

修士学位論文

題 名

完全子会社後の子会社のパフォーマンス・ス
タディ

頁 1 ～ 4 1

指導教員 松田千恵子先生

平成 2 9 年 1 月 1 0 日提出

首都大学東京大学院
社会科学研究科経営学専攻

学修番号 1 5 8 7 7 2 2 2

氏 ふりがな 名 のむらひろのぶ
野村拓治

目次

1 はじめに.....	3
2 先行研究.....	3
2-1 M&A 全体の研究.....	4
2-1-1 M&A の取引形態.....	4
2-1-2 M&A の研究サーベイ.....	5
2-2 非上場化の理由.....	6
2-2-1 戦略的非公開化を実施する理由.....	6
2-2-2 株式非公開化の決定要因.....	7
2-2-3 親会社の子会社の株を再取得する理由.....	8
2-2-4 親会社の子会社を完全子会社化する動機.....	9
2-2-5 親子上場廃止した子会社の特徴.....	10
2-3 上場企業の株主が変化した後のパフォーマンス.....	11
2-3-1 上場廃止以外で親子上場を解消した元子会社のパフォーマンス.....	11
2-3-2 被買収企業のパフォーマンスに関する研究.....	11
3 仮説設定.....	13
3-1 バリュアアップ仮説.....	14
3-2 低収益性隠し仮説.....	14
4 リサーチデザイン.....	15
4-1 財務情報の収集.....	15
4-2 完全子会社化した親子上場を廃止した企業（サンプル企業）とコントロール企業の特長.....	16
4-3 財務データ分析方法.....	17
4-3-1 財務パフォーマンスの検定と仮説の説明変数.....	17
4-4 企業行動情報の収集.....	17
4-5 企業行動の分析方法.....	18
5 財務パフォーマンス分析結果.....	18
6 企業行動の分析結果.....	19
6-1 人事発表.....	19
6-2 設備投資.....	19
6-3 事業譲受、事業移管、親会社がグループ外企業を買収し事業譲受、事業売却、事業譲渡、事業撤退、子会社清算、事業統合.....	20
6-4 グループ外会社に出資、グループ外企業と業務提携、グループ外会社買収.....	21
6-5 販売製品拡充、販売促進、販売チャネル拡大、グループ会社と事業会社共同設立、販売先拡大.....	22
6-6 海外進出、営業拠点拡大.....	23
6-7 公募増資.....	23

6-8 採用活動、人事制度、人事情報統合	23
6-9 機能統合、研究部門統合、本社移転、管理部門集約、組織再編	24
6-10 リストラ、資産売却	24
6-11 購買機能一元化	24
6-12 操業一時停止、操業再開	25
7 財務パフォーマンスの分析結果と企業行動の関係	25
8 結論	26

1 はじめに

本研究は、我が国において上場している親会社が、上場している子会社を完全子会社化した後の財務パフォーマンスを分析する。また、完全子会社化した子会社の企業行動を分析し、企業行動と財務パフォーマンスの関係を確認する。本研究の目的は、上場していた子会社が上場している親会社の完全子会社化により買収された後の財務パフォーマンス変化の実証を通じて、子会社が完全子会社化によりどのように変化するか示唆を得ることである。

本研究の意義は、二点である。第一に、M&Aにより被買収企業となった企業の買収後の財務パフォーマンスを分析することで、発表時の目論見通りの成果を挙げているか否かを明らかにする。買収から数年後の結果を検証することで、完全子会社化した子会社が親会社に対して企業価値向上について貢献できているか明らかにする。

買収は親会社の資金や株式によって実行される。子会社は、親会社の株主に対して、一つの事業会社として投資家に対して価値向上をコミットメントしている。子会社を完全子会社化することで、上場子会社が上場していた時以上の成果を期待されている。本研究では、被買収企業の財務パフォーマンスについて分析することで明確化を試みる。

第二に、本研究は、日本では初めての非上場化した被買収企業の財務パフォーマンスの実証研究である。日本では、被買収企業の財務パフォーマンスの本格的な研究は、野瀬・伊藤

(2012)の上場を維持してバイアウト・ファンドが買収した実証研究など限られている。非上場化した被買収企業を対象とした研究は、財務情報の入手が困難であることから研究の対象とされてこなかった。本研究では、財務情報の開示を義務付けている法律に注目し、会社法、建設業法で開示を義務付けている資料を入手することで検証を実現した。

本稿の構成は、第2節では先行研究を概説する。第3節では、本研究の仮説を説明する。第4節では、分析に使用するデータと分析方法を説明する。第5節では、財務パフォーマンス分析結果を提示する。第6節では、企業行動の分析結果を提示する。第7節では、財務パフォーマンスの分析結果と企業行動の関係を提示し、第8節で結論をまとめる。

2 先行研究

上場企業の非上場化に関する研究は、企業買収が盛んな米国を中心に行われている。日本においてもM&Aの事例が増えるにつれて研究が行われるようになった。まずは、非上場化を含む企業買収等に関する先行研究を概観したうえで、非上場化の先行研究に焦点を当てる。そのうえで、非上場化に至る手法は①他社買収、②MBO、③持株会社化、④親会社による子会社買収などと類型化できる。本研究では、もっぱら④を取り扱う。それに関する先行研究は、M&Aの取引形態ならびにM&Aの研究サーベイで、M&Aの研究手法とM&Aの効果を確認した後、非上場化の理由として、戦略的非公開化を実施する理由、株式非公開化の決定要因、親会社が子会社の株を再取得する理由、親会社が子会社を完全子会社化する動機、親子上場廃止した子会社の特徴を確認し、株主が変化した時のパフォーマンスについて、上場企業の株主が変化した後のパフォーマンスを検証した上場廃止以外で親子上場を解消した元子会社のパフォーマンス、バイアウト・ファンドが大株主に変化した後の被買収企業のパフォーマンスについて確認する。

2-1 M&A 全体の研究

2-1-1 M&A の取引形態

井上・加藤（2006）が、上場企業間の M&A の取引形態は、①合併、②株式交換、③株式移転、④株式譲渡、⑤営業譲渡、⑥増資の 6 つを説明している。①合併は、2 社以上の企業が 1 つの法人格に統合する取引であり、合併企業の 1 社が存続会社、その他が消滅会社となる。消滅会社の株式は、合併日に存続会社の株式になる。いずれの合併企業も存続会社としない新設合併もあるが、手続きが煩雑で上場企業がこの方式を使用することはないと述べている。②株式交換、③株式移転は、1999 年 11 月に施工された改正商法で導入された取引形態である。株式交換は、一方の会社が他方の会社の子会社となる取引で、完全子会社となる企業の株式は完全親会社の株式とされるため、親会社株式を買収対価とした 100%買収スキームとなっている。株式移転は、持株会社（完全親会社）を設立するための取引であり、完全子会社となる企業の株式は完全親会社に移転し、完全子会社の株主は完全親会社の株式の割り当てを受けることで、完全親会社の株式となる。株式交換と株式移転は、取引後の組織構造の面では、それぞれ合併と異なるが、複数の当事会社の経営支配権が 1 社の経営陣に移転される点と、上場継続する企業は 1 社となる点で合併と類似した性格の取引である。①合併、②株式交換、③株式移転の 3 つの取引は、いずれも株式の交換による企業結合であり、基本的には買収企業が、自社（または新設持株会社）の株式を買収対価に、買収対象企業の株式を取得する株式対価買収である。買収対象企業の株式については、当事会社の経営陣同士が合意し、株主総会で承認を受ける合併比率により割り当てられる買収企業の株式数が決定することから、合併比率は、買収企業による買収対象企業の株式の買収価格という性格を持つ。④株式譲渡は、買収企業が買収対象企業の株式を現金で取得する取引を指し、もっともシンプルな買収形態である。M&A は、買収対象企業の経営支配権獲得を目的とするため、買収企業は少なくとも買収対象企業の株主総会における特別決議事項の拒否権確保に必要な買収対象企業株式の 3 分の 1 超を取得することが通常である。一方、上場企業の発行済株式の 3 分の 1 超を獲得するためには、証券取引法に基づき TOB によらなければならない。また、買収対象企業株式の 3 分の 1 を超えて、一定期間内に 5% 超の株式取得を行う場合も TOB によらなければならないことから上場企業間の株式譲渡による M&A は、実質的には TOB によらなければならない。TOB は、買収企業、買収対象企業のいずれの株主総会の承認も必要ないため、①合併、②株式交換、③株式移転の 3 取引に比較して短時間で終了する特徴がある。⑤営業譲渡は、特定の事業や資産の現金による買収を指すが、この取引形態は事業部門など一部事業の譲渡で使用されることが一般的である。⑥増資は、買収対象企業の増資を引き受けることにより経営支配権を獲得することであるが、増資資本は買収対象企業の内部にとどまりその株主には分配されない。買収対象企業の株主は、買収企業からの買収価格の提示を受けないことから他の取引形態とは大きく性格が異なるので、米国でも通常は、M&A 研究対象となっていないことを指摘している。

2-1-2 M&Aの研究サーベイ

井上・加藤（2006）は、米国と日本における M&A の研究サーベイを行い日本における M&A が米国型に近づきつつある中で、米国における株価効果の要因に関する主要仮説とその検証結果が、日本においても当てはまるか明らかにしている。

M&A 実施の背景として、①シナジー効果、②経営改善効果、③株式市場の動向を挙げ、実際の M&A においては、この3つの動機が混在して動機の特定化は困難とし、それぞれの動機が真実の一側面を捉えていると受け止めるべきと指摘している。

M&A の経済性の分析方法として、株価効果研究のイベント・スタディと財務効果研究のパフォーマンス・スタディを挙げ、イベント・スタディは、短期間の成果を測定する短期株価効果と長期間の成果を測定する長期株価効果に分けている。短期株価効果は、M&A の実現する経済効果の分析手段として適切な方法であることを支持しているのに対して、長期株価効果研究は、長期のリターンに存在するバイアスやノイズが大きいため明確な結果は得られていないことを明らかにした。また、イベント・スタディとパフォーマンス・スタディの結果は必ずしも一致していないことから、今後の課題として、個別のケーススタディにおいて、株価と買収成果の関連性を分析することが有効な解明手段であると指摘している。

日本における M&A の株価効果は、短期株価において、プラスの超過リターンを報告しているが、日本特有の現象として、大きな買収プレミアムが常に払われているわけではないことを明らかにし、その原因は、買収価格の違いが買収企業と買収対象企業の株主間の富の分配が異なっていることあることを指摘している。

また、日本における M&A のパフォーマンス・スタディは、合併により収益性や成長性の大幅な改善に寄与していなく、M&A 発表時の株価効果と M&A 後の収益性や成長性の変化との関連性は明らかになっていないことを明らかにし、今後の重要な研究分野として、イベント・スタディの結果とパフォーマンス・スタディの結果のクロスセクション分析が必要であると指摘している。

M&A の株価効果に影響を与える要因に関する主要仮説①買収対価の支払手段、②敵対性・コンテスト、③経営改善効果、④事業関連性、⑤外部モニタリング効果、⑥買収プレミアム、⑦関係会社間 M&A を日本では事例・研究が少ないことを前提として比較分析を行っている。①買収対価の支払手段は、米国では、株式買収は、現金買収と比較して、買収企業の株価が下がることを明らかにした。これは、株式買収の実施が市場に対して株価が割高であることのシグナルサインとなっているからである。日本では、上場企業をターゲットにした TOB はすべて現金対価買収であることから買収企業の株価に対する有意な影響を確認できていない。②敵対性・コンテストは、米国では、コンテスト型の M&A は、過剰支払いにつながっていることを明らかにし、日本では、コンテスト型の M&A は例外であり、分析対象となっていないことを明らかにした。③経営改善効果は、米国では、M&A が経営改善効果を期待できる取引は、高い株価効果となっていることを明らかにし、日本では、M&A は生き残りの厳しくなった企業の救済手段として使用されており、経営改善効果が株主価値の増大要因になっていないことを明らかにした。④事業関連性は、米国では、水平型・非水平型で明確な株価効果の差は確認できていないことを明らかにし、日本では、1998 年以降の日本の M&A ブームは、成熟産業における水平型

が中心であり、水平型での買収において有意なプラスの株価効果があることを明らかにした。⑤外部モニタリング効果は、米国では、買収企業の経営者持株比率と株価効果は正の相関関係があることを明らかにし、日本では、1986年以前においては、メインバンクのモニタリング効果を確認できるがそれ以降は銀行によるモニタリング効果を確認できていない。また、誰がモニタリングの役割を担っているか不明であると指摘している。⑥買収プレミアムは、米国では、買収プレミアムは、買収企業の株価効果と負の相関性があることを明らかにし、日本では、買収プレミアムは、米国より小さいが、買収企業の株主価値には負の影響を有することを明らかにした。⑦関係会社間 M&A は、米国では、親子間合併でも株主間の富の移転はないことを明らかにし、日本では、関連会社間の比率は高いが、株価効果への影響は確認できないことを明らかにした。

また、日本の M&A の実態を米国の M&A と比較して、救済型 M&A や企業グループ内取引が多い一方で、敵対的 M&A や純粋な財務目的の M&A がほとんど存在してなく、1つの会社をめぐる買い手候補同士の競争はほとんど存在しないことを指摘している。また、経営改善効果と企業グループの問題について、企業がステークホルダーと信頼関係を重視する日本では、会社支配権市場による経営改善の経済ベネフィットは小さいが、一方で非効率な経営に対しては関係会社やメインバンクが早期に介入を行うモニタリング・システムを発展させてきたと指摘している。

救済型 M&A の定義は確定したものではなく、Kang, Shivdasani, Yamada (2000) は、新聞報道で救済目的と報じられたものを救済型 M&A と分類しているに対して、井上・加藤 (2006) は、①新聞報道で救済目的と報道されている、②買収対象企業が取引発表直前3期中2期以上の会計年度で当期利益赤字または営業利益赤字の場合、③取引発表時点で無配状態かつ翌期に復配見通しのない場合、④単独では経営再建が困難となった企業の救済目的の取引のいずれかに該当する M&A としている。

