

持株会社による経営統合と合併におけるステークホルダー構造の違いとその効果

早稲田大学 *高田真也 大野高裕

1. はじめに

株式移転とは、1または2以上の株式会社がその発行済株式の全部を新たに設立する株式会社に取得させること(会社法2条32項)であり、1999年の商法改正によって導入された制度である。これにより、1999年以降は合併と株式交換を選択的に用いることができるようになった。こうした再編方式の違いは、合併・統合の成果にどのような影響を及ぼすのだろうか。

この点について、矢部(2008)は、超過総資産回転率・超過ROA(総資産利益率)および超過ROS(売上高利益率)によって、株式交換による事業譲渡および完全子会社化を分析し、完全子会社によって、超過ROA、ROSは子会社化前年と比較して大きくなっている一方、事業譲渡の場合は買収企業の収益性の向上が得られなかったと結論づけている。しかし、それではなぜ企業は株式交換による持株会社の設立や株式移転による事業譲渡を選択するのだろうか。

そもそも、完全子会社・合併・経営統合では、異なる動機を持つ可能性がある。興三野・島田(2008)は経営統合には救済目的で行われる場合が多いと指摘する。他にも業界再編を目的としたケースも存在する。一方完全子会社について、大坪(2011)は、親会社が実施する目的として、情報の非対称性、事業再編、低成長、利害対立、敵対的M&Aの五つの仮説を取り上げ、検証を行っている。その結果、収益性が低く、親会社と事業活動上の取引関係が強く、役員の兼任・派遣関係があり、配当額が低い上場子会社ほど、完全子会社化の対象となるという結果を得ている。

こうして見ると、業績など組織再編前の状況や、資本関係や取引関係などの存在が、再編の動機となっていたり、戦略に影響する可能性があるが、関係には、親子関係や取引関係において依存関係がある場合などの直接関係と、株主関係や共通の主力銀行が存在するなどの間接関係があり、再編方式によってステークホルダー構造にどのような違いが見られるかは明らかにされていない。またその効果に関して、情報の非対称性や依存関係の影響などに、関係の構造の違いが影響すると考えられる(高田,2018)。以上の点から、本報告の目的として、同時期に行われた組織再編前にどのようなステークホルダー構造が見られるか、また、事前のステークホルダー構造の違いが効果に対してどのように影響をもたらすかという点にある。

2. 研究方法

本報告では、矢部(2008)を参考にして、合併・統合が行われた最初の決算期を0年とし、 $t+1 \sim t+3$ 年と $t-1$ 年の財務指標の差を比較する。 $t-1$ 期の数値算出に際しては、買収企業と対象企業の総資産・売上高・営業利益を総資産でウェイトを取った上で合算している。そのうえで、ROA、ROSについて、産業別平均に対する異常業績(AP_{it+j})で評価し、グループごとに平均値の差の検定を用いて分析する。 P_{it} は、 i 企業の t 期における業績を指す。

$$AP_{it+j} = P_{it+j} - E(P_{it+j})$$

合併・統合前の関係について、本報告では、ステークホルダー論の視点から、主な取引先・主な株主・主力銀行という3つの関係に着目し、第一位、第二位に直接ないし間接関係が存在するかを確認する方法を採用している。この方法によって事業会社や金融機関など仲介者がいることによって情報の非対称性の解消に寄与する可能性がある間接関係や、直接的に依存する場合など共通の特徴を持つ関係を抽出できる。

分析対象として、一之宮(2013)のサンプルを参考に会社四季報などから確認し、1999年から2007年までの80サンプルを収集した。

3. 分析結果

3.1 合併・経営統合前の関係

はじめに、合併・経営統合(完全子会社は除く)に関して、合併・統合前年の関係の相関を見る。

表1 関係間の相関

	主力銀行	仕入依存	仕入関係	販売依存	販売関係	親子関係	株主関係
主力銀行	1						
仕入依存	0.201	1					
仕入関係	-0.201	-0.148	1				
販売依存	-0.011	0.485	-0.113	1			
販売関係	-0.191	-0.171	0.100	-0.130	1		
親子関係	0.260	0.347	-0.216	0.028	-0.015	1	
株主関係	-0.284	-0.209	0.006	0.003	0.412	-0.200	1

この結果、販売依存と仕入依存に相関が、および親子関係と仕入依存、株主関係と販売関係にやや相関があることがわかる。すなわち、垂直的な関係として相互に依存関係がある場合、親子関係に取引が組み合わさった場合、関係会社が株式を有し、取引関係もある場合などが想定される。次にステークホルダー間の組み合わせについて、合併、持株会社、完全子会社に分けて、間接関係中心、直接関係中心、それらが組み合わさった複合、弱い関係に分類した。

表2 合併・持株会社・子会社の関係パターンの比較

	合併	持株会社	完全子会社
間接関係中心	14(53.8%)	11(33.3%)	0(0%)
直接関係中心	1(3.8%)	5(15.2%)	7(36.8%)
複合型	3(11.5%)	8(24.2%)	9(47.4%)
弱い関係	8(30.8%)	9(27.3%)	3(15.8%)

