

J-53

完全子会社化の経済分析

菊谷達弥

京都大学大学院経済学研究科

齋藤隆志

京都大学経済研究所先端政策分析研究センター

2006年9月

完全子会社化の経済分析

菊谷達弥・齋藤隆志

第1節 はじめに なぜ完全子会社化に注目するのか

ソニーは1999年にソニー・ミュージックエンタテインメントSMEなど上場子会社3社を完全子会社化する決定を行った。これを皮切りに、企業戦略としての完全子会社化は日本企業のあいだに急速に浸透することになった。たとえば同じ電機産業において、業績悪化を契機に、松下電器が2003年に関連4社を完全子会社化したことが特筆される。東証上場企業が上場を廃止した会社数は2000年から急速に増加しているが、その大部分は完全子会社化にともなうものである。その中には、親会社の完全持株会社への移行にともなう場合も含まれる。しかしまた、完全子会社化されるのは上場子会社だけとは限らない。本研究で対象とした完全子会社化の事例のうち、上場子会社は11%であり、他の大部分は公開会社ではない。このように完全子会社化されるケースは様々であるが、完全子会社化に関する研究は、これまでほとんどなされていない。完全子会社化はどのようなときに行われるのであろうか。これが本研究のテーマである。

完全子会社化というとき、二つの場合が区別されよう。もともと50%以下の株式しか所有しない関連会社を完全子会社化する場合と、すでに50%超を所有している子会社（あるいは実質的に支配している会社）の株式を100%取得する場合である。M&A調査会社レコフの統計によれば、グループ内の関連会社を買収したケースは、1990年以降、グループ内M&Aの10%前後を占めるが、このうちで買収後の出資比率が100%であるケースも確かに多い。しかしこの場合、完全子会社にすること自体の意味よりも、50%を超えて所有し支配するようになること、すなわち買収あるいは子会社化する効果の方が重要であると考えられる。ただし、100%取得するケースでは、他社に3分の1超の株式を握られないようにするために、3分の2超の株式の取得を図った結果である場合も含まれている。しかしいずれにせよ、この場合に、「完全」子会社化の効果よりも、「子会社化」がもたらす効果の方が重要であることは疑う余地がないであろう。したがって本研究においては、この場合、すなわち当初50%超の株式を握る子会社を完全子会社化する場合を対象とする。実際、完全子会社化という場合には、この定義が一般的である¹。

では、すでに支配している子会社を、親会社があえて完全子会社化する理由は何であろうか。直接的な理由はいうまでもなく、少数株主を排除して親会社による経営の自由度を高めるためである。これは次のようなインプリケーションをもつ。まず、親会社の事業と子会社事業とのシナジーが強いほど、親会社は、より子会社の経営をコントロールしたいと思うだろう。また、親会社と子会社のあいだで事業領域が重複しているとき、親会社の主導のもとに事業を調整・整理すれば、グループ全体の効率性も向上するから、やはり支配権を強めたいと考えるだろう。あるいはより直截的に、親会社の業績が思わしくない一方で、子会社の業績が好調な場合も、親会社は子会社事業を取り込もうとし、コントロールを強化したいという場合もあろう。また逆に、子会社の業績が振るわず、経営に大幅に

¹先のレコフの統計においてもこの定義が用いられている。

介入する必要があるときも、親会社は、少数株主の排除によって経営の自由度を高める必要を感じるだろう。後に述べるように経営支配を強めたいと思うケースは他にも様々であるが、とりわけ、子会社株式が公開されている場合は、完全子会社化の効果は大きい。重要な決定事項は株主総会の議決によらなければならないこと、少数株主の権利が法律・制度上保証されていること、株式市場からの評価に常にさらされていることなどのために、株式が上場されている場合は、親会社の裁量性が制約される度合いが大きいからである。また、他社に3分の1超の株式を取得されないようにするために完全子会社化される場合もある。

次に、少数株主が存在する場合、それへの配当によって経営資源がグループ外に流出してしまうという問題がある。例えば、親会社が業績好調な子会社からの配当収入を増大させようとするれば、同時に、グループ外への配当も増加してしまう。子会社の価値流出と呼ばれる問題である。逆に、子会社の配当を減らし、内部留保を厚くして成長投資に振り向けたいと親会社が望んでも、少数株主の利益を考慮して、それを抑制することもありうる²。これは親会社と子会社株主の利益相反の事例である。また、親会社が、事業が成熟した子会社から受け取る配当を増やして、成長余地のある上場子会社へ振り向けるなど、グループ内で資金を再配分しようとする場合、資金を投入される子会社の少数株主は、これにフリーライドできる。少数株主の存在は、企業グループ内資本市場の機能を阻害しうるのである³。このような場合も、やはり完全子会社化によってそうした制約から逃れることができる。

以上の2つに大別される完全子会社化の理由は、実は、株式のもつ2つの機能、すなわち経営支配権と、利益請求権に対応している。前者では、親会社と子会社少数株主のあいだの経営支配権の対立、後者では、両者のあいだの利益請求権の対立である。しかし、実際には、これら2つは明確に区別できないことも多い。親会社の利益を優先した経営支配の強化は、親会社の利益請求権と経営支配権とが一体となっている。親会社のイニシアティブによるグループ経営の強化も同様である。また、親会社と子会社株主の利益相反の問題は、子会社株主の利益請求権と、親会社の経営支配権との対立であるということもできよう。

本研究では、最初の問い「なぜ完全子会社化がなされるのか」という問題を、以上で述べたように、むしろ「どのような場合に完全子会社化がなされるのか」という問題に変換し、それに焦点を当てる。その際、親会社側と子会社側の両方の事情を考慮しながら、様々なケースを仮説化し、それを計量的に検証する。

完全子会社化について分析する意味は、次の2つに要約できよう。1つはM & Aの一形態としての性格である。周知のように、独占禁止法や商法をはじめとする法制度が整備さ

²例えば、三菱化学の上場子会社である三菱ウェルファーマの場合、多角化企業である三菱化学としては、利益を削っても製薬事業の生き残りのために、研究開発費を手厚くすることを三菱ウェルファーマに望んでいる。しかし株を売買する市場関係者の側にとっては「グループのライフサイエンス事業強化に向けた研究開発投資が利益成長より優先され、少数株主にとって投資しにくい銘柄になっていく」という（2003年12月24日の日経新聞）。またリコーは、2003年に東北リコーを完全子会社化したが、これは複写機の高速化に対応して研究開発を集中するためであるという（2003年2月2日の日経新聞）。

³ただしこうした内部資本市場はそもそも効率的な資金配分をもたらさないという説もある。こうした研究としてはSharfstein, D. and J. Stein(2000)、Rajan, R. H. Servaes and L. Zingales (2000)などがあり、それに反論する研究としてはKhanna, N. and S. Tice(2001)などがある

れるにつれて日本でもM & Aは増加したが、完全子会社化もその流れの中に位置づけることができる。M & Aは自社グループ内の企業を対象とする場合と、グループ外の企業を対象とする場合に分けられる。そして企業再編としてのグループ内M & Aの件数は、M & A全般の件数と同じような推移をたどっている⁴。本研究では完全子会社化を、当初50%超保有する子会社の株式を100%取得することと定義するが、これをグループ内M & Aの一種とみることによって、M & A研究の一分野として、完全子会社化の研究を位置づけることができる。例えば、現在、投資ファンドが行っているゴーイングプライベート（上場企業の非上場化）型の買収、あるいはMBO（経営陣による買収）などどのように異なるのか。株式会社の本質に関わる問題だけに興味深いテーマであり、本研究はそのためのステップであるともいえる。

他の1つは、企業における組織再編の一形態としての完全子会社化である。近年では、事業の多角化とともに、事業部制、カンパニー制、さらには分社化といった組織形態が目撃されてきた。また親会社単独ではなく、グループ企業全体を効率的に管理する連結経営という視点も重視されている。これらが組織形態としては分権化を目指す動きであるのに対して、完全子会社化は集権化に向けた組織再編である。これまでこうした分権化についてはいくつかの研究が蓄積されてきたが、集権化に関する分析は行われていない。本研究はそのミッシングリンクを埋める試みである。