2-2 非上場化の理由

2-2-1 戦略的非公開化を実施する理由

野瀬・伊藤 (2009a) は、戦略的非公開化を現経営陣（オーナー）を含む特定の株主に株式が集約される方向で行われる非公開化を戦略的非公開化と定義し、2007年12月初旬までに日本国内で実施された該当する非公開化案件の検証を行った。検証仮説①エイジェンシー・コスト削減仮説、②アンダーバリュー解消仮説、③富の移転仮説を、サンプル企業数25社に対して、コントロール企業を東証33業種分類が等しく、非公開化を行った直前の決算期における総資産額が最も近い企業をコントロール企業として検証した。検証方法は、①エイジェンシー・コスト削減仮説の説明変数を FCF/時価総額、手元流動性比率、Q レシオ、②アンダーバリュー解消仮説の説明変数を PBR、出来高回転率、③富の移転仮説の説明変数を会社関係者持ち株比率として、平均値の差を t 検定、中央値の差を Wilcoxon signed rank test にて検定した。分析結果は、平均値の比較で、FCF/時価総額、手元流動性が 5% 有意で高く、Q レシオが 10% 有意で低かった。その他の指標では有意ではなかった。また、中央値の比較では、手元流動性比率が 10% 有意で高く、Q レシオが 10% 有意で低かった。よって、戦略的非公開化企業は、キャッシュリッ

チ、再投資機会不足という特徴を有し、これらを起因として生じるエイジェンシー・コストの解消仮説を支持し、アンダーバリュー解消仮説や富の移転仮説を支持しないことを明らかにした。

2-2-2 株式非公開化の決定要因

野瀬・伊藤（2011）は、非公開化実施企業の財務面や株式所有構造面での特徴について、現在の経営陣・オーナーの持ち株比率が上がる方向で株式が集約される非公開化を戦略的非公開化、親会社の売却需要（子会社切り離し）、オーナーの売却需要（事業承継）を親会社／オーナーEXIT型と定義して検証を行っている。検証仮説①エイジェンシー・コスト削減仮説、②節税効果仮説、③アンダーバリュー解消仮説、④価値の移転仮説として、サンプルとなる非公開化した企業を戦略的非公開化50社¹、親会社／オーナーEXIT型25社²に分類して、東証33業種分類が等しく、非公開化を行った直前の決算期における総資産額が最も近い企業をコントロール企業として検証した。検証方法は、①エイジェンシー・コスト削減仮説の説明変数をFCF／時価総額、手元流動性比率、②節税効果仮説の説明変数を有利子負債依存度、③アンダーバリュー解消仮説の説明変数をPBR、出来高回転率、④価値の移転仮説の説明変数を会社関係者持ち株比率、買収プレミアム、非公開化直前6ヶ月の株価変動、非公開化直前半期の営業利益変動（対前年同期比）として、各指標に関してサンプル企業とコントロール企業との差（数式1）を求め、平均値の差についてt検定、中央値の差についてWilcoxon signed rank testにて検定し、非公開化の対応（戦略的非公開化型、親会社／オーナーEXIT型）ならびにバイアウト・ファンドが参画したかどうかでサンプルを二分して行うこととし、両者の違いの検証を行った。

数式 1 差＝サンプル企業の指標・コントロール企業の指標

分析結果は、第一に、戦略的非公開化の対象となった企業では、FCF／時価総額、手元流動性比率、PBRの平均値および中央値が有意な結果となった。戦略的非公開化実施企業には、キャッシュリッチ、株価が割安という特徴がみられる。これらの指標は、株主間もしくは経営陣と株主との間で費消されるエイジェンシー・コストの多寡、ならびにアンダーバリューの度合いを示す説明変数と位置付けられることから、戦略的非公開化は、エイジェンシー・コストの削減、アンダーバリューの解消が動機と考えられる。親会社／オーナーEXIT型では、FCF／時価総額が概ね一貫して負の有意性（戦略的非公開化とは逆）を示した。親会社／オーナーEXIT型のサンプルでは、エイジェンシー問題は深刻とはいえ、買収者は株価水準訂正（アンダーバリューの解消）と節税効果というバリューアップに期待して非公開化を行うと考えられる。

第二に、被買収企業の特徴はバイアウト・ファンドの参画の有無で異なっていた。バイアウト・ファンドが参画しないサンプルでは、FCF／時価総額、手元流動性比率は、一貫して高い傾向を示し、PBRは負（割安）の傾向を示した。ファンド不参画案件では、キャッシュリッチ、株価が割安という特徴が顕著である。非公開化は内部情報を持つマネジメントがエイジェンシ

¹ うちバイアウト・ファンド参画22社、バイアウト・ファンド不参画28社

² うちバイアウト・ファンド参画25社、バイアウト・ファンド不参画0社

一・コストの削減とアンダーバリューの解消に向けて自ら乗り出したものと解釈される。ファンド不参画サンプルでは直前の利益水準低下が観測されており、マネジメントにとって直近の業績低迷が非公開化という重大な決断の最後の一押しとなったことを明らかにした。バイアウト・ファンド参画サンプルでは、PBR が割安と判断されるもの傾向は弱く、キャッシュリッチとも言い難いと指摘している。これらの特徴に関する解釈を非公開化の取引自体は、エイジェンシー・コストの削減、アンダーバリューの解消が動機となって行われており、この動機はMBOに踏み切る経営陣やバイアウト・ファンドに共通であると指摘している。ただし、戦略的非公開化実施企業の一部では改善が期待されるエイジェンシー・コストやアンダーバリュー度が大きく、融資や出資に対するリスクが小さいため、バイアウト・ファンドの支援がなくても買収が可能であったと思われる。この場合、買収資金は自己資金や銀行借入、メザニンで調達されることが多い。バイアウト・ファンド不参画案件は、会社関係者持ち株比率が優位に高いが、これは、会社関係者の資金力が強いことのためであり、バイアウト・ファンド不参画サンプルは、バイアウト・ファンドが参画しなかった案件ではなく、参画できなかった案件であることを明らかにした。バイアウト・ファンドが参画した戦略的非公開化サンプルでは、キャッシュリッチ、アンダーバリューの度合いが強いとはいえない。また、ファンドが参画した案件では会社関係者持ち株比率が有意に低く、会社関係者の資金力や支配力が弱いことを明らかにした。この場合、銀行借入、メザニンだけで非公開化を実施できず、バイアウト・ファンドなどさらにリスクをとれる主体が参加することで非公開化が実現していると述べている。親会社／オーナーEXIT型での承継は資金力に乏しいサラリーマン経営者であることが多く、銀行などデットプロバイダーにとって単独支援はリスクが高いのではと指摘している。バイアウト・ファンドには、サラリーマン経営者のような資金力も支配力も乏しい者に対してもリスクマネーを提供し事業承継を実現させる機能があることを明らかにした。また、バイアウト・ファンドはリスクの見返りとして節税効果によるバリューアップを期待していることを明らかにした。

第三に、価値の移転仮説について、バイアウト・ファンド不参画案件では、会社関係者持ち株比率が有意に高かった。これらのサンプル群では買収プレミアムが有意に低いことも判明している。直前に営業利益が減っている点も明らかになった。このため、バイアウト・ファンド不参画案件において、買収時、支配株主が少数株主に強圧性を発揮し、安値で株式を取得した可能性は否定されない。ただし、同時期の株価は、有意に下落しておらず、非公開化にあたって故意に株価が操作されたような現象は観測されなかった。バイアウト・ファンド不参画案件での低買収プレミアムは足元の業績低迷ゆえの保守的判断で、大幅減益が重大な決断である非公開化を後押ししたことを明らかにした。その際、買収プレミアムが保守的に設定されたため、結果的に既存少数株主への配分が減った可能性は残る。低買収プレミアムという傾向はバイアウト・ファンド不参画案件で観測される事象であり、ファンドが少数株主から価値を移転させているとは認められないことを明らかにした。

2-2-3 親会社の子会社の株を再取得する理由

Kimberly Gleason, Jeff Madura, Anita K. Pennathur (2006)は、1991年～2002年間の米国での事例をもとに株価による検証を行い、親会社の子会社の株を再取得する理由をあきらかにした。検

証仮説①Partial versus full reacquisition. (一部分買い戻し VS すべて買い戻し (完全子会社化))、②Recent performance. (直近のパフォーマンス)、③Relative size of the unit. (子会社の時価総額と親会社の時価総額との比較)、④Debt ratio of the unit. (子会社の総資産に対する有利子負債割合)、⑤Time from carve-out to reacquisition. (子会社上場発表から子会社の買い戻しまでの日数)、⑥Unit cash holdings. (子会社の現金保有割合)、⑦Relatedness of unit to parent. (親会社と子会社の業種関連性)、⑧Unit run-up. (子会社の株価向上)、⑨Parent run-up (親会社の株価向上)、⑩Hot (1999年～2000年のインターネットバブル株価バブルの影響)、⑪Litigation (訴訟)として、Thomson Financial SDC Global New Issues Database and Mergers and Acquisitions database を利用して対象企業を抽出し株価パフォーマンスと財務パフォーマンスを検証した。検証は、①親会社が子会社の株を再取得することを発表した全平均、②親会社が子会社の株を部分的に取得した事例、③親会社が子会社の株を完全に取得 (完全子会社化) した事例に分けて実施している。

結論として、親会社が子会社の株を再取得する理由は、グループ会社間の公にされていない情報から子会社の株価が過小評価 (割安) されていることであると明らかにした。また、子会社の業績が悪くなると、子会社を再度合併させて業績改善を行おうとしていることを見受けることができた。親会社による子会社の株式再取得のニュースに好感し、親会社、子会社ともに株価は上昇する結果となった。その中でも、親会社の事業が関連している子会社の完全子会社化のニュースにより株価が一番上昇した。子会社が現金を持っていない、ROI と子会社の株価が低いときも子会社の株価が上昇する結果となった。親会社と子会社が再合併してから、親会社の18か月以上にわたる長期保有リターンは、全平均では取得価格を下回る。ただし、完全子会社化した時の長期保有リターンは、良好であることを明らかにした。つまり、子会社の株を部分取得した時の長期保有リターンは、取得価格を下回っている。子会社合併による長期保有リターンは、親会社が子会社を再度統合した度合い (株の取得割合) によることを明らかにした。

2-2-4 親会社が子会社を完全子会社化する動機

大坪・三好 (2008) は、1999年～2004年に日本における上場子会社を完全子会社化する動機をあきらかにした。日本においては、1999年の商法改正により株式交換制度が開始され、この制度が日本における親会社による子会社の株を再取得するきっかけを作ったと指摘している。検証仮説①情報の非対称性仮説、②リストラクチャリング仮説、③低成長仮説、④利害対立仮説、⑤敵対的 M&A 仮説として、1999年度から2004年度までに子会社を対象として株式交換による完全子会社を実施した企業で親会社が上場している企業を Japan Corporate Watcher および日経テレコンを用いて抽出して検証した。検証方法は、①親会社の株価と子会社が上場していれば子会社の株価を用いたイベント・スタディ、②完全子会社の対象となった上場子会社と完全子会社の対象となっていない上場子会社を用いてプロビット分析を行っている。

結論として、イベント・スタディについては完全子会社化の実施というアナウンスメントに対して親会社・上場子会社ともにプラスの反応を示すものの、その反応は交換プレミアムやその後のリストラクチャリングの有無によって著しく影響を受けていることが明らかになった。

特に、株式交換の実施日から1年以内にリストラクチャリングを実施するケースについては、親会社のみ株価が有意にプラスに反応することが明らかになった。また、交換プレミアムの影響の少ないグループにおいて上場子会社の株価が少なくとも有意にプラスの結果を得ることができなかった。これらの結果により、リストラクチャリング仮説、低成長仮説、利害対立仮説が支持された。同時に、情報の非対象性仮説および敵対的 M&A 仮説については支持する結果を得ることができなかった。プロビット分析の結果については親会社と同業種に属し、親会社との取引関係が強く、役員の兼任・派遣があり、配当額の低い上場子会社ほど、完全子会社化されるという結果を明らかにした。この結果からリストラクチャリング仮説と利害対立仮説を支持した。一方、低成長仮説と敵対的 M&A 仮説については支持しないことを明らかにした。

2-2-5 親子上場廃止した子会社の特徴

松田（2014）は、2005年から2012年に発生した非上場化企業を対象に、親子上場廃止した子会社の特徴を明らかにしている。検証仮説①低資産効率仮説、②低成長仮説、③利害対立解消仮説、④リストラクチャリング仮説、⑤低収益性仮説、⑥子会社成長取り込み仮説として、レコフ M&A データをもとに子会社株式取得取引に該当するものを子会社の非上場化とし、親会社を有価証券報告書の関連当事者情報において親会社と明記されている企業とし、その会社が上場会社であれば上場親会社とし特定できた親子上場廃止した会社 89 社を検証している。検証方法は、特定したサンプル企業 89 社に対して、上場維持状態にあるサンプル企業と同業種分類、かつ総資産額が近い企業をコントロール企業として特定し、①低資産効率仮説の説明変数を ROA、ROE、棚卸資産回転期間及び流動資産回転期間、②低成長仮説の説明変数を総資産成長率、固定資産増加率、自己資本成長率、売上高成長率、フリーキャッシュフロー成長率、③利害対立解消仮説の説明変数を配当性向、内部留保や売上高に対する配当額の比率、現預金の蓄積状況、④リストラクチャリング仮説の説明変数をインタレスト・カバレッジ、一株当たり当期純損益、⑤低収益性仮説の説明変数を営業利益率、当期純利益率、一株当たり当期純損益の値、物件費の値、⑥子会社成長取り込み仮説の説明変数を総資産成長率、固定資産増加率、自己資本成長率、売上高成長率、フリーキャッシュフロー成長率、営業利益率、当期純利益率及び一株当たり当期純損益、物件費の値として、サンプル企業とコントロール企業との財務数値に関する平均値および中央値の差を検定している。検定は、平均値の差に関する t 検定と中央値の差に関するウイルコクソン順位和検定を行っている。検定の結果、親子上場解消企業は、親子上場維持企業と比べて、総資産成長率、固定資産増加率、自己資本成長率のいずれもが有意に低く、また売上高成長率、フリーキャッシュフロー成長率の平均値が低かった。また営業利益率、当期純利益率及び一株当たり当期純損益の値が有意に低く、物件費の平均値が高い。さらに親子上場解消企業は、親子上場維持企業と比べて ROA、ROE が有意に低く、棚卸資産回転期間及び流動資産回転期間の平均値も低い。インタレスト・カバレッジ、一株当たり純資産は親子上場解消企業の方において安全性に劣る数値を示し、各種経費率が高いことを明らかにした。また、売上債権対買入債務比率については、資金繰りの観点から通常 100%以下であることが望ましいところ、両群ともに 100%を上回っているものの、その値が低いのは親子上場解消企業であることを明らかにした。結論として、親子上場解消の対象となりやすい上場子会社は、

