

## 完全子会社の業績向上要因の研究

東京都立大学社会科学部研究科博士後期課程

野村 拓治

東京都立大学大学院経営学研究科教授

松田 千恵子

### <要旨>

本研究は、上場子会社が親会社により完全子会社化された後、業績を向上させる要因を明らかにすることを目的とする。完全子会社となった子会社の財務情報および株価情報は入手が困難になるため、あまり検証されてこなかった。本研究では、独自に業績に関する情報を入手することにより、完全子会社化後の業績の状況を分析するとともに、業績向上を果たしている子会社における要因を分析し、損益面での施策が業績向上に影響を与えていることを明らかにする。

### <キーワード>

財務業績 上場廃止 完全子会社化 上場子会社 親子上場

## 1. はじめに

昨今、我が国では上場親会社が上場子会社を保有する、いわゆる親子上場が問題となっている。親子上場は、我が国資本市場で特徴的に見られる形態であるが、一般株主との利益相反を生みかねないとの指摘が近年強まってきた。2019年には、経済産業省主管のコーポレートガバナンス研究会において策定された「グループガバナンスの実務指針」でも、この点が指摘され、継続して議論が行われている。こうした傾向を受けて、親子上場の解消も増加している。解消の手段は、主として上場子会社の完全子会社化（非上場化）の実施、若しくは上場子会社の売却といった手段による。本研究では前者に焦点を当て、完全

子会社化に焦点が当たる議論が行われ、完全子会社化された子会社が業績を向上させることができるのか、できるとすればそれはどのような施策によるのか、といった点を明らかにする。完全子会社化後の子会社の業績については、これまで積極的に議論されていない。その原因として、非上場となることで業務内容、財務情報の入手が困難となることによる。本研究においては、財務情報について独自の情報を入手することにより、「日本特有の企業文化現象である親子上場」を経済的な視点で確認する。具体的には、完全子会社化後の子会社の財務情報を会社法にもとづいて開示している決算公告、公的許認可取得事業者の情報として開示されている資料から業績情報を入手し、業績が向上している完全子会社、業績が向上していない完全子会社に分類するとともに、業績向上を果たした子会社がどのような施策を実施していたかを明らかにする。本研究の成果は、上場子会社の完全子会社を検討している経営者、株主をはじめとする利害関係者に有用な情報となり、社会的に意義あるものと考えられる。

## 2. 先行研究

海外では、上場子会社の存在が一般的ではないことから、上場子会社の完全子会社化に関する研究は限られている。従って、上場子会社の完全子会社化に限定することなく、企業買収の目的を明らかにした研究、企業買収後に業績を向上させる要因に関する研究結果を確認する。また、我が国においては、上場子会社の完全子会社化を扱った先行研究が相当数存在するが、完全子会社化後の子会社業績に関して言及した論文は見当たらない。本章では、これらについて、①企業を買収する目的に関する研究、②企業買収後の業績に関する研究、③企業買収後の業績向上施策に関する研究、に分類して考察する。

### 2.1 企業を買収する目的に関する研究

海外の研究では、Martynova and Renneboog (2005) は、1950年代から2001年までの間にヨーロッパにおける完全子会社化を含む企業買収4,400件に関し、親会社の株価によるイベントスタディによる分析の結果、ヨーロッパにおけるEU<sup>1</sup>統合に対応するために再編が行われていることを明らかにしている。大石(2000)は、海外の企業<sup>2</sup>と日本企業について分析を行っている。海外の企業が1990年から2000年までに実施した企業買収176,500件の企業買収の目的は、①事業の選択と集中、②規模の経済の追求<sup>3</sup>、③経営資源の獲得、④税制上の便益利用、⑤過当競争の回避、⑥規制緩和への対応であることを明らかにしている。また、日本の企業買収においては、1990年から2000年までに実施した

企業買収の目的は、①事業の選択と集中、②規模の経済の追求であることを明らかにしている。菊谷・齋藤 (2006) は、1999 年から 2003 年に調査を実施した経済産業省「企業活動基本調査」のデータを用いて 1,176 件の連結子会社を完全子会社化する目的について回帰分析を用いて分析している。その結果、親会社の本業成長性、本業依存度、事業構造の再編、負債比率を改善させるために完全子会社を実施していることを明らかにしている。浅田 (2019) は、2008 年から 2016 年までに行われた企業買収 243 件に関し、株価効果である CAR を計測して、企業買収の要因について回帰分析を行った結果、企業買収の目的については、親会社をはじめとするグループ会社の各社とシナジーを発揮させることが挙げられるとしている。

