

親子上場している子会社の業績 —連結決算ベースの分析—

竹 澤 康 子

松 浦 克 己¹⁾

目 次

- 1 はじめに
- 2 親子上場をめぐる議論と制度改正の経緯
- 3 親子上場の推移と現状
- 4 先行研究と本稿で用いるデータ
- 5 モデルの定式化と予備的推計
- 6 推計結果
- 7 終わりに

1 はじめに

親会社も子会社も同時に株式を上場しているいわゆる「親子上場」は、「株式持ち合い」と共に我が国株式市場の大きな特徴を示すものであると言われてきた。欧米にはあまり見られない日本特有の事情だとされ、市場の不透明性を示すとして外国人投資家からの批判の対象ともなってきた。

我が国において長く親子上場が行われてきたのは、もちろん企業経営上のメリットが存在するからである。一般的には、親会社が存在することによって、子会社には親会社の保証効果や親会社とのシナジー効果、さらには親会社によるモニタリング効果などが期待できるとされてきた。

しかし、親子上場では「親会社による子会社の利益の剥奪行為（子会社少数株主の利益の侵害）が制度的に排除できない」という決定的なデメリットが存在する。さらに、コントロール権（実質的な会社支配権）とキャッシュフロー権（利益請求権）との乖離が大きくなるとエージェンシーコ

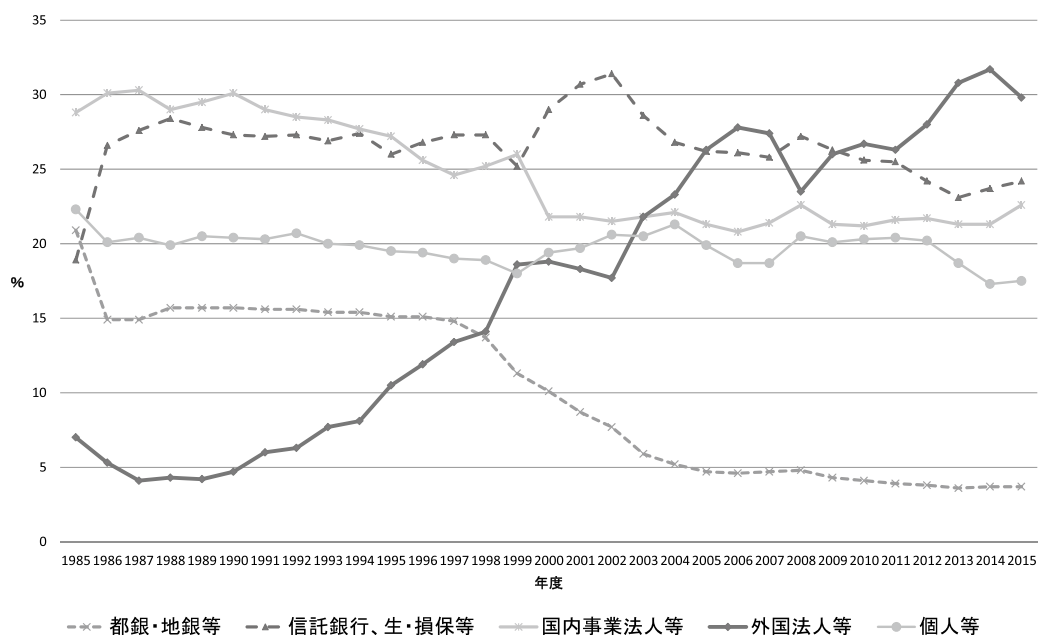
1) 広島大学大学院社会科学研究所

ストが増し、企業価値が毀損される。中核的な子会社が上場する場合には、その弊害がさらに顕在化する。

ここで、我が国証券市場における経済部門別所有比率の推移をみると（図1）、1990年代半ば以降、我が国株式保有構造の最大の特徴であった「株式持ち合い」の解消が進み、都銀・地銀や事業会社が保有を減少させた。特に、2002年1月施行の銀行等株式保有制限法により、都銀・地銀の急落は顕著であった。これらに変わって保有を増加させたのが、信託銀行や生・損保などの国内機関投資家と外国法人である。とりわけ外国法人はリーマン・ショック前後には一時的に縮小したものの、その後は最も大きな比率を占めている。すなわち、現在、我が国の株価は外国人投資家の動向によって最も大きく左右されており、彼らの発言力も高まってきている。株式持ち合いが縮小した現在、我が国証券市場において残された課題は親子上場であると言えよう。

そこで本稿では我が国企業の親子上場問題を取り上げ、上場親会社をもつ上場子会社が、独立した他の一般企業と比較して高い業績を上げているか否かについて実証分析を行う。実証に当たっては、連結決算ベースの個票データを用い、特に内生性の問題に配慮する。まず第2章で親子上場をめぐる近年の議論・制度改正の経緯を概観し、第3章では東京証券取引所上場企業における親子上場の推移と現状を確認する。続く第4章で親子上場に関する実証分析を行っている先行研究を検

図1 投資部門別株式保有比率の推移



(資料出所：東京・名古屋・福岡・札幌各証券取引所「2015年度株式分布状況調査」より作成)

討し、次に本稿の推計に用いる子会社、企業業績（ROA）などのデータを定義する。第5章では、まず子会社の効果だけを取り上げた基本のモデルを定式化し、それに基づくパネルの予備的推計を行う。推計の際には、各説明変数について内生性の検定を厳密に行う。さらに、基本モデルに企業規模、設備投資活動、財務活動など企業経営に影響を与える様々なコントロール（制御）変数を加えたモデルの定式化を行う。第6章では、パネルの操作変数法による推計結果が示される。最後に、第7章で簡単なまとめを行う。