第2節 完全子会社化の傾向

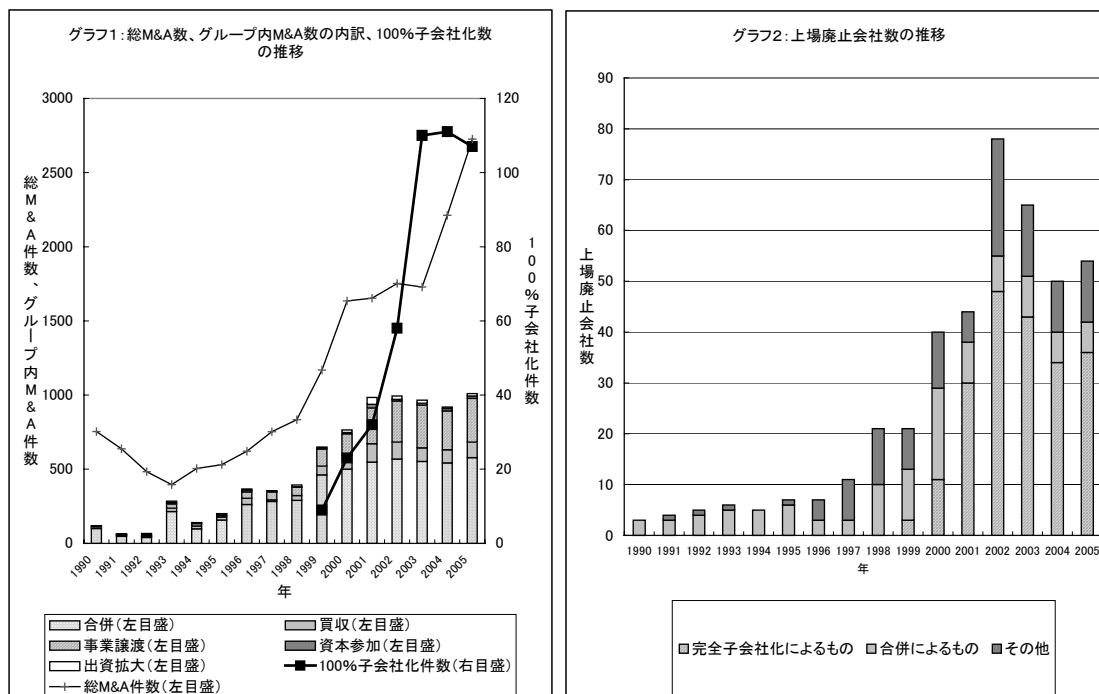
2.1 M&Aと完全子会社化の推移

完全子会社化がどのように増大しているか、その動向をM&A全体の中でみてみよう。グラフ1によれば、まず、一般的なM&A（グループ内M&Aや完全子会社化は含まない）の件数は93年以降漸増し、99、2000年は急速に増大している。グループ内M&A（完全子会社化は含まない）は一般的なM&Aの約半分くらいの件数であり、99年以降2002年まで増加している。そのあと減少に転じているが、2005年には再び増大している。完全子会社化は1999年にはごくわずかであったであったが、他のM&Aの動向と同じように、それ以降急速に増大している。そして2003年にはグループ内M&Aの約10分の1に相当する件数になっている。グループ内M&Aおよび完全子会社化は、意思決定の主体が実質的に同一とみなされるM&Aであるため、一般的なM&Aに比べて実行が容易であるが、近年におけるこれら3者の件数の動向は、基本的には一致していることが確認される。

次に上場子会社の完全子会社化についてみよう。先のソニーや松下の例に示されるように、新聞等で目に触れる例の多くが、上場子会社を対象とするものである。株式が公開されていた子会社が完全子会社化されると、その株式は上場廃止になる。上場廃止の件数とその内訳を東京証券取引所についてみたものがグラフ2である。当初は、「合併」による上場廃止が大部分であり、数的変化も少ないが、不況の深刻化にともなって「更生の申し立て」によるものが増えて（グラフ2では「その他」に含まれる）総数も1997年以降徐々

⁴ グループ内M & Aとは、グループ企業間の合併、買収、事業譲渡、資本参加、出資拡大を指す。ただし、グループ内買収とは、通常、当初50%以下の持株比率の関係会社株式を50%超保有し、子会社とすることであり、本研究における完全子会社化の定義と異なる。

に増加している。そして 2000 年以降は総数の増加も急速であり、中でも「完全子会社化」にともなう上場廃止のケースは全体の半分以上を占めるに至っている。上場子会社の完全子会社化は一種のブームになっているといえよう。



注) レコフ「マール」2006年7月号による。ただし上表の「100%子会社化件数」はレコフの定義であり、上場子会社の完全子会社化は、「100%子会社化件数」ではなく、グループ内M&Aの「買収」に含まれている。この点でわれわれの「完全子会社化」の定義と異なっている。

注) 「東証要覧」各年版による。

ここで上場子会社は、非上場の子会社と比較して完全子会社化されやすいのかという疑問が生じる。親会社の経営の自由度を高めるという目的のために完全子会社化する場合、確かに、上場子会社の方がその効果は大きいと考えられる。そこでわれわれのデータセット（親会社は製造および卸小売の上場企業に限定）において、1999年から2003年のあいだに完全子会社化されたケースについて、上場企業と非上場企業のどちらが多いかを比較してみよう。表1によれば、同期間において上場子会社の24%が完全子会社化されたのに対し、非上場の場合は20.0%である⁵。上場子会社の方が完全子会社されることが多いことは、上場企業の規模、収益性、成長性など様々な観点からその理由を考えることができるが、最も重要な点は、先に述べたように、非上場化し、少数株主を除くことによる経営の自由度の増大が、他の完全子会社化の場合よりも大きいと考えられることである。

他の要因としては、親会社と子会社株主のあいだの利益相反の解消が挙げられる。日本では、分社化の究極的なカタチが子会社株式の公開であるとされ、親会社株主との間の利益相反が指摘されながらも、子会社の上場がなされてきた。たとえば2000年末時点で、新興市場を除く株式市場への上場企業2533社のうち、275社は子会社であった。しかし完全子会社化の急速な増大は、こうした傾向に歯止めをかけている。また、上場子会社の完全子会社化にともなって、企業グループの価値総額は増大する傾向にある（飛田(2005)）。

⁵ 二乗検定では、この差は有意なものではなかった。しかし第4節で述べるように、他の変数の効果をコントロールすると、有意であることがいえる。

表1 完全子会社化率の比較1: 上場子会社と非上場子会社

		完全子会社化		完全子会 社化比率
		された	されない	
99年に上場子会社であったか	上場	24	74	24.49%
	非上場	192	766	20.04%
カイ2乗検定 検定値				1.081
カイ2乗検定 p値				0.298

2.2 制度上の変化

完全子会社化が急速に広まった背景としては、単にその必要性の増大という事情だけでなく、それを容易にする制度上の変化があった。すなわち 1999 年の商法改正で、株式交換・株式移転が認められ、金銭で子会社株式を買い集めるよりも、企業の負担が小さくなったことはよく知られている。しかしこれと並んで重要でありながらあまり強調されていないことは、株式交換によって少数株主を排除することができるようになったことである。完全子会社化の場合に限定されるが、この点で TOB とは異なっている。すなわち被買収側の一部の株主が反対しても、株主総会で過半数の出席、3 分の 2 以上の賛成があれば、強制的に株式交換が可能になったのである。ただし株式交換に反対する株主は、公正な価格で所有株を買い取るように要求する権利がある。付随するその他の制度変更としては、売却する株主には株式の譲渡益に対する課税が繰り延べるといった税制改正があった。

買収する側は、交換に用いる株式を、新株発行または自社株買いによって調達する⁶。前者の場合、株式価値が希薄化する可能性に注意すべきである⁷。この希薄化が軽微である場合、すなわち親会社に比して完全子会社化される会社の規模が小さい場合には、親会社となる会社の株主総会の決議を省略し、取締役会での議決をもって代えることができるという簡易株式交換制度（会社法第 796 条第 3 項）が認められている。ただし完全子会社化される側は、株主総会による議決が必要とされる点は変わらない。

もともと株式交換制度は、完全子会社を傘下におく純粋持株会社を設立しやすくするために設けられたものである。その方法は、まず会社支配に十分な株式数を確保し、その上でこの制度を用いて少数株主を排除するというものである。では実際に、完全子会社化は純粋持株会社の設立にともなって増加しているだろうか。言い換えるなら、完全子会社化したケースのうち、純粋持株会社への移行にともなって完全子会社化したケースの方が、それ以外の場合よりも多いのだろうか。表 2 はわれわれのデータセットによってこれを検討したものである。同表によれば、純粋持株会社への移行にともなう場合が 37.5%、それ以外の場合が 20.0% であり、確かに前者の方が多いいえる（二乗検定で 5% 水準で有意）。

表2 完全子会社化率の比較2: 純粋持株会社に移行した場合としない場合

		完全子会社化		完全子会 社化比率
		された	されない	
グループが純粋持株会社に移行したか	移行した	9	15	37.50%
	移行しない	207	825	20.06%
カイ2乗検定 検定値				4.385
カイ2乗検定 p値				0.036

⁶ たとえば松下電器は、グループ 5 社を完全子会社化するために、5 千 5 百億円の新株発行と 1 千億円の自社株買いを行うという。2002 年 1 月 11 日の日経新聞。

⁷ しかし実際に株価が下落とは限らない。株価はこの点以外に、買収先子会社の規模、成長性、収益性、親会社とのシナジー効果の大きさなどによるであろう。

第3節 どのような場合に完全子会社化がなされるか：仮説の検討

完全子会社化はどのような場合に行われるのだろうか。本節では、考えられる要因を系統的に検討して仮説を述べ、次節でその計量的検証を行う。

完全子会社化の要因は大きく次の4つに分けられよう。子会社ガバナンスに関する要因、親会社側の事業成長性・事業構造再編などの要因、子会社側の成長性・事業構造などの要因、親会社と子会社の関係のあり方による要因、企業グループ全体に関する要因がそれぞれある。