## 2.2 企業買収後の業績に関する研究

Ravenscraft and Scherer (1989) は、1957 年から 1977 年における米国の製造業での企業買収 2,732 件に関する買収実施後の業績を向上させる要因を明らかにし、主たる要因は事業における要因ではなく、採用している会計基準の差<sup>4</sup>によるものであることを明らかにした。我が国における研究では、矢部 (2007) が 2000 年 1 月から 2004 年 3 月までに実施した製造業及び非製造業<sup>5</sup>の上場会社同士の株式交換 71 件における、完全子会社化前と完全子会社化後の連結財務諸表を使用して、財務業績に与える要因を確認している。総資産営業利益率を財務業績の代理変数として差の検定を行った結果、完全子会社化が企業の財務業績を改善する効果をもたらし、その要因は売上高営業利益率の向上によるものであることを明らかにしている。岩城 (2006) は、日本政策投資銀行「企業財務データバンク」を用いて、買収した企業 50,494 件における財務改善効果を固定効果モデルの推定により確認している。被買収企業をグループ企業<sup>6</sup>、グループ以外の企業、上場、非上場に分けて、ROA<sup>7</sup>と ROA を変化させる要因を確認するために売上高営業利益率、労働生産性、売上高経費率を分析した結果、グループ企業がグループ内の上場企業を買収した後は ROA が有意に改善し、売上高営業利益率、労働生産性、売上高経費率も有意に改善していることを明らかにしている。村上・山田 (2018) は、2000 年 4 月から 2016 年 3 月までに行われた国内上場企業同士の買収案件 977 件について、日本企業を買収した企業群と買収を実施していない企業群の業績を差分の差分分析により比較した結果、連結総資産経常利益率<sup>8</sup>は買収によって有意に悪化していることを明らかにしている。その要因としては、資本効率、営業効率、固定資産効率のそれぞれが悪化傾向を示したとされている。しかし、これらの先行研究では、完全子会社の業績を変化させるために実施した施策については触れられていない。野村・松田 (2019) は、2000 年以降に行われた日本企業同士の完全子会社 48

件について、完全子会社化前後の子会社のROAを差の検定を用いて分析している。その結果、完全子会社化後の子会社における業績の悪化といった現象は確認できない。配当支払が有意に増加しており、親会社による富の収奪が見られたと結論付けている。完全子会社の業績を分析している先行研究はこれ以外に確認できていない。

### 2.3 企業買収後の業績向上施策に関する先行研究

Simmonds (1990) は、1975年から1984年に企業買収を実施した73件について、既存事業の関連多角化による事業拡大を行なって業績を向上させていることを明らかにしている。Doukas and Kan (2008) は、1991年から1997年に企業買収を実施した親会社742社を分析した結果、非関連事業の企業買収を実施した企業が事業間の効率性を高めることで業績を向上させていることを明らかにしている。我が国における研究では、小田切(1992)が日本経済新聞で報道された向上策を分析し、企業買収は①生産量の増産、②事業多角化、③マーケティング強化を実施すること、④技術をグループ会社全体で使用、⑤資産の削減を実施するために行っていることを明らかにしている。伊藤・菊谷・林田(2003)は、2001年1月に電機産業の上場親会社を持つ子会社と関連会社に、親会社による子会社ガバナンスの観点からアンケートを行って分析している。親会社が子会社のガバナンス強化のために、①親会社と資本取引、②代表取締役、取締役の派遣が効果を発揮して業績向上に影響を与えているとアンケート結果をまとめている。松江(2008)は、完全子会社化を含む企業買収を実施した企業に買収が成功したと認識している企業が行ったことに関するアンケートを行った結果、組織構造、人員配置、権限規程などのルールを変更していることを明らかにし、完全子会社化後に親会社が支配力を高めていると結論付けている。垣塚(2014)は、日本企業の事例研究を行い、企業買収後に人員を含めたリストラクチャリング、売上原価削減の取り組み、販売費及び一般管理費削減の取り組みが行われており、これらはいずれも合理化を目的としていることを明らかにしている。鈴木・小倉(2007)は、M&Aを実施した企業142社にPMI<sup>9</sup>において設定する目的に関するアンケート調査を行った結果、「管理コスト」、「原材料・部品調達コスト」「配送コスト」の削減の複数の目的を同時に設定していることを分析している。先行研究において明らかになった業績向上に向けた施策をまとめると図表1の通りとなる。

