金属工業は東証一部上場企業であり、日立製作所によって57%の株式を所有されている点で上場子会社である。同様に、デンソーは東証一部上場企業であり、トヨタによって23%の株式を所有されている点で上場関連会社である。日本では、このような「上場」された「関係会社」という状態が比較的長期にわたり維持される傾向にある¹。

しかしながら、日本企業において上場関係会社という状態が必ずしも永続的というわけではない。富士電機（現 富士電機ホールディングス）-富士通-ファナックのケースに代表されるように、これまで一部の日本企業は関係会社を上場させたのち、上場関係会社の株式を長期間にわたって漸次的に売却することにより、最終的には親会社-関係会社間の資本関係を解消させてきた。

本研究は、親会社による上場関係会社株の売却により親会社の持株比率が低下するケースに着目し、どのような場合に親会社が上場関係会社の株式を売却するのか、に関して実証研究を行う。親会社による上場関係会社株の売却は、親会社の資産構成や会計上の業績などへ多大な影響を及ぼす可能性がある。同時に、持株比率の低下は親会社-関係会社間の資本関係を変容させる点で、日本企業におけるグルー

1 本稿では、子会社と関連会社をあわせて関係会社とよぶ。詳しい定義は、本稿第3節を参照。

ブ戦略に多大な影響を及ぼしてきた可能性がある。

これまで、親会社と子会社・関連会社より構成された日本の企業グループに関しては、理論・実証の両面から研究²が実施されてきた。また、子会社の上場や完全子会社化など親会社－関係会社間の資本関係の変化に関連する研究³も実施されてきた。しかしながら、親会社がどのような場合に上場関係会社株を売却するのかという問題についてはこれまでほとんど研究がなされていない。

一方、米国においても親会社が上場関係会社の持株比率を減少させるケースが存在する。しかしながら、米国企業が上場関係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(事業の切り離し)であり、短期間のうちに持株比率が大幅に減少する⁴。これに対し、日本企業の場合は「漸次的」に親会社の持株比率が低下し、親会社－関係会社間の資本関係が変化する傾向にあるといわれる⁵。すなわち、短期間のうちに親会社の持株比率がゼロとなるか、長期にわたって段階的に減少するのかという点で、日本企業と米国企業は異なる。

このように、日本企業を対象とした企業グループや子会社上場、完全子会社化などの研究はこれまで実施されてきたものの、親会社による上場関係会社の株式売却とそれにもなう持株比率の低下に関してはほとんど研究が実施されていない。一方、米国においても親会社が上場関係会社の持株比率を減少させるケースおよび先行研究は存在するものの、持株比率の低下傾向が日本企業とは著しく異なる。そこで、日本における企業グループおよび持株比率低下の端緒となる子会社上場に関する先行研究、さらには米国企業におけるダイベスティチャーなどの先行研究を検討しつつ、日本企業がどのような場合に上場関係会社株を売却するのかについて明らかにする。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では、日本の企業グループや子会社上場に関する先行研究、さらには米国のダイベスティチャーに関する先行研究を検討し、そのうえで親会社による上場関係会社株の売却に関する仮説を提示する。第3節では、実証研究を実施するにあたり、サンプルの抽出方法と分析方法を述べる。さらに、第4節では実証分析の結果を示す。最後に、第5節では分析結果の要約と今後の課題を示す。

2 先行研究と仮説の提示

(1) 日本の企業グループおよび子会社上場

これまで、親会社と子会社・関連会社より構成された企業グループ、あるいは企業グループ形成の端緒となる分社化に関しては理論・実証の両面から様々な研究が実施されてきた。これらの研究より、日本の企業グループの特徴として、(i)親会社中心の経営⁶がなされてきたこと⁷、(ii)関係会社の多くが分

2 たとえば、理論的な側面からは伊藤・林田(1996)、今井(1989)、今井他(1982)、小田切(1992, 2000)などが、実証的な側面からは坂本・下谷(1987)、伊藤他(2002)、小本(2003a, 2003b)、などがある。

3 たとえば、小本(2001)などが挙げられる。

4 Klein et al.(1991)やVijh(2002)などを参照。

5 Rose and Ito(2004)p.473.

6 ここでの「親会社中心の経営」とは親会社単独の会計上の利益最大化、あるいは親会社の経営者や従業員との効用最大化を意味しており、親会社の企業価値最大化を意味しているわけではない。

7 伊藤(1999)26頁。

社化などの内部成長によって形成されてきたこと⁸、(iii)親会社の事業の一部を担う関係会社と親会社と異なる事業を担う関係会社という異なるタイプの関係会社が存在すること⁹、が指摘されてきた。とくに、(i)については親会社の会計上の業績のバッファーとして関係会社が利用されてきたことが指摘されている。そのため、親会社の会計上の業績が悪化した時期に上場関係会社株の売却が実施されてきた可能性がある。

一方、日本企業における子会社上場に関しては、小本(2001)を除き先行研究がほとんど存在しない。子会社が上場する際、親会社による子会社株式の一部売却がおこなわれ、親会社の持株比率が低下する傾向にある。すなわち、子会社上場は親会社による関係会社株の売却および持株比率低下という現象を内包している。

小本(2001)は、1996年1月から1999年12月までの4年間に株式公開を行った子会社70社を対象とした分析を行い、子会社上場が親会社の株主価値を高めることを明らかにしている。また、子会社上場により資金調達上のメリットと親会社と子会社の少数株主間の利害対立というデメリットが生じるが、メリットがデメリットを上回る場合に子会社の上場が行われることを指摘している。親会社は上場関係会社株式の売却により資金を得ることができるため、資金調達上のメリットを目的として上場関係会社株の売却が実施される可能性がある。

(2) 米国企業におけるダイベスティチャー

子会社上場あるいは親会社が上場関係会社との資本関係を変化させるケースは米国企業においても存在する。米国企業を対象とした子会社上場に関する実証研究¹⁰によれば、小本(2001)と同様に子会社上場が親会社の株主価値を高めることが明らかとなっている。さらに、この株主価値の増大がなぜ生じるのかについても様々な主張がなされており、その一つ¹¹として親会社の資金利用仮説がある。同仮説を主張したAllen and McConnell(1998)は、子会社上場それ自体が親会社の株主価値を高めるのではなく、外部金融の困難な親会社が子会社上場によって得た資金を負債の返済などのリストラクチャリングへもちいることにより、親会社の株主価値が増大することを明らかにしている。すなわち、低業績のために公募増資が困難で、かつ負債比率が高いために負債による資金調達も困難となっている企業が資金獲得を目的として子会社を上場させることを主張している。そのため、日本企業においても外部金融が困難で、かつリストラクチャリングの必要性に直面した親会社が資金を得るために上場関係会社の株式を売却し、親会社の持株比率が低下する可能性がある。

さらに、親会社と上場関係会社間の資本関係の変化については、米国企業ではスピン・オフや第三者への一括売却によって変化することが多くの実証研究¹²より指摘されている。たとえば、Klein et

8 伊藤 他(2002)243頁。

9 坂本(1987)28頁、あるいは日本経済調査協議会(1989)8頁。

10 たとえば、Schipper and Smith(1986)やSlovin et al.(1995)があげられる。

11 その他の仮説として、Powers(2003)、Slovin et al.(1995)やNanda(1991)などによって主張された情報の非対称性仮説やSchipper and Smith(1986)やAllen(1998)などによって主張されたインセンティブ仮説が存在する。どちらの仮説も、親会社による関係会社株式の売却とは関連性がないため、ここでは言及しない。