2 親子上場をめぐる議論と制度改正の経緯

2-1 証券取引所の見解

東京証券取引所は、2007年に上場会社の企業価値と国際競争力向上を目的として、上場制度の包括的な見直しに取り組むため「上場制度総合整備プログラム」を公表した。本プログラムにおいては実行計画を「直ちに実施する事項」（第一次実施事項）、「具体策を検討のうえ実施する事項」（第二次実施事項）、「検討を継続する事項」の3段階に分けており、「親会社等を有する上場会社への対応」の項では、第一次実施事項として親子上場に関する東証の考え方を以下のとおり公表している。

- ・親会社を有する会社の上場は、上場制度として禁止するのは適切ではない。
- ・しかしながら、（新規上場時から親会社を有する場合であっても、企業再編等を通じて上場後に親会社を有することになる場合であっても）少数株主との利益相反のおそれなどの内在する弊害や問題点があること、昨今の経営環境において上場会社には本格的な連結経営が求められていることを踏まえれば、投資者をはじめ多くの市場関係者にとっては必ずしも望ましい資本政策とは言い切れない。

以上のようなスタンスに従い、現在、証券取引所は利益相反という親子上場の弊害を避けるため、上場時の審査において親会社・子会社それぞれの少数株主保護の状況を確認し、特に子会社が（支配権のある）親会社から独立しているかどうかを厳重にチェックしている。

しかし、一旦上場が認められた後は、株主の監視以外の方法はない。すなわち利益相反を未然に防ぐための審査はできるが、事後的な救済策は万全とは言えないというのが現状である。「一度上場してしまうと証券取引所の取り得る手段としては上場廃止しかないので、投資家が傷んでしまう²⁾」という問題点が存在している。

2) 2014年4月24日開催の財政制度審議会・国有財産分科会における東京証券取引所静常務取締役の発言（議事録）による。

2-2 金融庁の見解

金融審議会の中に設置された「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」は、2009年6月「上場会社等のコーポレートガバナンスの強化に向けて」と題する報告書の中で、親子上場に関する見解として

- ・親会社が存在する企業の上場については、たとえ少数株主権であっても子会社の流通株式を取引したいとのニーズが投資者に存在すること、親会社によるガバナンスが投資者から評価されている場合もあること等の理由から、そのこと自体を否定することは適切でないとの指摘がある。
- ・しかしながら、親会社と上場子会社の少数株主との間には潜在的な利益相反関係の発生や、親会社による上場子会社の経営の支配等を通じて、上場子会社の株主保護が十分に図られないおそれがあり、必ずしも望ましい上場政策とは言えないとの指摘もある。
- ・こうした問題を勘案すると、これらの上場については、今後、そのあり方が真剣に検討されるべきであると考えられるが、少なくとも利益相反関係や親会社による支配の弊害を解消し、少数株主の権利を保護するための十分な措置が講じられる必要がある。
- ・このため、仮に、今後も子会社の上場が認められていくのであれば、取引所においては、子会社の上場に当たって、親会社や兄弟会社などの出身ではない、少数株主の利益を十分に配慮することのできる社外取締役及び監査役の選任を求めるなど、利益相反関係が適切に管理され、親会社における権利濫用が防止されるような実効性のあるルールの整備が検討されるべきであると述べている。

2-3 会社法改正

2014年6月、改正会社法が成立・公布された。この改正の目的は、①コーポレートガバナンスの強化、②親子会社に関する規律の整備、の2点に集約される。①については社外取締役の機能活用（社外取締役を選任しない企業に説明責任を課す）や会計監査人の独立性強化などコーポレートガバナンスの一層の強化が図られた。②についてみると、主な改正点は(1)多重代表訴訟制度の創設（完全親会社の株主保護を目的）、(2)組織再編の差止請求制度の拡充（合併等の組織再編時の株主保護を目的）、(3)詐害的会社分割によって害される債権者の保護規定の新設（残存債権者の請求権を創設）の3点である。親子会社のガバナンスに焦点があたった初めての改正であったが、議論のあった子会社の少数株主の保護規定については定められなかった（太田 [2015] 参照）。

改正法見直しの中間試案段階では、子会社の少数株主が親会社に対して代表訴訟を提起できる制度の導入が検討されていた（横山 [2012] 参照）。具体的には、親子会社間の利益相反取引により子会社が不利益を受けた場合、親会社は、子会社に対して、その不利益相当額を支払う義務を負うというものであった。しかし、2012年に法制審議会が採択した「会社法制の見直しに関する要綱」

では導入見送りとなった³⁾ という経緯がある⁴⁾。経済界からの強い反対があったとされている。

最近、コーポレートガバナンス改革の観点から fiduciary duty（受託者責任）という言葉が聞かれるようになり、主に金融資産運用に関して「金融機関が責任運用を行う⁵⁾」という意味で取り入れられてきている。fiduciary dutyは、信認義務もしくは忠実義務とも訳されている。大企業の不祥事が相次いだことも「経営者は株主の信認に応じて最善を尽くす責任を負う」という基本的な概念が見直されている理由となっている。

支配株主と少数株主の利益が相反する親子上場の場合、fiduciary dutyの関係は複雑となる。今回の会社法改正に際して研究者・実務家の間で導入の議論はあったものの、経済界の反対で盛り込まれなかったために、我が国では支配株主である親会社は fiduciary duty を負っていない。しかしアメリカ、イギリス、フランス、ドイツなど主だった先進国では fiduciary duty の規定が存在する（野間[2014] 参照）。つまり日本は「親子上場の法的コストが低い」国だといえることができる。

2-4 コーポレートガバナンス・コード

我が国の企業統治（コーポレートガバナンス）をめぐる最近の改革は、アベノミクス第三の矢である成長戦略の重要な柱として政府の強力な主導で進んでいる。2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」における緊急構造改革プログラムの1項目として「事業再編・事業組換の促進」が唱われ、その中でコーポレートガバナンス改革が明記された。

まず、2014年(平成26年)2月に日本版スチュワードシップ・コード（「責任ある機関投資家」の諸原則）が策定され、機関投資家に対して投資先企業との対話を促し、議決権行使で明確な方針を持つことが求められた。さらに同年6月の「日本再興戦略」改訂2014では「稼ぐ力の強化～グローバル水準のROE（自己資本利益率）達成目標」が明記され、これに沿った形で8月にいわゆる「伊藤レポート⁶⁾」が公表された。