3.1 子会社ガバナンスの要因

いうまでもなく、子会社のガバナンスを担う主体としては、親会社が最も重要である。その場合、親会社の持株比率がどれくらいであるかも関係している。グループが純粹持株会社に移行するとき、ガバナンスのあり方も当然変化する。また、子会社が公開企業である場合、資本市場もガバナンスの機能を分担している。

G1「上場子会社ダミー」

子会社株式が公開されているか否かは、親会社による完全子会社化の決定に大きな影響を与える。先に述べたように、連結子会社であっても、公開会社は株式市場によるモニタリングを受ける点で、親会社のコントロール権は制約されている。Yoshimura and Kagono(1994)では、子会社への権限委譲へのコミットメントデバイスとして、子会社株式の上場を捉えている⁸。親会社が何らかの理由で子会社への経営支配を強めたいと望むとき、完全子会社化のコストが変らないならば、公開子会社の方が、より完全子会社化するメリットが大きいと考えられる。このとき同時に上場は廃止される。すでに第2節で、公開子会社の方が完全子会社化されやすいことを簡単にみたが、ここでは他の諸変数をコントロールして、その効果を確認する。すなわち公開子会社であることを示すダミー変数（上場ダミー）は、完全子会社化にプラスの影響を与えると推測される。

G2「親会社の持株比率（初期値）」

完全子会社化する前の親会社の持株比率も、完全子会社化の決定に影響を与える。われわれのデータセットでは、持株比率の平均は74.8%（メジアン75%）である。ここで、期初の持株比率の大きさは、完全子会社化にどのように作用するだろうか。一般的には、完全子会社化のメリットが同じなら、持株比率が大きいほど、親会社は完全子会社化を行いやすいと考えられる。相対的に低い追加的コストで完全子会社化が可能になるからである。ただし逆に、持株比率が低いときに、完全子会社化の必要性を感じることも考えられる。この可能性は次項で考慮する。

子会社株式が上場されている場合は、親会社の持株比率は制限される。例えば東証の上場廃止基準では、少数特定者持株数比率が75%を超えている場合がそれに該当する。したがって上場子会社であるか否かは親会社の持株比率に影響を与えるため、この効果をコントロールする必要がある。これは先の上場ダミー変数の採用によって果たされている。

⁸理論的に表現するなら、分権化を進めるために子会社化するとしても、親会社は事後的に、一旦は委譲した権限を取り戻す、すなわち経営に介入する誘惑を不断にもつ。このとき子会社株式を上場すれば、介入する誘惑を自ら抑制することができる。

G3「上場子会社で親会社持株比率が3分の2以下ダミー」

親会社の持株比率が3分の2未満である場合、他社が3分の1超を握ると、重要案件の拒否権を行使することができるようになる。こうしたリスクは、子会社株式が上場されている場合に特に大きい。したがって子会社が公開会社であり、かつ親会社持株比率が3分の2未満である場合に、完全子会社化がより実行されると考えられる。そこで、上場子会社であり、かつ親会社持株比率が(2分の1超)3分の2未満である場合を示すダミー変数を作成し、これが完全子会社化にプラスの効果を与えると想定する。

G3「グループの純粋持株会社への移行ダミー」

1997年に純粋持株会社が解禁されてから、純粋持株会社に移行する企業グループが増加している。これにともなって完全子会社化されるケースも多いことは第2節でみた通りである。純粋持株会社では、持株本社が子会社のガバナンスを担う。その持株本社の主たる収入は子会社からの配当であるから、配当収入を増やす必要性は、事業持株会社と比べてより強いものとなるだろう。また、本社と子会社のあいだに事業上の取引関係が存在しないから、こうした関係を通じたコントロールは不可能である。この面からも持株本社は、事業持株会社と比べて、持株比率を増やす必要性が高いと考えられる。そこで、グループが期間中に純粋持株会社に移行した場合を表すダミー変数が、完全子会社化にプラスの効果を与えると想定する。

ただし、企業活動基本調査では、純粋持株会社の持株本社をサンプルとしていないから、そのデータは得られない。わかるのは、期初には事業持株会社の子会社であったものが、純粋持株会社の傘下に入ったか否か、そして事業持株会社である期初の親会社がどのような属性であったかを示す変数だけである。したがって以下の2)4)で述べる、親会社と子会社の関係を表す変数、および親会社の属性を表す変数の多くは利用できないから、純粋持株会社に関する推計を行う際は、別個に行う必要がある。

3.2 親会社側の要因

親会社が子会社を完全子会社化して経営コントロールを強める必要性の大きさは、親会社自身の経営状態から導かれる経営戦略に依存する。これに関連するのは、利益の大きさという短期的指標よりも、自身の事業成長性という中期の指標であろう。事業の成長性が経営戦略策定の要であることは、例えばPPM(プロダクト・ポートフォリオ・マネジメント)の理論でも示されている。親会社は比較的多角化が進んでいると考えられるので、成長性を測る対象としては、企業全体の売上よりも本業(最大売上の事業部門)に的を絞り、その売上高を対象とする方が適切である。経営戦略との関連性という点では、この方が明確であると考えられるからである。また、親会社における事業構造の再編は、より直接的に完全子会社化に関係する。これが大規模であるほど、子会社を含めたグループレベルでの再編が進むと考えられる。

P1「親会社の本業成長性」

一般に、親会社の本業が順調に成長しているときは、一旦分権化した事業を再び本社に接近させる必要性は低いであろう。実際、たとえば松下電器の行った一連の完全子会社化は、自身の成長鈍化への危機感を契機としている。NEC、日立などの動きも同様である⁹。

⁹分社経営で知られているNECは成長性が鈍化しているが、一旦上場した2つの子会社NECソフトと

本業の成長性が低いとき、親会社は子会社の事業を含めた事業の再構築を図る必要性が高いと考えられる。ここでは、親会社の本業売上成長率を1999～2003年について4つ求め、この平均値を、本業の成長性の高さを表す指標とする。この指標は、完全子会社化に対してマイナスの効果を与えると予想される。

P2「親会社の本業の成長不確実性」

親会社にとって、本業成長率の平均的な高さだけが問題なのではない。例えばある年の成長率が高いが、翌年は落ち込むなど乱高下する場合、それが安定的な場合と比較して、親会社は事業の再構築を迫られるであろう。たとえ平均値が同じでも、こうした不安定性が大きいほど、事業上のリスクが高く、それを安定化させることが求められる。こうした場合、事業の見直しは子会社事業を含めて行われると考えられる。ここでは、先の本業売上成長率の標準偏差を事業リスクの指標とする。この指標は、完全子会社化に対してプラスの効果を与えると予想される。

P3「親会社の本業依存度の高さ（初期値）」

親会社の本業売上がどれくらいの比率を占めるかも関係する。子会社との事業上の関係がどのようなものかにもよるが、一般的に、親会社が本業に依存する程度が高いほど、子会社事業との緊密性が必要とされることが考えられる。したがって親会社の本業依存度が高いほど、完全子会社化される可能性が高いと考えられる。また、先のP1「親会社の本業成長率の高さ」とP2「親会社の本業のリスク」が完全子会社化を促す効果は、本業への依存度にも左右されると考えられる。これは、本業依存度の程度という変数が、P1とP2に関する推計におけるコントロール変数としても必要であることを意味する。

P4「親会社の事業構造再編の程度」

親会社が事業構造の再編を行うとき、子会社の事業をも含んだ形で再編を考える必要が出てくる。再編の規模が大きくなるほど、分社化あるいは完全子会社化といった、グループレベルでの再編を伴うであろう。この重要な例が再び松下電器である。松下は業績悪化に伴って大規模な早期退職を行うとともに、細分化された伝統的な事業部制を見直し、大括りな事業領域ごとに14の事業組織に再編した。これと同時に、松下通信工業など系列5社を完全子会社化した。

ここで親会社における事業構造の再編の程度を何で測るかという問題がある。例えば、この間の多角化度の変化といった指標を考える事ができよう。この指標は、仮に事業部門の数が不変でも、売上構成が変化すれば変化しうる。しかし事業構造の変化のうち、最も大きなものは、新規事業への進出、既存事業からの撤退を伴うものである。そこでこれらの程度を直接測ることのできる指標として、いわゆる構造変化指数を用いる。これは、 $(\text{新規事業への進出数} + \text{既存事業からの撤退数}) / (\text{期初の事業数} + \text{期末の事業数})$ で与えられる。この指数は進出と撤退が同時に行われるほど大きくなるから、事業領域がどの程度シフトしたか、言い換えれば、事業ポートフォリオがどの程度組み替えられたかを表している。事業に関する構造変化指数の大きさは、完全子会社化に対してプラスの効果を与えると予想される¹⁰。

NECシステムテクノロジーを、1年後の2004年に再び完全子会社化した。最近の事例では、長期的業績低迷に悩む日立は、2006年4月に日立モバイルを完全子会社化した。