12 Klein et al.(1991)、Vijh(2002)、Boone et al.(2003)、Gleason et al.(2006)などがあげられる。

al.(1991)によれば米国では子会社を上場させたのち、短期間のうちにスピン・オフや第三者への一括売却が実施され、親会社と上場子会社間の資本関係が消滅することが明らかとなっている。

このようなスピン・オフや一括売却は米国ではダイベスティチャーと呼ばれ、リストラクチャリングのひとつとして位置づけられてきた。特に、1980年代の米国企業は本業と関連性の低い事業部門を対象としたダイベスティチャーを積極的に実施することで非効率な多角化経営を是正し、業績を改善させたことが多くの先行研究より明らかとなっている¹³。したがって、日本企業においてもダイベスティチャーの一手段として親会社の事業と関連性の低い事業に従事している上場関係会社の株式が売却され、その結果として持株比率が低下する可能性がある。

(3) 仮説の提示

親会社による上場関係会社株の売却がなされた場合、親会社の個別財務諸表の損益計算書には特別利益が計上される場合が多い。そのため、上場関係会社株の売却は売却されなかった場合と比較して単独決算における当期純利益を増加させる。一方、上場関係会社株の売却により親会社の資産の一部が上場関係会社株から現金へ変化する。すなわち、株式売却によって親会社は現金を得ることになる。さらに、株式売却が親会社による上場関係会社への支配権に影響を与えるのであれば、親会社と上場関係会社間の事業関係に影響を及ぼすことになる。このように、親会社による上場関係会社株の売却は、会計上の利益の増加、現金の獲得、親会社－上場関係会社間の事業の関連性、の3つに影響を及ぼす。以下では、これまでみてきた先行研究およびこれら3つをもとに、親会社がなぜ上場関係会社の株式を売却するのか、に関する仮説を提示する。

第一に、親会社業績のバッファ仮説(仮説1)を提示する。日本の企業グループの特徴の(i)でみたように、親会社の会計上の業績に対するバッファとして上場関係会社株の売却が実施されてきた可能性があろう。具体的には、親会社単独の当期純利益がマイナスとなることが予期される場合、親会社が上場関係会社株の一部を売却することにより特別利益を計上し、当期純利益を高めようとするのが考えられる。また、親会社単独の当期純利益がこれまでと比較して低くなるのが予期される場合も株式売却を行うことにより、当期純利益を高めようとするのが考えられよう。

ただし、上場関係会社株の売却のみが親会社の当期純利益を高めるわけではない。株式の持合いに代表されるように親会社が他企業の株式を所有している場合、上場関係会社ではなく他企業の株式を売却する可能性がある。したがって、他企業の株式をあまり有していない親会社において同仮説が特に妥当する可能性がある。

第二に、親会社の資金調達仮説を提示する(仮説2)。Allen and McConnell(1998)の主張した親会社の資金調達仮説と同様に、負債の返済などの親会社のリストラクチャリングの資金を得るために株式売却が行われている可能性があろう。その場合、業績が低迷し、かつ負債比率が著しく高く、そのために負債や公募増資などの外部金融による資金調達が困難な親会社が資金獲得の一手段として上場関係会社株の一部を売却する可能性がある。その際、資産としてキャッシュを十分に保有していない親会社ほど株式売却の可能性が高まるのが予期される。さらに、仮説1と同様に他企業の株式を所有している場合は、他企業株式の売却によっても資金を得ることができるため、他企業の株式をあまり有していな

13 Berger and Ofeck (1995), Lamont and Polk (2002)などを参照。

い親会社において同仮説が特に妥当する可能性があるだろう。

第三に、ダイベスティチャー仮説を提示する(仮説 3)。前述のように、米国では本業と関連性の低い事業部門を対象とした事業を積極的に分離させることで非効率な多角化経営を是正し、業績を改善させたことが多くの先行研究より明らかとなっている。そのため、日本においても親会社と事業活動上の関連性が低い上場関係会社を対象としたダイベスティチャーが企図される可能性がある。その場合、日本の企業グループの 3 つの特徴のうち、(iii)の親会社と異なる事業を担う関係会社が株式売却の対象となると考えられる。また、上場関係会社の事業が親会社と関連性を有していないとしても上場関係会社が高収益であれば、親会社は持株比率を維持する可能性がある。その結果、親会社と事業活動上の関連性が低く、かつ低収益の上場関係会社が株式売却の対象となる可能性がある。

2000 年の会社分割制度施行以前に日本において米国のようなスピン・オフを実施することはきわめて困難であった。さらに、第三者に対する一括売却についても、日本では少なくともこれまで M&A 市場が十分に発達していなかったために実施することが極めて困難であった可能性がある。その結果、日本企業が事業の切離しを実施しようとした場合、少なくともこれまでは株式市場を通じた売却を選択せざるを得なかった可能性がある。その際、株式市場での一括売却は需給関係の悪化による上場関係会社の株価下落をもたらすため、親会社が段階的に株式を売却せざるを得なかった可能性がある。

以下では、データによって実証を行う 3 つの仮説を提示する。また、これらは相互背反的ではない¹⁴。

仮説 1 : 親会社単独決算上の当期純利益がマイナスとなる、あるいは著しく低くなることが予想される場合、他の条件を一定とすると親会社が利益を増大させるため上場関係会社株を売却することがあるであろう

仮説 2 : 低収益で、かつ高負債比率に直面している親会社は、他の条件を一定とすると資金獲得のために上場関係会社株を売却することがあるであろう

仮説 3 : 親会社と事業活動上の関連性が低いとき、低収益な上場関係会社を対象としたダイベスティチャーとしての株式売却が行われることがあるであろう

これらの仮説のうち、仮説 1 については株式売却により利益が増加し、その結果として税金が増加する、あるいは株式売却より得た資金が非効率的な用途に向けられるのであれば、親会社の株主価値が低下することが予想される。ただし、親会社の個別財務諸表上の業績に株価が強く影響を受ける場合、仮説 1 が親会社の株主価値を高める可能性もある¹⁵。仮説 2 については、調達された資金が負債の削減にもちいられ、その結果として最適資本構成がもたらされる、すなわちリストラクチャリングが実施されるのであれば親会社の株主価値が高まると考えられる。ただし、上場関係会社の株式売却をつうじた

14 これらは計量経済学的な意味で識別可能でない。しかし、データがそれぞれの仮説と整合的であるかどうかを実証的に調査することは、十分意味のあることと著者は考える。さらに、株式持合いの分析、エージェンシー費用の発生などのコーポレート・ファイナンスにおける重要な課題は、本稿では対象としていないが、それにより同じ現象が観察されることは十分ありえる。この点について、一名のレフェリーに感謝する。

15 山地(2000)では 1996 年以前、石川(2000)では 1994 年以前、山形・國村(2003)では 1997 年以前まで、親会社の個別財務諸表の情報のほうが連結財務諸表の情報よりも株価に対する説明力が高かったことが指摘されている。