金融庁と東証による有識者会議の検討の結果、2015年3月にコーポレートガバナンス・コードの

-
- 3) 導入見送りの代替措置として、子会社少数株主保護の観点から、親会社との利益相反取引に関し、子会社における情報開示義務が強化されることとなった。
 - 4) この間の議論に関しては、前述の2014年4月24日開催の財政制度審議会・国有財産分科会において、東京証券取引所の静氏は「必ずしも少数株主保護が法的に十分ではないのではないかと、もっと十分にしたいということで、私も一緒に法制審議会でも頑張ったのですけれども、残念ながら破れてしましまして（後略）」と発言している。
 - 5) 2014年9月、金融庁が金融モニタリング方針の中で「金融機関が資産保有者のニーズに即した適切運用を行う責任」を明言した。
 - 6) 経済産業省が実施した研究プロジェクト「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築」（座長：伊藤一橋大教授）の最終報告書

原案が公表され、6月からすべての上場企業に対して適用が開始された。コードは基本原則⁷⁾、原則30、補充原則38計73の原則からなり、「遵守せよ、そうでなければ説明せよ（Comply or Explain）」が義務づけられ、原則を実施しない場合には、その理由を企業統治報告書に明記しなければならないこととなった。

本コードは、これまでの日本市場の特徴であった株式相互持ち合い・もの言わぬ株主を一掃し、株主重視・ROE重視への転換という市場変革の大きな原動力となることが期待されている。しかし親子上場については、73原則の中で直接の言及はない。これに関して太田 [2015] は「政治的考慮も否定できない」と述べている。ただし、原則の中で「独立した社外取締役を2名以上選出」することを求めていること等は、上場子会社の取締役ポストが親会社出身者で占められることを防止する効果を狙ったものと言える。

3 親子上場の推移と現状

ここで東京証券取引所における親子上場数の推移をみると、1990年代半ば以降の上場基準の緩和措置、その後ITバブル期のIPOブームもあって増加傾向が続き、2007年3月期には親会社も上場している上場子会社は417社のピークに達した（野村證券による）。しかし、その後は親会社の持株会社化や企業再編に伴う完全子会社化が進んだことにより、親会社を持つ企業割合は一貫して低下し、2013年9月期には289社（野村證券調べ）、2014年4月時点では親子上場287社・親子孫上場11社（新日本有限責任監査法人調べ）となっている⁸⁾。前節で紹介したように、外国人投資家の増加により日本の市場に特有な親子上場や株式持ち合いに対して批判が高まり、それに対応した規制強化・制度改正が実施されたことが減少の背景にある。

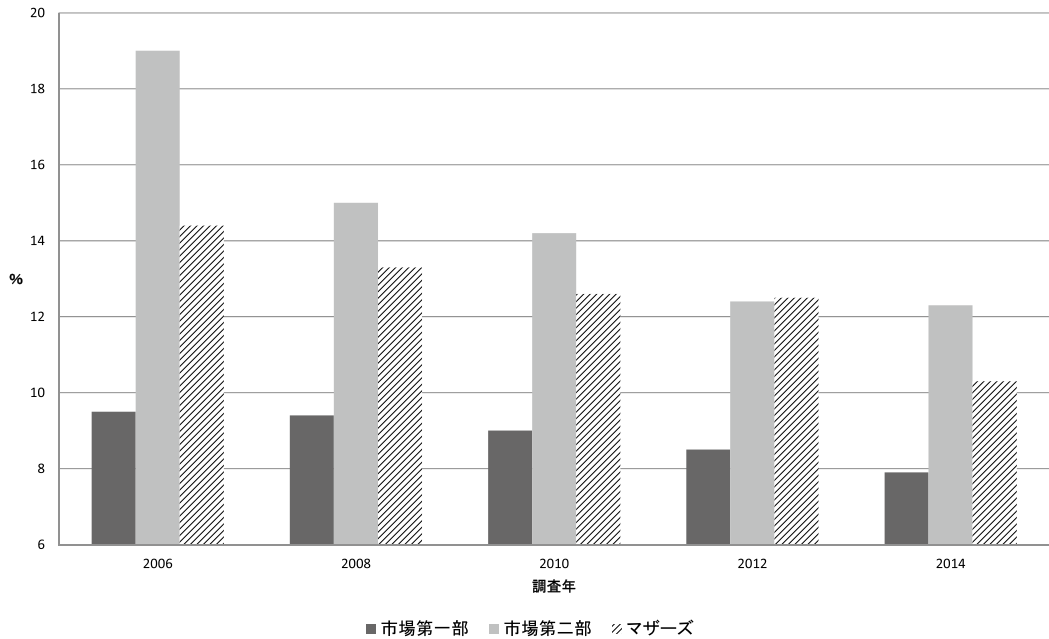
また、東京証券取引所は2007年より『東証上場会社 コーポレートガバナンス白書』を2年に1度の割合で公表している。本白書は、市場第一部・市場第二部・マザーズ・JASDAQに株式を上場しているすべての企業を対象として、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方、資本構成、企業属性をはじめとして詳細なデータを取りまとめている。その中で、報告書では支配株主⁹⁾の有無及び親会社の有無についても、すべての企業に記載を求めている。直近の報告書（2015年版）によると、東証上場会社のうち支配株主を有する会社は629社であり、全上場会社の18.4%を占める。

7) 5つの基本原則は、①株主の権利・平等性の確保、②利害関係者との適切な協力、③情報開示と透明性、④取締役会の責務 ⑤株主との対話である。

8) 野村證券及び新日本有限責任監査法人は、半期に一度親子上場に関するデータを公表していたが、上記の発表以降、データの更新はなされていない。

9) 支配株主とは、①親会社、並びに、②近親者や自己が議決権の過半数を所有する会社などを合わせて上場会社の議決権の過半数を占めている主要株主をいう。すなわち、支配株主は親会社を包含する概念である。