図表1 目的と業績向上に向けた向上策

目的	向上策
親会社による役員等派遣を通じた業績改善	1. 親会社から派遣された社長への交代 2. 親会社から派遣された役員への交代、追加
主に損益面を重視した向上策による業績改善	3. 生産量の増加の取り組み 4. 事業の多角化の取り組み 5. マーケティング強化のための取り組み 6. 売上原価削減の取り組み 7. 販売費及び一般管理費削減の取り組み 8. 親会社との取引の実施 9. 合理化を目的とした人員を含めたリストラクチャリング <sup>10</sup>
主に資産面を重視した向上策による業績改善	10. 技術をグループ会社全体で使用 11. 業界再編に向けた所有資産の減少

### 3. 仮説の設定

先行研究において、矢部（2007）、岩城（2006）は、買収企業もしくは完全子会社化を実施した親会社に関し、そのグループ全体としての業績が向上したとしている。しかし、この先行研究の結果はあくまでグループ全体に関する結果であり、完全子会社化後の子会社の業績に焦点を当てたものではない。

買収により業績改善がみられる場合には、①親会社による役員等派遣を通じた業績改善、②損益面を重視した向上策による業績改善、③資産面を重視した向上策による業績改善、の施策を取っていることが先行研究より確認できる。そこで、本研究では完全子会社化後の子会社の業績の変化を分析し、業績向上が見られた群について、どのような施策が効果的であったのかを検証する。

松江（2008）の指摘によれば、親会社による役員等の派遣を通じた業績改善という可能性が考えられる。親会社は子会社の少数株主を排除することにより自由度が増し、役員等の派遣によって子会社の経営に関与することで業績改善を狙うと考えられる。従って、以下の仮説を検証する。

仮説1：完全子会社化後の子会社の業績は、親会社による役員等の派遣により向上する

垣堺（2014）の指摘によれば、買収を行った企業は、買収後に合理化を目的とした取り組みを行うことで業績改善を行なっているとされる。その向上策は、図表1より、「損益面を重視した向上策」と「資産面を重視した向上策」に分類される。これらのどちらか、若しくは双方が業績向上に貢献している可能性があることから、を以下の仮説を検証する。

仮説2：完全子会社は、損益面を重視した向上策を行うことで業績が向上する

仮説3：完全子会社は、資産面を重視した向上策を行うことで業績が向上する

本研究においては、上記に掲げた仮説について、以下のリサーチデザインのもとに検証を試みる。

#### 4. リサーチデザイン

完全子会社化後に業績が向上した子会社と業績が向上していない子会社が実施した業績向上策を比較して、業績向上要因を明らかにする。一般的に完全子会社における意思決定の内容については、上場親会社における適時開示基準により公開が義務付けられている。一方で、子会社の財務情報は適時開示義務の対象ではないことから、入手が困難であるためにこれまで研究が進んでいない。本研究では、完全子会社化後の子会社の業績を、第一に会社法第939条に定められた決算公告資料を企業のホームページもしくは官報より入手を試みる。第二に対象となる完全子会社が建設業許可を取得している場合には、建設業法にもとづく建設業許可事業者の申請書類ならびに決算書類の閲覧制度により財務データを収集する。建設業法によると建設業許可業者は、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。この提出資料は、国土交通省地方整備局ならびに都道府県庁において閲覧可能となっていることから、閲覧を行なうことで独自に情報を入手して分析することを試みる。完全子会社の決定事実ならびに完全子会社の財務情報をもとに業績向上要因を明らかにすることを試みる。

##### 4.1 分析方法

本研究では、1999年から2019年に行われた上場親会社による上場子会社の完全子会社化98件を対象として分析を行なう。上場親会社は、我が国の日本取引所グループのプライム市場、スタンダード市場もしくはかつての東証一部、東証二部で上場している親会社とする。子会社は、親会社の有価証券報告書の関係会社の状況に記載されていた上場関係会社とする。ただし、金融・保険業は業務の特性から除外する。

完全子会社化前と完全子会社化後のROA（Return on Assets, 総資産営業利益率）を比較して、完全子会社化後の平均ROAが有意に増加している完全子会社を業績が向上している完全子会社、ROAが有意に増加していない完全子会社を業績が向上していない完全子会社とする<sup>11</sup>。ROAを計算するにあたり、営業利益を使用することから日本会計基準を採用している完全子会社を対象とする。

完全子会社化前とする時期は、完全子会社化により子会社が上場廃止となった直後の決算期を0期として、2期前（-2期）と1期前（-1期）<sup>12</sup>を完全子会社化前とし、完全子会社化前平均ROAは-2期と-1期の平均値とする。完全子会社化後とする時期の数値は、上場廃止後から1期後（+1期）、2期後（+2期）、3期後（+3期）<sup>13</sup>とし、完全子会社化後平均ROAは+1期、+2期、+3期の平均値とする。0期は、完全子会社化から短いことから比較しない<sup>14</sup>。

