

【論文】

株式交換による子会社支配の強化と連結会計情報の価値関連性

野口 倫央 (愛知学院大学)

本研究の目的は、株式交換による完全子会社化を通じ、子会社の支配強化を行った企業の連結会計情報を、資本市場がどのように評価しているかについて解明することにある。

近年活発化している組織再編であるが、その中でも株式交換は、買収資金を必要とせずに子会社を完全子会社化するという点で特徴的な組織再編である。そこで、本研究では、この株式交換に着目し、完全子会社化後の連結会計情報に対する資本市場の評価を、利益簿価モデルをベースとして重回帰分析により検証した。検証の結果、資本市場は、株式交換実施の翌々年度の連結利益情報を高く評価していることが明らかになった。このことは、株式交換により完全子会社化した後に、親会社ガリストラチャリングを数期間かけて行い、それにより将来の利益減少要因が除去されたことを、資本市場が高く評価しているという解釈を可能にするものである。

キーワード：株式交換、子会社支配の強化、連結会計情報、価値関連性

I. はじめに

企業は、企業価値向上を主目的として種々の活動を行っている。その一つに、企業集団の形成を挙げることができよう。親会社は、どの企業を子会社にして企業集団に取り込むか、あるいは、どの子会社を企業集団から除外するかなど、企業価値向上のために、企業集団の在り方を模索し、組織再編を行っている。

このような企業の組織再編は2000年前後において、組織再編に関連する法制度が整備されたことから活発化した。この組織再編は、様々な観点から分類がなされる。組織再編を「再編対象」という観点から分類すると、グループ内組織再編とグループ外組織再編とに大別される。

一方、組織再編を「再編方法」という観点から分類すると、吸収型組織再編と新設型組織再編とに分類され、吸収型組織再編には、吸収合併、吸収分割、株式交換が該当し、新設型組織再編には、新設合併、新設分割、株式移転が該当する(菊池他(2015))。

このように種々の分類がなされる組織再編であるが、実務においては、グループ内組織再編が多く行われており(菊池他(2015))、そのグループ内組織再編の方法の一つとして、株式交換がある。

このような組織再編の現状を踏まえ、本研究では、株式交換による組織再編に焦点を当て、株式交換による完全子会社化を行った企業の連結会計情報を、資本市場がどのように評価しているかについて解明することを目的とする。

II. 株式交換を用いた子会社支配強化の意義

株式交換とは、買収企業が、買収対象企業の株主に対して自社の株式を交付し、それとの交換で買収対象企業の株式を取得することにより、その買収対象企業を完全子会社化し、買収企業が完全親会社になる仕組みをいう。日本では、1997年の独占禁止法の改正を端緒として、1999年の商法改正に際して制定された。

株式交換に際して、完全子会社化しようとする買収対象企業の株式を取得する際の対価は、株式交換契約によって決められた株式交換比率により算出される自社株式とすることができ、そのため、買収対象企業を株式交換により完全子会社化する際、資金流出を伴わない点に株式交換の特徴がある。

制度的には、全く資本関係のない企業であったとしても、株式交換を通じて完全子会社化することは可能である。しかしながら、大坪（2011）や大柳（2017）といった先行研究によれば、現実においては、100%未満の株式をすでに所有している子会社の株式を、株式交換により100%取得するという共通支配下の取引であるケースが多いという。このことから、株式交換は子会社支配を強化する一つの方法と位置づけることができる。

すでに子会社となっている企業を完全子会社化により支配強化するということは、何らかの誘因があると考えられる。大坪（2011）や菊谷・齋藤（2006）は、完全子会社化による子会社支配強化のメリットとして、以下のような点を指摘している。