図2 上場親会社をもつ上場子会社の市場シェア



(資料出所：東京証券取引所「コーポレートガバナンス白書」各年版より作成)

そのうち61.8% (全体の11.4%) については親会社を有する会社であり、38.2% (同7.0%) については親会社以外の支配株主を有する会社である。親会社を有する会社の83.5% (同9.5%) は、親会社が上場会社である。

本白書において時系列でデータが取れる市場第一部・市場第二部・マザーズの各市場の中で、親会社が上場会社である上場子会社がどれくらいのシェアを占めているのかを示したのが図2である。これによると、市場第一部では2006年調査の9.5%から2014年調査では7.9%に減少している。同様に、市場第二部は19.9%から12.3%、マザーズでは14.4%から10.3%となっており、3市場とも上場親会社を持つ上場子会社の占める割合は減少傾向にあることが分かる。

4 先行研究と本稿で用いるデータ

4-1 先行研究

親会社により子会社の利益が侵害されていけば、子会社の利益率は、子会社ではない独立した一般企業 (以下単に一般企業という) に比べて低いであろう。しかし親子上場の問題点を子会社の業績から分析した先行研究は乏しく、宮島他 [2009] と松浦 [2011] があるくらいである。

宮島他 [2009] は上場と株式のIPO超過収益率の分析やROAの分析など、多岐にわたり考察してい

る。しかしROAの分析に際しては内生性の問題を無視しており、推計結果の一致性に問題がある。松浦〔2011〕は減価償却を加味したROAを取り上げ、内生性の問題にも配慮して操作変数法で推計している。ただし分析対象は単独決算である。そこでは支配会社（親会社）の持株比率が一定水準を超えると、子会社の業績がそうではない一般企業に比べて低迷していることを示した（分析期間は1982～2008年度）。

そこで本稿では、内生性の問題に配慮して連結決算ベースの分析を行う。連結ベースの子会社の業績分析は、本稿がはじめての試みである。対象期間は、1999年4月期決算から2014年3月期決算の15年間における上場企業期末決算である。本稿の推計期間は、投資家が単独決算よりも連結決算の数値によって投資判断を行うようになり、各企業もIFRS（国際財務報告基準）適用に注目して連結経営を重視し始めた時期と重なる。

単独ベースの決算と連結ベースの決算では、子会社の決算内容（経営内容）に大きな差がありうる。親子上場に対する批判の根拠の一つは、親会社による子会社の利益の剥奪行為である。

単独決算ベースの分析では不当な価格操作や押し込み販売などにより、子会社が不当に不利益を被り、その分利益が親会社に移転するという、親子上場批判の根拠を明示的に見ることになる。これにより子会社の少数株主の損失も明示的にとらえることになる。また孫会社（子会社の子会社）が上場するケースでも、子会社と孫会社に同様な利益の剥奪が問題となり得る。あるいは頂上会社と孫会社の関係も問題になり得る。つまり単独ベースでは親会社の一方的収奪が可能であるため、子会社あるいは孫会社のROAは他企業に比べて低いことが予想される。

これに対して連結決算ベースでは、子会社の損失（あるいは不当な利益の剥奪で低収益になるとき）は、持ち分に応じて親会社（あるいは孫会社を持つ子会社、もしくは頂上会社）に反映されることになる。親会社や一般企業、投資家が単独ベースの決算よりも連結ベースの決算を重視しているならば、子会社の業績も結局親会社（頂上会社）の業績にどのような影響を与えているかはあらかじめ定まらないことになる¹⁰⁾。その結果、親・子・孫会社の決算は、それぞれ持ち分により各社の利益が反映されることとなる。

4-2 推計に用いるデータの定義

(1) 子会社の定義

本稿では、子会社を連結決算で親会社持株比率（%）が正と報告されているものと定義し、孫会社を、同じく頂上会社持株比率が正と報告されているものとする。使用したデータは日本政策投資

10) ただし最近の東芝の不正会計事件は、今でも連結決算よりも単独決算を重視している会社が存在することを示唆している。

親子上場している子会社の業績

銀行の連結ベースの企業財務データバンクである。本分析対象サンプルのうち、上場子会社（親会社あり）と上場孫会社（頂上会社あり）の概要は以下の通りである（表1参照）。

表1 親会社(子会社)と頂上会社(孫会社)のクロスタブ

	頂上会社なし	頂上会社あり	Total
親会社なし	28,603	7	28,610
親会社あり	3,109	252	3,361
Total	31,712	259	31,971

次に、上場子会社の親会社持株比率データを見ると、親会社の持株比率の平均は53.0%で、50%を超えている。50%を下回るものもあるが、ここでは実質的な支配会社の持株比率が、親会社の親会社持株比率の表記で示されていると判断した（表2参照）。

表2 親会社持株比率の状況

	Mean	Median	Max	Min.	Std. Dev.	Obs.
一般企業	0	0	0	0	0	28,610
子会社	54.053	53	99.7	5	10.589	3,361
All	5.682	0	99.7	0	16.931	31,971

(2) 業績のとらえ方

結果の頑健性を確かめるために、被説明変数ROAとして次の2通りを定義する。

(定義) ROA1 (=営業損益/資産、eigy/asset)

ROA3 (=税引後当期純損益/総資産、netprofit/asset)

我が国では営業利益の不振をカバーするために、株式や土地などの資産売却による益出しで、最終的な税引後純利益を高めることがしばしば行われている。ROA1とROA3の双方を取り上げることで、このような問題を考慮してもなおかつ子会社の業績が、一般企業と比べ優劣があるかないかを検討することにもなる。

まず子会社とそれ以外の一般企業で業績に差があるかどうかについて、平均の差の検定を行った（表3）。その結果、ROA1のWelch F-testの統計検定量を見ると自由度(1, 4139.29)、検定量 3.446、p値0.0635であり、ROA3の統計検定量は自由度(1, 4146.65)、検定量 3.421、p値0.0644となり、ROA1とROA3のいずれについても5%水準で、有意な差は見られない。