頑健性を確認するために2つの検定を実施する。最初に、収集した全サンプルを元に業績が向上した完全子会社と業績が向上していない完全子会社ならびに業績向上要因の実施有無の2×2のクロス表を作成し、カイ2乗検定ならびフィッシャーの正確確率検定を行う。クロス表は完全子会社サンプル全体、業種別<sup>15</sup>で検定を行う。カイ2乗検定ならびフィッシャーの正確確率検定を行うことで「業績向上策の実施有無が業績向上に影響を与えない」帰無仮説を立てて、業績向上要因が業績に影響を与えていることを確認する。次に、業績向上を達成させるために同時に複数の向上策を実施することが予測されることから、完全子会社化後の業績を目的変数とし先行研究で述べられている完全子会社化後の業績向上要因を説明変数、完全子会社実施年度ダミー<sup>16</sup>、業種分類ダミー<sup>17</sup>、業績向上ダミー<sup>18</sup>、コントロール変数とする重回帰分析を行う。目的変数となる完全子会社化後の業績は、ROAの完全子会社化後平均値と完全子会社化前平均値の差分とする（以下「差分ROA<sup>19</sup>」、式1）。

$$\text{差分 ROA} = \text{完全子会社化後平均 ROA} - \text{完全子会社化前平均 ROA} \cdots \cdots \text{式 1}$$

完全子会社の決定事実は、上場規定に定められる子会社等の情報（子会社等の決定事実）で定められている子会社に関する適時すべき開示情報に加え、日経テレコンに掲載された新聞報道を収集する。新聞報道を収集する理由は、適時開示情報で網羅されていない決定事実を確認することを目的とするためである。また、適時開示情報サービス<sup>20</sup>で行われている閲覧可能時期が過去1か月であることから、適時開示情報はSPEEDAより取得する。完全子会社の財務情報ならび適時開示情報、新聞報道を収集できたサンプル企業は図表2の通りである。

完全子会社化後の決定事実から先行研究で指摘されている業績を向上させる要因の実施を確認できた場合には「1」、確認できなければ「0」とするダミー変数とする。具体的な向上策については図表3の通り整理を行っている。これら代理指標間の相関状況は図表4の通りである。「親会社から派遣された役員への交代」がサンプルとなる全ての完全子会

社で確認できている。また、「親会社との取引の実施」が全ての完全子会社で実施を確認できなかった。統計的な処理を行うためにこの2つを対象外として除外する。

差分ROAを目的変数とし、完全子会社化後の向上策を説明変数とする重回帰式は、式2で示される。

$$\text{差分ROA} = \alpha + \beta_1 \text{presi} + \beta_2 \text{prod} + \beta_3 \text{busin} + \beta_4 \text{markt} + \beta_5 \text{cost} + \beta_6 \text{expen} + \beta_7 \text{rest} + \beta_8 \text{tech} + \beta_9 \text{asset} + \beta_{10} \text{year} + \beta_{11} \text{industry} + \varepsilon \quad \text{式2}$$