¹⁰ 1990年代の事業構造変化の大きさについてはKikutani, T., H. Itoh, and O. Hayashida(2006)を参照せよ。また初期の研究としては森川正之(1998a)(1998b)が参考になる。

P5「親会社の負債比率（初期値）」

親会社の財務状態は完全子会社化にどのような影響を与えるだろうか。もし完全子会社化が、現金による子会社株式の買取で行われるならば、期初の負債比率の高さは、借入金利の上昇というかたちで資金調達コストを増加させる。このとき負債比率が高いほど、完全子会社化は難しくなるであろう。しかし実際は、多くの完全子会社化は、株式交換によって行われるために、こうしたコストは認識されていない可能性もある¹¹。この場合は、完全子会社化は負債比率に対して非感応的である可能性もある。

他方、負債比率の高さが親会社の財務的な困難さを表すとすれば、このとき親会社は、事業が好調である子会社を完全子会社とし、自らの事業を補完するために事業関係を強化したいと考えるだろう。この場合は逆に、負債比率の高さは完全子会社化を促す効果がある。以上のいずれの効果の方が強いかは、先見的には判断できない。

P6「親会社電機産業ダミー」

これまでいくつかの事例を取り上げたように、親会社が電機産業である場合、完全子会社化の事例に事欠かない。補足的な推計として、様々な要因をコントロールしてもなお、他の製造業と比べて、電機産業の方が完全子会社化が多いかを検証する。すなわち親会社が製造業である場合にサンプルを限定した場合、親会社が電機産業であるダミー変数は、完全子会社化にプラスの影響を与えると予想される。

3.3 子会社側の要因

完全子会社化の対象となる子会社側の要因も重要である。ここでは、その要因として、以上で述べた親会社側の要因と基本的に同じものを考える。ただし親会社の場合、事業成長性を本業での売上成長率で測ったが、子会社の場合は売上全体の成長率をその指標とする。完全子会社化の対象となるのは子会社のある1事業ではなく、子会社全体であるためであり、またそもそも子会社の場合、多角化度は低いと考えられる。

A1「子会社の事業成長性」

親会社が完全子会社化を公表する場合、多くのケースで親会社の事業との緊密化、意思決定の迅速化などが理由とされている。このような例では、資本関係を強化し、成長性の高い子会社を親会社の事業に組み入れることが目的とみられる。したがって成長率が高い子会社ほど完全子会社化されると予想される。

しかし他方で、これとは逆のケースも往々にして観察される。すなわち成長率の低い、時としてマイナスである子会社の経営に、救済的に介入するために完全子会社化が図られる場合がそれである。ソニーは2002年、業績低迷が続く上場子会社アイワを完全子会社とした。これは同社の再建を迅速に進めるためには、経営権をすべて握るほうが得策であると判断したためである(2002年3月1日の日経新聞)。また同じく、住友重機械工業は2003年に子会社の新日本造機を完全子会社化したが、これは外部株主を排除して、親会社主導でリストラを加速するためである(2003年2月2日の日経新聞)。こうしたケースからは、成長率が低い場合ほど完全子会社化されると予想される。われわれのデータセットでは、以上のどちらの要因の方が強いのであろうか。

¹¹ 財務理論の基本的な命題 MM理論と呼ばれる - の世界では、両者は無差別であるが、この場合にはMM理論が成り立たない世界、すなわち何らかの資本市場の不完全性を前提としている。

A2「子会社の成長不確実性」

子会社の事業リスクについても、上の A 1 と同様に、2 つの推測が成り立つ。すなわち子会社の事業リスクが小さいほど完全子会社化のメリットが大きいと考えられる場合と、逆にそれが大きいときに、親会社による介入の必要性から完全子会社化が追求される場合とである。ここでは、子会社の成長不確実性という事業リスクを、子会社売上成長率の標準偏差で測る。

A3「子会社の事業構造再編の程度」

子会社においても事業構造の再編が行われることがある。子会社の行う再編の程度が大きいほど、親会社はそうした再編をより強力に進めるために、子会社の経営をコントロールしたいと考える可能性がある。事業構造の再編の程度を、親会社の場合と同じく、事業に関する構造変化指数で表す。

A4「子会社の負債比率（初期値）」

子会社の負債比率の高さは、親会社の場合と同様に、2 つの可能性を認めることができる。すなわち期初の負債比率が低いならば、それは子会社の財務状態が良好であることを意味し、親会社にとって完全子会社化を行いやすい。他の可能性としては、逆に、期初の負債比率が高い場合、経営の健全性に問題がある可能性があり、親会社の介入強化が必要とされるかもしれない。分権化の視点からみると、親会社の 1 事業部門である場合と、分社されて法人として独立した子会社である場合との一つの大きな違いは、銀行からの借り入れが単独で行えることである¹²。子会社の負債が銀行借入れであるなら、この意味からすれば、負債比率の高さは分権化の程度を表す指標の一つとも考えられる。しかし借入れは親会社からのものである可能性もあり、両者はデータからは区別できない。いずれにせよ、子会社の負債比率の大きさが完全子会社化を促進する要因であるのか、阻害する要因であるのかは先験的には決定できない。

A5「子会社の相対規模（初期値）」

完全子会社化する必要がある子会社とは、親会社の事業との一体化によるメリットが大きいと考えられている企業である。したがってその規模はある程度大きいはずである。ただし親会社の規模も関係するから、それとの相対的な比率で大きさを考える必要がある。また、規模変数は一般的に用いられるコントロール変数であり、比率を考えることによって親会社規模も考慮されていることになる。ここでは子会社の相対規模を、子会社従業員数 / 親会社従業員数で測る。この比率の大きさは、完全子会社化にプラスに働くと考えられる。

3.4 親会社と子会社の事業関係の要因

われわれのデータセットでは、親会社と子会社の属する業種（本業業種）が与えられている。両者がどのような関係のときに完全子会社化のメリットが大きくなるのであろうか。ただしわれわれのデータセットでは、親会社（の本業）は製造業と卸小売業である場合に限定され、子会社（の本業）はこれにサービス業（金融保険、不動産、運輸、医療・福祉などを除く）が加わる。したがって親会社と子会社の産業の組み合わせとしては $2 \times 3 = 6$ だけあることになる。

¹²この点については Yoshimura and Kagono(1994)を参照せよ。

R1「親会社、子会社とも製造業の組合せダミー」

親会社・子会社とも本業が製造業である場合には、両者の間に技術的な関連性があると考えられる。ここでは親会社・子会社とも卸小売業である場合を基準にして、この場合よりも、両者が製造業である方が、完全子会社化が促されるか否かを検証する。

R2「親子会社の本業間の投入補完性」

R3「親子会社の本業間の市場補完性」

親会社・子会社とも製造業である場合には、さらに細かく技術的な関連性を捉えることができる。両者の3桁分類の業種が与えられているから、これを利用して2つの事業間の関係を、Fan and Lang (2000)の主張する投入補完性および市場補完性の概念によって捉える。これは技術的関連性を、産業連関表の投入産出係数表から導くものであり、次式で定義される。

i 業種と j 業種の投入(市場)補完性 = 産業連関表の投入係数行列において I 産業と j 産業の列(行)方向の相関係数

これによれば、2つの業種間で投入上あるいは産出上の構造が似ている場合に、2つの業種は補完的な関係にあるとみなす。市場補完性は販路補完性とも言うだろう。いずれにせよ、技術的関連性の強さは、完全子会社化にプラスの効果を与えられ考えられる。

R4「親会社が製造業、子会社が卸小売業の組合せダミー」

親会社が製造業であり、子会社が卸小売業である場合、親会社・子会社とも卸小売業である場合と比べて、完全子会社化が促されるかを検証する。

R5「親会社が卸小売業、子会社が製造業の組合せダミー」

逆に、親会社が卸小売業であり、子会社が製造業である場合、親会社・子会社とも卸小売業である場合と比べて、完全子会社化が促されるかを検証する。

R6「親会社が製造卸小売業、子会社がその他サービス業の組合せダミー」

親会社が製造業または卸小売業であり(両者をまとめて扱う)、子会社がその他産業である場合、親会社・子会社とも卸小売業である場合と比べて、完全子会社化が促されるかを検証する

3.5 企業グループの属性

企業グループレベルの組織再編も完全子会社化に影響を与えるかもしれない。われわれのデータセットでは、親会社が各年に新規に設立した子会社数、およびその時点での子会社数がわかるから、これを利用すれば、消去した子会社数を求めることができる。

S1「グループ子会社の増減に関する構造変化指数」

いわゆる選択と集中という言葉で表されるように、完全子会社化という集権化が行われる場合、同時に、関連性の低い子会社の売却、清算、あるいは子会社同士の合併などが行われることがある。逆に、本業との関連性が強い事業領域については、子会社を新規に設立・買収することもありうる。このような子会社の削減あるいは設立は、グループ全体の組織再編であり、事業の再編である。これはまた、親会社のグループ経営についての政策のあり方とみなしうる。したがって、グループレベルでの組織再編・構造変化の一環として、完全子会社化を位置付けることができるから、グループレベルでのこのような再編がなされるほど、完全子会社化も行われると推測できる。グループ子会社の削減数と設立数の両方をカウントする指標として、次式で定義される、グループ子会社の構造変化指数を