表3 EQUALITYテスト (ROA1及びROA3)

Method	ROA 1			ROA 3		
	df	Value	Probability	df	Value	Probability
t-test	31969	-1.9003	0.0574	31969	-1.8866	0.0592
Satterthwaite-Welch t-test*	4139.29	-1.8564	0.0635	4146.65	-1.8496	0.0644
Anova F-test	(1, 31969)	3.6111	0.0574	(1, 31969)	3.5593	0.0592
Welch F-test*	(1, 4139.29)	3.4461	0.0635	(1, 4146.65)	3.4210	0.0644

*Test allows for unequal cell variances

5 モデルの定式化と予備的推計

5-1 基本モデルの定式化

子会社と一般企業との間でROAに差があるかどうかは、ROAを推計する式において説明変数としての子会社ダミーの効果（言い換えれば親会社ありダミーの効果）、親会社持株比率の効果を取り上げることで、子会社の業績をそれ以外の企業と比較することができる。

とりあえず、他の要因を考慮せずに簡単に子会社の効果だけを取り上げるときは

$$ROA1(ROA3)it = \text{定数項} + a_1 * OYAit + a_2 * OYARATIOit + a_3 * OYA2it + \text{誤差項}it \quad (1)$$

ここで、OYA = 子会社ダミー、OYARATIO = 親会社持株比率（当該企業の会社議決権に対する親会社の所有割合）、OYA2 = 親会社持株比率の2乗項/100

でみることができる。これは、松浦 [2011] で取り上げた定式化と基本的に同一である。なお、(1)式で定義したROA1とROA3、OYAなどの統計量、及び次節の推計で制御変数として用いる変数の記述統計量は表4に示すとおりである。

表4 記述統計量

	ROA1	ROA3	OYA	OYARATIO	OYA2	SALES	LASSET	DELSETU	DELDEBT
Mean	0.0484	0.0206	0.1051	5.6824	3.1894	18.0045	18.0159	0.0117	2567841
Median	0.0413	0.0199	0	0	0	17.8283	17.8044	-0.0158	-60975.5
Maximum	0.2274	0.1674	1	99.7000	99.4009	23.9924	24.4475	4.6807	9.41E+09
Minimum	-0.1307	-0.1303	0	0	0	10.6087	12.5657	-2.9936	-1.47E+09
Std. Dev.	0.0435	0.0357	0.3067	16.9309	10.0843	1.4802	1.4698	0.2003	93853075
Skewness	0.6813	-0.5086	2.5748	2.7757	3.5302	0.5449	0.7388	3.2826	40.24723
Kurtosis	4.6421	5.3839	7.6298	9.1991	17.3824	3.4203	3.6855	71.3079	3462.625
Observations	31971	31971	31971	31971	31971	31971	31971	30036	31142

5-2 予備的推計結果

最初に(1)式に基づくパネルの予備的推計（基本モデルの推計）をROA1とROA3について各々試みた。推計に先立って、まず2方向で個別効果がないという帰無仮説の検定を行ったところ強く棄却され、Plain OLSは採択されなかった。次に、random effect modelとfixed effect modelのどちらが採択されるかをみるためにハウスマン検定を行った結果、それぞれ

ROA1： χ 二乗統計量 10.5833 自由度 3 p値 0.0142

ROA3： χ 二乗統計量 24.7373 自由度 3 p値 0.0000

となり、(1)式の定式化としては固定効果モデル（fixed effect model）が採択された。また、OYA, OYARATIO, OYA2の内生性の検定（説明変数の1期リードラグをとった変数を説明変数に加える）を行った結果、OYA, OYARATIO, OYA2の1期リードラグの変数にかかる係数はいずれも5%水準で非有意であり、これら3変数はいずれも外生変数であることが確認された(表5-1, 表5-2)。

表5-1 3変数の内生性の検定 (ROA1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0475	0.0002	195.4115	0.0000
OYA	-0.0133	0.0122	-1.0843	0.2782
OYARATIO	0.0003	0.0004	0.7671	0.4430
OYA2	-0.0001	0.0004	-0.2090	0.8345
OYA(1)	0.0068	0.0056	1.2176	0.2234
OYARATIO(1)	-0.0001	0.0001	-0.5984	0.5496
OYA2(1)	0.0000	0.0000	0.6094	0.5423

表5-2 3変数の内生性の検定 (ROA3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0194	0.0002	81.5390	0.0000
OYA	-0.0158	0.0120	-1.3180	0.1875
OYARATIO	0.0005	0.0004	1.1638	0.2445
OYA2	-0.0002	0.0004	-0.6424	0.5206
OYA(1)	0.0139	0.0055	2.5287	0.0115
OYARATIO(1)	-0.0002	0.0001	-1.5287	0.1264
OYA2(1)	0.0000	0.0000	1.6094	0.1075

表6-1 予備的推計結果 (ROA1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0477	0.0002	208.0274	0.0000
OYA	-0.0164	0.0105	-1.5715	0.1161
OYARATIO	0.0005	0.0004	1.4844	0.1377
OYA2	-0.0003	0.0003	-1.0005	0.3171

表6-2 予備的推計結果 (ROA3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0201	0.0002	84.1377	0.0000
OYA	-0.0154	0.0115	-1.3363	0.1815
OYARATIO	0.0006	0.0004	1.5957	0.1106
OYA2	-0.0004	0.0003	-1.1999	0.2302

固定効果モデルを用いた予備的推計の結果は、表6-1及び表6-2に示されている。なお紙幅の都合で、報告は大幅に省略されている（表7-1, 7-2も同様）。OYA, OYARATIO, OYA2の3個の説明変数にかかる係数は、いずれも5%水準で統計的に有意ではなかった。しかし $a_1 = a_2 = a_3 = 0$ のワルド検定は