売上高に対する物件費の割合が高く、一株当たり当期純損益が低く、ROA が低い企業である。よって低収益性仮説を支持し、低資産効率仮説とも整合性がある。リストラクチャリングの必要性を示唆しているが、有利子負債の負担が大きく財政的支援が必要であることの結果が得られていないので、リストラクチャリング仮説を支持していない。また、低成長仮説、利害対立仮説、子会社成長取り込み仮説についても支持していない。

2-3 上場企業の株主が変化した後のパフォーマンス

2-3-1 上場廃止以外で親子上場を解消した元子会社のパフォーマンス

宮島（2011）は、親会社による子会社搾取と企業パフォーマンスの検証結果の頑健性を確認するために上場廃止以外の理由で親子上場を廃止したケースと上場子会社でない上場独立企業のパフォーマンスを比較検証している。サンプル企業を株式公開後 10 年以上が経過し、同一の親子関係が変化せずに 3 年以上継続した上場子会社とし、上場子会社の定義を上場会社が 33% 以上の支配株主となっている 1986 年～2008 年の上場会社とし、自らがさらに上場子会社を持つ場合はサンプルから除外している。コントロール企業は、株式公開後 10 年以上が経過し、33% 以上の株式を保有する支配株主及び 15% 以上を保有する上場会社株主が存在せず、かつ自らが 33% 基準の親会社でない上場会社で、サンプル企業と同時期に上場していて同業種分類で総資産規模が近い会社としている。検証方法は、パフォーマンス指標として、トービンの q と ROA をサンプル企業とコントロール企業の平均値の差の検定を行い、その上で、企業パフォーマンスに影響を与えるほかの要因を確認するためにトービンの q 、ROA を被説明変数として、上場子会社ダミー、企業規模、企業年齢、負債比率、産業ダミー、年度ダミーを説明変数とした回帰分析を行った。結果は、平均値の差の検定が、トービンの q 、ROA とともに全期間で 1% 有意で正であり、トービンの q 、ROA を被説明変数として、上場子会社ダミー、企業規模、企業年齢、負債比率、産業ダミー、年度ダミーを説明変数とした回帰分析の結果は、トービンの q 、ROA とともに上場子会社ダミー係数が概ね有意に正であった。よって、上場子会社のパフォーマンスが良好であったことを明らかにしている。また、親会社が株式を市場で売却し持株比率を低下させた子会社は、概ね有意にパフォーマンスが良好で、親会社が変更になった子会社は、パフォーマンスは良好であったが有意ではなかった。

2-3-2 被買収企業のパフォーマンスに関する研究

野瀬・伊藤（2012）は、2001 年～2008 年 8 月までにバイアウト・ファンドが日本国内で行った公開維持型バイアウトの被買収企業のその後のパフォーマンス・スタディとイベント・スタディについて分析を行った。検証仮説は①バリュアップ仮説、②アンダーバリュ解消仮説、③従業員からの価値の移転仮説、④ラストリゾート仮説である。サンプルとなる企業を増資の引受株価が固定されているトラディショナル PIPEs 案件を対象として 62 社を抽出し、パフォーマンス・スタディのコントロール企業は、東証業種分類が同一で、かつ同時期の総資産額が最も近い企業とし、イベント・スタディのコントロール企業は、同時期の時価総額がサンプル企業の 70～130% の範囲にあり、かつ PBR が最も近い企業である。検証方法は、①バリュアップ仮説は、財務パフォーマンスが、買収アナウンスがあった日の直前期（-1 期）から買収が

あった翌期（+1期）、翌々期（+2期）と経過するなか、それらの変化量を集計する。買収のあった期（0期）は期間が短いため集計を行っていない。変化量の集計は、サンプル企業とコントロール企業の双方で行いサンプル企業の変化量を調整前（数式2）、両者の差を調整したものを調整後財務パフォーマンスとする（数式3）。

数式 2 調整前財務パフォーマンス=サンプル企業の指標[n 期]-サンプル企業の指標[-1 期]：
(n=1,2)

数式 3 調整後財務パフォーマンス=調整前パフォーマンス・(コントロール企業の指標[n 期]-コントロール企業[-1 期])

検証した指標は、自己資本当期利益率、総資産事業利益率、売上高営業利益率、売上高原価率、売上高販管費率、有利子負債依存度、総資産回転率である。仮説と関連する指標として、役員持ち株比率、買収時の株式超過リターン（3日間CAR）、買収直前1年間の株価変動率買収ディスカウント（プレミアム）率も同時に検証している。調整後財務パフォーマンス指標は、帰無仮説を0として平均値に対するt検定、中央値に対するWilcoxon signed-rank検定を行う。②アンダーバリュー解消仮説には株式売買回転率の変化を利用し、買収があった月とその翌月を除いた買収から1年後まで、買収1年後から2年後までの株式売買回転率を算出する。買収前後の株式売買回転率を除し、アンダーバリュー解消仮説の指標の変化率としている。コントロール企業に対しても同様の集計を行い、両者の差を調整後株式売買回転率の変化率としている。

③従業員からの価値の移転仮説は、従業員からの価値移転を分析事項として取り上げ、従業員数と労働分配率を仮説に関連する指標とし、その変異を分析することで価値移転の有無を検証している。

④ラストリゾート仮説は、CAR（cumulative abnormal return）とBHAR（buy-and-hold abnormal return）を集計し分析している。CARは買収アナウンスメントがあった日から6営業日を基点とし、サンプル企業単独の月次リターンから同時期のコントロール企業の月次リターンを引いた差であるAR(abnormal return)の累計である。1年後（240営業日）、2年後（480営業日）、3年後（720営業日）のCARを算出している。BHARは買収のアナウンスメントがあった日から6営業日目を基点とし、1年後、2年後、3年後時点のサンプル企業価値を買収時の株価で除したリターンを算出し、そのリターンと同時期のコントロール企業のリターンとの差を算出することで求めている。集計されたリターンは、帰無仮説を0として平均値に対するt検定、中央値に対するWilcoxon signed-rank検定を行い、さらにCARおよびBHARを被説明変数、役員持ち株比率、総資産事業利益率、従業員数それぞれの変化量を説明変数とした回帰分析を行っている。

分析結果は、①バリューアップ仮説の財務パフォーマンスは、データの多くが非正規分布を示したので、中央値による検証を行っている。全サンプルでは、総資産事業利益率が2期後に10%有意に正、自己資本当期利益率が2期後に5%有意に正、売上高原価率が10%有意で0.7%低減、総資産回転率は、1期後に5%有意で0.05回高くなっていた。②アンダーバリュー解消仮

説の株式売買回転率は、全サンプルでは、平均値は、買収から1年後が10%有意に正、買収後1年後から2年後が5%有意に正、中央値は、買収後1年後から2年後が10%有意に正で回転率が上昇している。③従業員からの価値の移転仮説の従業員数は、全サンプルで減少傾向にあり、2期後に10%有意に負である。労働分配率は、負の傾向にあるものの統計的に有意ではない。④ラストリゾート仮説のCARは、全サンプルでは、平均値、中央値ともに負の傾向にあるものの統計的に有意ではない。BHARは、平均値、中央値ともに1年後、2年後は負の傾向、3年後は正の傾向にあるものの統計的に有意ではない。CARおよびBHARを被説明変数、役員持ち株比率、総資産事業利益率、従業員数それぞれの変化量を説明変数とした回帰分析は、買収2年後、3年後の役員持ち株比率の変化量とCAR、BHARに有意な正の相関がある。また、買収2年後のCAR、買収2年後、3年後の総資産事業利益率とCAR、BHARに有意な正の相関がある。結論として、4点を挙げている。第一に、被買収企業の財務パフォーマンスは、利益率改善、コスト低減、資産回転率向上といった業績・業務効率改善の傾向が観測されるものの、統計的な有意性は顕著ではない。第二に、被買収企業では買収後に株式の売買が活発化している。第三に、バイアウト・ファンドは資金調達上困難がある企業に対しリスクマネーを供給し、株価ディスカウントを得ることで投資収益を確保すること。第四に、買収後に業績改善の可能性はある（統計的に有意ではない）。よって、アンダーバリュ解消仮説、ラストリゾート仮説、バリュアップ仮説を支持し、従業員からの価値の移転仮説は支持していない。

3 仮説設定

上場企業の非上場化に関する先行研究は、Gleason et al (2006) が米国での実例をもとに親会社の子会社の株を再取得する理由として、Recent performance (子会社の業績悪化) 仮説を支持している。親会社の子会社を買収する際の財務状況は、日本でも同様の傾向で野瀬・伊藤 (2011) が買収直前期に親会社を買収した子会社の財務的特徴として大幅に利益が低下していて、親会社が子会社を完全子会社化する動機付けになっていることを明らかにした。この点については、松田 (2014) が完全子会社化した子会社の特徴として低収益仮説を支持しており一致している。親会社が上場子会社を完全子会社化することで井上・加藤 (2006) が、指摘しているガバナンスのモニタリングについては、親会社が上場していた子会社を完全子会社化することでモニタリングを強くする意思の表れであると考えられることができる。

これまで上場会社に関するM&Aの実証研究のうち、被買収会社の財務パフォーマンスの研究は少なく、宮島 (2011) が、親子上場の経済分析を行うために上場を維持した状態で株主が変化してから被買収会社の業績がどのように変化したのか分析を行った。本格的な被買収会社の財務パフォーマンスの研究は、野瀬・伊藤 (2012) によって行われ、上場を維持した状態で株主がバイアウト・ファンドに変化した時に被買収会社の業績がどのように変化するのかが明らかにした。宮島 (2011) が、親会社が上場子会社株式を市場で売却した元子会社は、その後、財務パフォーマンスが正に有意で良好になっていることを明らかにし、上場を維持した状態で親会社が変わった時は、有意ではないもののパフォーマンスが良くなっていることを明らかにした。野瀬・伊藤 (2012) は、上場を維持した状態でバイアウト・ファンドが買収した被買収企業は、有意ではないものの財務パフォーマンスが良くなっていることを明らかにした。

これまでに完全子会社化後の被買収会社である子会社の財務パフォーマンスの検証は、実施されていない。本研究では、完全子会社化後の子会社財務パフォーマンスの検証を行い、そのパフォーマンスを裏付ける企業行動を検証する。

仮説設定にあたり野瀬・伊藤（2012）が、業績の変化をファンダメンタルの何れかの改善がおこることとし、それをバリュウアップとしている。また、野瀬・伊藤（2009b）がバリュウアップの源泉のひとつとして、上場コスト削減による損益の改善を指摘している。よって、本研究では、完全子会社化することで、親会社の子会社を支援ならびに親会社が監査機能を強化させた結果として業績を向上させること、上場廃止により上場費用を削減することで企業のパフォーマンス向上させることが考えられ、それらの要因による業績が改善する仮説をバリュウアップ仮説とする。

また、業績が悪くなっていることが完全子会社化の要因となっていることから、子会社の低収益性を隠すために完全子会社化することが考えられる。その仮説を低収益性隠し仮説とする。

3-1 バリュウアップ仮説

バリュウアップ仮説は、野瀬・伊藤（2009b）、野瀬・伊藤（2012）が、買収会社の諸活動を通じてファンダメンタルに何らかの改善が起こること、上場コストの削減により損益を通じてバリュウアップに寄与することとしている。

完全子会社化した子会社において買収会社の諸活動を通じてファンダメンタルに何らかの改善は、具体的にはグループ企業で保有している資源の共有、ノウハウの移転、ファイナンス戦略、リストラクチャリングなどの実施により結果として、売上高の向上、売上高原価の削減、資産効率の向上などが見られると考えられる。

上場コストの削減は、井上・加藤（2006）が日本の M&A は、米国の M&A と比較して、救済型 M&A 企業が多いことを明らかにしたが、救済型 M&A に至るほどの財務状況ではないものの、財務状況の厳しい企業にとって上場コストは財務的なインパクトを与え、上場を行うことで市場から得られる効果より、上場コストが上回っていることが考えられる。この様な企業は、上場を廃止して支出を抑えることで、利益を生み出していることが考えられる。ここで言う上場コストは、直接的な上場費用のほか、上場制度により求められる社外取締役、監査役、委員会費用、エイジェンシー・コストと呼ばれるコンプライアンス体制の費用、株主のモニタリング費用である。これらの費用は、営業費および一般管理費の項目に含まれていることから削減により収益の改善が見られると考えられる。

3-2 低収益性隠し仮説

Gleason et al（2006）が、親会社の子会社を再取得する理由として、Recent performance（直近のパフォーマンスの悪さ）を支持し、野瀬・伊藤（2011）が買収直前期に大幅に利益が低下していることを指摘し、松田（2014）が完全子会社化した子会社の特徴として低収益性仮説を支持している。上場を行って業績が改善しない状態は、井上・加藤（2006）が指摘している上場会社のモニタリングが効かなくて、事業活動による利益を向上させるための改善が進ん

でない状態であると考えられることができる。このような会社が完全子会社化しても親会社の言うことを聞かない状態であると考えられることから、子会社の収益性改善をあきらめて低収益性を露呈しないために完全子会社化していることが考えられる。この仮説を低収益性隠し仮説とした。

4 リサーチデザイン

本研究では、第一に、親会社が上場を継続してかつ、子会社が親会社の完全子会社となり単独で存続している企業を抽出し、完全子会社化した子会社の財務パフォーマンスのデータ分析を行う。第二に、ニュースから親子上場を廃止した後の企業行動分析を行い、第三に、財務パフォーマンスの分析結果と企業行動の関係を確認する。

4-1 財務情報の収集

ここで完全子会社化後の子会社に特化した財務パフォーマンス研究が行われなかった理由について考察しておきたい。会社法第 440 条第 1 項・第 2 項・第 3 項・第 4 項において株式会社は、決算の計算書類もしくは有価証券報告書の公告が義務付けられているが、平成 17 年（2005 年）5 月 18 日参議院会議で実施された『会社法案及び会社法の施工に伴う関係法律の整備等に関する法律案（趣旨説明）』の質疑で「決算広告を義務付けられているにも関わらず、履行している企業は、ごく一部であり、公告を行っていないにもかかわらず罰則規定に基づいて執行されていない。」と説明している。実務としては、税務書類の添付資料として財務書類の添付が義務づけられている、借入の際や非上場企業の限られた株主に財務情報を開示しているなど、公告を行わなくても財務諸表を必要とするステークホルダーに対して開示されていることから罰則の執行に至る必要性がないと判断されている。これらにより非上場企業は、必要最小限のステークホルダーに財務資料が開示すれば良いと一般的に判断されて、非上場企業の財務資料の入手が困難になり研究されてこなかったと考える。