- ① 非支配株主の排除
- ② 親会社による経営の自由度上昇
- ③ 買収の防衛
- ④ 子会社資源の流出を防御
- ⑤ 親会社と非支配株主との利益相反問題

の解消

資金調達チャネルの減少や子会社の成長を抑制してしまうというデメリットも指摘されているものの、近年の傾向としては、完全子会社化は増加傾向にある。このことは、完全子会社化のメリットを享受することで、企業価値の向上に繋がると経営者が判断していることの証左であろう。

III. 先行研究のレビューと株式交換の事例

1. 先行研究のレビュー

株式交換は、1999年の商法改正に伴う制度化により可能になった。そのため、日本における先行研究の蓄積はいまだ多くないものの、それらの先行研究は、①株式交換による完全子会社化の根拠を検証したもの、②株式交換のアナウンスメント効果を検証したもの、③株式交換前における利益マネジメントの有無およびそれに関連する資本市場の反応を検証したものに分類可能である。

(1) 株式交換による完全子会社化の根拠を検証した先行研究

菊谷・齋藤（2006）は、完全子会社化が行われる要因として、親会社の持株比率の高さなどの子会社がバランスに関する要因、および親会社の成長性の低さという親会社側の経営状態に関する要因が、完全子会社化を促進することを明らかにした。大坪（2011）は、上場子会社を完全子会社化する目的は、リストラクチャリングと親会社と上場子会社の非支配株主との利害対立回避にあることを明らかにした。

(2) 株式交換のアナウンスメント効果を検証した先行研究

飛田（2005）および飛田（2006）は、上場子会社の完全子会社化というアナウンスメントに

より、子会社の株価が正に反応すること、およびその要因として、プレミアムが上乘せされた交換比率が挙げられることを明らかにした。浅野他（2007a）および浅野他（2007b）は、株式交換のアナウンスメントに対して、資本市場は正の反応を示すことを明らかにした。

(3)株式交換前における利益マネジメントを検証した先行研究

Erickson and Wang（1999）は、有利な株式交換比率による買収コストの引き下げのために、企業が利益捻出を行っていることを明らかにした。井上・加藤（2004）は、買収プレミアムが高い場合は、買収企業にマイナスの効果を持ち、低い場合はプラスの効果を持つことを明らかにした。浅野他（2007a）および浅野他（2007b）は、株式交換に先立ち、買収企業は利益増加型の利益マネジメントを行っていることを明らかにした。北川（2009）は、株式交換に先立ち、経営者が利益捻出を行うこと、およびその企業は後の会計期間では利益の反転を招き、長期的な株価形成に対して負の影響が生じることを明らかにした。Louis and Sun（2016）は、株式交換に際して、利益増加型の利益マネジメントを行った企業は、株式交換のアナウンスメントを金曜日に行う傾向にあることを明らかにした。

ここでの先行研究の分類には含まれないものの、矢部（2013）は、株式交換により株主価値および財務業績が向上することを明らかにしている。株式交換に関する先行研究は、株式交換に先立ち、有利な株式交換比率を目的とした利益マネジメントを検証したものが多い。その一方で、株式交換後における連結会計情報に対する資本市場の評価については、研究の蓄積が少ないといえる。

2. 事例からみる株式交換の実態

(1)株式交換の目的と株式交換実施後の企業経営の特徴

ここでは、近年における大規模な株式交換の事例であるセブン&アイHDとりそなHDを取り上げ、株式交換の目的と株式交換実施後の企業経営の特徴を観察する。

セブン&アイHDは、2016年にニッセンHDを株式交換により完全子会社化した。セブン&アイHDのIRニュース（2016年8月2日公表）によると、ニッセンHDの通販事業における競争が激化している状況を踏まえ、セブン&アイHDとニッセンHDが、強固な資本関係により協力することで、双方の経営資源のより円滑な相互活用、各々の自力成長を超えたレベルでの企業価値の創造・拡大に資することができるとして、株式交換による完全子会社化が行われた。