ROA1のケース： χ 二乗統計量 8.3257 自由度 3 p値 0.0397

ROA3のケース： χ 二乗統計量 16.584 自由度 3 p値 0.0009

で、いずれのケースも帰無仮説は5%水準で棄却された。

多重共線関係が疑われたので、(1)式よりOYA2を除いて再度推計した（表7-1及び表7-2）。

表7-1 2変数による予備的推計結果 (ROA1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.047729	0.000229	208.7804	0
OYA	-0.006724	0.004807	-1.3989	0.1619
OYARATIO	0.000174	8.60E-05	2.02748	0.0426

表7-2 2変数による予備的推計結果 (ROA3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.0201	0.0002	84.2867	0.0000
OYA	-0.0028	0.0052	-0.5369	0.5913
OYARATIO	0.0002	0.0001	1.6857	0.0919

ROA1に関しては、OYAにかかる係数は負であるが、統計的には全く有意ではない。OYARATIOにかかる係数は5%水準で有意に正であった(表7-1)。しかしその値は0.00017とかなり小さく、経済的な意味は乏しいようである。ROA3に関しては、OYA、OYARATIOにかかる係数は5%水準で共に有意ではない(表7-2)。

5-3 コントロール変数を含めた推計の定式化

(1)式は企業経営に与える様々な要因を考慮しない、予備的な推計である。そこで、次に企業経営に影響を与えると考えられる様々な制御変数を含めて推計する。

$$\begin{aligned} \text{ROA1(ROA3)}_{it} = & \text{定数項} + a_1 * \text{OYA}_{it} + a_2 * \text{OYARATIO}_{it} + a_3 * \text{OYA2}_{it} \\ & + b * \text{その他のコントロール変数}_{it} + \text{誤差項}_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

制御変数として、営業収益(売上高)の対数値と総資産の対数値をまず取り上げた。これにより企業規模をコントロールした。次に、当該年度における設備の増減(=有形固定資産-土地、の増減)を設備活動の代理変数として取り上げた。さらに当該年度における負債額(=負債)の増減を財務活動の代理変数として取り上げた。これらにより当該年度の企業活動をコントロールした。具体的には次式である。

$$\begin{aligned} \text{ROA1(ROA3)}_{it} = & \text{定数項} + a_1 * \text{OYA}_{it} + a_2 * \text{OYARATIO}_{it} + a_3 * \text{OYA2}_{it} + b_1 * \text{SALES}_{it} \\ & + b_2 * \text{LASSET} + b_3 * \text{DELSETU}_{it} + b_4 * \text{DELDEBT}_{it} + \text{誤差項}_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

ここで、SALES = 売上高、営業収益の対数値、LASSET = 資産の対数値、

setsubi(=設備) = 有形固定資産-土地、DELSETU(=設備の増減) = 設備投資の近似 ($\log(\text{setsubi}/\text{setsubi}(-1))$)

debt(=負債) DELDEBT = 負債額の増減 ($\text{debt} - \text{debt}(-1)$)

なお、次章のパネルの操作変数による推計では、以下の変数群も操作変数として用いている。

delasset(=資産増減率) = $\log(\text{asset}/\text{asset}(-1))$

delsales(=売上高増減率) = $\log(\text{sales}/\text{sales}(-1))$

debratio(=負債比率 debt/asset)

sihon(=資本(rtf0008600)ただし2003年03月まで)

sihonkin(=資本金(rtf0008700)ただし2003年4月以降)

cap(=新資本=sihon+sihonkin)

capratio(=新資本シェア cap/asset)

6 推計結果

6-1 パネルの操作変数法による推計結果

(3)式をパネルの固定効果モデルでROA1 (3.a)式)とROA3 (3.b)式)に関して推計した。最初にOYA, OYARATIO, OYA2の子会社に関する3変数と4個の制御変数について、説明変数の1期リードラグをとった変数を説明変数に加え強外性生の検定を行った(内生性の検定)。OYA, OYARATIO, OYA2の1期リードラグの変数にかかる係数はいずれも5%水準で非有意であり、OYA, OYARATIO, OYA2は外生変数であった。

これに対しコントロール変数として取り上げたSALES, LASET, DELSETUの1期リードラグにかかる係数は統計的に5%水準で有意であった。これからSALES, LASET, DELSETUは内生変数であることが確かめられた。DELDEBTの1期リードラグにかかる係数は5%水準で非有意であり、DELDEBTは外生変数であった。3.a)式、3.b)式のいずれについても、SALES, LASET, DELSETUに関しては内生変数、DELDEBTに関しては外生変数との結論を得た(表8-1, 表8-2参照)。

表8-1 3変数と4制御変数の内生性の検定(ROA1) 表8-2 3変数と4制御変数の内生性の検定(ROA3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.2766	0.0152	-18.1995	0.0000	C	-0.2691	0.0155	-17.3141	0.0000
OYA	-0.0008	0.0113	-0.0715	0.9430	OYA	-0.0053	0.0115	-0.4563	0.6482
OYARATIO	0.0000	0.0004	0.0118	0.9906	OYARATIO	0.0002	0.0004	0.4987	0.6180
OYA2	0.0001	0.0004	0.2666	0.7898	OYA2	-0.0001	0.0004	-0.1890	0.8501
SALES	0.0748	0.0014	51.7385	0.0000	SALES	0.0401	0.0015	27.1082	0.0000
LASSET	-0.0620	0.0019	-31.9732	0.0000	LASSET	-0.0431	0.0020	-21.7558	0.0000
DELSETU	0.0126	0.0009	13.7523	0.0000	DELSETU	0.0167	0.0009	17.8698	0.0000
DELDEBT	0.0000	0.0000	3.4675	0.0005	DELDEBT	0.0000	0.0000	0.9939	0.3203
OYA(1)	0.0030	0.0050	0.6116	0.5408	OYA(1)	0.0087	0.0051	1.7084	0.0876
OYARATIO(1)	0.0000	0.0001	-0.5158	0.6060	OYARATIO(1)	-0.0001	0.0001	-1.0620	0.2882
OYA2(1)	0.0000	0.0000	0.5426	0.5874	OYA2(1)	0.0000	0.0000	1.1673	0.2431
SALES(1)	-0.0054	0.0015	-3.6320	0.0003	SALES(1)	0.0086	0.0015	5.6770	0.0000
LASSET(1)	0.0105	0.0019	5.3936	0.0000	LASSET(1)	0.0104	0.0020	5.2185	0.0000
DELSETU(1)	0.0194	0.0010	19.6659	0.0000	DELSETU(1)	0.0163	0.0010	16.1329	0.0000
DELDEBT(1)	0.0000	0.0000	-1.4134	0.1576	DELDEBT(1)	0.0000	0.0000	0.1330	0.8942