用いる。

$$\text{グループ子会社の構造変化指数} = (\text{子会社新規設立数} + \text{子会社削減数}) / (\text{期初子会社数} + \text{期末子会社数})$$

第4節 仮説の検証

4.1 使用するデータとその概要

分析の対象となるサンプルはできるだけ広くとることが望ましいが、本研究においては完全子会社化された企業だけでなく、その親会社についても財務データが必要となる。データ入手の制約から、ここでは親会社については上場企業に限定する。この限定のもとで親会社と個々の子会社のペアを特定できる統計資料として経済産業省「企業活動基本調査」（以下、企活調査と呼ぶ）がある。連結財務諸表ではグループとしての子会社しかわからないが、同統計によれば、親会社の出資比率が50%超である場合には、その値を知ることができる。したがって、期初に出資比率が50%超である子会社、そのうちで期間内に完全子会社化された企業、そしてそれらの親会社を特定化できる。この調査の対象は、従業員50人以上かつ資本金または出資金3000万円以上の企業であり、本業が製造、卸小売、それ以外のサービス業（ただし建設・不動産業、金融業等は含まない）に属する企業を対象とするものである。すべてのサービス業を対象とはしていないため、親会社は製造業または卸小売業に限定し、サービス業を除くが、子会社はサービス業を含める（ただし親会社、子会社とも第1次産業は除く）

分析の期間としては1999年～2003年を対象とする。ただし2003年は、入手可能な企活調査の最新データである。完全子会社化を行った最も早いケースに属するソニーの場合でも、マスコミへの発表こそ1999年3月であったが、実行したのは2000年1月であるため、同期間をとればほとんどの完全子会社化の事例がカバーされているといえる。

企活調査の大きな特徴は、3桁産業分類に相当する、標準化された業種分類ごとの売上額が報告されていることである。これによって、最大売上業種として定義される「本業」が特定できるから、本業売上成長率の平均値や標準偏差を求めることができる。

また、次のようにして事業構造の変化を知ることができる。すなわち、期首にない売上業種が期末に加わった場合、それを新規参入業種とみなし、逆に、期首に存在した売上業種が期末に消滅していればそれは撤退業種とみなす。これにより参入と退出の業種数がわかるから、先に定義した、事業に関する構造変化指数を求めることができる。この指数は、事業領域がどの程度シフトしたかを表している。

企活調査では、また50%超を出資するグループ子会社の総数と、新規設立子会社数が報告されている。これを次式に代入すれば、削減した子会社数を求めることができる。削減した子会社数 = 前期子会社数 - 今期子会社数 + 新規設立数（ただし少数ながらマイナスになるケースがあり、その場合はゼロと仮定した）。新規設立子会社数と、削減した子会社数を用いて、先の、事業に関する構造変化指数と同様に、グループ子会社に関する構造変化指数を求めることができる。この指数は、子会社数のネットの変化ではなく、グロスの変化の程度を表している。

以上によって、1999～2003年の期初変数と期間変数からなるクロスセクション・データが得られる。基本統計量は表3に示されている。これより、1999～2003年に行われた完全

表3 基本統計量

変数名	全サンプル					
	サンプル サイズ	平均	中央値	標準偏差	最小値	最大値
完全子会社化ダミー 期初～期末	1176	0.207	0.000	0.405	0.000	1.000
G1 99年上場子会社ダミー 期初	1176	0.094	0.000	0.291	0.000	1.000
99年上場ダミー*親電機産業 期初	1176	0.142	0.000	0.349	0.000	1.000
G2 親会社持株比率 期初	1176	74.752	75.000	15.926	50.100	99.900
G3 純粋持株会社への移行ダミー 期初→期末	1176	0.029	0.000	0.168	0.000	1.000
P1 親会社の本業売上成長率平均 期初→期末	1046	0.014	0.007	0.102	-0.322	0.711
P2 親会社の本業売上成長率標準偏差 期初→期末	1046	0.142	0.100	0.134	0.010	1.555
P3 親会社の本業依存度 期初	1176	0.703	0.718	0.235	0.207	1.000
P4 親会社の事業の構造変化指数 期初→期末	1046	0.210	0.167	0.212	0.000	1.000
P5 親会社の負債比率 期初	1176	0.610	0.633	0.192	0.063	1.331
A1 子会社の売上成長率平均 期初→期末	1176	0.029	0.004	0.124	-0.410	1.083
A2 子会社の売上成長率標準偏差 期初→期末	1176	0.169	0.109	0.289	0.009	7.253
A3 子会社の事業の構造変化指数 期初→期末	1176	0.237	0.200	0.276	0.000	1.000
A4 子会社の負債比率 期初	1176	0.739	0.773	0.235	0.107	3.194
A5 子会社の相対規模(従業員数比率) 期初	1176	0.094	0.047	0.128	0.001	0.903
R2 親子製造業*親子の本業間投入補完性 期初	1176	0.302	0.000	0.426	-0.062	1.000
R3 親子製造業*親子の本業間市場補完性 期初	1176	0.373	0.105	0.426	-0.017	1.000
R4 親会社製造・子会社卸小売ダミー 期初	1176	0.204	0.000	0.403	0.000	1.000
R5 親会社卸小売・子会社製造ダミー 期初	1176	0.109	0.000	0.312	0.000	1.000
R6 親製造卸・子会社その他サービス業ダミー 期初	1176	0.038	0.000	0.192	0.000	1.000
S1 グループ子会社数の増減に関する構造変化指数 期初→期末	1046	0.360	0.313	0.270	0.000	2.200

子会社化の比率は 20.7% であり、総数は $1176 \times 0.207 = 243$ (社) であることがわかる。レコフの調査結果では同期間の「100%子会社化」は 232 件であるが、レコフの定義では、上場連結子会社を完全子会社とする場合は、100%子会社化としてではなく、グループ内 M&A の中の「買収」に分類されている。われわれのデータをこの定義に合わせて調整すると 216 件となる。両者の間には大差がなく、われわれのデータセットのサンプルカバー率は高いといえる。

表 3 によれば、株式が上場されている子会社の比率は 9.4% であり、比較的高い。親会社が電機産業である場合に限定すると、上場子会社の比率は 14.2% となり、これを上回る。これまでの節で取り上げた事例の多くも、この場合に該当する。また親会社の期初出資比率の平均は 74.8%、中央値は 75% であり、ほぼ均等に分布している。グループが持株会社に移行した子会社は全子会社の 2.9% である。親会社の本業比率(本業売上/全売上)は平均 70.3% であり、必ずしも多角化度は高くない。親会社の本業売上成長率の期間内平均は 1.4% であるのに対し、子会社の売上成長率平均は 2.9% である点が注目される。すなわち子会社の方が約 2 倍の成長率であり、完全子会社化を含めた、親会社のグループ経営政策に重要な影響を与えていると予想される。ただし、成長率の期間内標準偏差は親会社が 0.142 であるのに対し、子会社のそれは 0.169 であり、子会社の方が高い点も併せて注目される。成長率の不安定性も子会社の方が高いのである。子会社の親会社に対する相対規模の平均は 0.094 であるが、中央値は 0.047 であり、数としては相対規模の小さな子会社の方が多。ここで完全子会社化された子会社とそうでない子会社の従業員規模を比較したところ、両者の間に有意な差は認められなかった。

4.2 推計の方法

1999 年に親会社の持株比率が 50% 超～100% 未満である子会社が、2003 年までに完全子会社とされたのは、先の要因がどのように作用しているのかを統計的に検証する。被説

明変数は、完全買収された場合を 1 とし、そうでない場合を 0 とするダミー変数である。説明変数をまとめると以下の通りであり、括弧内は予想される符号（+ は完全子会社化を増加させ、- の場合は減少させる。+ - はどちらかを予想できない場合）である。

（子会社ガバナンスの要因）

- (+) G1 「上場子会社ダミー」
- (+) G2 「親会社の持株比率（初期値）」
- (+) G3 「グループの純粹持株会社への移行ダミー」

（親会社側の要因）

- (-) P1 「親会社の本業成長性」
- (+) P2 「親会社の本業の成長不確実性」
- (+) P3 「親会社の本業依存度の高さ（初期値）」
- (+) P4 「親会社の事業構造再編の程度」
- (+ -) P5 「親会社の負債比率（初期値）」
- (+) P6 「親会社が電機産業である」

（子会社側の要因）

- (+ -) A1 「子会社の事業成長性」
- (- +) A2 「子会社の成長不確実性」
- (+) A3 「子会社の事業構造再編の程度」
- (+ -) A4 「子会社の負債比率（初期値）」
- (+) A5 「子会社の相対規模（初期値）」