本研究では、一般に公開されている情報で入手可能な財務情報を確認の結果、①会社法に基づいた決算公告、②建設業法に基づく申請書類の閲覧の手続きで財務情報を入手することが可能であることを確認した。①会社法に基づいた決算公告は、会社法第 939 条に定められた公告方法である官報、日刊新聞、企業のホームページに掲載のいずれかの方法で、公告内容を確認し、財務諸表を入手した。②建設業法に基づく申請書類の閲覧は、建設工事の発注者支援として行われていて、建設業者を所管している国土交通省地方整備局ならびに都道府県庁で建設業許可業者の申請書類を閲覧することが可能な制度である。許可取得後においても建設業許可業者は、事業年度の終了後 4 ヶ月以内に財務諸表を含んだ決算報告の提出が義務付けられている。これらの書類も開示されていることから閲覧を行う事で財務情報を収集した。一般的に建設業許可を取得する企業は、工事を実施する工事関連企業と想像できるが建設業法によると建設工事の完成を請け負う金額が 500 万円以上（住宅などは 1500 万円以上）の営業活動を行う企業ならびに個人が対象となることから、商社やメーカー、ガス供給会社、情報通信業など幅広い業種で主力事業の売上を向上させるために建設業許可を取得しており、建設事業を主体としない業種も含め財務情報の収集が可能であった。

また、財務諸表の入手において、与信会社の収集資料を利用することを検討したが、資料収集にかかる費用が高コストであること、与信会社が被買収企業に財務情報の提供を依頼しても開示を拒むことが多く、与信会社を通して収集できる財務資料が推定値であることが多いことから与信会社の収集資料は使用しなかった。

4-2 完全子会社化した親子上場を廃止した企業（サンプル企業）とコントロール企業の特定

親会社が完全子会社化した子会社として事業を継続している企業の特定については、日本証券取引所グループ、名古屋証券取引所、福岡証券取引所、札幌証券取引所が発表している上場廃止銘柄から上場廃止理由を日経テレコン 21、当時の親会社ならびに子会社発表記事、四季報で確認して特定した。親子関係の特定は、上場廃止直前期における子会社の有価証券報告書の親会社等の状況で確認した。ただし、2005年以前の親会社等の状況を開示義務以前の案件については、宮島（2011）にならい上場廃止直前期の有価証券報告書の株式割合が33%以上の企業とした。また、業種分類が金融業・保険業に属する企業は、松田（2014）が指摘の通り金融機関持株割合などの分析において有意な分析が難しくなること、一般的にも金融・保険業は業務の特殊性から他業種との財務数値の比較可能性が低いこと、公的な企業統計調査³等からも除外されることから、検証の対象から除いた。

また、上場廃止直前期に債務超過の状態に陥った企業も除外した。日本における上場廃止基準では、債務超過の状態が1年経過すると上場廃止基準に該当する⁴ことから、債務超過企業のM&Aは、株主の変化と同時に財務面での支援目的が考えられ、株主ガバナンスの変化に加え、財政支援による債権者ガバナンス・バイアスの変化の影響を受けている可能性があることから除外した⁵。

特定したサンプルとなる企業に対して、コントロール企業を同数抽出した。コントロール企業は、Kaplan（1989）、野瀬・伊藤（2009b）、松田（2014）を参考にし、上場維持状態にある同業種分類で、上場廃止直前期の総資産額が一番近い企業とする。コントロール企業の財務情報は、eol、日経テレコン 21、EDINETより収集した。サンプル企業、コントロール企業共にサンプル企業の上場廃止直前期から分析の期間（上場廃止直後の決算期から翌々期まで）に会計制度の変更、資本金の増減資のあった企業は、比較が困難であることから除外した。これらの条件を満たし、財務情報を入手できた企業数は51社であった。各サンプル企業とコントロール企業の一覧を表1に示す。サンプル企業の総資産額平均値は、52,600百万円、中央値は、23,141百万円であり、コントロール企業の総資産額平均値は、50,808百万円、中央値は、22,824百万円でいずれも有意な差は無い。

表1を挿入

³ 例：財務省法人企業統計調査

⁴ マザーズは、上場から3年以内

⁵ 本研究では、新興市場も対象としているため配当を予定していない会社も含まれる可能性から、救済目的のM&Aを上場廃止直前期の財務状態が債務超過の企業を対象としたM&Aとした。

4-3 財務データ分析方法

4-3-1 財務パフォーマンスの検定と仮説の説明変数

財務パフォーマンスは、Kaplan (1989) ならびに野瀬・伊藤 (2012)、松田 (2014) を参考にし、上場廃止直前期と上場廃止後の財務指標の変化量を測定して分析する。各種財務データが上場廃止の直前期 (-1 期)、上場廃止直後の期 (0 期)、上場廃止直後の翌期 (+1 期)、上場廃止から翌々期 (+2 期) と経過するなか変化量を集計 (数式 4) する。変化量の集計は、サンプル企業とコントロール企業の双方で行いサンプル企業とコントロール企業の平均値および中央値の差を検定する。検定は、平均値に対する t 検定、中央値に対する Wilcoxon 順位和検定を行う。

数式 4 財務パフォーマンス=サンプル企業 (コントロール企業) の指標[n 期]-サンプル企業 (コントロール企業) の指標[-1 期] : (n=0,1,2)

野瀬・伊藤 (2012) は、上場廃止直後の決算期 (0 期) は、期間が短いことから集計を行っていないが、本研究では、上場廃止直後の決算期 (0 期) より集計を行う。松田 (2014) が指摘しているように非上場に至る意思決定が行われるまでに時間がかかる。その上で、Gleason et al (2006)、大坪・三好 (2008) が指摘した直前期 (-1 期) の利益の急激な低下が完全子会社化を決定づけていることを考えると上場廃止の時点で親会社やグループ会社とのシナジー実現に向けた企業行動を進められていたことが考えられ、その結果、上場廃止から決算期 (0 期) までが短期間であっても業績が改善し財務パフォーマンスが好転することが考えられるからである。

仮説の説明変数は、野瀬・伊藤 (2012) がバリューアップ仮説を検証した指標 (自己資本当期利益率、総資産営業利益率、売上高営業利益率、売上高売上原価率、売上高販管費率、総資産回転率) をもとに設定する。

各指標の計算式を表 2 に、説明変数と仮説を支持する状態を表 3 に、サンプル企業とコントロール企業の各指標の記述統計量を表 4 にまとめた。サンプル企業とコントロール企業の Raw データは、外れ値が多く含まれていることから、五数要約 (箱ひげ図) により外れ値を特定し除外した。検定は、外れ値を除外したサンプル企業とコントロール企業の各指標をもとに検定を行う。外れ値除外後の記述統計量を表 5 にまとめた。

表 2、表 3、表 4、表 5 を挿入

4-4 企業行動情報の収集

サンプル企業の企業行動を確認するために上場廃止後から財務データの収集期間までにおけるサンプル企業のニュースを日経テレコン 21 で検索した。新聞記事を用いた理由は、鈴木 (1999) が「ニュースは、企業間関係の構築の事実とともに、その目的・背景とに言及する機会が多い。また、企業間関係の最新データを得るには、新聞報道が最も網羅的であり、事実関係の把握については一定の客観性を備えている。」と述べている。ただし、「新聞記事は、2 次

資料であることから、新聞社や記者の主観が介入している。」と指摘している。本研究でもその他の企業行動を確認可能な手段を検討したが、企業情報を取り扱っているデータベースを確認できなかったことから新聞記事を使用する。ここで収集対象とした記事は、サンプル企業名で確認できたニュースとし、不祥事・事件、新製品発売情報など M&A によって実現できた親子企業上場廃止後の行動と直接的に関係のないニュースは除外した。ニュースの収集期間は、財務データに与える企業行動の影響を確認することを目的としていることから上場廃止の日から財務データ収集期間の上場廃止から 2 期後の決算日までとし、確認できたサンプル企業別ニュースを表 6、表 7、表 8、表 9 に要旨をまとめた。

ニュースは、人事発表に関するニュースが最多となっており、3 回以上確認したニュースは新聞掲載日を特定せず複数回と表記した。

表 6、表 7、表 8、表 9 を挿入

4-5 企業行動の分析方法

収集したニュースは、仮説と企業行動との関係を確認することを目的としていることからシナジーの視点で分類を行う。シナジーをさらに細分化し、本研究では、アップサイドシナジーとダウンサイドシナジーについてどのような効果があったのか確認する。アップサイドシナジーは、親会社やグループ会社と共同で実施することで価値が大きくなるシナジーである。ダウンサイドシナジーは、コストサイドシナジーと呼ばれ、親会社やグループ会社と一緒に行うことで費用面でのメリットを出そうとするシナジーである。実際の企業行動では、アップサイドシナジーとダウンサイドシナジーを同時に狙ったものが少なくない。本研究では、アップサイド、ダウンサイドのどちらも同時に現れることが期待出来るニュースについては、アップサイドの効果とダウンサイドの効果と比較し、効果の大きいシナジーに分類する。

5 財務パフォーマンス分析結果

仮説の説明変数の財務パフォーマンス検定結果は、表 10 の通りである。平均値に対する t 検定の結果を採用する前提となる正規分布の状況を確認するために外れ値を除外したサンプル企業とコントロール企業の財務パフォーマンス指標データを Kolmogorov-Smirnov ならびに Shapiro-Wilk の正規分布の適合度検定を実施した (表 11)。サンプル企業ならびにコントロール企業の指標が同時に正規分布ではない時は、中央値に対する Wilcoxon 順位和検定結果により有意性を確認する。

外れ値除外後財務パフォーマンス検定結果より、自己資本当期利益率は、-1 期から 1 期の変化量が増加傾向にあり、平均値、中央値ともに 10% 確率で有意である。しかし、-1 期から 2 期の変化量において有意ではないものの減少傾向にある。

総資産営業利益率は、有意ではないものの、-1 期から 2 期の変化量が、平均値、中央値ともに減少傾向にある。

売上高営業利益率は、すべての期間においてサンプル企業はコントロール企業の平均値、中央値ともにコントロール企業を下回って減少傾向となり、-1期から2期の変化量が5%確率で平均値、中央値ともに有意な差となっている。

売上高売上原価率は、-1期から0期、ならびに-1期から1期の変化量においてサンプル企業の平均値ならびに中央値は、有意ではないものの増加傾向にあるが、-1期から2期の変化量において減少傾向になっている。

売上高販管費率は、-1期から0期、-1期から1期の変化量においてサンプル企業の平均値ならびに中央値は、コントロール企業の中央値を下回って減少傾向にあり、-1期から0期は、平均値、中央値ともに5%有意である。

総資産回転率は、すべての期間においてサンプル企業の平均値ならびに中央値は、コントロール企業を上回って改善傾向にあり、-1期から0期の変化量において平均値が5%確率で、中央値が10%確率で有意な差であった。

以上から、-1期から0期、-1期から1期の変化量からバリューアップの傾向が見られるものの、-1期から2期の変化量から売上高営業利益率が有意に減少し、他の指標においても利益率が減少している傾向を確認できた。よって、バリューアップ仮説は支持されず、低収益性親会社の関与による非効率経営仮説を支持する結果となった。

表 10、表 11 を挿入

6 企業行動の分析結果

分析結果は、表 12、表 13 の通りである。

表 12、表 13 を挿入

6-1 人事発表

ニュースとして一番多かったものは、人事発表であった。日経新聞では、部長級以上の発表については、上場企業、非上場企業問わず掲載しているのでその他のニュースより件数が多くなったと考えられる。その中でも、親会社から子会社へ人材を派遣しているニュースを多く確認した。子会社の派遣先となる部署は、様々であったがその目的は、井上・加藤（2006）が明らかにした M&A を実施する目的の一つである「シナジー効果と経営改善効果の実現であれば、親会社から人材を派遣して直接的なガバナンスを効かせている。」と考えられる。ただし、人材の受け入れだけを考えれば人件費が増加するので、売上高販管費率が増加する効果をもたらすと判断した。

6-2 設備投資

人事発表について多かったニュースは、設備投資のニュースであった。設備投資は、完全子会社化によって実現できるものと、完全子会社化を行わなくても資金の目処さえたてば実現できる設備投資があった。完全子会社化を行わなくても資金の目処さえたてば実現できる設備投

資については、おおよその投資金額などは確認できるニュースもあるが資金の調達方法については確認できていない。この投資が、完全子会社化によって実現できたものか、完全子会社化とは関係なしに実現できたものかの特定は困難である。

投資内容によってアップサイドシナジーを実現するものとダウンサイドシナジーを実現するものがあるので、内容によって分類を分けた。アップサイドシナジーに分類した設備投資は、工場の新設や増設・更新などの売上高に直結する設備投資と考え、総資産回転率増加とした。売上の成長と同時に海外拠点などに工場を設立などで売上原価の削減をねらった設備投資も確認できた。それらについては、総資産回転率増加と同時に売上高売上原価率低下とした。また、子会社事業の売上高に直結する投資であるものの、親会社やグループ企業の事業に対して直接的な効果を見込めない投資であった。ダウンサイドシナジーに分類した設備投資は、親子企業ならびにグループ企業で、設備を共有することで、売上高売上原価、販売管理費を減らすことを目的としたものが多かった。また、同時に設備を除却するニュースも確認できた。内容に応じて、自己資本利益率増加、総資産利益率増加、売上高営業利益率増加、売上高原価率低下とした。

6-3 事業譲受、事業移管、親会社がグループ外企業を買収し事業譲受、事業売却、事業譲渡、事業撤退、子会社清算、事業統合

これらはいずれも完全子会社化によってもたらされた企業行動である。事業譲受、事業移管は、親会社や他のグループ会社で行っていた事業を子会社で実施するものである。事業譲受、事業移管、ならびに後に述べる事業譲渡が発生する要因として、親会社やグループ会社、子会社が同じ事業を行っていて同じ顧客を奪いあっている、グループ企業内どうして競争が激化している状態を避けることや、グループ内の事業を集約することで規模の経済を働かせることを目的としている。事業譲受、事業移管、事業譲渡を企業行動として実施する背景としては市場が成熟して成長が望めない状況や市場が縮小傾向であると考えられる。グループ企業間での事業譲受、事業移管にあたり設備譲受・移管や営業権などの金銭的な対価が企業間でどのように発生し授受が行われたか確認を行うことはできなかった。受け入れ側の完全子会社化した子会社にとって、売上高を中心としたアップサイドシナジーの効果が一番大きいと考えられる。総資産回転率増加、自己資本当期利益率増加とした。ニュースを確認する限り、不採算事業を子会社に譲受、移管していることを確認できなかった。