りそなHDは、三井住友FGとともに、2017年に関西地銀3行（みなと銀行、関西アーバン銀行、近畿大阪銀行）を、株式交換を含めた複数の手法を用いて統合することを決定した。りそなHDのアナウンスメント（2017年3月3日公表）によれば、その統合の目的として、金融ビジネスの激しい競争により様々な構造変化が生じている現代において、株式交換等による統合により、その構造変化に適合する新たなビジネスモデルを構築し、これまで以上に地域経済の発展に寄与し、自らを再成長させることを挙げている。

株式交換に関するアナウンスメントからは、セブン&アイHDもりそなHDも、株式交換を通じて、完全子会社化や統合によるシナジー効果に期待していることが読み取れる。

しかしながら、株式交換実施後には、少し異なる側面が見受けられる。セブン&アイHDは、ニッセンHDとの株式交換実施後、事業縮小や人員削減を行った（日本経済新聞2016年8月3日朝刊）。さらに、りそなHDは株式交換等を通

じた統合により、関西地銀3行を統合し、収益力の底上げを目的として、コスト削減を進めるとされている（日本経済新聞2017年2月25日朝刊）。

これらの事例からも明らかなように、一般的に、企業は株式交換等の組織再編を通じて労働条件の変更や従業員の削減を求めようになったといわれている（日本経済新聞2017年4月5日朝刊）。すなわち、株式交換を行った企業は、シナジー効果を単純に期待するのではなく、収益力を底上げのために、リストラクチャリングを行っているといえることができる。

(2)株式交換実施企業の財務比率の推移

2013年4月1日から2014年3月31日までに株式交換を行った東京証券取引所第一部に上場している3月決算企業で、2012年3月期分から5期分の財務データが継続して取得可能な企業をサンプルとして、総資本事業利益率（Return on Assets; ROA）、自己資本当期純利益率

（Return on Equity; ROE）、流動比率、自己資本比率、従業員1人当たり売上高、従業員1人当たり経常利益率の推移を観察する。ここでは、マクロ経済状況の影響を除去すべく、全産業のそれらの比率との比較も行う。具体的には、相対比率（株式交換企業における数値を全産業における数値で除した比率）についても観察する。その結果が図表1である。

この図表1からも明らかなように、株式交換実施翌期にROAやROEといった収益性が相対的に低下している。これは株式交換後に生じる利益の反転であり、北川（2009）の指摘と整合的な傾向である。さらに、収益性指標は2期後に改善されている。この点は、高宇知（2006）や矢部（2013）と整合的な傾向である。

収益性指標だけでなく、安全性指標である流動比率、および生産性指標である従業員1人当たり売上高や従業員1人当たり経常利益は、株式交換を行った2期後の2016年3月期が分析対象期間の5期間の中で最も良い。このことは、

図表1 株式交換実施前後の財務比率の推移

		ROA(%)	ROE(%)	流動比率(%)	自己資本比率(%)	従業員1人当 売上高(十万円)	従業員1人当 経常利益(十万円)
2012年3月	実施企業	7.690	8.592	148.268	44.953	673.970	36.450
	全産業	3.960	4.220	135.370	38.040	437.180	18.310
	相対比率	1.942	2.036	1.095	1.182	1.542	1.991
2013年3月	実施企業	7.212	9.249	146.625	46.345	666.630	35.090
	全産業	3.970	5.020	137.170	39.320	423.190	20.310
	相対比率	1.817	1.842	1.069	1.179	1.575	1.728
2014年3月 (実施年度)	実施企業	7.904	10.557	149.375	46.814	697.940	40.900
	全産業	4.930	8.360	139.500	40.770	467.480	28.510
	相対比率	1.603	1.263	1.071	1.148	1.493	1.435
2015年3月	実施企業	7.697	9.419	155.766	49.500	680.170	40.770
	全産業	4.960	8.080	142.010	42.310	478.560	30.370
	相対比率	1.552	1.166	1.097	1.170	1.421	1.342
2016年3月	実施企業	8.869	11.074	157.912	48.521	692.940	45.310
	全産業	5.290	7.670	141.720	42.070	454.760	30.990
	相対比率	1.677	1.444	1.114	1.153	1.524	1.462