（親会社と子会社の事業関係の要因）

- (+) R1 「親会社・子会社とも製造業の組合せダミー」
- (+) R2 「親子会社の本業間の投入補完性」
- (+) R3 「親子会社の本業間の市場補完性」
- (+ -) R4 「親会社が製造業、子会社が卸小売業の組合せダミー」
- (+ -) R5 「親会社が卸小売業、子会社が製造業の組合せダミー」
- (+ -) R6 「親会社が製造卸小売業、子会社がおそれサービス業の組合せダミー」

（企業グループの要因）

- (+) S1 「グループ子会社数の増減に関する構造変化指数」

被説明変数がダミー変数であるために、推計はプロビット・モデルによっている。また、G3 「グループの純粹持株会社への移行ダミー」を説明変数に加えて推計を行うときは、親会社について初期値以外はデータが得られないので、P1、P2、P4、S1 の変数を用いることはできない。そのために別に推計する。

4.3 推計結果

表 4 は、プロビット・モデルの推定結果を示している。上段の数字は限界効果、下段の括弧内の数字は z 値である。限界効果とは、他の説明変数を一定として、ある説明変数が 1 上昇すると、完全子会社化される確率がどれだけ変化するかを示すものであり、たとえば表の上段の数値が 0.100 であれば、10%ポイントの上昇をあらわす。当該説明変数が連続変数である場合は、平均値から 1 上昇したときの限界効果、また当該説明変数がダミー変数であるときは、0 から 1 になったときの限界効果である。

表4 完全子会社化についての推計結果

説明変数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	全サンプル	子会社売上 成長率がプラス の場合	子会社売上 成長率がマイ ナスの場合	全サンプル	子会社売上 成長率がプラス の場合	子会社売上 成長率がマイ ナスの場合
(子会社ガバナンスの要因)						
G1 上場子会社ダミー	0.100 (1.84)*	0.070 (0.86)	0.105 (1.46)	0.100 (1.84)*	0.066 (0.81)	0.107 (1.48)
G2 親会社持株比率(初期値、連続変数)	0.004 (5.00)***	0.005 (3.95)***	0.004 (2.98)***	0.004 (5.00)***	0.005 (3.98)***	0.004 (2.96)***
(親会社側の要因)						
P1 親会社の本業成長性	-0.443 (3.55)***	-0.438 (2.70)***	-0.335 (1.65)*	-0.448 (3.59)***	-0.438 (2.69)***	-0.348 (1.70)*
P2 親会社の本業成長不確実性	0.237 (2.46)**	0.344 (2.86)***	-0.007 (0.04)	0.249 (2.58)**	0.352 (2.91)***	0.002 (0.01)
P3 親会社の本業依存度(初期値)	0.097 (1.74)*	0.015 (0.21)	0.231 (2.80)***	0.089 (1.60)	0.004 (0.06)	0.227 (2.75)***
P4 親会社の事業構造再編の程度	0.167 (3.01)***	0.126 (1.68)*	0.222 (2.69)***	0.168 (3.03)***	0.129 (1.72)*	0.222 (2.69)***
P5 親会社の負債比率(初期値)	-0.170 (2.36)**	-0.028 (0.28)	-0.299 (2.79)***	-0.174 (2.42)**	-0.040 (0.41)	-0.298 (2.78)***
(子会社側の要因)						
A1 子会社の事業成長性	0.109 (0.90)	0.439 (3.00)***	-0.887 (2.07)**	0.113 (0.92)	0.449 (3.04)***	-0.878 (2.07)**
A2 子会社の成長不確実性	0.051 (1.05)	-0.034 (0.83)	0.186 (0.97)	0.057 (1.15)	-0.028 (0.66)	0.200 (1.05)
A3 子会社の事業構造再編の程度	0.041 (0.95)	0.049 (0.83)	-0.003 (0.05)	0.044 (1.02)	0.055 (0.93)	-0.004 (0.07)
A4 子会社の負債比率	0.124 (1.95)*	0.183 (2.00)**	-0.004 (0.04)	0.123 (1.93)*	0.186 (2.05)**	-0.007 (0.07)
A5 子会社の相対規模(初期値)	0.104 (1.04)	0.027 (0.19)	0.201 (1.54)	0.107 (1.07)	0.043 (0.29)	0.193 (1.49)
(親会社と子会社の事業関係の要因)						
R2 親子の本業間投入補完性(初期値)	0.074 (1.83)*	0.112 (1.97)**	0.042 (0.73)			
R3 親子の本業間市場補完性(初期値)				0.052 (1.52)	0.069 (1.49)	0.049 (0.95)
R4 親製造・子卸小売(期初)ダミー	0.086 (2.02)**	0.087 (1.43)	0.107 (1.79)*	0.065 (1.73)*	0.045 (0.87)	0.106 (1.93)*
R5 親卸小売・子製造(期初)ダミー	0.040 (0.81)	0.016 (0.24)	0.045 (0.64)	0.021 (0.47)	-0.017 (0.29)	0.043 (0.65)
R6 親製造卸小売・子その他(期初)ダミー	0.108 (1.40)	0.049 (0.49)	0.225 (1.87)*	0.084 (1.16)	0.008 (0.09)	0.222 (1.90)*
(企業グループの要因)						
S1 グループ子会社数の増減に関する構造変化指数	-0.000 (0.00)	0.067 (1.11)	-0.085 (1.26)	-0.007 (0.16)	0.056 (0.91)	-0.087 (1.31)
Observations	1046	552	494	1046	552	494
Log pseudolikelihood	-475.18	-236.02	-218.54	-475.78	-237.04	-218.36
Pseudo R2	0.08	0.12	0.13	0.08	0.11	0.13

上段の数値は限界効果を表す。

下段の括弧内の数値は漸近t値を表す。

*は有意水準 10%; **は有意水準 5%; ***は有意水準 1%

まず表4の「全サンプル」の列から検討しよう。これはすべてのサンプルを用いて推計した場合である。ただし「全サンプル(1)(4)」のうち、(1)は説明変数に R2「親子の本業間投入補完性」を用いた場合であり、(4)は R3「親子の本業間市場補完性」を用いた場合である。

1) 子会社ガバナンスの要因

まず、G1「上場子会社ダミー」変数はプラスで有意(10%水準)な効果をもち、上場子会社の方が、非上場企業よりも完全子会社化されやすいという仮説が支持される。これは、親会社にとって完全子会社化するメリットは、上場子会社の方が大きいこと、すなわち非上場化によって親会社は、株主総会による議決の必要、少数株主利益の尊重、資本市場による評価といった制約から解放されるメリットが大きいことを意味している。

G2「親会社の持株比率」もプラスで有意(1%水準)である。親会社の持株比率が高いほど、完全子会社化されやすいという仮説が支持される。では、親会社が3分の2未満の株式しか所有しない場合に、他社に3分の1超を握られないようにするために完全子会社化するという傾向は、本当に認められないのだろうか。これを確かめるために、親会社が3分の2未満を所有している場合を1とするダミー変数に代えて推計したが、係数はマイナ

すで有意であった。これは、3分の2超を確保するために完全子会社化されるという傾向は認められないことを意味している。

先に述べた通り、G3「純粋持株会社への移行ダミー」について推計するときは変数 P1、P2、P4、S1 を用いることはできない。そこで別に推計したのが表5である。想定通り、同変数はプラスで有意(5%水準)である。会社法の改正によって株式交換・株式移転による企業買収が認められるようになった大きな理由は、純粋持株会社への移行にともなって、子会社あるいは親会社を、持株本社の下に完全子会社化しやすくするためである。したがってこの推計結果より、純粋持株会社へ移行した場合は、そうでない場合よりも完全子会社化が多く行われることが実際に確認される。