合併・持株会社に関しては間接関係中心の割合が多く、弱い関係も一定数見られる。ただ、合併と持株会社で間接関係が異なり、合併における間接関係中心型の中で、関連会社牽引型(共通の事業会社が両者の筆頭株主)が12件を占めるのに対して、持株会社における間接関係のうち準金融機関牽引型(共通の取引銀行が合併企業の筆頭株主または同一の金融機関が両者の筆頭株主)または金融牽引型(共通の取引銀行が両者の筆頭株主)が8件存在する。一方完全子会社については間接関係中心型が見られず、直接関係中心型が多く見られる。合併・持株会社の場合、間接関係が前提となることが多く、仲介者の存在が想定されるが、完全子会社化の場合はそうした関係が前提とされる場合が少ないことが読み取れる。

3.2 合併・経営統合・完全子会社の効果

次に、再編方式の違いによって、総資産回転率およびROAの異常値がどう異なるかを観察する。

表3 総資産回転率の比較

	総資産回転率					
	3年後との差		2年後との差		1年後との差	
	平均	分散	平均	分散	平均	分散
合併	0.020	0.104	-0.032	0.072	-0.002	0.0498
持株会社	0.309	2.101	0.026	0.103	-0.041	0.123
完全子会社化	0.005	0.015	-0.038	0.018	0.001	0.004

総資産回転率の異常値について、3年後および2年後との差について持株会社の改善率が最も高い。合併・完全子会社においても3年後との差でやや改善が見られている。

表4 総資産営業利益率の比較

	総資産営業利益率					
	3年後との差		2年後との差		1年後との差	
	平均	分散	平均	分散	平均	分散
合併	0.005	0.002	-0.003	0.001	0.002	0.001
持株会社	-0.003	0.002	-0.006	0.002	-0.007	0.001
完全子会社化	0.007	0.000	0.005	0.001	-0.005	0.001

総資産利益率(ROA)については、3年後との差において、合併、完全子会社でやや改善が見られる。持株会社については、いずれとの比較でも負の値を取っており、短期的には収益の改善に至っていない

3.3 合併・経営統合後の効果に与える影響

表5 合併・経営統合の効果への間接関係の影響

総資産回転率	3年後との差		2年後との差		1年後との差	
	間接関係	なし	間接関係	なし	間接関係	なし
	0.266	-0.014	0.02	-0.044	-0.002	-0.038
総資産利益率	3年後との差		2年後との差		1年後との差	
	間接関係	なし	間接関係*	なし	間接関係	なし
	0.002	0.002	-0.009	0.007	-0.008	0.002

間接関係中心型とそうでない場合の比較を行った結果である。すべての期間で、間接関係がある方が総資産回転率の改善度が高くなっている。一方、ROAの変化は間接関係が見られない方が高くなっている。なお2年後との比較は5%有意である。

表6 合併・経営統合の効果への直接関係の影響

総資産回転率	3年後との差		2年後との差		1年後との差	
	直接関係	なし	直接関係	なし	直接関係	なし
	0.063	0.203	0.023	-0.031	-0.046	0.002
総資産利益率	3年後との差		2年後との差		1年後との差	
	直接関係	なし	直接関係	なし	直接関係*	なし
	-0.003	0.006	-0.01	0.003	-0.012	0.002

一方、直接関係中心型とそうでない場合の比較を行うと、3年後、2年後との差はばらばらで、直接関係は総資産回転率の改善に寄与していない。またROAは直接関係が見られない方が高くなっている。なお3年後との比較は5%有意である。

4. まとめ

合併・経営統合では、事前に間接関係が存在することが多く、合併の場合であれば関連会社、持株会社であれば金融機関が株式を保有することで形成されていることが多い。これに対し、完全子会社の場合にはこうした関係は存在しない。こうした関係は、資産圧縮などに寄与するが、収益の改善には寄与していない。このことから、間接関係を通じた情報の非対称性の解消は合併・経営統合の動機とはなるが、依存関係は、合併・経営統合プロセスには影響することが少ないことが読み取れる。

引用文献

- 1)一之宮士郎、「経営統合の成否要因分析」『専修マネジメントジャーナル』Vol.3,No.1,pp.1-14(2013)
- 2)大坪稔,日本企業のグループ再編-親会社-上場子会社間の資本関係の変化,中央経済社(2011)
- 3)興三野禎倫・島田佳憲、「企業価値評価と合併・買収に関する資本市場の影響分析」『国民経済雑誌』第198巻第3号、pp.63-78.(2008)
- 4)高田真也、「合併における事前の関係とその影響」東京大学提出博士論文(2018),
- 5)矢部謙介、「グループ企業再編の役割と財務業績への影響」『一橋ビジネスレビュー』第56巻第3号,pp.44-61(2008)