株式交換実施後のリストラクチャリングが成功したことを示唆するものである。

は、リストラクチャリングを断行した後の会計期間において、資本市場からの評価が高まる。

IV. リサーチデザイン

1. 仮説構築

株式交換は、企業価値向上を目的として行われる組織再編の1つである。この株式交換は、企業の統合によるシナジー効果だけを期待して行われるものではない。統合により、コスト削減等のリストラクチャリングを通じた収益性等の改善も期待されていると考えられる。日本企業を対象とした久保・齋藤(2007)においては、買収後に雇用の削減が行われていることを明らかにしているほか、菊谷・齋藤(2006)や大坪(2011)も、完全子会社化の目的の1つとしてリストラクチャリングがあることを、統計的検証を通じて証明している。

このように、企業買収の目的の1つとして位置付けられるリストラクチャリングであるが、これは短期間で達成されるものではない。Beckman and Forbes (2004) は、株式交換には特定していないものの、買収後5年間で雇用が削減されていることを証明している。さらに、高宇地(2006)は、日本企業に焦点を当てたうえで、買収後一定期間内にリストラが行われ、2期後に収益性が改善することを明らかにしている。

このように、リストラクチャリングは数期間の時間を要するものの、それにより膿を出すことで、将来における利益の減少要因を除去することとなる。その結果、利益の持続性は高くなる。大日方(2013)等の先行研究の指摘にもあるように、持続性の高い利益の利益反応係数、すなわち価値関連性は高くなると考えられることから、以下のような仮説を導出する。

仮説：株式交換を行った企業の連結利益情報

先行研究の多くは、株式交換のアナウンスメントというイベントに対して、資本市場がどのように反応したかを検証している。本研究はその視点とは異なる。株式交換という組織再編は連結会計情報に影響が及ぼすことになる。本研究は、株式交換の影響を受けた連結会計情報を資本市場がどのように評価しているのかを検証するものである。

2. 分析モデル

本研究においては、仮説を検証するための分析モデルとして、利益簿価モデルをベースとした以下の3つの式を構築する。

$$MV_{it} = \alpha_{0it} + \alpha_1 X_{it} + \alpha_2 BV_{it} + \alpha_3 X_{it} * Da + \alpha_4 BV_{it} * Da + YD + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(1)$$

$$MV_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 X_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 X_{it} * Db + \beta_4 BV_{it} * Db + YD + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(2)$$

$$MV_{it} = \gamma_{0it} + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 BV_{it} + \gamma_3 X_{it} * D_1 + \gamma_4 X_{it} * D_2 + \gamma_5 X_{it} * D_3 + \gamma_6 BV_{it} * D_1 + \gamma_7 BV_{it} * D_2 + \gamma_8 BV_{it} * D_3 + YD + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(3)$$

ここで、各変数は以下のように定義される。

- MV_{it} : t期末におけるi企業の時価総額
- X_{it} : t期におけるi企業の利益（営業利益・経常利益・当期純利益）
- BV_{it} : t期末におけるi企業の簿価（株主資本・純資産）
- Da : 株式交換を行った以降の年度であれば1、そうでなければ0のダミー変数
- Db : 株式交換を行った翌年度以降であれば1、そうでなければ0のダミー変数
- D_1 : 株式交換を行った年度であれば1、