表5 純粋持株会社化を考慮した場合の推計結果

説明変数	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	全サンプル	子会社売上 成長率がプラス の場合	子会社売上 成長率がマイ ナスの場合	全サンプル	子会社売上 成長率がプラス の場合	子会社売上 成長率がマイ ナスの場合
(子会社ガバナンスの要因)						
G1 上場子会社ダミー	0.182 (3.52)***	0.138 (1.80)*	0.168 (2.44)**	0.180 (3.49)***	0.132 (1.74)*	0.167 (2.43)**
G2 親会社持株比率(初期値、連続変数)	0.005 (5.61)***	0.005 (4.50)***	0.004 (3.28)***	0.005 (5.62)***	0.005 (4.53)***	0.004 (3.27)***
G3 純粋持株会社への移行ダミー	(2.12)**	(2.46)**	(0.72)	(2.10)**	(2.44)**	(0.73)
(親会社側の要因)						
P3 親会社の本業依存度(初期値)	0.075 (1.46)	-0.026 (0.38)	0.233 (2.99)***	0.064 (1.25)	-0.036 (0.53)	0.225 (2.90)***
P5 親会社の負債比率(初期値)	-0.133 (2.00)**	-0.051 (0.57)	-0.235 (2.35)**	-0.144 (2.16)**	-0.071 (0.79)	-0.239 (2.40)**
(子会社側の要因)						
A1 子会社の事業成長性	-0.018 (0.14)	0.362 (2.50)**	-1.162 (3.04)***	-0.013 (0.11)	0.373 (2.54)**	-1.154 (3.04)***
A2 子会社の成長不確実性	0.088 (1.52)	-0.006 (0.13)	0.204 (1.05)	0.093 (1.59)	-0.002 (0.03)	0.220 (1.14)
A3 子会社の事業構造再編の程度	0.041 (1.00)	0.036 (0.64)	0.006 (0.10)	0.042 (1.03)	0.037 (0.65)	0.006 (0.09)
A4 子会社の負債比率	0.070 (1.25)	0.129 (1.69)*	-0.050 (0.54)	0.069 (1.22)	0.129 (1.70)*	-0.052 (0.56)
A5 子会社の相対規模(初期値)	0.092 (1.01)	0.008 (0.07)	0.228 (1.75)*	0.092 (1.00)	0.008 (0.06)	0.226 (1.73)*
(親会社と子会社の事業関係の要因)						
R2 親子の本業間投入補完性(初期値)	0.080 (2.12)**	0.111 (2.08)**	0.054 (0.98)			
R3 親子の本業間市場補完性(初期値)				0.045 (1.36)	0.057 (1.30)	0.040 (0.81)
R4 親製造・子卸小売(期初)ダミー	0.111 (2.73)***	0.106 (1.82)*	0.136 (2.26)**	0.081 (2.23)**	0.058 (1.17)	0.122 (2.19)**
R5 親卸小売・子製造(期初)ダミー	0.066 (1.36)	0.066 (0.97)	0.026 (0.39)	0.039 (0.88)	0.023 (0.38)	0.015 (0.24)
R6 親製造卸小売・子その他(期初)ダミー	0.133 (1.85)*	0.053 (0.56)	0.221 (2.01)**	0.100 (1.48)	0.010 (0.12)	0.205 (1.93)*
Observations	1176	626	550	1176	626	550
Log pseudolikelihood	-564.86	-280.65	-264.27	-566.22	-282.16	-264.41
Pseudo R2	0.06	0.09	0.09	0.05	0.08	0.09

上段の数値は限界効果を表す。
下段の括弧内の数値は漸近t値を表す。
*は有意水準 10%; **は有意水準 5%; ***は有意水準 1%

2) 親会社側の要因

まず、P1「親会社の本業成長性」はマイナスで有意(1%水準)な効果を与える。仮説の通り、子会社の成長率の大きさをコントロールした場合、親会社の本業成長率が低いほど完全子会社化を行う傾向があることが認められる。親会社の本業成長性が低い場合には、この本業の事業を強化するために、子会社事業との連携を強め、より一体化することが求められると考えられる。完全子会社化はそのための手段であるとみなされる。

次に、P2「親会社の本業の成長不確実性」も、仮説通り、プラスで有意(5%水準)である。すなわち、親会社の本業成長性や子会社の成長性をコントロールしたとき、親会社の

本業成長率の不確実性が大きいほど、本業強化のために、完全子会社化も含めたグループ再編が行われるのである。先と同様に、親会社の本業の強化は、親会社単位でなされるとは限らず、グループ子会社を範囲に含めたものである点が強調されるべきである。いいかえれば、完全子会社化は、グループ全体最適をめざすものというより、親会社自身の必要性によるものであるという性格が強い。

では、こうして完全子会社化される子会社とはどのようなものであろうか。これについては、子会社の売上高成長率がプラスである場合とマイナスである場合に、サンプルを分けて推計すると興味深い結果が得られる。だが、これについては次の「子会社側の要因」の項で述べよう。

P3「親会社の本業依存度の高さ（初期値）」もプラスで有意であり（10%水準だが、後で述べる変数 R3 を用いる場合は有意でない）、仮説が支持される。親会社の本業依存度が高いほど、すなわち多角化度が低いほど、完全子会社化がなされる。本業依存度が高ければ、その事業の強化に向けて、やはりグループ単位での事業構築が追求されると考えられる。またこの変数は、上記 2 つの変数 P1、P2 を用いる際のコントロール変数としての意味ももつ。

P4「親会社の事業構造再編の程度」は、より直截的に親会社の事業再構築の程度を表す変数である。この変数の係数もやはりプラスで有意（1%水準）な効果を与え、仮説を支持する。前述のような本業の強化・再構築にとどまらず、本業以外の領域での新規への事業進出、既存事業からの撤退といった、事業ポートフォリオの再編を大きく行う親会社ほど、完全子会社化を行う傾向がある。親会社の事業構造の変化は、グループ企業とのあいだの組織再編を伴うのである。

P5「親会社の負債比率」は、マイナスで有意（5%水準）であることがわかる。これは先に仮説を検討した項 3.2 で触れた 2 つの可能性のうち、資金調達コストの方が関係していることを示している。すなわち、親会社の負債比率が低いほど、子会社完全買収のための資金調達コストが低くなり、買収しやすいものと考えられる。

親会社が電機産業に属する場合の方が、他産業と比べて完全子会社化が多くなされるかをテストするためには、サンプルを製造業に限定した方がよい。こうして推計した結果は表としては示さないが、P6「親会社電機産業ダミー」はプラスで有意（5%水準）であった。他の諸変数の効果をコントロールしてもなお、他の製造業と比べて電機産業において、完全子会社化がより多く行われる傾向がある。ソニーや松下、日立の例に示されるように電機産業において完全子会社化が目立つことは、決して特殊なケースではないことがわかる。

3) 子会社側の要因

最初に、「全サンプル」においては、A1「子会社の事業成長性」は有意ではないことがわかる。そこで、同変数がプラスの場合とマイナスの場合に分けて推計してみよう。「全サンプル」による推計では、説明変数と被説明変数との関係が非線形であるとき、係数値が有意にならない可能性があるからである。すると、表 4 の(2)(5)の列が示すように、プラスの場合は正で有意であり、(3)(6)の列が示すように、マイナスの場合は負で有意であることがわかる。すなわち、

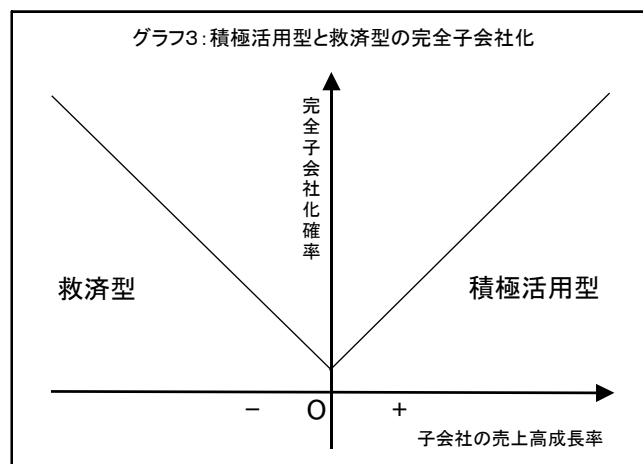
子会社の平均的な売上高成長率がプラスであれば、子会社の売上高成長率が大きいほど完全子会社化される。この場合、子会社との関係を強化し、その事業を取り込んで活用するために、完全子会社化がなされると考えられる。これは親会社による子会社事業の「積極

活用型」だといえる。

逆に、売上高成長率がマイナスであるとき、子会社の売上高成長率が(マイナスで)小さいほど完全子会社化される。この場合、親会社の強いリーダーシップのもとで事業を再建すべく、親会社による救済的な買収がなされると考えられる。したがってこれは「救済型」の完全子会社化だといえる。

以上のように、子会社の売上高成長率によって、完全子会社化には2つの異なるタイプが存在することが判明する。これを表現したものがグラフ3である。第1象限のグラフで表される関係が「積極活用型」であり、第2象限のグラフで示される関係が「救済型」である。

親会社が同一であっても、これら2つのタイプの完全子会社化が行われることもある。例えば、松下電器は、業績が思わしくない松下冷機を完全子会社化し、また携帯電話などの移動体通信を事業ドメインとして好調な松下通信工業を完全子会社化した。



また、他の変数の係数値についても、興味深い結果がみられる。それは先の、親会社側の要因についてである。P2「親会社の本業の成長不確実性」は、子会社成長率がプラスのときのみプラスで有意である(1%水準)。すなわち親会社は、自身の不安定性の強い本業を、成長性の高い子会社事業との結びつきを強化することによって挺入れするのである。「全サンプル」における推計結果は、これを反映したものと予想される。また、P5「親会社の負債比率」の係数については、子会社成長率がプラスのときは有意でないが、マイナスのときは有意(1%水準)にマイナスである。すなわち、子会社の成長率がマイナスである場合のみ、親会社の負債比率の低さが完全子会社化を促すのである。これは、親会社の財務状況を改善させる手段の1つとして完全子会社化がなされるという見方とは完全に矛盾する。逆に、親会社の財務状況が健全であり、資金調達コストが低いほど、救済型の完全子会社化がなされるのである。また、子会社の成長率がプラスの場合、親会社の負債比率が有意な影響をもたないことは、そのような場合、親会社は資金調達コストを気にせず完全子会社化を行うためと考えられる。