リストラクチャリングを行わなければならないほど親会社の経営状態が悪化しているというシグナルとして株式売却を株式市場が評価する場合、仮説 2 は反対に株価を下落させる可能性もある。これに対し、仮説 3 については持株比率の低下が親会社の株主価値の増大をもたらすことが予期される。仮説 3 は、親会社と事業活動上の関連性が低い上場関係会社を対象としたダイベスティチャーが実施され、非効率的な多角化が是正されるとき、株主価値の増大に寄与することが予期される。ダイベスティチャーに関する実証研究の多く¹⁶が、実施のアナウンスメントに対して当該企業の株価がプラスに反応していることを明らかにしている。

したがって、仮説 1 と仮説 2 は親会社の株主価値に与える影響については明らかではないのに対し、仮説 3 については親会社の株主価値を高めると本稿では試論する。

3 サンプルの抽出と分析方法

(1) サンプルの抽出

親会社による持株比率低下が親会社と当該関係会社間¹⁷に多大な影響を及ぼす持株基準として、「親会社の影響力」および会計上の「連結の範囲」という観点から 50%、33%、20% の持株比率に着目しサンプルの抽出を行う。一般に、株主総会の普通決議を親会社が単独で決定するためには 50% 超の議決権が必要とされる。また、親会社が 33% 超の議決権を保有しているのであれば単独で特別決議・特殊決議の否決権を行使することができる。そのため、親会社が上場関係会社の議決権を 50% 超あるいは 33% 超所有しているか否かは、親会社にとって重要であると考えられる。

つぎに、2000 年 3 月期より前においては、親会社が 50% 超の議決権を所有しているのであれば子会社、20% 以上 50% 以下であれば関連会社として位置づけられていた。そして、連結決算において子会社は連結対象に、関連会社は持分法の適用対象とされた。そのため、親会社が関係会社株式の 50% 超あるいは 20% 以上の議決権を有するか否かは会計上、連結や持分法の適用対象となるか否かという点で重要であったと考えられる。

このように、「親会社の影響力」と「連結の範囲」より関係会社に対する親会社の持株比率が 50% 超、33% 超、20% 以上、であるか否かが親会社にとって重要になると考えられる。そこで、以下の手順にしたがい 3 グループのサンプルを抽出した。はじめに、1983 年度から 2000 年度までの間に上場している親会社の持株比率が 50% 超から 50% 以下へ減少した上場関係会社、33% 超 50% 以下から 33% 以下

16 Schipper and Smith(1986) や Berger and Ofek (1995) を参照。

17 親会社と上場関係会社間で株式持合いがなされている場合、親会社による関係会社株の売却は持合いの解消をもたらす可能性がある。その場合、敵対的 M&A の脅威の可能性が親会社による関係会社株の売却に影響を及ぼす可能性がある。ただし、子会社と親会社間の持合いについては、会社法 135 条(旧商法 211 条)により例外的なケースを除き原則禁止となっている。また、親会社と関連会社については持合いの可能性のあるものの、関連会社が親会社の大株主となっている可能性は低いと考えられること、さらには本稿の分析期間である 1983 年から 2000 年まではそれ以降と比較して日本では敵対的 M&A がほとんど実施されていないことから、ここでは持合いおよび敵対的 M&A の脅威の影響については考察しない。

へ減少した上場関係会社, 20% 以上 50% 以下から 20% 未満へと減少した上場関係会社, という三グループの上場関係会社を抽出した。

そのうえで, 親会社の持株比率の低下年度を 0 期とした場合, 少なくとも - 3 期から +5 期までの親会社の持株比率に関する情報が得られる上場関係会社を抽出した。その際, 持株比率については親会社が上場関係会社の株式を直接所有する比率(以下, 直接持株比率とよぶ)と, 親会社の他の関係会社があるが, ここでは直接持株比率と親会社が直接所有する比率の合計(以下, 直・間接持株比率とよぶ)があるが, ここでは直接持株比率と直・間接持株比率がともに同一年度に低下した企業のみを抽出した。最後に, 0 期において親会社の持株数が減少している上場関係会社を抽出した。

このような抽出方法より, 親会社の持株数の減少により親会社の持株比率が 50% 超から 50% 以下と

表 1 持株比率の低下年度(企業数)

年度	50%基準 企業	33%基準 企業	20%基準 企業	合計
1983	0	0	0	0
1984	3	0	0	3
1985	0	0	0	0
1986	1	1	2	4
1987	1	1	4	6
1988	2	0	2	4
1989	1	1	1	3
1990	0	1	1	2
1991	0	3	0	3
1992	1	0	1	2
1993	1	1	2	4
1994	0	0	2	2
1995	0	1	0	1
1996	0	2	3	5
1997	0	0	2	2
1998	2	1	1	4
1999	2	2	4	8
2000	2	1	1	4
合計	16	15	26	57

表 2 サンプル関係会社の存続・上場年数

年数	50%基準企業		33%基準企業		20%基準企業	
	存続年数	上場年数	存続年数	上場年数	存続年数	上場年数
0 - 5	0	1	0	2	0	3
6 - 10	0	2	1	1	0	3
11 - 20	0	4	1	1	1	2
21 - 30	3	3	0	5	3	7
31 - 40	3	4	3	5	5	8
41 - 50	3	1	5	1	5	3
51 - 60	2	1	2	0	10	0
61 -	5	0	3	0	2	0
合計(企業数)	16		15		26	
平均値(年)	46.94	24.81	44.00	26.00	46.31	25.73
中央値(年)	47.00	25.00	44.00	26.00	49.00	29.00

存続年数, 上場年数ともに 0 期を基準とした値である。

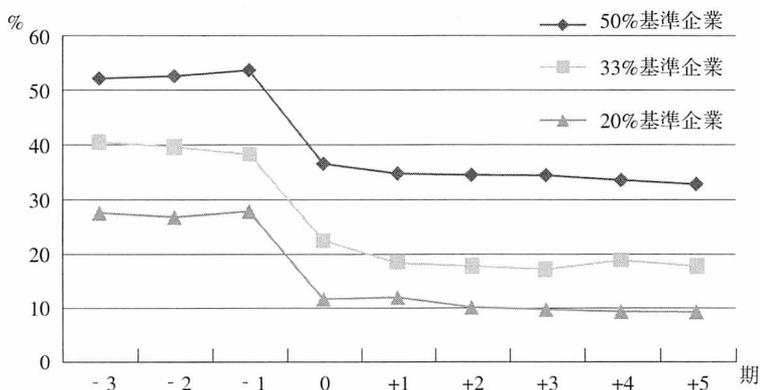
なった上場関係会社 16 社(以下, 50% 基準企業とよぶ), 33% 超 50% 以下から 33% 以下となった上場関係会社 15 社(以下, 33% 基準企業とよぶ), 20% 以上 50% 以下から 20% 未満となった上場関係会社 26 社(以下, 20% 基準企業とよぶ), の計 57 社がサンプルとして抽出された¹⁸。