そうでなければ0のダミー変数

D_2 : 株式交換を行った翌年度であれば1,
そうでなければ0のダミー変数

D_3 : 株式交換を行った翌々年度であれば
1, そうでなければ0のダミー変数

YD : 年度ダミー

本研究では、株式交換に関連する期間を示すダミー変数に係る係数に着目して検証を行う。そこで、株式交換に関連するダミー変数が示す期間を図示すると図表2のようになる。

本研究において検証するのは、株式交換を行った企業と株式交換を行っていない企業の連結会計情報に対する資本市場の評価に相違が生じるのか否かという点、さらには、相違が生じるのであればどの会計期間においてかという点である。これらの点を分析モデルにダミー変数を用いることで検証し、その相違が株式交換後のどの会計期間から生じるのかを検証するのが、上記3つの回帰式である。

具体的には、(1)式では、 a_3 および a_4 の係数に着目し、株式交換を行った年度以降の連結会計情報に対する資本市場の評価を検証する。これに対し、(2)式では、 β_3 および β_4 の係数に着目し、株式交換を行った翌年度以降の連結会計情報に対する資本市場の評価を検証する。加えて、(3)式では、 γ_3 、 γ_4 、 γ_5 および γ_6 、 γ_7 、 γ_8 の係数に着目し、株式交換を行うことで連結会

計情報に対する資本市場の評価に相違が生じるのは、株式交換実施年度であるのか、翌年度であるのか、さらには翌々年度であるのかについて検証する。

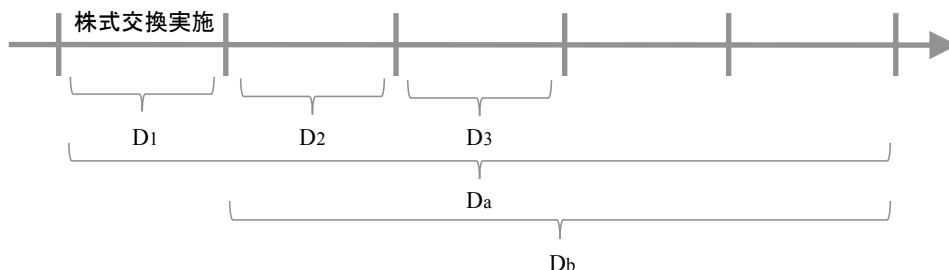
V. サンプルと記述統計

本研究においては、東京証券取引所第1部に上場しており、かつ決算月数が12ヶ月の3月決算企業（金融・保険業を除く）のうち、日本の会計基準を適用している企業をサンプルとして分析を行う。分析に必要な財務データおよび株価データは、日経NEEDS-Financial QUEST2.0より収集した。

本研究で焦点を当てる株式交換に関する情報は、楽天証券のウェブサイトより収集した。なお、分析に際しては、各種利益（営業利益(OP)、経常利益(OI)、当期純利益(NI)、株主資本簿価(SE)、純資産簿価(NA)が負になるサンプルを除外した。

サンプル期間を2012年3月期から2016年3月期とし、平均値 $\pm 2\sigma$ を超過する値を異常値として除外したところ、5,111企業・年のサンプルを抽出することができた。これらサンプルの記述統計量は図表3のとおりであり、図表4は各変数間の相関関係（ピアソンの相関係数）を示したものである。全ての変数は前期末総資産でデフレートしたものとなっている。なお、こ

図表2 ダミー変数が示す期間



出典：筆者作成

図表 3 記述統計量

	度数	最小値	最大値	平均値	標準偏差	分散	歪度	尖度
MV	5,111	0.001	2.357	0.552	0.370	0.137	1.581	3.010
OP	5,111	0.000	0.173	0.057	0.034	0.001	0.859	0.486
OI	5,111	0.000	0.183	0.059	0.035	0.001	0.809	0.316
NI	5,111	0.000	0.132	0.038	0.024	0.001	0.840	0.396
SE	5,111	0.001	1.083	0.494	0.207	0.043	0.070	-0.562
NA	5,111	0.001	1.100	0.524	0.205	0.042	-0.055	-0.546