次に、A2「子会社の成長不確実性」、A3「子会社の事業構造再編の程度」はともに有意ではない。親会社についてのこれらの変数は有意な効果を与えたが、子会社については有意な関係は見出せない。完全子会社化は親会社の事業再編の一環として行われるのであり、子会社側の事業特性は、事業の成長性以外、完全子会社化に影響を与えないのである。

A4「子会社の負債比率」はプラスで有意(10%水準)である。負債比率が高い子会社ほど完全子会社化される。特にこの効果は、子会社の売上高成長率がプラスの場合に正で有意(5%水準)であり、マイナスの場合には有意でない。すなわち子会社が成長を維持している場合のみ、(成長率に差がなくても)負債比率の高い子会社の方が完全子会社化される傾向がみられる。親会社にとって、子会社が成長しているならば、負債比率が高くても完全子会社化しやすいことは容易に理解できるが、さらに負債比率が高いほどその対象となり

やすいことには、追加的な説明が必要である。そのような子会社の場合、親会社が関与を強めて、子会社の財務基盤を強化する必要性が高いこと、もし負債比率の高さが親会社からの借入れの大きさを意味するならば、そうした必要性がより高いこと、といった可能性を考えることができる。

A5「子会社の相対規模」はプラスであるが非有意である。規模が親会社を基準にして相対的に大きい子会社の方が、完全子会社化の対象となりやすいという傾向は見出せないことがわかる。

4) 親会社と子会社の事業関係の要因

R1「親会社、子会社とも製造業」、R4「親会社が製造、子会社が卸小売」、R5「親会社が卸小売、子会社が製造」、R6「親会社が製造・卸小売、子会社がその他サービス」の各ダミー変数は、「親会社、子会社とも卸小売」である場合をベースとしている点に注意すべきである。また R2「親子会社の本業間投入補完性」、R3「親子会社の本業間市場補完性」も、親会社、子会社とも製造業である場合に限定しており、やはり「親会社、子会社とも卸小売」である場合がベースである。これらすべての変数を推計式に加えて推計したところ、R1を入れると R2、R3 は有意でなく、逆に R2、R3 を入れると R1 は有意ではなくなる。そこで両者のうち、より推計結果が良好である後者の場合のみを表 5 に示している。

この表に示されているように、2つの補完性のうち投入補完性のみがプラスで有意(10%水準)である。投入補完性は、垂直的な技術連関性を反映した指標である。しかも、子会社成長率がプラスである場合にのみ有意(5%水準)である点が注目される。すなわち子会社の成長性が高く、かつ技術的連関性が高い子会社ほど、完全子会社化の対象となるのである¹³。

また、R4「親会社が製造業、子会社が卸小売の組合せダミー」はプラスで有意(5%水準)であり、R6「親会社が製造卸小売業、子会社がその他サービス業の組合せ・ダミー」もプラスで有意な場合がある。親会社が製造業である場合に、より多く完全子会社化が行われるものと推測できる。ただし完全買収される子会社としては、製造業以外の場合もあることに注意しなければならない。

5) 企業グループの要因

グループ全体の組織再編の程度を表す変数 S1「グループ子会社の構造変化指数」は有意な影響を与えない。この変数は子会社の設立と削減の両方を考慮しているが、グループ全体の事業構造の変化を表すものではないために、有意性が検証されなかったかもしれない。グループ全体の特性を示す別の指標を工夫する必要がある。

第5節 終わりに

いわゆる完全子会社化は、もともと連結子会社であるものを対象とする再編であり、これまで分析されることが少なかった。しかし本研究では上場子会社に限らず、より広い子会社を対象とし、どのような場合に完全子会社化されるのかについて、子会社ガバナンス

¹³ただし補完性変数の効果は、本来は、親会社、子会社とも製造である場合と比較すべきである。ここでは両者とも卸小売業である場合と比較しているため、両者が製造業であることがもたらす効果が含まれている。

に関わる要因、親会社側の要因、子会社側の要因、親会社と子会社の関係性の要因、グループに関する要因について分けて検討した。そして企業活動基本調査のデータを用いた計量分析の結果、以下のことが判明した。

完全子会社化を増加させる要因として、子会社株式が公開されていること、親会社の持株比率、純粹持株会社への移行など、子会社ガバナンスに関する要因が有意な影響を与える。また、子会社側の要因よりも、親会社側の要因が多く影響を与えること、すなわち親会社の本業成長性、本業成長不確実性、本業依存度、事業構造再編の程度、負債比率など、多くの要因が完全子会社化に有意な効果を与えていることがわかった。子会社側の要因としては、子会社の売上成長率のあり方が特に重要である。それがプラスである場合とマイナスである場合を分けて推計することによって、完全子会社化には、子会社の「積極活用型」と「救済型」の2つのタイプがあることが統計的に確認されるという興味深い結果が得られた。残された課題として重要なのは以下のようなものである。

本研究ではもともと連結子会社である場合を対象としたが、持分法適用の関連会社を完全子会社化とする場合もある。この場合と、連結子会社の場合とでは何が違うのであろうか。また、完全子会社化のような集権化と逆に、もともと完全子会社である会社への出資比率を下げる場合や、その株式を上場する場合もある。これらの場合とも比較する必要がある。これは、いいかえるなら、企業のグループ再編の多様な方法を検証し、その中に完全子会社化のケースを位置付ける作業でもある。

参考文献

- 青木昌彦(1992)『日本経済の制度分析 - 情報・インセンティブ・交渉ゲーム』(永易浩一訳) 筑摩書房。
- 青木昌彦(2001)『比較制度分析に向けて』(瀧澤弘和, 谷口和弘訳) NTT 出版。
- 平元達也(2002)「事業の多角化と企業価値」『現代ファイナス』No. 12.
- 船岡史雄(2003)「企業行動の多角化の実体とその成果 - 事業所・企業・企業グループについての実証分析」松田芳郎・清水雅彦・船岡史雄編『企業行動の変容 - ミクロデータによる接近 (講座ミクロ統計分析第4巻)』日本評論社。
- 伊藤邦雄(1999)『グループ連結経営』日本経済新聞社。
- 伊藤秀史・林田修(1997)「分社化と権限委譲 - 不完備契約アプローチ」日本経済研究センター『日本経済研究』No.34、pp.89-117。
- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修(1997)「日本企業の分社化戦略と権限委譲 - アンケート調査による分析」『通商研究レビュー』第10号。
- 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』第8章、東洋経済新報社。
- 宮島英昭・稲垣健一(2003)「日本企業の多様化と企業統治 - 事業戦略・グループ経営・分権化組織の経済分析」財務省財務総合研究所。
- 森川正之(1998a)「新規事業への進出と既存事業からの撤退」通商産業研究所ディスカッションペーパー #98-DOJ-87。
- 森川正之(1998b)「親会社の事業展開と子会社の事業展開 - 日本企業の多角化・集中化の要

因と効果に関する実証分析」『通商研究レビュー』第11号。
小田切宏之(1992)『日本の企業組織と戦略』東洋経済新報社。
小沼 靖(2002)『日本企業型グループ・リストラクチャリング』ダイヤモンド社。
レコフ(2006)「M&A 専門誌マール MARR」2006年7月号。
下谷政弘(2006)『持株会社の時代』有斐閣。
飛田 努(2005)「アナウンスメントによる株価変動」『月刊 資本市場』2005年10月号。

Berger, Philip G., and Eli Ofek(1999), “Causes and Effects of Corporate Refocusing Programs,” *Review of Financial Studies* 12(2): 311–45.
Berger, Philip G., and Eli Ofek(1999), “Causes and Effects of Corporate Refocusing Programs,” *Review of Financial Studies* 12(2): 311–45
Denis, David J., Diane K. Denis, and Atulya Sarin(1997), “Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification,” *Journal of Finance*, LII(1): 135–160.
Fan P. H. J. and L., H. P. Lang (2000)“Measurement of Relatedness: An Application to Corporate Diversification,” *The Journal of Business*, Vol.73, No.4 629-660.
Itoh, Hideshi (2003), “Corporate Restructuring in Japan Part I: Can M-Form Organization Manage Diverse Businesses’ *Japanese Economic Review* 54: 49–73.
Khanna, N. and S. Tice(2001),”The Bright Side of Internal Capital Markets” , *Journal of Finance*, 56, pp.1489-1531.Fan P. H. Joseph and Larry, H. P. Lang (2000)“The Kikutani, T., H. Itoh, and O. Hayashida(2006)“Business Portfolio Restructuring of Japanese Firms in the 1990s : Entry and Exit Analysis,” in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima, eds *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, forthcoming from Oxford University Press.
Rajan, R. H. Servaes and L. Zingales (2000) ”The Cost of Diversity : Diversification Discount and Inefficient Investment,” *Journal of Finance*, 55, pp.35-80.
Sharfstein, D. and J. Stein (2000) ”The Dark Side of Internal Capital Market, Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment”, *Journal of Finance*, 55(6), 2537-64.
Yoshimura, N. and T. Kagono (1994) ”Externalization of Organizations,” paper presented at the Mitsubishi Bank Foundation International Conference on ‘ New Imperatives for Managing in Revolutionary Change.’