親会社がグループ外企業を買収し事業譲受は、子会社に事業の譲受を念頭にしたグループ外企業を買収した事例である。親会社が、投資家としての機能を働かせ子会社がより成長するために子会社の事業とシナジーを実現できる事業を買収したものである。アップサイドとダウンサイドの両方を将来的には実現したいことを確認できた。短期的には利益面での効果があると考え、自己資本当期利益率増加とした。

事業売却、事業譲渡、事業撤退、子会社清算、事業統合は、親会社を中心としたグループ企業の戦略の一環として行われた企業行動であり、完全子会社化の影響と考えられる。

事業売却は、NEC トーキンの事例である。完全子会社化したサンプル企業の株式 51%をグループ外企業に売却するものであった。本研究の対象は、完全子会社化した企業を対象としてい

て、上場廃止後+2期までの業績ならびに企業行動を分析しているが、この事象の対象となった NEC トーキンの事例では、+2期決算直前のニュースである。株式の売却が完了するのは、+2期の決算期以降であった。NEC トーキンは、多種多様な事業を行っていたがリチウムイオン電池の事業を、親会社を中心とした他のグループ会社に譲渡を行った後、株式の売却を行いながらも 49%の株式を親会社の NEC が保有し続けている。完全売却を行わなかったことから NEC トーキンに残った事業は、事業上の関係性がありながらも親会社の主力事業ではないことがうかがえる。株式の売却先とのシナジーについて確認を行うことはできなかった。親会社の NEC の冠（商号）を残すことから、売却先とのシナジーで急激な売上高の成長を期待しているとは考えにくい。このニュースについては、事業売却完了が、本研究の対象としている期間である上場廃止から 2 期後の決算期末までに完了しないことから影響は無しとした。

事業譲渡は、すべてグループ内企業に事業を譲渡するものであった。グループ内企業に譲渡したケースは、事業譲受と同様に親会社が、事業を他のグループ会社へ事業譲渡を行うことで、メリットが大きいと判断したと考えられる。グループ内企業に事業を譲渡したのちに、その子会社の既存のどの様な事業を伸ばしていく、他のグループ会社から事業を譲受しているなど新たな事業展開を確認することがはできなかった。これらから、自己資本当期利益率低下、総資産回転率低下とした。

事業撤退は、事業を止めてしまうものであった。サンプルとなったシチズン電子の例では、CMOS カメラセンサー事業の採算性の悪さをもとに撤退するものであった。撤退の理由として採算性の悪化、研究開発の遅れを挙げて、事業参入から 1 年で撤退を表明した。採算性の悪化事業からの撤退であることから自己資本当期利益率増加、総資産営業利益率増加、総資産回転率は低下に効果が働くと考えられる

子会社清算は、完全子会社化した会社の子会社（親会社から見たら孫会社）を清算したものである。内容によりアップサイドシナジーとダウンサイドシナジーに分類した。アップサイドシナジーに分類した子会社清算は、三菱レイヨンの子会社を清算した事例である。その清算した子会社は、グループ外企業の日東電工と共同出資した海外向け販売会社であった。事業は、親会社の三菱化学 HD の海外子会社を通じて継続されていることからグループ外企業を排除するための企業行動であったことを確認できる。販売チャネルの変更により一時的な売上高減少の可能性を否定できないことから、総資産回転率低下とした。ダウンサイドシナジーに分類した子会社清算は、関連事業の不動産管理会社の清算であった。完全子会社化した子会社の事業に影響がないことから投下資本分の資産が減少することが見込まれること、連結の売上高が減少することから総資産営業利益率増加、売上高営業利益率増加とした。

事業統合は、グループ内企業に事業譲渡とは異なった目的の企業行動であった。サンプルとなった三菱レイヨンの事業統合は、売上高売上原価低減とそれに関わる販売管理費の低減を狙ったものであった。完全子会社化によって実現した企業行動であると考えられることができる。

6-4 グループ外会社に出資、グループ外企業と業務提携、グループ外会社買収

グループ外会社に出資、グループ外企業と業務提携、グループ外会社買収の動きを確認することができた。グループ外会社に出資、グループ外企業と業務提携は、完全子会社化した企業

の事業と関連しており、既存事業の売上を成長させるための手段としてこのような企業行動になっていると考えることができる。よって、総資産回転率増加とした。グループ外企業と業務提携の中には、日本国外での生産、販売を委託するものと競合他社と協議会を結成するものがあった。日本国外での生産、販売を委託した事例は、アサヒ飲料の事例である。海外の地元の飲料メーカーに生産、販売の委託を行い、その企業の市場ルートを使って販売を行うものである。上市までのスピードを短くできる効果を期待できる業務提携である。アップサイドにおける効果と同時に自己資本当期利益率増加、総資産営業利益率増加を期待できる業務提携である。業務提携範囲が、アサヒ飲料の製品のみの生産・販売委託にとどまっており、完全子会社化が要因になっていることを確認できなかった。

グループ外会社買収を買収した事例では、売上原価の低下を目的としている内容であった。これまで外注先として委託していた会社を買収し、外注費の抑制を目的としている事業関連性のある会社の買収であった。

6-5 販売製品拡充、販売促進、販売チャネル拡大、グループ会社と事業会社共同設立、販売先拡大

販売製品拡充は、親会社や他のグループ各社の商品の取り扱いを開始するものであった。親会社と完全子会社化した子会社が同業種であり、顧客セグメントが近接していると効果が高いと考えられる。サンプル企業となったサークル K サンクスと東急ストアは、親会社に取り扱っている製品を子会社でも取り扱いを開始するものであった。すでに物流システムは出来上がっており大規模な投資は必要としない内容である。日商エレクトロニクスの事例でも親会社の設備を利用して新しいサービスを開始するものであり、大規模な投資を必要しない。取り扱い製品のラインナップを増やすに当たり完全子会社化によって実現できたものか、完全子会社化とは関係なしに実現できたものかの特定は困難であった。売上高が増加することから総資産回転率増加とした。

販売促進は、アサヒ飲料の自販機の設置台数を3倍に引き上げるニュース、東急ストアの競合他社と販売促進を共同で行うニュースであった。アサヒ飲料の自販機の設置台数引き上げのニュースは、アサヒ飲料単独で行うものであって、親会社とのシナジーは確認できていない。また、東急ストアの競合他社と販売促進を共同で行うものは、農水省の事業に協賛して行うものであり、完全子会社化とは関係なく実施していると考えられる。売上高に寄与することから総資産回転率増加とした。

販売チャネル拡大は、東急ストアのネットスーパーへの参入である。ネットスーパー事業は、他のグループ会社のインフラ利用や共同事業であることを確認できなかった。完全子会社化が要因になっていないと考えられ、東急ストアの売上高増加を目的として、参入したことが考えられ総資産回転率増加とした。

グループ会社と事業会社共同設立は、完全子会社化した子会社に関連した事業をを行う会社を新たに設立したものであった。完全子会社化した子会社の売上先となることを確認できたことから売上高増加につながると考えられ総資産回転率増加とした。

販売先拡大は、完全子会社化した子会社の商品を親会社やグループ会社で取り扱いを開始し、親会社やグループ会社の販売ルートを使って売上拡大を狙ったのである。売上高増加につながると考えられ総資産回転率増加とした。

6-6 海外進出、営業拠点拡大

海外進出は、完全子会社化した企業単独で海外子会社を作り進出した事例と親会社と共同で海外子会社を作り進出した事例があった。また営業拠点拡大は、完全子会社化した子会社の営業拠点を設置したものであった。海外進出を親会社と共同で海外子会社を設立した事例では、オリエンタル酵母が、親会社の日清製粉グループ本社と親会社の事業、子会社の事業の両事業で進出を行うものであった。同オリエンタル酵母が別の国へ進出する際は、単独で海外子会社を設立して進出したことから親会社と子会社の進出時期、進出地域が一致したので共同で設立が可能であったと考えられる。一方、オーエム製作所の事例では、子会社単独で海外子会社を設立し進出するものであった。営業拠点拡大は、子会社単独で営業拠点を設置し拡販するものであった。海外進出、営業拠点拡大は、完全子会社化による要因との関係性は低いと考えられる。売上高の増加を見越したものであると考えられ、総資産回転率増加とした。

6-7 公募増資

サンプルの事例では、親会社であるユニーが公募増資を行い集めた資金を完全子会社化に際して借り入れた短期借入の返済と、完全子会社化した子会社サークルKサンクスの店舗拡充に投資して売上高の拡大を求めるものであった。完全子会社化後に子会社が単独で公募増資を行うことは非常に困難であることから、親会社が実施することは適当であること、公募増資目的が完全子会社化に伴う借入返済が目的となっているから、完全子会社化による要因であると考えられる。売上高拡大効果が大きいことから総資産回転率増加とした。

6-8 採用活動、人事制度、人事情報統合

採用活動、人事制度は、内容により売上高販管費率が増加するものと減少するものを確認できた。採用活動で売上高販管費率が増加の効果があると分類したものは、新卒採用を増やすものである。ニュースでは、新卒採用増加とのみ発表があり、どのような企業動向をもとに新卒採用を増やしたのか確認することはできなかった。売上高販管費率増加の効果とした。一方、親会社をはじめとするグループ会社と共同で採用活動を行い採用コストの低減・採用機会の増加を狙った企業行動を確認できた。完全子会社化によるシナジーによるものの一つであると考えられる。採用コストの低減を見込めることから売上高販管費率低下とした。

人事制度は、男性の育休制度、店長に連続2週間休暇取得を義務化のニュースであった。これらのニュースは、時代の要請、行政の取組、従業員の定着率向上を目的とするなどの要因を考慮ことができ、完全子会社化による要因との関係性は低いと考えられる。人件費の増加につながることから売上高販管費率増加とした。

人事情報統合は、親会社、子会社、その他グループ各社の人事データを一元管理し、グループ企業内で人事交流・移動を促進させるものであった。採用コストを始めとする人件費の低下につながると考えられ売上高販管費率低下とした。

6-9 機能統合、研究部門統合、本社移転、管理部門集約、組織再編

機能統合、研究部門統合、本社移転、管理部門集約は、親会社と子会社、グループ各社と部門や機能を一緒にして、機能を維持しながらコストを低減するものである。子会社が上場中であっても企業間で合意があれば実現することは可能である。しかし、上場中であると費用負担を明確にしなければならない、研究情報などの直接的な情報の流出、費用負担割合から企業コスト情報を推察され外部にコスト情報が流出することを防ぐために積極的に行われなかったと考えられる。完全子会社化により意思決定が容易になったこと、費用は連結で明確にすれば良いことから、完全子会社化が要因となっていると考えられる。これは財務諸表では、販売管理費の費用として計上されることから売上高販売管理費率の低下効果があると判断した。

組織再編は、親会社の開発手法を導入する部署を導入し、それに合わせた組織に再編するものであった。親会社の開発手法が進むことで開発効率の向上を期待できるが、親会社の開発手法を導入し運用可能になるまで、これまでの開発手法と二重で運用することから費用増になると考えられ、売上高販管費率増加の効果になると判断した。開発手法はノウハウであり経営資源の一つであると考えられることから完全子会社化が要因となっていると考えられる。

6-10 リストラ、資産売却

リストラは、店舗を閉鎖するもの、社員の解雇を行うものであった。店舗を閉鎖するニュースは、店舗を閉鎖することのみ伝えているが、閉鎖に伴い直接雇用者のパート社員の離職、異動を望まない正社員の離職が考えられることから社員の離職を伴うものと考えられる。社員の解雇に関するニュースは、赤字などのネガティブなワードが並んでいることから事業の不採算に伴うものであることが容易に想像できるものであった。リストラのニュースは、事業の継続を前提としたものであることから売上高販管費率の低下効果を目的としたリストラであることが考えられる。ニュースからは親会社の戦略との関係を確認することはできなかった。

資産売却は、本社と工場があった用地を売却するものであった。売却先が住宅会社であることから、工場の近隣における環境変化に対応したこと、売却による特別利益を見込んでいることが考えられる。工場の移転先が国内であることから人件費の抑制を目的としたものではないと考えられる。工場の移転は、土地の評価額が安価な場所へ移転することが一般的であること、売却により一時的な特別利益が望めることから自己資本当期利益率増加効果を見込めると考えた。本社、工場の移転先は、親会社との関連性を確認できなかったことから、完全子会社化が要因になっていないと考える。

6-11 購買機能一元化

メーカーにおける購買機能を親会社と統一して、共同購入が可能な材料については規模の経済効果を働かせることを目的としたものである。購買機能一元化は、親子の関係がなくても、

同業他社が共同購入を行っている例があるように、上場中であっても購買機能一元化は実現可能であったと考えられる。購買機能一元化による効果としては、直接材、間接材の購入価格が下がることが見込まれることから売上高原価率の低下効果があると考えられる。

6-12 操業一時停止、操業再開

タイ洪水による操業一時停止、東日本大震災で操業停止していた工場の操業再開のニュースであった。この2つの事例は、売上高への影響を確認できたが、利益にあたる影響を確認できなかった。総資産回転率の減少、ならびに総資産回転率増加効果があると考えられる。

7 財務パフォーマンスの分析結果と企業行動の関係

ニュースの多くは、完全子会社化した子会社と親会社やグループ会社とのシナジー効果を実現させる、もしくは、投資を行い完全子会社化した子会社の売上、利益を増加させるニュースであった。一方、財務パフォーマンスは、上場中の同業種分類で、総資産額が一番近い会社と比較して、-1期から0期ならびに-1期から1期の変化量から完全子会社化後から1期までは、バリューアップの傾向を示している。有意となった指標は、-1期から1期の自己資本当期利益率、-1期から0期の売上高販管費率、-1期から0期の総資産回転率である。自己資本当期利益率の増加は、売上高営業利益率ならびに総資産営業利益率が有意に増加していないことから、事業による収益の向上によるものではなく、営業外などによる収益の向上、親会社を中心としたキャッシュマネジメントシステムなどにより自己資本の保有の考え方の変更などによる財務戦略によるものと考えられる⁶。これらの企業行動についてニュースで確認することはできないが、事業再編、管理機能の統合などの結果として実行された一つの施策として考えることができる。