さらに, 比較対象企業を Krishnaswami and Subramaniam(1999)にしたがい, つぎの手順で抽出した。はじめに, 1983 年度から 2000 年度までの間, 一貫して同一の親会社のもとで, 直接持株比率が 50% 超であった関係会社 49 社, 33% 超 50% 以下であった関係会社 37 社, 20% 以上 50% 以下であった関係会社 137 社, を抽出した。そのうえで, 50% 基準企業, 33% 基準企業, 20% 基準企業と同じ業種に属し, かつ -1 期の総資産額がもっとも近い企業を比較対象企業として抽出した。その際, 業種は日経 NEEDS に記載された 36 業種分類をもちいたが, 同業種の企業が存在しない場合は製造業, サービス業で大別し, 総資産額が最も近い企業を抽出した。その結果, 50% 基準企業, 33% 基準企業, 20% 基準企業と同数の上場関係会社(以下, それぞれ 50%, 33%, 20% 比較対象企業とよぶ)が抽出された。なお, 分析に必要なデータは eol 社の DB Tower Service および東洋経済新報社の「株価 CD-ROM」より得ている。以下では, 親会社による株式売却が行われた 57 社の上場関係会社をサンプル関係会社, その親会社をサンプル親会社, これらを総称してサンプル企業とよぶ。また, 比較対象企業として抽出された 57 社の上場関係会社を比較対象関係会社, その親会社と比較対象親会社, これらを総称して比較対象企業とよぶ。

表 1 と表 2 は, それぞれ 3 グループの親会社の持株比率の低下年度と上場関係会社の存続・上場年数を表している。表 1 より, 持株比率の低下は様々な年度にみられており, 特定の時期に株式売却が行われたわけではないことが分かる。表 2 より持株比率低下に至るまでには設立後あるいは上場後 20 年から 40 年を経ていることがわかる。Klein et al.(1991)によれば, 米国では子会社を上場させた後, 3 年程度の比較的短期間のうちにダイベスティチャーが生じる傾向にある。そのため, 日本企業における持株比率の低下が長期間を経ている点において米国のケースとは異なることがうかがえる。

図 1 は, 直接持株比率の低下年度を 0 期とした場合の -3 期から +5 期までの持株比率の推移を示し

図 1 直接持株比率の推移



18 49% から 18% へ親会社の持株比率が低下した日本電産トーソクの 1 社のみ 33% 基準企業と 20% 基準企業の両方に該当していた。同企業については, それぞれのグループに別個の企業として含めている。

ている。同図より、0 期の株式売却により親会社の持株比率が 0% とならないこと、売却後も親会社は一定程度の持株比率を維持する傾向にあることがわかる¹⁹。

(2) 分析方法

ここでは、つぎの 3 つの分析を行う。第一に、0 期における親会社単独の [税引前当期純利益・損失 - 特別利益] と親会社と上場関係会社の事業の関連性についてサンプル企業と比較対象企業間で違いがみられるか否かについてみる。仮説 1 が妥当するのであれば、サンプル親会社と比較対象親会社との間で [税引前当期純利益・損失 - 特別利益] がマイナスか否かについて χ^2 検定を行った場合、独立性が棄却され、サンプル企業ほどマイナスとなることが予期される。

また、親会社単独の当期純利益がこれまでと比較して低くなることが予期される場合も株式売却を行うことにより、親会社が当期純利益を高めようとすることが考えられる。そこで、-3 期から -1 期までの [税引前当期純利益・損失 - 特別利益] の平均値と比較して 0 期の [税引前当期純利益・損失 - 特別利益] が低いかなにかでサンプル親会社と比較対象親会社との間で χ^2 検定を行った場合、仮説 1 が妥当するのであれば独立性が棄却され、サンプル企業ほどマイナスとなることが予期される。

一方、親会社と上場関係会社間における事業の関連性については、Fan and Lang (2000) の垂直係数、補完係数もちいる。同研究によれば、2 企業間の事業の関連性については同業種であるか否かにより識別を行う場合が多いものの、その場合には垂直的な事業関係が考慮されないという問題点が存在する。たとえば、一方の企業がある製品の製造を、他方の企業がその販売を行っている場合、両企業の事業は関連性を有するにもかかわらず異なる業種として分類されるため、両企業の事業は無関連として識別される。そこで、Fan and Lang (2000) は産業連関表をもちいて 2 企業の事業の関係性を垂直的な関係性と補完的な関係性として測定した。垂直的な関係性とは、たとえば j 業種が i 業種へ財やサービスを提供している、あるいは反対に i 業種が j 業種へ財やサービスを提供しているような状態を意味する。一方、補完的な関係性とは j 業種と i 業種が同一の市場を共有していたり、同じ流通経路を有していたりするような状態を意味する。これらの係数はともに値が大きいほど、2 企業間の事業の関連性が高いことを意味する。ここでは、総務省統計局より 5 年ごとに公表されている産業連関表²⁰をもちい、親会社と上場関係会社間における垂直係数と補完係数を算出した。仮説 3 が妥当するのであれば、比較対象企業と比較してサンプル企業のほうが垂直係数や補完係数の値が低いことが予期される。

第二に、サンプル企業であれば「1」、比較対象企業であれば「0」のダミー変数を従属変数とするプロビット分析を行う。独立変数として、親会社赤字ダミー、親会社および上場関係会社の収益性、親会社の負債比率、親会社のインタレスト・カバレッジ・レシオ (ICR) および垂直係数、補完係数もちいる。仮説 1 が妥当するのであれば、親会社赤字ダミーが高いほど株式売却が実施されることが予期される。また、仮説 2 が妥当するのであれば、親会社の収益性が低いほど持株比率が低下することが予期される。同様に、負債比率が高く、そのために ICR が低くなっている親会社ほど持株比率が低下することが予

19 +1 期から +5 期までの間に持株比率が少なくとも一度もとの水準に戻ったサンプル企業は、50%、33%、20% 基準企業においてそれぞれ 1 社、0 社、4 社であった。

20 具体的には、総務省統計局のホームページ (<http://www.stat.go.jp/data/io/ichiran.htm>) よりデータを得た。

期される。また、仮説 3 が妥当するのであれば、垂直係数や補完係数が低く、さらに上場関係会社の収益性が低いほど、親会社の持株比率が低下することが予期される。

分析に際し、-3 期から -1 期までのサンプル企業の各変数と同時期の比較対象企業の各変数を独立変数としてもちいる。なお、親会社赤字ダミーは親会社の [税引前当期純利益・損失-特別利益] あるいは親会社の 0 期の [税引前当期純利益・損失-特別利益] マイナス -3 期から -1 期までの [税引前当期純利益・損失-特別利益] の平均値が負であれば 1、そうでなければ 0 とする。さらに、収益性の指標として ROA(総資産事業利益率)を、負債比率として有利子負債総額/総資産額×100 を、ICR として(営業利益+受取利息・割引料・有価証券利息)/支払利息・割引料をもちいる。また、これらの会計上の数値はすべて単独決算の値である。

コントロール変数として、親会社の有価証券保有高(有価証券額/総資産額×100)、親会社の現預金・有価証券保有高([現預金額+有価証券額]/総資産額×100)、50%・33%・20%を示すダミー変数、時期ダミーを加える。このうち有価証券保有高と現預金・有価証券の保有高については、仮説 1 と仮説 2 において株式売却に影響を及ぼす可能性があるため、コントロール変数に加える。

第三に、親会社による上場関係会社株の売却が親会社の株主価値を高めるか否かについてイベント・スタディを行う。株式売却が株主価値を高めるのであれば、株式売却のアナウンスメントに対して親会社株価がプラスに反応することが予期され、その場合には仮説 3 と整合的である。

$$R_{j,t} - R_{f,t} = a_j + b_j(R_{M,t} - R_{f,t}) + s_jSMB_t + h_jHML_j + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