注 1 MV：時価総額、OP：営業利益、OI：経常利益、NI：当期純利益、SE：株主資本、NA：純資産

注 2 各変数の平均値 $\pm 2\sigma$ を超過する値を異常値として除外している。

図表 4 各変数間の相関関係

	MV	OP	OI	NI	NA	SE
MV	1.000					
OP	0.681	1.000				
OI	0.700	0.971	1.000			
NI	0.652	0.867	0.903	1.000		
NA	0.544	0.421	0.491	0.453	1.000	
SE	0.541	0.413	0.493	0.467	0.968	1.000

注 OPとOI、NIおよびSEとNAはそれぞれ同一分析モデルにおいて用いられることはない。この点を踏まえ、VIF統計量を測定した結果、多重共線性が観察されるものはなかった。

のうち、126企業・年のサンプルが株式交換実施企業として含まれている。

VI. 分析結果

図表5は、本研究における重回帰分析の結果である。パネルAは(1)式の分析結果、パネルBは(2)式の分析結果、パネルCは(3)式の分析結果を示したものである。なお、本研究では紙幅の都合により、利益株主資本簿価モデルのみを掲載する（利益純資産簿価モデルの分析結果も、利益株主資本簿価モデルの分析結果と大差はなかった）。

本研究において着目すべきは、株式交換を行

った企業の利益および株主資本簿価を示す変数に関する偏回帰係数であり、これらの係数の符号と有意水準を観察する。

まず、パネルAをみると、着目すべき変数はどれも有意なものではなかった。一方、パネルBをみると、着目すべき変数の多くが有意なものとなった。連結利益情報に焦点を当てると、利益に営業利益や経常利益を用いたモデルでは、株式交換実施の翌年度以降の利益に関する偏回帰係数が正で有意となっている。このことから、株式交換を行った翌年度以降において、連結利益情報は、資本市場から高く評価されることが明らかになった。

パネルAおよびパネルBの両分析結果を踏ま

図表5 分析結果：利益株主資本簿価モデル

パネルA (1)式の分析結果

営業利益－株主資本					経常利益－株主資本					当期純利益－株主資本				
	偏回帰係数	t 値	有意確率	AdjR ²		偏回帰係数	t 値	有意確率	AdjR ²		偏回帰係数	t 値	有意確率	AdjR ²
(定数)	-0.070	-6.107	0.000	0.563	(定数)	-0.032	-2.769	0.006	0.556	(定数)	-0.020	-1.706	0.088	0.512
OP	5.932	51.199	0.000		OI	5.879	50.013	0.000		NI	7.659	43.056	0.000	
SE	0.578	31.064	0.000		SE	0.497	25.423	0.000		SE	0.579	28.829	0.000	
OP*Da	0.724	1.558	0.119		OI*Da	0.793	1.658	0.097		NI*Da	0.310	0.443	0.657	
SE*Da	-0.065	-1.065	0.287		SE*Da	-0.086	-1.307	0.191		SE*Da	-0.019	-0.293	0.769	

パネルB (2)式の分析結果

営業利益－株主資本					経常利益－株主資本					当期純利益－株主資本				
	偏回帰係数	t 値	有意確率	AdjR ²		偏回帰係数	t 値	有意確率	AdjR ²		偏回帰係数	t 値	有意確率	AdjR ²
(定数)	-0.070	-6.119	0.000	0.563	(定数)	-0.032	-2.779	0.005	0.557	(定数)	-0.020	-1.710	0.087	0.513
OP	5.915	51.587	0.000		OI	5.859	50.412	0.000		NI	7.583	43.184	0.000	
SE	0.580	31.345	0.000		SE	0.500	25.695	0.000		SE	0.585	29.285	0.000	
OP*Db	1.643	2.852	0.004		OI*Db	1.835	3.077	0.002		NI*Db	2.613	2.927	0.003	
SE*Db	-0.173	-2.304	0.021		SE*Db	-0.214	-2.624	0.009		SE*Db	-0.198	-2.466	0.014	