売上高販管費率の減少は、企業行動からグループ企業間での人事情報を統合して人事交流を可能にするもの、部門を集約・機能を統合して間接コストを削減するもの、リストラを実施して人員を削減するものを確認できた。売上高販管費率の削減が有意だった期間は、-1期から0期までの変化量だけであることから、ニュースで確認できた企業行動よりも完全子会社化により上場を廃止した結果として、上場コストが削減され一番の削減効果につながったと考えられる。このことは、野瀬・伊藤（2009b）がバリューアップの要素の一つとして挙げている上場コストの削減とも一致する。

総資産回転率の増加は、企業行動から事業譲受、設備投資、出資・業務提携、販売製品拡充、販売先拡大、販売チャネル拡大、海外進出、営業拠点拡大、店舗増設などを確認できた。売上の増加と共に指標が相関しやすい総資産営業利益率が有意に変化していないこと、売上高営業利益率が減る傾向にあること、売上高売上原価率が増える傾向にあること、総資産回転率の増加が有意だった期間が-1期から0期の変化量のみに限られていることから企業行動から確認できたことによる効果より、売上を増加させるために売上単価を下げるなどの、ニュースによる企業行動では確認できない販売施策により売上を増加させたことが考えられる。

⁶ 本研究では、-1期から2期までに減資した企業をサンプルもしくはコントロール企業として採用していない。

一方、-1期から2期の変化量を確認すると各種利益率が減少の傾向を示し、売上高営業利益率は有意に減少していたことから、企業行動にて確認できているシナジーは限定できると考えられる。また、コスト増や利益減となる企業行動は、人事発表で確認できた親会社から人材を派遣すること、子会社の事業を親会社や他のグループ会社へ事業譲渡であった。

これらから、シナジーを実現して子会社の業績を良くしようという意思を確認できる。その結果は、完全子会社直後の0期、1期までの財務パフォーマンスでも確認できたが、2期になるとシナジーによる効果は、限定的で財務パフォーマンスに表れず、完全子会社化した子会社が低収益性である側面が露呈する結果となった。

8 結論

本研究では、上場会社を買収され完全子会社化した子会社の財務パフォーマンスについて財務面で検証し、財務パフォーマンスを裏付ける企業行動を検証した。本研究の成果は、これまでに行われてこなかった上場子会社が完全子会社化後（非上場化後）の財務パフォーマンスを明らかにできたことである。

財務パフォーマンスの検証は、完全子会社化した子会社の上場廃止後の財務数値の変化量と上場中の同業種分類で、総資産額が一番近い会社の財務数値の変化量を比較する実証分析を実施した。完全子会社化後のパフォーマンスの理由として、バリューアップ仮説、低収益性隠し仮説の2つの仮説を構築し、これらの仮説を表す財務指標を選択し、完全子会社化した子会社をサンプル企業、上場中の同業種分類で、総資本額が一番近い会社をコントロール企業として、サンプル企業の上場廃止直前決算期を-1期として、上場廃止直後の決算期を0期、以後1期、2期として、-1期から0期、1期、2期までの変化量を同時期のコントロール企業と財務指標の差について有意性を検定し、サンプル企業のニュースから企業行動との関係を確認した。

本研究で明らかになったことは以下の2点である。

第一に、完全子会社化後の子会社は、同業種分類で、総資産額が一番近い上場中の会社と比較して、自己資本当期利益率が-1期から1期までの変化量が有意に増加し、売上高販管費率が-1期から0期まで有意に減少しておりバリューアップの傾向を確認できた。一方、-1期から2期の変化量において各種利益率の指標が減少傾向を示し、売上高営業利益率が有意に減少していることを確認できた。以上から、低収益性隠し仮説を支持し、バリューアップ仮説を支持しない結果となった。

第二に、完全子会社化後のニュースから親会社やグループ会社とシナジーを実現する行動を見られるものの、その効果については限定的である。また、完全子会社化直後には、ニュースにはならない親会社を中心としたグループ会社の財務戦略などにおけるシナジーを実現したと考えられる結果が指標に表れたが、2期目には各種利益率が低下している傾向からシナジー効果は確認できず、子会社の低収益性が表れる結果となった。

今後の課題と期待したいことは、3点である。

第一に、完全子会社化した子会社の財務資料のサンプル数が少ないことである。本研究では、完全子会社化により存続している子会社の財務資料を入手できた企業数が51社であった。

より明確に統計的な手法による検証を行うには、多くのサンプルの入手が必要である。本研究の方法以外の入手手段について更なる確認を行い、数多いサンプルでの財務パフォーマンスの検証を期待したい。

第二に、完全子会社化した子会社は、2期目には各種利益率が低下していることを確認できた。親会社を中心とした連結による財務パフォーマンスにおいてどのような影響を与えているのか追究の余地があると考えられる。

第三に、ニュースによる企業行動分析で、人事情報に関するニュースに次いで、設備投資や資産の売却のニュースや親会社やグループ会社のインフラを利用してシナジーを実現するためのニュースを数多く確認することができた。これらのニュースに対して、本研究で使用した指標では、営業活動による財務パフォーマンスの変化と投資活動による財務パフォーマンスの変化、財務活動による財務パフォーマンスの変化を確認することが困難である。一般的な企業価値の測定方法であるキャッシュフローの観点から分析を行い、企業価値の評価を行うことに期待する。そのためには、詳細な財務情報の入手が不可欠である。数多い財務資料のサンプルの入手と同時に詳細な財務資料を入手してさらなる検証に期待したい。

表1 サンプル企業とコントロール企業

サンプル企業				コントロール企業		
銘柄コード	会社名	上場廃止直前 決算期 (-1期)	上場廃止直前 期 (-1期) 総資産額	銘柄コード	会社名	サンプル企 業と同時期 の 総資産額
5728	(株) アライドマテリアル	2004年3月	100,494	5851	リョービ(株)	124,449
8033	(株) ジーネット	2002年3月	11,473	3024	クリエイト(株)	11,475
6892	(株) シチズン電子	2005年3月	62,917	6935	(株) 日本デジタル研究所	62,683
5954	(株) トーブラ	2011年3月	17,734	3420	(株) ケー・エフ・シー	17,918
2879	(株) ニチロサンフーズ	2008年3月	5,479	2611	摂津製油(株)	5,814
9089	(株) バンダイロジパル	2005年3月	7,848	9073	京極運輸商事(株)	6,134
4682	(株) 電通テック	2005年3月	76,042	9792	(株) ニチイ学館	80,205
6321	I H I 運搬機械(株)	2012年3月	59,991	6462	(株) リケン	58,890
3534	(株) N B C メッシュテック	2010年3月	21,466	3202	大東紡織(株)	22,824
6759	N E C トーキョー(株)	2009年3月	63,589	6651	日東工業(株)	63,617
3749	S B I ベリトランス(株)	2011年3月	6,913	2411	ゲンダイエージェンシー(株)	6,981
2598	アサヒ飲料(株)	2007年12月	124,063	4404	ミヨシ油脂(株)	51,503
9630	(株) アップ	2012年3月	14,003	3010	価値開発(株)	13,757
7882	アロン化成(株)	2010年12月	35,434	4025	多木化学(株)	28,030
6646	エナジーサポート(株)	2012年3月	15,486	6964	(株) サンコー	15,498
6519	エネサーブ(株)	2008年3月	35,716	6989	北陸電気工業(株)	35,868
6213	(株) オーエム製作所	2011年3月	17,602	6298	ワイエイシ(株)	17,639
2891	オリエンタル酵母工業(株)	2010年3月	38,185	2594	キーコーヒー(株)	39,153
9623	キヤノンソフトウェア(株)	2009年12月	13,779	4746	(株) 東計電算	13,348
6421	キヤノンファインテック(株)	2009年12月	80,169	6269	三井海洋開発(株)	75,160
2881	ケイエス冷凍食品(株)	2010年3月	6,349	2224	(株) コモ	4,346
3337	(株) サークルKサンクス	2012年2月	244,775	8276	(株) 平和堂	244,520
3745	(株) サミーネットワークス	2010年3月	13,135	9629	ビー・シー・エー(株)	13,089
7993	サンウエーブ工業(株)	2009年3月	64,820	7913	図書印刷(株)	63,788
6429	タイヨーエレクト(株)	2011年3月	23,327	6478	ダイバア(株)	23,095
9912	ダイワボウ情報システム(株)	2008年3月	135,364	8130	(株) サンゲツ	132,328
7530	ナブコダ(株)	2012年3月	10,395	7634	(株) 星医療酸器	10,438
6415	ニスカ(株)	2007年12月	24,724	6411	中野冷機(株)	21,733
1761	ミサワホーム北海道(株)	2011年3月	14,363	1931	日本電通(株)	14,386
7765	リコーエレメックス(株)	2008年3月	42,651	7721	東京計器(株)	44,615
7263	愛知機械工業(株)	2011年3月	90,840	5949	ユニプレス(株)	87,553
1767	沖ウインテック(株)	2010年3月	23,141	1972	三晃金属工業(株)	24,207
1702	共立マテリアル(株)	2012年3月	17,169	1518	三井松島産業(株)	33,457
3404	三菱レイヨン(株)	2010年3月	446,298	3401	帝人(株)	441,128
2578	四国コカ・コーラボトリング(株)	2008年12月	43,800	2573	北海道コカ・コーラボトリング(株)	40,718
1701	昭和K D E(株)	2010年3月	8,568	6912	菊水電子工業(株)	8,505
4096	昭和炭酸(株)	2009年12月	15,376	4107	伊勢化学工業(株)	20,526
9988	神港魚類(株)	2006年3月	15,923	9929	平和紙業(株)	15,913
2057	雪印種苗(株)	2007年6月	33,281	9826	一正蒲鉾(株)	20,783
6211	倉敷機械(株)	2011年3月	9,143	6131	浜井産業(株)	9,194
7583	通商(株)	2008年3月	6,199	8072	日本出版貿易(株)	6,189
8197	(株) 東急ストア	2008年2月	119,775	8168	(株) ケーヨー	99,003
9865	日商エレクトロニクス(株)	2009年3月	42,708	3774	(株) インターネットイニシアティブ	42,462
7563	日発販売(株)	2011年3月	20,975	8025	(株) ツカモトコーポレーション	21,265
7253	日本ガスケット(株)	2005年3月	6,811	7255	(株) 桜井製作所	6,777
6242	日本スピンドル製造(株)	2010年3月	15,408	6416	桂川電機(株)	15,488
6585	日本電産サーボ(株)	2010年3月	16,823	6964	(株) サンコー	16,701
2051	日本農産工業(株)	2009年3月	49,180	2208	(株) ブルボン	48,435
4961	日油技研工業(株)	2010年3月	11,205	4120	スガイ化学工業(株)	10,989
6810	日立マクセル(株)	2009年3月	193,126	6767	ミツミ電機(株)	192,589
8092	(株) 富士通ビジネスシステム	2009年3月	108,550	4684	(株) オービック	106,037
	平均値		52,600		平均値	50,808
	中央値		23,141		中央値	22,824

表2 各指標の計算式

自己資本当期利益率 単位：%	=当期利益÷期首・期末平均自己資本×100
総資産営業利益率 単位：%	=営業利益÷期首・期末平均総資産×100
売上高営業利益率 単位：%	=営業利益÷売上高×100
売上高売上原価率 単位：%	=当期売上原価÷当期売上高×100
売上高販管費率 単位：%	=当期販売管理費÷当期売上高×100
総資産回転率	=売上高÷期首・期末平均総資産

表3 説明変数と仮説を支持する状態

指標	バリューアップ仮説	低収益性隠し仮説
自己資本当期利益率	正	負
総資産営業利益率	正	負
売上高営業利益率	正	負
売上高原価率	負	正
総資産回転率	正	負
売上高販管費率	負	正

表4 サンプル企業とコントロール企業の各指標の記述統計量

指標	期間	サンプル数	サンプル企業							コントロール企業						
			最小値	第一四分位	平均値	中央値	第三四分位	最大値	標準偏差	最小値	第一四分位	平均値	中央値	第三四分位	最大値	標準偏差
自己資本当期利益率	-1期から0期	51	-16.644	-2.516	7.521	-0.657	4.408	300.323	44.443	-370.619	-5.469	-8.332	-0.449	1.981	23.762	52.273
	-1期から1期	51	-34.937	-2.023	9.727	0.154	4.109	347.020	53.258	-55.336	-5.748	-1.377	0.250	3.168	57.106	15.691
	-1期から2期	51	-124.035	-2.696	3.084	-0.170	2.835	140.549	33.084	-80.163	-3.973	-1.180	0.321	5.040	44.587	18.338
総資産営業利益率	-1期から0期	51	-93.068	-2.063	-3.941	-0.210	0.646	11.946	16.830	-9.383	-1.418	-0.756	-0.232	0.675	7.776	2.975
	-1期から1期	51	-91.411	-2.777	-4.435	-0.342	1.275	10.678	17.619	-14.383	-3.182	-1.011	-0.303	1.211	7.580	4.079
	-1期から2期	51	-91.464	-3.235	-4.896	-0.634	1.204	10.106	17.392	-15.732	-2.138	-0.148	0.246	2.291	7.460	4.104
売上高営業利益率	-1期から0期	51	-409.488	-1.811	-9.764	-0.144	0.394	7.906	57.506	-12.659	-1.650	-0.848	-0.098	0.506	10.736	4.190
	-1期から1期	51	-403.117	-2.718	-10.414	-0.389	1.352	9.086	56.806	-58.765	-2.568	-1.457	-0.059	2.214	29.155	10.738
	-1期から2期	51	-403.851	-2.504	-11.136	-0.486	0.591	4.749	56.870	-44.105	-0.694	-0.137	0.285	3.144	24.577	9.052
売上高原価率	-1期から0期	46	-7.348	-0.927	2.126	0.243	2.314	55.718	9.025	-0.086	-0.014	0.007	-0.001	0.016	0.245	0.048
	-1期から1期	46	-8.341	-0.760	2.292	0.896	2.448	54.900	9.029	-0.058	-0.024	0.005	0.001	0.018	0.134	0.041
	-1期から2期	46	-8.907	-1.710	3.050	0.553	3.665	56.882	10.536	-0.107	-0.026	-0.004	-0.003	0.016	0.125	0.042
売上高販管費率	-1期から0期	47	-16.977	-1.126	0.201	-0.149	0.968	13.898	3.762	-39.522	-0.289	-0.752	0.450	1.583	5.902	6.649
	-1期から1期	47	-139.308	-1.612	-2.849	-0.506	1.507	19.092	20.817	-30.562	-0.941	-0.539	0.004	1.583	14.394	7.329
	-1期から2期	47	-29.449	-0.899	0.139	0.371	1.312	16.795	5.970	-31.700	-1.596	-0.787	-0.036	1.037	20.554	7.542
総資産回転率	-1期から0期	51	-0.348	-0.084	0.009	-0.003	0.099	0.498	0.154	-14.004	-0.076	-0.311	-0.037	0.021	0.248	1.961
	-1期から1期	51	-0.469	-0.112	-0.006	-0.017	0.131	0.508	0.205	-21.905	-0.140	-0.492	-0.036	0.046	0.333	3.065
	-1期から2期	51	-0.480	-0.187	-0.006	0.008	0.120	0.690	0.235	-51.532	-0.156	-1.052	-0.025	0.078	0.650	7.214