そこで、3.a)式と3.b)式についてパネル操作変数法で推計を試みた。いずれも過剰識別制約条件を満たし、推計の一致性に問題はなかった。 a_1 , a_2 , a_3 の係数はいずれも5%水準で統計的に有意

ではなかった。これからすれば子会社ダミー、親会社持株比率はROA1やROA3に何の影響も与えていないかのように見える（表9-1、表9-2参照）。

3.a)式については $a_1 = a_2 = a_3 = 0$ のワルド検定を行ったところ、5%水準で帰無仮説は棄却できなかった。ROA1については表9-1の結果が最終的なものとして考えられる。これから子会社ダミーや親会社持株比率、その二乗項は子会社の業績(ROA1)に全く影響しておらず、子会社と一般企業の間にROA1でみた連結ベースの業績に差はないといえる。

ROA3に関する3.b)式については、 $a_1 = a_2 = a_3 = 0$ のワルド検定は5%水準で帰無仮説が棄却された。そこで3.b)よりOYA2を除いて再推計を行う。

表9-1 (3)式の推計結果 (ROA1)

Method: Panel Two-Stage Least Squares
 Periods included: 168
 Cross-sections included: 2657
 Total panel (unbalanced) observations: 28022
 Instrument specification : C OYA OYARATIO OYA2
 SALES(-1) LASSET(-1) DELDEBT
 SALES(-1)/LASSET(-1)
 DEBTRATIO(-1)/CAPRATIO(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.0699	0.0589	-1.1869	0.2353
OYA	-0.0061	0.0141	-0.4297	0.6674
OYARATIO	0.0000	0.0005	-0.0044	0.9965
OYA2	0.0002	0.0004	0.5897	0.5554
SALES	0.0348	0.0031	11.1198	0.0000
LASSET	-0.0283	0.0055	-5.1583	0.0000
DELSETU	0.1458	0.0322	4.5279	0.0000
DELDEBT	0.0000	0.0000	-3.3731	0.0007

R-squared 0.3217
 Adjusted R-squared 0.2505
 S.E. of regression 0.0366
 F-statistic 13.4701
 Prob(F-statistic) 0
 Instrument rank 2665
 Mean dependent var 0.0477
 S.D. dependent var 0.0422
 Sum squared resid 33.9085
 Durbin-Watson stat 1.5911
 Second-Stage SSR 20.7037
 Prob(J-statistic) 0.3367

サーガン統計量 同左p値
 1.2257 0.2683

Wald Test:

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	2.51421	(3, 25358)	0.0565
Chi-square	7.542631	3	0.0565

表9-2 (3)式の推計結果 (ROA3)

Method: Panel Two-Stage Least Squares
 Periods included: 168
 Cross-sections included: 2657
 Total panel (unbalanced) observations: 28022
 Instrument specification : C OYA OYARATIO OYA2
 SALES(-1) LASSET(-1) DELDEBT
 SALES(-1)/LASSET(-1)
 DEBTRATIO(-1)/CAPRATIO(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.006	0.057	-0.101	0.919
OYA	-0.007	0.014	-0.522	0.602
OYARATIO	0.000	0.000	0.320	0.749
OYA2	0.000	0.000	0.294	0.769
SALES	0.023	0.003	7.664	0.000
LASSET	-0.022	0.005	-4.108	0.000
DELSETU	0.141	0.031	4.508	0.000
DELDEBT	0.000	0.000	-3.010	0.003

R-squared 0.0751
 Adjusted R-squared -0.0220
 S.E. of regression 0.0356
 F-statistic 6.6931
 Prob(F-statistic) 0
 Instrument rank 2665
 Mean dependent var 0.0205
 S.D. dependent var 0.0352
 Sum squared resid 32.1338
 Durbin-Watson stat 1.7856
 Second-Stage SSR 20.4022
 Prob(J-statistic) 0.4691

サーガン統計量 同左p値
 0.5276 0.4676

Wald Test:

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	4.955203	(3, 25358)	0.0019
Chi-square	14.86561	3	0.0019

6-2 ROA3の再推計結果

OYA, OYARATIO, OYA2の間で多重共線関係の存在が疑われたので、ここでもOYA2を除いた(5)式について再推計を試みた(表10参照)。

$$ROA3_{it} = \text{定数項} + a_1 * OYA_{it} + a_2 * OYARATIO_{it} + b_1 * SALES_{it} + b_2 * LASSET \\ + b_3 * DELSETU_{it} + b_4 * DELDEBT_{it} + \text{誤差項}_{it} \quad (5)$$

(参考) ROA1の再推計 (OYA2を除いた推計)

Method: Panel Two-Stage Least Squares
 Periods included: 168
 Cross-sections included: 2657
 Total panel (unbalanced) observations: 28022
 Instrument specification : C OYA OYARATIO OYA2
 SALES(-1) LASSET(-1) DELDEBT
 SALES(-1)/LASSET(-1)
 DEBRATIO(-1)/CAPRATIO(-1)

表10 ROA3の再推計 (OYA2を除いた推計)