パネルC (3)式の分析結果

営業利益－株主資本					経常利益－株主資本					当期純利益－株主資本				
	偏回帰係数	t 値	有意確率	AdjR ²		偏回帰係数	t 値	有意確率	AdjR ²		偏回帰係数	t 値	有意確率	AdjR ²
(定数)	-0.071	-6.171	0.000	0.563	(定数)	-0.032	-2.843	0.004	0.557	(定数)	-0.021	-1.778	0.075	0.513
OP	5.938	51.592	0.000		OI	5.891	50.478	0.000		NI	7.663	43.448	0.000	
SE	0.577	31.136	0.000		SE	0.496	25.447	0.000		SE	0.579	28.934	0.000	
OP*D1	-0.757	-1.034	0.301		OI*D1	-0.859	-1.156	0.248		NI*D1	-2.755	-2.627	0.009	
OP*D2	1.099	1.286	0.198		OI*D2	0.925	1.041	0.298		NI*D2	3.248	2.272	0.023	
OP*D3	2.458	2.541	0.011	OI*D3	2.694	2.713	0.007	NI*D3	2.528	1.786	0.074			
SE*D1	0.101	1.027	0.304	SE*D1	0.107	1.024	0.306	SE*D1	0.211	2.149	0.032			
SE*D2	-0.117	-1.030	0.303	SE*D2	-0.104	-0.840	0.401	SE*D2	-0.256	-1.967	0.049			
SE*D3	-0.240	-1.761	0.078	SE*D3	-0.299	-2.041	0.041	SE*D3	-0.146	-1.051	0.293			

※ 全てのパネルにおいて、着目する変数を太枠で囲い、有意な結果(5%水準)が出た箇所に下線を付してある。

えると、株式交換の実施年度以降ではなく、株式交換の翌年度以降に資本市場の評価が高まるといえる。この点を詳細に分析したのが(3)式であり、その分析結果がパネルCである。このパネルCをみると、株式交換を行った翌々年度の営業利益情報および経常利益情報が有意なものとなっている。このことから、連結利益情報は、

株式交換の翌々年度に資本市場から高く評価されることが明らかになった。

なお、株式交換を行った企業の株主資本簿価の価値関連性が低下するという分析結果も得られた。これは、株式交換後のリストラクチャリング等による収益性の改善により、簿価の果たす役割が低下するためと考えられる。このこと

は、損失計上企業においては簿価情報の価値関連性が高くなることを明らかにしたCollins et al. (1999) の分析結果と表裏一体であるといえる。さらには、完全支配簿価の価値関連性は低くなるとする中野 (2007) の分析結果と整合的であるといえよう。

以上、本研究における分析結果からは、株式交換を行った翌年度以降、より具体的には、翌々年度の連結利益情報を資本市場が高く評価していることが明らかになった。株式交換による子会社支配の強化により、親会社は経営の自由度を増加させ、リストラクチャリングを断行できるようになる。それに伴い、企業における将来の利益減少要因を除去することができ、利益の持続性が高まり、このことを資本市場が評価したといえる。したがって、本研究で設定した仮説は、概ね支持されたといえよう。

VII. むすびに

近年、組織再編が活発化している。この現状を鑑み、本研究では、株式交換を通じた完全子会社化という一種の子会社支配の強化を行った企業の連結会計情報を、資本市場がどのように評価をしているかについて解明することを目的として、検証を行った。

利益簿価モデルをベースとして価値関連性分析を行った結果、株式交換を行った企業と行っていない企業の会計情報に対する価値関連性の違いは、株式交換の翌々年度に発現することが明らかになった。このことから、次のような段階的な解釈が導出できる。

- ① 株式交換を通じて完全子会社化することで子会社支配が強化された。
- ② それゆえ、完全親会社主導の下で、企業構造を見直し、リストラクチャリング等の抜本的な改革を行うことができた。
- ③ その結果、企業構造が改善され、将来の