表 5 外れ値除外後の記述統計量

指標	期間	サンプル数	有効数	外れ値除外数	サンプル企業								コントロール企業							
					最小値	第一四分位	平均値	中央値	第三四分位	最大値	標準偏差	最小値	第一四分位	平均値	中央値	第三四分位	最大値	標準偏差		
自己資本当期利益率	-1期から0期	51	41	10	-9.751	-2.923	-0.432	-0.704	2.092	10.969	4.467	-14.309	-2.942	-1.143	-0.236	1.932	7.076	4.984		
	-1期から1期	51	38	13	-5.196	-2.139	0.469	0.105	3.084	8.069	3.516	-15.075	-4.389	-1.320	-0.329	2.495	13.497	5.848		
	-1期から2期	51	34	17	-5.709	-2.649	-0.315	-0.188	1.755	8.997	3.444	-14.839	-3.353	0.047	0.325	4.806	8.153	5.410		
総資産営業利益率	-1期から0期	51	37	14	-4.406	-1.445	-0.474	-0.196	0.442	4.402	1.706	-3.870	-1.183	-0.354	-0.201	0.590	2.970	1.352		
	-1期から1期	51	43	8	-7.281	-1.478	-0.129	-0.251	1.275	6.632	2.785	-7.627	-1.934	-0.447	-0.240	1.909	7.580	3.349		
	-1期から2期	51	43	8	-5.423	-1.944	-0.599	-0.603	0.743	5.446	2.349	-7.978	-1.405	0.343	0.254	2.504	7.460	3.370		
売上高営業利益率	-1期から0期	51	31	20	-3.537	-1.464	-0.470	-0.117	0.261	2.046	1.204	-2.215	-0.762	-0.154	-0.046	0.413	2.192	0.978		
	-1期から1期	51	35	16	-4.723	-0.869	0.027	0.014	1.498	5.178	2.161	-6.335	-1.084	0.212	0.223	2.214	6.338	2.887		
	-1期から2期	51	36	15	-6.264	-1.697	-0.452	-0.272	1.015	3.635	2.041	-3.572	-0.287	1.359	0.438	3.008	6.847	2.513		
売上高売上原価率	-1期から0期	46	38	8	-5.058	-0.927	0.374	0.133	1.820	5.787	2.067	-0.047	-0.020	-0.003	-0.002	0.010	0.056	0.021		
	-1期から1期	46	36	10	-4.941	-0.703	0.588	0.788	2.256	6.345	2.432	-0.058	-0.029	-0.005	-0.003	0.014	0.062	0.028		
	-1期から2期	46	35	11	-6.320	-1.910	-0.098	-0.356	1.778	7.517	2.957	-0.062	-0.031	-0.009	-0.010	0.011	0.055	0.027		
売上高販管費率	-1期から0期	47	36	11	-3.095	-1.125	-0.105	-0.206	0.670	3.151	1.349	-2.960	-0.178	0.780	0.647	1.669	3.729	1.493		
	-1期から1期	47	35	12	-4.578	-1.612	-0.328	-0.553	1.061	4.478	2.124	-4.461	-0.567	0.262	0.192	1.163	4.812	1.905		
	-1期から2期	47	33	14	-4.149	-1.040	0.374	0.130	1.095	4.388	2.084	-3.597	-1.161	0.011	0.133	0.956	3.483	1.587		
総資産回転率	-1期から0期	51	40	11	-0.231	-0.061	0.016	0.009	0.098	0.294	0.124	-0.189	-0.072	-0.031	-0.037	0.013	0.148	0.074		
	-1期から1期	51	46	5	-0.459	-0.113	-0.007	-0.014	0.117	0.453	0.187	-0.268	-0.129	-0.027	-0.029	0.065	0.333	0.127		
	-1期から2期	51	44	7	-0.410	-0.173	0.003	0.016	0.157	0.462	0.207	-0.385	-0.124	-0.036	-0.026	0.068	0.295	0.158		

表 6 サンプル企業の上場廃止後のニュース①

番号	コード	社名	親会社	直前決算期(－1)	分類	新聞掲載日	内容
1	5728	(株) アライドマテリアル	住友電工	2004年3月	人事発表	2008年5月28日	親会社からの派遣あり
2						2008年5月10日	新社長(親会社から派遣)人事発表
3						2007年5月30日	役員(親会社からの派遣あり)人事発表
4						2005年6月2日	新社長(親会社から派遣)
5	8033	(株) ジーネット	フルサト工業	2002年3月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
6	6892	(株) シチズン電子	シチズン時計	2005年3月	人事発表	2008年3月26日	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
7						2007年4月28日、5月1日	役員人事発表
8						2006年5月1日	役員人事発表
9					事業譲受	2007年11月26日	子会社間の事業を統合
10					事業撤退	2007年4月10日	カメラ部品事業から撤退
11					設備投資	2006年4月19日	中国・南京に新工場設立
12						2008年4月7日	LED生産設備増設
13						2006年4月6日	新卒を積極採用
14					5954	(株) トーブラ	ニッパツ
15	9089	(株) パンダイロジバル	パンダイナムコ	2005年3月	人事発表	2006年5月9日	役員、部長人事発表
16						2006年3月1日	役員、部長人事発表
17					設備投資	2008年3月20日	物流拠点集約
18					機能統合	2007年11月11日	管理部門統合
19	4682	(株) 電通テック	電通	2005年3月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
20						グループ外会社と事業会社設立	2007年11月7日
21					2007年6月8日		通販会社を共同設立
22					2007年1月22日		商品陳列請負会社設立
23					2006年11月16日		店頭販促専門会社設立
24					グループ外会社に出資	2006年8月3日	ソニークリエイティブプロダクツの第三者割り当てに応じる
25					グループ外会社買収	2006年7月21日	撮影所買収
26	3534	NBCメッシュテック	日清製粉グループ本社	2010年3月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
27						設備投資	2012年11月29日

表 7 サンプル企業の上場廃止後のニュース②

番号	コード	社名	親会社	直前決算期(－1)	分類	新聞掲載日	内容
28	6759	NECトーキン	NEC	2009年3月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
29					事業売却	2012年3月13日	第三者割当を実施し議決権を49%まで下げる
30					事業譲渡	2010年2月12日	リチウムイオン電池事業をグループ会社へ譲渡
31					操業一時停止	2011年10月28日	タイ洪水で工場操業停止
32					操業再開	2011年6月14日	東北大震災で停止していた工場が操業再開
33					設備投資	2012年2月14日	タイの工場を取得
34						2009年11月7日	リチウムイオン電極工場の生産能力向上
35					リストラ	2012年2月14日	タイで2700人削減
36						2012年1月30日	日本国内で250人希望退職実施
37	3749	SBIベリトランス(株)	SBIホールディングス	2011年3月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
38					グループ外企業と業務提携	2012年8月3日	EC協議会設立
39	2598	アサヒ飲料	アサヒビール	2007年12月	設備投資	2010年7月11日	物流施設、配送トラックの共同利用
40						2008年8月30日	自販機の補充予測
41						2010年12月11日	明石工場の設備更新
42						2009年5月15日	明石工場の新ライン設置
43					業務提携	2010年7月16日	マレーシアでカールスバーグと業務提携
44						2010年7月16日	台湾で生産委託
45						2010年4月2日	グループ外企業と共同販促
46					人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
47					リストラ	2008年5月2日	希望退職を年内実施へ
48					人事制度	2008年9月2日	男性の育休制度取りやすい会社
49					販売促進	2009年1月20日	自販機の設置を3倍に増やす
50					購買機能一元化	2010年11月11日	原材料、包装材を共通化、品目数3割減、仕入先集約、調達コスト数十億円減を目指す。対象は、国内外のグループ各社
51					親会社がグループ外企業を買収し事業譲受	2010年4月9日	六甲のおいしい水を買収
52						2010年12月22日	六畳麦茶を買収
53	6213	オーエム製作所	ダイワボウホールディングス	2011年3月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
54					海外進出	2012年9月26日	中国に現地法人設立
55					営業拠点拡大	2012年4月26日	北陸に営業拠点設立
56					設備投資	2012年3月5日	台湾工場の製造能力拡大
57	2891	オリエンタル酵母工業	日清製粉グループ本社	2010年3月	海外進出	2011年8月31日	親会社と共同出資でインド進出
58						2012年4月18日	タイ、インドネシアへ進出
59					設備投資	2012年12月12日	長浜市の工場を増築
60					人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
61	事業譲受	2012年2月10日	実験用マウス生産を譲受				

表 8 サンプル企業の上場廃止後のニュース③

番号	コード	社名	親会社	直前決算期(－1)	分類	新聞掲載日	内容
62	9623	キヤノンソフトウェア	キヤノンマーケティングジャパン	2009年12月	事業譲渡	2010年2月25日	グループ会社で事業を統合
63					人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
64	3337	サークルKサンクス	ユニー	2012年2月	公募増資	2012年7月18日	親会社が公募増資を行い、出店、改装費用を調達
65					販売製品拡充	2013年5月3日	PB製品をグループ企業のスーパー主体からサークル Kにも導入
66					設備投資	2013年2月16日	親会社とPB製品の物流を統合
67						2013年11月16日	インターネット通販の基盤システム統合(コンビニで受け取りが可能に)、顧客管理(会員システム)を統合
68						2015年2月21日	POSを刷新して従業員の負荷軽減
69	3745	サミーネットワークス	セガサミーHD	2010年3月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
70	9912	ダイワボウ情報システム	ダイワボウホールディングス	2008年3月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
71	7530	ナブコドア(株)	ナブテスコ	2012年3月	人事発表	2014年4月30日	親会社からの派遣あり
72	6415	ニスカ(株)	キヤノンファインテック	2007年12月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
73				2009年5月	事業譲受	2009年5月30日	業務用空気製造機事業譲受
74	7765	リコーエレメックス	リコー	2008年3月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
75	7263	愛知機械工業	日産自動車	2011年3月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
76	1767	沖ウインテック	OKI	2010年3月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
77	3404	三菱レイヨン	三菱ケミカルHD	2010年3月	子会社清算	2010年5月8日	グループ外会社と共同出資の会社を解散、提携戦略見直し
78					事業統合	2010年7月2日	グループで重複する事業を統合し100億円の削減効果を狙う
79					購買機能一元化	2010年9月23日	グループ会社で共通資材のコスト削減
80					研究部門統合	2011年2月17日	成長分野に研究を注力、経営資源を集約
81					本社移転	2011年7月29日	本社を一箇所に集約して、経費削減
82					人事発表	2011年12月27日	グループ間で人事交流
83					採用活動集約	2012年1月5日	人材交流が可能な採用
84					管理部門集約	2012年2月18日	管理部門を同一フロアに同居させ管理コストの削減、グループ融和
85					販売先拡大	2012年7月19日	グループ会社を通して水処理装置の販売先拡大
86					人事情報統合	2012年7月30日	人事データを一元管理
87	2578	四国コカ・コーラボトリング	日本製紙本社グループ	2008年12月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
88					設備投資	2010年1月14日	生産能力増強
89	2057	雪印種苗	雪印乳業	2007年6月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
90	6211	倉敷機械	クラブウ	2011年3月	人事発表	2013年5月9日	役員の異動

表 9 サンプル企業の上場廃止後のニュース④

番号	コード	社名	親会社	直前決算期(－1)	分類	新聞掲載日	内容
91	8197	東急ストア	東急電鉄	2008年2月	設備投資	多数あり	店舗出店
2010年9月7日						駅前店舗を大幅改装	
92					販売製品・取扱サービス拡充	2010年10月22日	東急百貨店の商品をスーパーで取り扱い開始
93					販売チャネル拡大	2009年8月5日	ネットスーパー参入
94					子会社清算	2008年6月30日	不動産子会社清算
95					人事発表	多数あり	親会社からの派遣あり
96					人事制度	2010年8月23日	店長に連続2週間休暇義務
97					リストラ	2009年8月19日	赤字店舗閉店
98					販売促進	20110/1/8	同業他社と共同販促
99	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)				
100	9865	日商エレクトロニクス	双日	2009年3月	販売製品・取扱サービス拡充	2011年10月9日	グループ会社の資産を利用してクラウドサービスを開始
設備投資					2011年10月4日	グループ会社の資産を利用してデータセンターを構築、運用	
101	7563	ニッパン	ニッパツ	2011年3月	人事発表	2012年3月23日	部長人事発表
102	7253	日本ガスケツト(株)	大豊工業	2005年3月	資産売却	2007年2月3日	本社・工場移転して土地を売却
人事発表					2006年12月28日	親会社からの派遣あり	
2006年5月25日					親会社からの派遣あり		
103	2051	日本農産工業	三菱商事	2009年3月	事業譲受	2012年1月19日	グループ会社の事業買入
人事発表					多数あり	親会社からの派遣あり	
104	6810	日立マクセル	日立製作所	2009年3月	事業譲受	2012年1月24日	子会社5社吸収
人事発表					複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)	
事業譲渡					2011年2月1日	電池事業を分離、グループ会社へ	
組織再編					2010年9月7日	グループ会社の開発手法を推進する部署を設置	
105	8092	富士通ビジネスシステム	富士通	2009年3月	人事発表	複数回あり	部長人事発表(親会社からの派遣あり)
事業移管					2010年10月7日	親会社から中小顧客を移管	
106							
107							
108							
109							
110							
111							
112							
113							
114							