Method: Panel Two-Stage Least Squares
 Periods included: 168
 Cross-sections included: 2657
 Total panel (unbalanced) observations: 28022
 Instrument specification : C OYA OYARATIO OYA2
 SALES(-1) LASSET(-1) DELDEBT
 SALES(-1)/LASSET(-1)
 DEBRATIO(-1)/CAPRATIO(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.05495	0.05163	-1.06438	0.28720
OYA	-0.01362	0.00589	-2.31400	0.02070
OYARATIO	0.00028	0.00011	2.65156	0.00800
SALES	0.03528	0.00292	12.06867	0.00000
LASSET	-0.02967	0.00487	-6.09072	0.00000
DELSETU	0.13714	0.02785	4.92424	0.00000
DELDEBT	0.00000	0.00000	-3.55936	0.00040

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.00144	0.05105	0.02815	0.97750
OYA	-0.01085	0.00582	-1.86420	0.06230
OYARATIO	0.00029	0.00011	2.77601	0.00550
SALES	0.02357	0.00289	8.15655	0.00000
LASSET	-0.02262	0.00482	-4.69592	0.00000
DELSETU	0.13711	0.02754	4.97889	0.00000
DELDEBT	0.00000	0.00000	-3.24017	0.00120

R-squared 0.3601
 Adjusted R-squared 0.2929
 S.E. of regression 0.0355
 F-statistic 13.4752
 Prob(F-statistic) 0
 Instrument rank 2665
 Mean dependent var 0.0477
 S.D. dependent var 0.0422
 Sum squared resid 31.9903
 Durbin-Watson stat 1.5634
 Second-Stage SSR 20.7042
 Prob(J-statistic) 0.5099

R-squared 0.0997
 Adjusted R-squared 0.0052
 S.E. of regression 0.0351
 F-statistic 6.6958
 Prob(F-statistic) 0
 Instrument rank 2665
 Mean dependent var 0.0205
 S.D. dependent var 0.0352
 Sum squared resid 31.2774
 Durbin-Watson stat 1.7781
 Second-Stage SSR 20.4023
 Prob(J-statistic) 0.7307

a_1 の符号は負であるものの5%水準で統計的に有意ではない。 a_2 は1%水準で有意に正である。しかしその値は0.00029と非常に小さく(親会社持株比率1%ポイントの上昇がROA3を2.90E-06ポイント増加させる)、経済的には意味の無い値となっている。

これからすればROA3についても子会社ダミーや親会社持株比率で見た上場子会社の業績は、他の一般企業と変わりはないといえる。

これは親会社の持株比率が高いほど子会社の業績は他社に比べ悪化していることを示した、単独

決算企業の分析である松浦 [2011] とは異なる結果である。単独決算と連結決算の違い、分析時期の違いが影響していると考えられる。

7 終わりに

本稿では、我が国証券市場における特異な制度と言われる親子上場の問題を取り上げ、まず改革の経緯と現状を紹介した。次に日本政策投資銀行の財務データを用いて、連結決算データにより上場子会社の業績について、独立会社との差が観察できるかどうか実証分析を行った。その結果 ROA1、ROA3とも他の一般企業と差はないという結果が得られた。

統計的に有意な差がないという結論は、同時に子会社の業績にとって親会社の保証効果（名声の利用）、モニタリング効果や親子シナジー効果が発揮されていない、ということでもある。これらの有利な効果が十分発揮されれば、連結決算で見た場合には独立した一般企業よりも高い収益が得られるはずである。

親子上場企業は、前述の通りピークであった2006年度から既に30%以上減少し、今後も企業再編の一環として親会社が子会社を完全子会社化する動きの継続が見込まれている（野村証券市場分析による）。連結決算数値による投資判断が主流となった現在、1990年代に見られるような損失付け替えに利用されてきた上場子会社は、既に市場から退出したものと推測される。さらに、ステュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの適用開始により、企業業績に対する投資家の姿勢がより厳しくなってきたことから、親子間でシナジー効果が発揮できない上場子会社はさらに退出せざるを得ないと思われる。逆に、収益力の高い効率経営の上場子会社だけが残存していけば、今後は一般企業よりも高いROAが観察される可能性もあろう。

(参考文献)

- ・太田洋 [2011], 「「親子上場問題」について」, 神田・小野・石田編『コーポレートガバナンスの展望』第5章, 中央経済社
- ・太田洋 [2015], 「改正会社法、コーポレートガバナンス・コードにみる改革のポイントーモニタリングモデルの実践に向けて」, 日本銀行 金融高度化セミナー講演資料
- ・財務省「財政制度等審議会・国有財産分科会」議事録 (2014.4.24)
- ・高橋均 [2013], 「親子上場と子会社少数株主保護」, 小林秀之・高橋均編『コーポレートガバナンスにおけるソフトローの役割』第3章, 中央経済社
- ・東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書」各年版
- ・新田敬祐 [2010], 「株式市場における親子上場の存在感とその功罪」, 『NRI Research Institute Report November 2010』 pp.22-28.
- ・野間幹晴 [2014], 「コーポレート・ガバナンス改革の忘れ物」, 一般財団法人企業活力研究所『企業活力』 p.1
- ・松浦克己 [2011], 「子会社の企業業績、持合の企業業績に与える影響」, 広島大学『経済論叢』第34巻第3号,

pp.31-40.

- ・松浦克己・コリン・マッケンジー [2012], 『EViewsによる計量経済分析 (第2版)』, 東洋経済新報社
- ・宮島英昭・新田敬祐・穴戸善一 [2011], 「親子上場の経済分析—利益相反問題は本当に深刻なのか—」, 宮島英昭編著『日本の企業統治』第7章, 東洋経済新報社
- ・横山淳 [2012], 「会社法制見直しの企業集団への影響」, 大和総研リサーチ「会社法のすべて」
- ・Fama, E., and K. French [1995], “Size and Book-to-market Factors in Earnings and Returns,” *Journal of Finance*, vol.60 pp.1132-1155
- ・Mork, R., M.Nakamura and A. Shivdasani [2000], “Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan,” *Journal of Business*, vol.73 pp.539-567
- ・Rajan, R., and L.Zingales [1995], “What do We Know about Capital Structure : Some Evidence from International Data,” *Journal of Finance*, vol.50 pp.1421-1460