利益減少要因が除去されたため、そのような企業の連結会計情報を資本市場が評価した。

本研究では、これらの点が明らかになったものの、さらなる長期的な価値関連性の推移、株式移転や資金流出を伴う追加取得のケースとの比較等については明らかになっていない。これらの点は、今後の課題としたい。

(参考文献)

- 浅野敬志・石井康彦・中山重穂・田代樹彦 (2007a) 「企業再編における利益管理行動と株式交換のアナウンスメント効果」『名城論叢』(名城大学) 第7巻第4号, pp. 101-128。
- 浅野敬志・石井康彦・中山重穂・田代樹彦 (2007b) 「企業再編における利益管理行動と株価効果」『証券経済学会年報』第42号, pp. 253-259。
- 井上光太郎・加藤英明 (2004) 「企業買収 (M&A) と株式市場の評価」『証券アナリスト・ジャーナル』第42巻第10号, pp. 33-43。
- 薄井彰編 (2001) 『M&A21世紀 バリュエーション経営のM&A投資』中央経済社。
- 大坪稔 (2011) 『日本企業のグループ再編』中央経済社。
- 大柳康司 (2017) 「M&Aによる財務構造の変化に関する一考察」『会計』第191巻第4号, pp. 64-75。
- 大日方隆 (2013) 『アドバンスト財務会計』(第2版) 中央経済社。
- 菊池伸・有限責任監査法人トーマツ・デロイト トーマツ税理士法人 (2015) 『企業再編 法律・会計・税務と評価』(第2版) 清文社。
- 菊谷達弥・齋藤隆志 (2006) 「完全子会社化の経済分析」ワーキングペーパー (京都大学) J-53。
- 北川教夫 (2009) 「組織再編企業の利益調整と株価形成」『会計プロGRESS』第10号, pp. 16-27。
- 久保克行・齋藤卓爾 (2007) 「従業員の処遇は悪化するのかM&Aと雇用調整」(第5章) 宮島英昭編『日本のM&A 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』東洋経済新報社, pp. 175-196。
- 高宇知敏彦 (2006) 「M&Aがもたらした競争優位の計量分析—わが国製造業の買収がもたらした効果—」『立教ビジネスデザイン研究』第3号, pp. 211-222。

- 飛田努（2005）「子会社再編による株価効果の検証—上場子会社の完全子会社化のアナウンスメントによる株価変動」『月刊資本市場』第242号，pp. 17-28。
- 飛田努（2006）「上場子会社の完全子会社化がもたらす株価効果の検証」『証券経済学会年報』第41号，pp. 64-68。
- 中野貴之（2007）「関連会社投資の特質と資本市場における評価」『法政大学キャリアデザイン学部紀要』第4号，pp. 43-68。
- 矢部謙介（2013）『日本における企業再編の価値向上効果—完全子会社化・事業譲渡・資本参加の実証分析』同文館。
- Beckman, T., W. Forbes (2004) “An Examination of Takeovers, Job Loss and the Wage Decline within UK Industry,” *European Financial Management*, Vol. 10 No. 1, pp. 141-165.
- Collins, D. W., M. Pincus, and H Xie (1999) “Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity,” *The Accounting Review*, Vol. 74 No. 1, pp. 29-61.
- Erickson, M., and S. Wang (1999) “Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27 No. 2, pp. 149-176.
- Jaggi, B., B. Lin, S. Govindraj, and P. Lee (2009) “The Value Relevance of Corporate Restructuring Charge,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, No. 32, pp. 101-128.
- Louis, H. (2013) “Are Stock-for-Stock Acquirers of Unlisted Targets Really Less Overvalued?,” *Financial Management*, Winter, pp. 901-929.
- Louis, H., and A. X. Sun (2016) “Abnormal Accruals and Managerial Intent: Evidence from the Timing of Merger Announcements and Completions,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 33 No. 3, Fall, pp. 1101-1135.