表 10 外れ値除外後の財務パフォーマンス検定結果

指標	期間	平均値の差の検定						中央値の差の検定			
		平均値	標準偏差	平均値の標準誤差	差の 95% 信頼区間		t 値	有意確率	中央値	検定統計量	有意確率
					下限	上限					
自己資本当期利益率	-1期から0期	0.710	7.025	1.097	-1.507	2.928	0.647	0.521	-0.468	0.590	0.555
	-1期から1期	1.789	5.984	0.971	-0.178	3.756	1.843	0.073**	0.434	1.835	0.067**
	-1期から2期	-0.362	5.928	1.017	-2.431	1.706	0.357	0.724	-0.512	0.265	0.791
総資産営業利益率	-1期から0期	-0.120	2.039	0.335	-0.800	0.560	0.358	0.722	0.005	0.611	0.541
	-1期から1期	0.318	4.243	0.647	-0.988	1.624	0.491	0.626	-0.011	0.459	0.646
	-1期から2期	-0.942	4.279	0.653	-2.259	0.375	1.443	0.156	-0.858	1.437	0.151
売上高営業利益率	-1期から0期	-0.315	1.490	0.268	-0.862	0.231	1.179	0.248	-0.071	0.862	0.389
	-1期から1期	-0.185	3.859	0.652	-1.511	1.141	0.284	0.778	-0.209	0.459	0.647
	-1期から2期	-1.704	3.176	0.537	-2.795	-0.613	3.175	0.003*	-0.710	2.686	0.007*
売上高売上原価率	-1期から0期	0.377	2.063	0.335	-0.301	1.055	1.126	0.267	0.135	0.877	0.380
	-1期から1期	0.593	2.431	0.405	-0.230	1.415	1.463	0.152	0.790	1.744	0.081**
	-1期から2期	-0.089	2.950	0.499	-1.103	0.924	0.179	0.859	-0.347	0.164	0.870
売上高販管費率	-1期から0期	-0.923	1.865	0.315	-1.564	-0.282	2.928	0.006*	-0.853	2.703	0.007*
	-1期から1期	-0.589	2.380	0.402	-1.407	0.228	1.465	0.152	-0.745	1.622	0.105
	-1期から2期	0.362	2.700	0.470	-0.595	1.320	0.771	0.446	-0.003	0.563	0.574
総資産回転率	-1期から0期	0.047	0.145	0.023	0.000	0.093	2.030	0.049*	0.046	1.882	0.060**
	-1期から1期	0.020	0.221	0.033	-0.046	0.086	0.607	0.547	0.015	0.606	0.544
	-1期から2期	0.039	0.257	0.039	-0.039	0.117	1.008	0.319	0.041	0.887	0.375

*5%有意、**10%有意

表 11 外れ値除外後の各指標の正規性の確認

指標	期間	サンプル企業						コントロール企業					
		Kolmogorov-Smirnov の正規性の検定 (探索的) ^a			Shapiro-Wilk			Kolmogorov-Smirnov の正規性の検定 (探索的) ^a			Shapiro-Wilk		
		統計量	自由度	有意確率	統計量	自由度	有意確率	統計量	自由度	有意確率	統計量	自由度	有意確率
自己資本当期利益率	-1期から0期	.095	41	.200*	.980	41	.665	.204	41	.000	.905	41	.002
	-1期から1期	.108	38	.200*	.971	38	.406	.098	38	.200*	.971	38	.427
	-1期から2期	.102	34	.200*	.954	34	.156	.086	34	.200*	.955	34	.169
総資産営業利益率	-1期から0期	.120	37	.197	.965	37	.284	.113	37	.200*	.975	37	.549
	-1期から1期	.091	43	.200*	.984	43	.812	.097	43	.200*	.983	43	.765
	-1期から2期	.088	43	.200*	.985	43	.845	.130	43	.066	.976	43	.500
売上高営業利益率	-1期から0期	.183	31	.010	.931	31	.048	.107	31	.200*	.984	31	.917
	-1期から1期	.111	35	.200*	.972	35	.495	.099	35	.200*	.966	35	.354
	-1期から2期	.113	35	.200*	.985	35	.893	.159	35	.025	.939	35	.052
売上高売上原価率	-1期から0期	.106	38	.200*	.975	38	.532	.095	38	.200*	.969	38	.359
	-1期から1期	.107	36	.200*	.968	36	.375	.103	36	.200*	.974	36	.551
	-1期から2期	.098	35	.200*	.979	35	.719	.082	35	.200*	.985	35	.910
売上高販管費率	-1期から0期	.078	35	.200*	.986	35	.918	.153	35	.038	.946	35	.085
	-1期から1期	.076	35	.200*	.984	35	.882	.118	35	.200*	.976	35	.631
	-1期から2期	.147	33	.068	.930	33	.035	.087	33	.200*	.986	33	.937
総資産回転率	-1期から0期	.069	40	.200*	.987	40	.923	.095	40	.200*	.979	40	.655
	-1期から1期	.082	46	.200*	.982	46	.671	.061	46	.200*	.986	46	.843
	-1期から2期	.083	44	.200*	.983	44	.767	.092	44	.200*	.981	44	.693

*正規性の有意確率が 20%を超えた指標

表 12 上場廃止後のニュース分析（アップサイド）

分類(影響を与える事項)	中分類	会社名	番号	関連指標と見込める効果					
				自己資本 当期利益率	総資産 営業利益率	売上高 営業利益率	売上高 売上原価率	売上高 販管費率	総資産 回転率
アップサイド	事業譲受	シチズン電子	9	増加	-	-	-	-	増加
		オリエンタル酵母	61	増加	-	-	-	-	増加
		ニスカ	73	増加	-	-	-	-	増加
		日本農産工業	107	増加	-	-	-	-	増加
		日立マクセル	109	増加	-	-	-	-	増加
	事業移管	富士通ビジネス	114	増加	-	-	-	-	増加
	親会社がグループ外企業を買収し事業譲受	アサヒ飲料	51,52	増加	-	-	-	-	-
	事業売却	NECトーキン	29	-	-	-	-	-	-
	事業譲渡	NECトーキン	30	低下	-	-	-	-	低下
		キヤノンソフトウェア	62	低下	-	-	-	-	低下
		日立マクセル	111	低下	-	-	-	-	低下
	事業撤退	シチズン電子	10	増加	増加	-	-	-	低下
	子会社清算	三菱レイヨン	77	-	-	-	-	-	低下
	操業一時停止	NECトーキン	31	-	-	-	-	-	低下
	操業再開	NECトーキン	32	-	-	-	-	-	増加
	設備投資	シチズン電子	11,12	-	-	-	低下	-	増加
		トーブラ	14	-	-	-	低下	-	増加
		NBCメッシュテック	27	-	-	-	-	-	増加
		NECトーキン	33,34	-	-	-	低下	-	増加
		アサヒ飲料	41,42	-	-	-	-	-	増加
		オーエム製作所	56	-	-	-	低下	-	増加
		オリエンタル酵母	59	-	-	-	-	-	増加
		サークルKサンクス	67	-	-	-	-	-	増加
		四国コカ・コーラボトリング	88	-	-	-	-	-	増加
		東急ストア	91,92	-	-	-	-	-	増加
		日商エレクトロニクス	102	-	-	-	-	-	増加
		グループ会社と事業会社共同設立	電通テック	20-23	-	-	-	-	-
	グループ外会社に出資	電通テック	24	-	-	-	-	-	増加
	グループ外企業と業務提携	SBIベリトランス	38	-	-	-	-	-	増加
		アサヒ飲料	43,45	-	-	-	-	-	増加
		アサヒ飲料	44	増加	増加	-	-	-	増加
	販売製品拡充	サークルKサンクス	65	-	-	-	-	-	増加
		東急ストア	93	-	-	-	-	-	増加
		日商エレクトロニクス	101	-	-	-	-	-	増加
	販売促進	アサヒ飲料	49	-	-	-	-	-	増加
		東急ストア	99	-	-	-	-	-	増加
	販売先拡大	三菱レイヨン	85	-	-	-	-	-	増加
	販売チャネル拡大	東急ストア	94	-	-	-	-	-	増加
	海外進出	オーエム製作所	54	-	-	-	-	-	増加
		オリエンタル酵母	57,58	-	-	-	-	-	増加
営業拠点拡大	オーエム製作所	55	-	-	-	-	-	増加	
公募増資	サークルKサンクス	64	-	-	-	-	-	増加	

表 13 上場廃止後のニュース分析（ダウンサイド）

分類(影響を与える事項)	中分類	会社名	番号	関連指標と見込める効果					
				自己資本 当期利益率	総資産 営業利益率	売上高 営業利益率	売上高 売上原価率	売上高 販管費率	総資産 回転率
ダウンサイド	人事発表	アライドマテリアル	1-4	-	-	-	-	増加	-
		ジーネット	5	-	-	-	-	増加	-
		シチズン電子	6-8	-	-	-	-	増加	-
		バンダイロジカル	15,16	-	-	-	-	増加	-
		電通テック	19	-	-	-	-	増加	-
		NBCメッシュテック	26	-	-	-	-	増加	-
		NECトーキン	28	-	-	-	-	増加	-
		SBIペリテランス	37	-	-	-	-	増加	-
		アサヒ飲料	46	-	-	-	-	増加	-
		オーエム製作所	53	-	-	-	-	増加	-
		オリエンタル酵母	60	-	-	-	-	増加	-
		キャンノンソフトウェア	63	-	-	-	-	増加	-
		サミーネットワークス	69	-	-	-	-	増加	-
		ダイワボウ情報システム	70	-	-	-	-	増加	-
		ナブコドア	71	-	-	-	-	増加	-
		ニスカ	72	-	-	-	-	増加	-
		リコーエレメックス	74	-	-	-	-	増加	-
		愛知機械工業	75	-	-	-	-	増加	-
		神ウインテック	76	-	-	-	-	増加	-
		三菱レイヨン	82	-	-	-	-	増加	-
		四国コカ・コーラボトリング	87	-	-	-	-	増加	-
		帝印種苗	89	-	-	-	-	増加	-
		倉敷機械	90	-	-	-	-	増加	-
		東急ストア	96	-	-	-	-	増加	-
	日商エレクトロニクス	100	-	-	-	-	増加	-	
	ニッパツ	103	-	-	-	-	増加	-	
	日本ガスケツ	105,106	-	-	-	-	増加	-	
	日本農産工業	108	-	-	-	-	増加	-	
	日立マクセル	110	-	-	-	-	増加	-	
	富士通ビジネスシステム	113	-	-	-	-	増加	-	
	採用活動	シチズン電子	13	-	-	-	-	増加	-
		三菱レイヨン	83	-	-	-	-	低下	-
	人事制度	アサヒ飲料	48	-	-	-	-	増加	-
		東急ストア	97	-	-	-	-	増加	-
	人事情報統合	三菱レイヨン	86	-	-	-	-	低下	-
	事業統合	三菱レイヨン	78	-	-	-	低下	低下	-
	機能統合	バンダイロジカル	18	-	-	-	-	低下	-
	研究部門統合	三菱レイヨン	80	-	-	-	-	低下	-
	本社移転	三菱レイヨン	81	-	-	-	-	低下	-
	管理部門集約	三菱レイヨン	84	-	-	-	-	低下	-
	組織再編	日立マクセル	112	-	-	-	-	増加	-
	設備投資	バンダイロジカル	17	増加	増加	増加	低下	-	-
		アサヒ飲料	39,40	増加	増加	増加	低下	-	-
		サークルKサンクス	66	-	-	-	低下	-	-
		サークルKサンクス	68	-	-	-	-	低下	-
	グループ外会社買収	電通テック	25	-	-	-	低下	-	-
	リストラ	NECトーキン	35,36	-	-	-	-	低下	-
アサヒ飲料		47	-	-	-	-	低下	-	
東急ストア		98	-	増加	-	-	低下	-	
購買機能一元化	アサヒ飲料	50	-	-	-	低下	-	-	
	三菱レイヨン	79	-	-	-	低下	-	-	
子会社清算	東急ストア	95	-	増加	増加	-	-	-	
資産売却	日本ガスケツ	104	増加	-	-	-	-	-	

参考文献

- Kang, J., A. Shivdasani, and T. Yamada (2000) “The effect of bank relations on investment decisions: An investigation of Japanese takeover bids,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, No.1, pp. 21-48.
- Kimberly Gleason, Jeff Madura, Anita K. Pennathur (2006) “Valuation and Performance of Reacquisitions Following Equity Carve-Outs,” *The Financial Review*, Vol.41, pp.229-246.
- Stven KAPLAN (1989) “THE EFFECTS OF MANAGEMENT BUYOUTS ON OPERATING PERFORMAANCE AND VALUE,” *Journal of Financial Economics*, Vol.24, pp.217-254.
- 井上光太郎・加藤英明 (2006) 『M&A と株価』東洋経済新報社.
- 大坪稔・三好祐輔 (2008) 「日本企業の完全子会社化に関する実証研究」『日本経済研究』第 59 号, pp.42-65.
- 参議院 (2005) 『会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案 (趣旨説明)』
- 鈴木浩三 (1999) 「日本における企業間関係の構築によるコスト低減戦略」『管理会計学』第 7 卷, 第 1・2 合併号, pp.65-89.
- 野瀬義明・伊藤彰敏 (2009a) 「戦略的非公開化の決定要因は何か」『証券経済会年報』第 44 号, pp.77-81.
- 野瀬義明・伊藤彰敏 (2009b) 「バイアウト・ファンドによる買収のインパクトに関する分析」『現代ファイナンス』第 26 号, pp.49-66.
- 野瀬義明・伊藤彰敏 (2011) 「株式非公開化の決定要因」『証券経済会年報』第 46 号, pp.39-55.
- 野瀬義明・伊藤彰敏 (2012) 「公開維持型バイアウト実施企業の長期パフォーマンス」『証券経済会年報』第 47 号, pp.19-39.
- 松田千恵子 (2014) 「非上場化企業の特性に関する研究 –親子上場の解消に関する初期的検討–」『経営と制度』第 12 号, pp.73-101.
- 宮島英昭 (2011) 『日本の企業統治』東洋経済新報社.

謝辞

本研究の実施にあたり、貴重な指摘や多くの助言をいただいた松田千恵子先生、浅野敬志先生、細海昌一郎先生に深く感謝いたします。データの収集にあたり国土交通省、各都道府県庁の皆様には有益なヒントを頂きました。深く感謝いたします。また、同期のメンバーとは、データ分析の方法、解釈、論文の執筆と広きに渡り議論をすることで良い方法を導くことができました。心から御礼申し上げます。