

完全子会社化の実証分析

長崎大学 阿萬 弘行

1999年商法改正による株式交換・移転制度の整備によって、近年、多くの日本企業が、主たる企業組織再編手段として「完全子会社化」を実施している。本報告は、完全子会社化を素材として、その買収価格(買収プレミアム)がどのような要因によって影響を受けているかを計量経済学的に明らかにする。企業買収は、買収・被買収側の両者にとって、最も劇的に企業組織・所有権構造を変化させる局面であるから、その買収価格を見ることによって、ステイクホルダー間の利害構造を明らかにすることができる。特に、日本企業のコーポレートガバナンスの仕組みについて、主に二つの側面からの示唆を得ることができる。

第一は、親会社 子会社間の利益相反問題である。日本企業の組織構造に多く観察される親会社 子会社関係、とくに、親会社が子会社株式の一部のみを保有し、大株主としての地位を確保しつつ、他の少数株主も存在する状況がある。子会社株式の部分的所有や子会社株式の公開は、日本企業がこれまで広範に採用してきた組織構造であり、つとにその利益相反問題は指摘されてきた。完全子会社化では、この少数株主を排除して、(部分的)子会社を完全なコントロール化に置くことになる。したがって、この取引の成立過程では、親会社の子会社少数株主への考慮が取引内容に反映すると予想される。つまり、単純化すると、子会社へのコントロールが強い状況では、少数株主の利益を低下させる形で、完全子会社化を実施する可能性がある。合意された買収価格プレミアムの程度を見ることにより、大株主としての親会社の影響力の効果を実証的にテストする。

第二に、被買収企業が株式公開企業(publicly held company)であるか、あるいは、株式非公開企業(privately held company)であるかという特性に焦点を当てる。一般的に、株式非公開企業の株主構成は、株式公開企業と比較して、集中する傾向にあると考えられる。株式非公開企業の集中した株主構成は、被買収企業への交渉力を高める効果をもつと予想され、最終的に、買収価格は、被買収企業株主に有利に決定される可能性をもつ。本稿では、こうした特性の相違が買収価格に反映されるかどうかをテストする。