イベント・スタディについては、以下の手順で実施する。はじめに、日次データをもちいて(1)の Fama and French(1993)の 3 ファクターモデルより個別銘柄の期待収益率を算出する。(1)の $R_{j,t}$ は j 銘柄の t 日における日次リターン、 $R_{f,t}$ は t 日における無リスク利子率、 $R_{M,t}$ は t 日におけるマーケット・ポートフォリオの日次リターン、 SMB_t と HML_j はそれぞれ株式時価総額と純資産時価総額比率に関連するファクターである。

各証券の実際の投資収益率と(1)より得られる期待収益率との差はアブノーマル・リターン(AR)であり、証券価格に反映される情報のうち個別企業情報を反映した部分を表す。さらに、AR を各期日について足し合わせたのが累積アブノーマル・リターン(CAR)である。ここでは、日経テレコンをもちいて公表日(0日)を決定し、-130日から-31日までの投資収益率データをもちいて 3 ファクターモデルの各パラメータを推定する。その際、 $R_{f,t}$ と SMB_t と HML_j については日経メディアマーケティングの Fama-French ベンチマーク関連データの数値²¹をもちいた。また、 $R_{M,t}$ については、市場に上場している全銘柄をもちいて時価加重平均ポートフォリオの日次リターンを作成し、それをもちいた²²。

21 なお、このデータは久保田・竹原(2007)にもとづいて作成されている。

22 市場を既存市場、JASDAQ(店頭)、マザーズ、ヘラクレスに大別し、各証券が属する市場の銘柄をもちいて時価加重平均ポートフォリオの日次リターンを作成し、これを $R_{M,t}$ とする分析も行ったが、本稿の結果と同様であった。なお、市場に上場する全銘柄にもちいた $R_{M,t}$ の利用は 1 名のレフェリーの指示によるものである。

4 実証結果

(1) 親会社の会計上の利益および事業の関連性

表 3 は、0 期における親会社単独の [税引前当期純利益・損失－特別利益] がサンプル親会社と比較対象親会社間において違いがみられるか否かについて、 χ^2 検定を行った結果をあらわしている。パネル (a) は、0 期において [税引前当期純利益・損失－特別利益] がマイナスであるか否かについてサンプル親会社と比較対象親会社間で違いがみられるか否かを検定している。これに対し、パネル (b) は 0 期の [税引前当期純利益・損失－特別利益] から－3 期から－1 期までの [税引前当期純利益・損失－特別利益] の平均値をひいた値がプラスであるか否かについてサンプル親会社と比較対象親会社間で違いがみられるか否かを検定している。

仮説 1 が妥当するのであれば、親会社単独の [税引前当期純利益・損失－特別利益] がマイナスあるいは他期間と比較して低い場合に上場関係会社株が売却される。その場合、サンプル親会社と比較対象親会社との間で [税引前当期純利益・損失－特別利益] がマイナスか否か、あるいは他期間と比較して低いか否かの独立性が棄却されるはずである。

パネル (a) と (b) の χ^2 値はともに 5% 水準で有意であり、どちらの結果においても独立性が棄却されている。この結果は、上場関係会社の株式を売却する親会社は、比較対象企業と比較して [税引前当期純利益・損失－特別利益] がマイナスあるいは他期間と比較して低い傾向にあることを示唆しており、仮説 1 と整合的である。

また、図 2 は－3 期の [税引前当期純利益・損失－特別利益] を 1 とした場合の－3 期から 0 期までの [税引前当期純利益・損失－特別利益] の平均値の推移を示している。サンプル親会社と比較対象親会社ともに－3 期の [税引前当期純利益・損失－特別利益] はプラスであったが、その後の値は両グループで著しく異なることがわかる。比較対象企業の値が 0 期にかけてゆるやかに低下しつつもプラスを

表 3 [税引前当期純利益・損失－特別利益] に関する χ^2 検定の結果

パネル(a)	サンプル親会社 (親会社持株数低下)	比較対象親会社 (親会社持株数維持)	合計
0期の [税引前当期純利益・損失－特別利益] が正	25 (45%)	39 (68%)	64 (64%)
0期の [税引前当期純利益・損失－特別利益] が負	31 (55%)	18 (32%)	49 (36%)
合計	56 (100%)	57 (100%)	113 (100%)
イエーツの補正済み χ^2			5.5710
パネル(b)	サンプル親会社 (親会社持株数低下)	比較対象親会社 (親会社持株数維持)	合計
0期の [税引前当期純利益・損失－特別利益] から-3期から-1期までの [税引前当期純利益・損失－特別利益] の平均値からを引いた値が正	19 (34%)	32 (56%)	51 (64%)
0期の [税引前当期純利益・損失－特別利益] から-3期から-1期までの [税引前当期純利益・損失－特別利益] の平均値からを引いた値が負	37 (66%)	25 (44%)	62 (36%)
合計	56 (100%)	57 (100%)	113 (100%)
イエーツの補正済み χ^2			4.8062

図 2 [税引前当期純利益・損失－特別利益]の推移

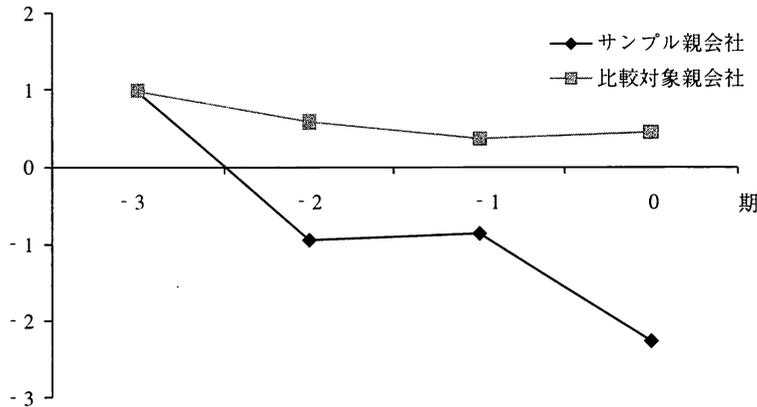


表 4 親会社と上場関係会社の事業の関連性

	サンプル企業		比較対象企業	
	平均値	中央値	平均値	中央値
補完係数	0.5716	0.5992	0.5044	0.4254
垂直係数	0.1801	0.0572	0.1761	0.0683

注) 平均値, 中央値ともにサンプル企業と比較対象企業間で差があるか否かについて検定を行ったものの, 有意な差はみられなかった。

維持しているのに対し, サンプル企業は - 2 期にマイナスとなり, その後 0 期にさらに低下していることが分かる。このような - 3 期から 0 期にかけての両グループの違いが表 3 の結果をもたらしていると思われる。

表 4 は, サンプル企業と比較対象企業における親会社とその上場関係会社間の垂直係数, 補完係数の平均値および中央値を表している。仮説 3 が妥当するのであれば, 比較対象企業と比べてサンプル企業の垂直係数や補完係数の値が有意に低くなることが予期される。同表より, 両グループにおいて差がみられず, むしろ垂直係数においても補完係数においてもサンプル企業のほうが値の高いことが分かる。この結果より, 仮説 3 と整合的な結果を得ることができなかった。

(2) プロビット分析

表 5 は, サンプル企業および比較対象企業とその親会社の - 3 期から - 1 期までの各変数の値を表している。各変数の平均値および中央値についてサンプル企業と比較対象企業を比較した場合, サンプル企業に属する親会社は収益性が低く, 負債比率が高く, そのために ICR が低くなる傾向にあることが分かる。また, 表 5 からは明らかでないものの, 各変数間の相関係数については, 補完係数と垂直係数が 0.7 と最も高く, ついで親会社赤字ダミー 1 と 2 が 0.5 であり, それ以外はすべて 0.5 未満であった。

表 6 はサンプル企業であれば「1」, 比較対象企業であれば「0」のダミー変数を従属変数とするプロビット分析の結果を表している。表 5 の独立変数に加えて時期や何 % 基準企業であるかを示すダミー変数

表 5 各変数の記述統計量

	サンプル企業				比較対象企業			
	平均値	中央値	標準偏差	企業数	平均値	中央値	標準偏差	企業数
親会社赤字ダミー1	0.5536	1.0000	0.4986	168	0.3158	0.0000	0.4662	171
親会社赤字ダミー2	0.6667	1.0000	0.4728	171	0.4386	0.0000	0.4977	171
親会社ROA	4.0281	4.0800	2.5240	167	5.9032	5.1100	3.7550	170
親会社負債比率	47.5577	52.3465	17.6518	169	42.0467	44.9708	18.4402	171
親会社ICR	2.2966	1.3100	2.8951	165	6.6034	1.7600	18.4027	171
関係会社ROA	4.8775	4.4200	5.7584	171	5.1780	4.3800	4.4335	171
補完係数	0.5716	0.5992	0.4374	171	0.5044	0.4254	0.3917	171
垂直係数	0.1801	0.0572	0.2110	171	0.1761	0.0683	0.2000	171
親会社有価証券保有高	5.5551	4.9024	4.3667	169	8.2984	7.1802	6.7307	171
親会社現預金・有価証券保有高	13.9620	13.6744	5.9332	169	14.9919	14.5261	8.8124	171

-3期から-1期までのデータをプールしているため、サンプル数が最大で171(=57企業×3期間)となっている。
 親会社赤字ダミー1：親会社の[税引前当期純利益・損失-特別利益]が負なら1，そうでなければ0。
 親会社赤字ダミー2：(親会社の0期の[税引前当期純利益・損失-特別利益]) - (-3期から-1期までの[税引前当期純利益・損失-特別利益])の平均値が負なら1，そうでなければ0。

表6 プロビット分析の結果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
定数項	0.9620** (2.3439)	0.7700* (1.8743)	1.6944** (2.4397)	1.4012** (2.0070)	0.1734 (0.2615)	-0.0067 (-0.0101)	0.2876 (0.4251)	0.1137 (0.1686)
親会社赤字ダミー1	0.4210** (2.5084)		0.7220*** (2.5804)		0.7651*** (2.9102)		0.7869*** (2.9729)	
親会社赤字ダミー2		0.5715*** (3.7133)		0.9974*** (3.8782)		0.8578*** (3.5674)		0.8773*** (3.6509)
親会社ROA	-0.1105*** (-3.1651)	-0.1384*** (-4.1993)	-0.1870*** (-3.1506)	-0.2396*** (-4.2701)	-0.1091** (-2.0998)	-0.1492*** (-3.0680)	-0.1172** (-2.2517)	-0.1587*** (-3.2717)
親会社負債比率	-0.0018 (-0.3013)	0.0021 (0.3838)	-0.0022 (-0.2275)	0.0044 (0.4648)	0.0031 (0.3527)	0.0086 (1.0307)	0.0026 (0.2893)	0.0080 (0.9325)
親会社ICR	-0.0419 (-1.4884)	-0.0306 (-1.2665)	-0.0706 (-1.4486)	-0.0511 (-1.2110)	-0.0470 (-1.1738)	-0.0330 (-1.0582)	-0.0474 (-1.1650)	-0.0332 (-1.0435)
関係会社ROA	0.0118 (0.6851)	0.0125 (0.7160)	0.0252 (0.9093)	0.0257 (0.8987)	0.0147 (0.5583)	0.0158 (0.5979)	0.0188 (0.7238)	0.0194 (0.7433)
補完係数	0.4284** (2.1421)	0.3915* (1.9501)			0.4034 (1.3117)	0.3791 (1.2214)		
垂直係数			1.0445 (1.5145)	1.0578 (1.5089)			0.3622 (0.5678)	0.2772 (0.4335)
親会社有価証券保有高	-0.0898*** (-5.6774)	-0.0943*** (-5.8860)	-0.1448*** (-5.3253)	-0.1577*** (-5.5824)				
親会社現預金・有価証券保有高					-0.0017 (-0.1027)	-0.0059 (-0.3542)	0.0004 (0.0253)	-0.0039 (-0.2338)
33%基準ダミー	-0.1301 (-0.6072)	-0.1024 (-0.4778)	-0.1446 (-0.4068)	-0.1421 (-0.3981)	-0.1966 (-0.5774)	-0.2095 (-0.6150)	-0.1312 (-0.3885)	-0.1374 (-0.4071)
20%基準ダミー	-0.2150 (-1.0999)	-0.1829 (-0.9201)	-0.3419 (-1.0543)	-0.3147 (-0.9432)	-0.5748* (-1.8522)	-0.5570* (-1.7676)	-0.5237* (-1.7068)	-0.4998 (-1.6095)
-3期ダミー	0.1129 (0.6077)	0.1458 (0.7804)	0.1808 (0.5867)	0.2386 (0.7655)	0.0989 (0.3402)	0.1422 (0.4860)	0.1033 (0.3556)	0.1495 (0.5116)
-2期ダミー	0.0230 (0.1247)	0.0377 (0.2034)	0.0348 (0.1137)	0.0579 (0.1867)	0.0190 (0.0658)	0.0360 (0.1242)	0.0207 (0.0719)	0.0389 (0.1344)
McFadden R ²	0.1786	0.1988	0.1717	0.1944	0.0958	0.1094	0.0928	0.1065
Log Likelihood	-188.3589	-185.4542	-189.9357	-186.4577	-207.3311	-206.1443	-208.0321	-206.7985
従属変数が1の数	161	164	161	164	161	164	161	164
企業数	331	334	331	334	331	334	331	334

従属変数は、サンプル企業であれば1，比較対象企業であれば0。

カッコ内は、漸近的t値。

***, **, *は、それぞれ1%, 5%, 10%水準で有意。

をコントロール変数としてもちいている。

親会社赤字ダミーについては 1 においても 2 においても全ての結果において 1% あるいは 5% 水準で有意にプラスであった。すなわち、親会社の当期純利益がマイナスとなる、あるいは他の期間と比較して低いほど親会社が上場関係会社の株式を売却する傾向にあることを示しており、仮説 1 と整合的である。さらに、親会社有価証券保有高の係数についても全ての結果において 1% 水準で有意にマイナスであった。この結果も、親会社の有価証券の保有額が少ないほど上場関係会社の株式が売却されるという点で仮説 1 と整合的である。

(1) から (8) までのすべての結果において、親会社の ROA の係数が 1% あるいは 5% 水準で有意にマイナスであった。親会社の負債比率と ICR については、すべての結果においてそれぞれプラスとマイナスであったものの、有意な結果を得ることができなかった。また、垂直係数と補完係数については、仮説 3 の予想とは反対にすべての結果でプラスであり、有意な結果を得ることができなかった。

これらの結果より、親会社の当期純利益がマイナスであるほど親会社が上場関係会社株を売却する点において仮説 1 と整合的な結果が得られた。また、収益性が低い親会社ほど上場関係会社の持株比率を低下させるという点で部分的に仮説 2 と整合的な結果が得られた。仮説 3 については表 4 の結果とあわせて、仮説と整合的な観察結果を得ることができなかった。

(3) 持株比率低下前後における親会社の変化

表 6 では、低収益の親会社ほど上場関係会社株を売却する傾向にある点で部分的に仮説 2 と整合的な結果が得られた。したがって、低収益な親会社が上場関係会社の株式売却により負債の削減を実施したのであれば、0 期以降に親会社の負債比率が低下する、あるいは親会社の収益性が改善することが予想される。

表 7 は、親会社が上場関係会社の持株数を減少させた 0 期前後における親会社の ROA と負債比率を比較している。同表のパネル (a) は 0 期前後の ROA と負債比率の平均値および中央値を示している。一方、パネル (b) はサンプル親会社の ROA および負債比率の値から比較対象親会社のそれぞれの値を控除したうえで平均値および中央値を示している。-3 ~ -1 と +1 ~ +5 を比較した場合、パネル (a) より株式売却前と比較して売却後は負債比率がおおむね低下した一方、収益性はより悪化したことを示

表 7 サンプル親会社の収益性、負債の変化

パネル(a)	-3~-1	+1~+5	-1	0
親会社ROA	4.0281	3.7547	3.5911	3.8124
	4.0800	3.4550	3.6600	3.8750
親会社負債比率	47.5577	46.8161	47.8227	47.0741
	52.3465	49.9763	51.7129	52.4254

パネル(b)	-3~-1	+1~+5	-1	0
親会社ROAの差	-1.7116	-1.5460	-1.8933	-2.1411
	-0.7400	-0.4600	-1.1400	-1.2600
親会社負債比率の差	5.3271	6.5030	6.0605	5.5495
	4.2803	4.5992	4.6384	3.4454

上段は平均値、下段は中央値。

注) 平均値、中央値ともに-3~-1の値と+1~+5の値との間、あるいは-1と0の値の間で差があるか否かについて検定を行ったものの、有意な差はみられなかった。

している。ただし、いずれも有意な差がみられなかった。比較対象企業の変化を考慮したパネル (b) は、パネル (a) とは反対に売却後は負債比率が上昇した一方、収益性は改善されたことを示している。ただし、パネル (b) についてもいずれも有意な差がみられなかった。また、-1 期と 0 期の負債比率を比較した場合、パネル (a) の平均値では減少していたものの、中央値では反対に増大し、パネル (B) では平均値、中央値ともに減少していたものの、いずれも有意な差がみられなかった。

このように、親会社が上場関係会社株の売却によって得た資金により負債の削減などのリストラクチャリングを実施したのか否か、あるいはその結果として収益性を改善させたのか否かについては十分に支持する結果を得ることができない、すなわち財務数値の変化に関しては仮説 2 を支持する結果を得ることができなかった²³。

(4) イベント・スタディ

ここでは、イベント・スタディにより親会社による上場関係会社株の売却が親会社の株主価値を高めたのか否かについてみる。仮説 1 と仮説 2 は親会社の株主価値に与える影響については明らかではないのに対し、仮説 3 については親会社の株主価値を高めると予期される。

表 8 と図 3 は、親会社による上場関係会社株の売却の公表日を 0 日とした場合の親会社株価の反応を示している²⁴。表 8 より、公表日である 0 日における AR が -0.8140 であり、5% 水準で有意にマイナスの結果が得られていることがわかる。-1 日と 0 日の AR の合計を意味する CAR(-1, 0) については -0.3936 とマイナスであったものの、有意な結果を得ることができなかったのに対し、CAR(-5, 5) では -2.9361 と 1% 水準で有意な結果が得られた。

表 8 株価の反応

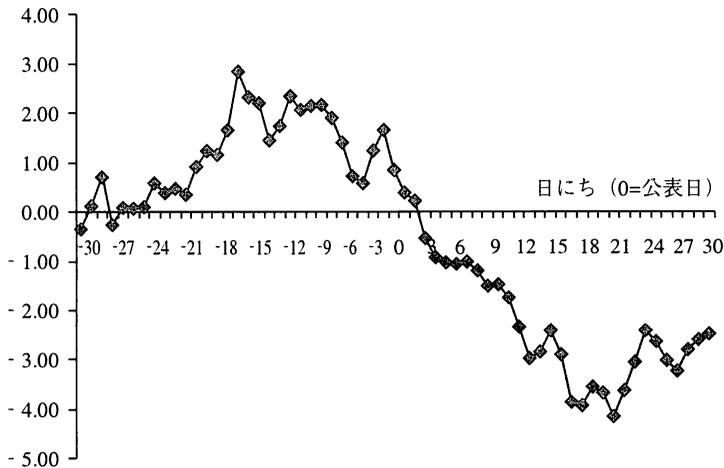
	平均AR	t値	ARが正の 企業の割合
-5	-0.5001	-1.3674	43%
-4	-0.6850*	-1.8729	53%
-3	-0.1392	-0.3807	43%
-2	0.6613*	1.8081	48%
-1	0.4205	1.1497	50%
0	-0.8140**	-2.2258	38%
1	-0.4593	-1.2559	45%
2	-0.1646	-0.4500	40%
3	-0.7647**	-2.0910	33%
4	-0.3896	-1.0653	35%
5	-0.1013	-0.2770	43%
CAR(-1, 0)	-0.3936	-1.0761	40%
CAR(-5, 5)	-2.9361***	-8.0281	30%

***, **, *は、それぞれ1%, 5%, 10%水準で有意。
t値については、Brown and Warner[1985]の検定より算出。

23 親会社の ROA を従属変数、0 期以前か以降を示す時期ダミーを独立変数とする回帰分析についても分析を行ったが、ROA の改善を示す結果を得ることはできなかった。

24 日経テレコンより株式売却に関する情報が得られた 43 社のうち、分析に必要な株価に関する情報が得られた 40 社が分析対象となっている。

図 3 株価の反応 (CAR)



さらに、図 3 より -30 日から +30 日までの AR の合計を示す CAR については、0 日前後を境に CAR が減少に転じ、その後は一貫してマイナスであることが分かる。このように、親会社による上場関係会社株の売却は親会社の株主価値を減少させることが明らかとなった。この結果は、仮説 3 を棄却している。

5 おわりに

本研究は、親会社による上場関係会社株の売却により親会社の持株比率が低下するケースに着目し、どのような場合に親会社为上場関係会社の株式を売却するのか、に関する実証研究を行った。上場関係会社に対する親会社の持株比率として 50%、33%、20% に焦点をあて、持株比率低下の要因に関する仮説として、親会社業績のバッファー (仮説 1)、親会社の資金調達 (仮説 2)、ダイベスティチャー (仮説 3) の 3 つを提示し、これらについて実証分析を行った。

分析の結果、つぎの 4 点が明らかとなった。第一に、当期純利益が低くなる、あるいはマイナスとなるような親会社が株式売却を実施する点である。この結果は、仮説 1 と整合的である。

第二に、上場関係会社株を売却する親会社は、必ずしも上場関係会社との事業の関連性が低いわけではない点である。この結果は、仮説 3 を棄却している。

第三に、株式売却前後において親会社の収益性や負債比率の変化がみられなかった点である。この結果は、仮説 2 を棄却している。

第四に、親会社による上場関係会社株の売却は親会社の株主価値を低下させる点である。この結果は、仮説 3 を棄却している。以上の結果より、3 つの仮説のうちおおむね仮説 1 と整合的であることが明らかとなった。すなわち、日本企業においては親会社単独決算における会計上の利益を増大させるために上場関係会社の株式売却が行われてきたと考えられる。

本研究は、2000 年までのデータをもちい、会計上の連結対象の範囲や支配権の側面から重要な持株比率の変化と考えられるケースを分析対象とした。親会社にとって重要であると思われる持株比率の変

化をとまなう株式売却が、親会社の株主価値最大化のためではなく会計上の利益増大のために行われているという本研究の結果より、親会社は少なくとも 2000 年までは親会社の株主価値最大化という視点から親会社－上場関係会社間の資本関係をマネジメントしていなかった可能性がある。ただし、2000 年前後を境として連結決算が重視されるような企業会計の変化、あるいは株式交換や株式移転など親会社－上場関係会社間の資本関係を変化させる新たな法制度が整備されつつあることより、2000 年以降においても本研究の結果が妥当するか否かは明らかではない。この問題については、今後の検討課題とする。

【謝辞】

本稿の作成に際し、本誌匿名レフェリーおよび編集長の久保田敬一先生より大変有益な助言をいただいた。記して、お礼を申し上げたい。また、本研究は 2006 年度村田学術振興財団の助成を得ている。

【参考文献】

- [1] Allen, J.W. (1998), "Capital Markets and Corporate Structure the Equity Carve-outs of Thermo Electron," *Journal of Financial Economics*, Vol.48, 99-124.
- [2] Allen, J.W. and J.J. McConnell (1998), "Equity Carve-outs and Managerial Discretion," *Journal of Finance*, Vol.53 No.1, 163-186.
- [3] Berger, P.G. and E. Ofek (1995), "Bustup Takeovers of Value-Destroying Diversified Firms," *Journal of Finance*, Vol.51 No.4, 1175-1200.
- [4] Boone, A., D. Haushalter and W. Mikkelsen (2003), "An Investigation of the Gains from Specialized Equity Claims," *Financial Management*, 67-83.
- [5] Brown, S.J. and J.B. Warner (1985), "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, Vol.14, 3-31.
- [6] Fama, E.F. and K.R. French (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds," *Journal of Financial Economics*, Vol.33, 3-56.
- [7] Fan, J.P.H. and L.H.P. Lang (2000), "The Measurement of Relatedness: An Application to Corporate Diversification," *Journal of Business*, Vol.73 No.4, 629-660.
- [8] Gleason, K., J. Madura and A.K. Pennathur (2006), "Valuation and Performance of Reacquisitions Following Equity Carve-Outs," *The Financial Review*, Vol.41, 229-246.
- [9] Klein, A., J. Rosenfeld and W. Beranek (1991), "The Two Stages of an Equity Carve-out and the Price Response of Parent and Subsidiary Stock," *Managerial and Decision Economics*, Vol.12, 449-460.
- [10] Krishnaswami, S. and V. Subramaniam (1999), "Information Asymmetry, Valuation, and the Corporate Spin-off Decision," *Journal of Financial Economics*, Vol.53, 51-77.
- [11] Lamont, O.A. and C. Polk (2002), "Does Diversification Destroy Value? Evidence from the Industry Shocks," *Journal of Financial Economics*, Vol.63, 51-77.
- [12] Nanda, V. (1991), "On the Good News in Equity Carve-outs," *The Journal of Finance*, Vol.46 No.5, 1717-1737.
- [13] Powers, E.A. (2003), "Deciphering the Motives for Equity Carve-Outs," *Journal of Financial Research*, Vol.36 No.1, 31-50.

- [14] Rose, E.L. and K. Ito (2004), "On the Relationship between Japanese Manufacturing Firms and their Domestic Subsidiaries," *Asia Pacific Journal of Management*, Vol.21, 469-490.
- [15] Schipper, K. and A. Smith (1986), "A Comparison of Equity Carve-outs and Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, Vol.15, 153-186.
- [16] Slovin, M.B., M.E. Sushka and S.R. Ferraro (1995), "A Comparison of the Information Conveyed by Equity Carve-outs, Spin-offs, and Asset Sell-offs," *Journal of Financial Economics*, Vol.37, 89-104.
- [17] Vijh, A.M. (2002), "The Positive Announcement-Period Returns of Equity Carveouts: Asymmetric Information or Divestiture Gains?" *Journal of Business*, Vol.75 No.1, 153-190.
- [18] 石川博行 (2000) 『連結会計情報と株価形成』千倉書房。
- [19] 伊藤邦雄 (1999) 『グループ連結経営：新世紀の行動原理』日本経済新聞社。
- [20] 伊藤秀史, 菊谷達弥, 林田修 (2002) 「子会社のガバナンス構造とパフォーマンス：権限・責任・モニタリング」 (伊藤秀史編『日本企業変革期の選択』東洋経済新報社, 第 8 章, 235-268 頁)。
- [21] 伊藤秀史, 林田修 (1996) 「企業の境界：分社化と権限委譲」 (伊藤秀史編『日本の企業システム』東京大学出版会, 第 5 章, 153-181 頁)。
- [22] 今井賢一 (1989) 「企業グループ」 (今井賢一, 小宮隆太郎編『日本の企業』東京大学出版会, 第 6 章, 131-161 頁)。
- [23] 今井賢一, 伊丹敬之, 小池和男 (1982) 『内部組織の経済学』東洋経済新報社。
- [24] 小田切宏之 (1992) 『日本の企業戦略と組織：成長と競争のメカニズム』東洋経済新報社。
- [25] 小田切宏之 (2000) 『企業経済学』東洋経済新報社。
- [26] 久保田敬一, 竹原 均 (2007) 「Fama-French ファクターモデルの有効性の再検証」, 『現代ファイナンス』, No.22, 3-23 頁。
- [27] 小本恵照 (2001) 「子会社公開の経済分析」, 『ニッセイ基礎研究所報 (ニッセイ基礎研究所)』, Vol.19, 46-73 頁。
- [28] 小本恵照 (2003a) 「分社化と企業収益に関する実証研究」, 『経済調査レポート (ニッセイ基礎研究所)』, Vol.1, 1-18 頁。
- [29] 小本恵照 (2003b) 「グループ連結経営の進展とその促進要因に関する実証分析」, 『ニッセイ基礎研究所報 (ニッセイ基礎研究所)』, Vol.29, 116-143 頁。
- [30] 坂本和一 (1987) 「生産子会社の展開：日本電気のケース」 (坂本和一, 下谷政弘編『現代日本の企業グループ』東洋経済新報社, 第 1 章, 27-49 頁)。
- [31] 坂本和一, 下谷政弘編 (1987) 『現代日本の企業グループ』東洋経済新報社。
- [32] 日本経済調査協議会 (1989) 『リストラクチャリングの実態について』日本経済調査協議会, 1-26 頁。
- [33] 山形武裕, 國村道雄 (2003) 「わが国の会計ビッグバン期における連結情報の株価関連性の変化」『現代ディスクロージャー研究』No.4, 21-32 頁。
- [34] 山地範明 (2000) 「連結会計情報の企業価値関連性に関する実証研究」『会計』第 157 巻第 6 号, 30-42 頁。