差分ROAを構成する総資産、売上高、営業利益ならびにROAの記述統計量は、図表5の通りである。

図表2 サンプル企業一覧

証券コード	上場廃止日	銘柄名	業種分類	総資産額 (百万円)	証券コード	上場廃止日	銘柄名	業種分類	総資産額 (百万円)
1701	2010/8/3	昭和KDE	電気機器	10,190	6415	2008/6/25	ニスカ	機械	23,964
1702	2012/7/27	共立マテリアル	鉱業	16,358	6421	2010/4/27	キヤノンファインテック	機械	91,054
1751	2010/7/23	日立プラントサービス	建設	13,164	6475	2006/3/25	天江鋼球製作所	機械	58,176
1767	2010/5/27	沖ウインター	建設	23,829	6519	2008/11/21	エネサーブ	電気機器	29,735
1868	2018/10/12	三井ホーム	建設	116,652	6585	2010/9/28	日本電産サーボ	電気機器	17,849
1895	2009/9/25	大成ロテック	建設	99,646	6646	2012/7/25	エナジーサポート	電気機器	15,234
1896	2017/9/7	大林道路	建設	106,301	6708	2009/5/26	エフソントヨコム	電気機器	58,662
1907	2010/6/15	東北ミサワホーム	建設	14,802	6746	1999/12/28	ソニーケミカル	化学	47,129
1924	2017/9/27	パナホーム	建設	241,278	6759	2009/7/27	N E C トーキン	電気機器	69,486
1985	2011/7/27	大和電設工業	建設	7,347	6810	2010/3/29	日立マクセル	電気機器	176,693
1990	2010/3/19	東邦建	建設	5,072	6818	2010/3/29	高田理化学工業	電気機器	9,688
2051	2009/12/14	日本農産工業	食料品	47,944	6833	2014/9/26	日本電産リード	電気機器	15,481
2598	2008/4/22	アサヒ飲料	食料品	124,979	6892	2005/9/27	シチズン電子	電気機器	63,409
2665	2015/1/16	三井情報	情報・通信	29,907	6980	2001/7/26	日立エーアイシー	電気機器	32,553
2879	2009/3/12	ニチロサンフーズ	食料品	6,125	7221	2011/12/28	トヨタ車体	輸送用機器	524,156
2891	2010/12/17	オリエンタル酵母工業	食料品	40,429	7253	2005/7/25	日本ガスケット	輸送用機器	9,440
3009	2011/7/27	川島織物セルコン	繊維製品	27,819	7263	2012/3/16	愛知機械工業	輸送用機器	90,304
3337	2012/7/19	サークルKサンクス	小売	247,834	7407	2003/3/26	日本飛行機	輸送用機器	37,486
3534	2010/12/17	N B C メッシュテック	繊維製品	21,664	7563	2012/3/28	日発販売	卸売	23,168
3576	2003/12/25	カンボウプラス	卸売	7,477	7583	2009/3/26	通商	卸売	5,220
3585	2010/11/26	トムス・エンタテインメント	情報・通信	16,557	7632	2005/2/23	住商メタレックス	卸売	36,692
3601	2002/7/26	ニチメン インフィニティ	繊維製品	27,704	7724	2008/3/26	金門製作所	精密機器	29,039
3745	2010/11/26	サミーネットワークス	情報・通信	13,886	7757	2012/9/26	日本電産サンキョー	電気機器	83,780
4209	2003/3/26	フドー	化学	11,727	7765	2008/7/28	リコーエレメックス	精密機器	35,824
4283	2015/7/29	パナソニック インフォメーションシステムズ	情報・通信	48,230	7882	2011/6/28	アロン化成	化学	35,877
4322	2010/4/27	イーシステム	情報・通信	2,810	7993	2010/3/29	サンウエーブ工業	その他製品	59,793
4363	2004/7/23	新日鐵化学	化学	205,357	8000	2012/2/27	カイゲン	医薬品	11,128
4561	2008/3/26	デンカ生研	医薬品	19,731	8033	2002/7/26	ジーネット	卸売	12,782
4654	2014/3/27	ニチゾウテック	サービス業	10,415	8042	2009/11/26	日本マタイ	化学	28,624
4682	2006/3/28	電通テック	サービス業	77,587	8092	2009/7/28	富士通ビジネスシステム	情報・通信	107,907
4799	2015/3/26	アグレックス	情報・通信	15,829	8126	2007/9/25	三光純薬	医薬品	13,016
4961	2010/8/27	日油技研工業	化学	11,512	8197	2008/6/25	東急ストア	小売業	102,743
5234	2016/7/27	デイ・シイ	ガラス・土石製品	40,736	8295	2002/10/28	キヤノンシステムアンドサポート	小売業	28,830
5361	2006/6/27	東海高熱工業	化学	11,630	8832	2007/8/28	小田急不動産	不動産	80,656
5390	2013/7/29	宇部マテリアルズ	ガラス・土石製品	40,393	8833	2013/6/25	東宝不動産	不動産	37,402
5645	2010/7/28	イチタン	鉄鋼	7,830	8840	2019/1/22	大京	不動産	225,474
5657	2015/8/27	鈴木金属工業	鉄鋼	25,274	8870	2017/6/2	住友不動産販売	不動産	150,874
5728	2004/7/26	アライドマテリアル	非鉄金属	104,205	9054	2006/7/26	大和物流	陸運	23,996
5756	2007/9/25	東海アルミ箔	非鉄金属	11,474	9089	2006/1/25	バンダイロジバル	陸運	8,415

5944	2008/3/26	日立粉末冶金	金属製品	32,771	9180	2015/7/29	N S ユナイテッド内航海運	海運業	15,439
5954	2012/3/28	トーブラ	金属製品	19,695	9317	2016/1/27	オーナミ	倉庫・運輸	10,123
5963	2012/10/29	日立ツール	機械	27,702	9321	2009/7/10	アイ・ロジスティクス	倉庫・運輸	20,052
6130	2008/7/28	日平トヤマ	機械	74,481	9370	2018/1/29	郵船ロジスティクス	倉庫・運輸	17,696
6213	2011/6/28	オーエム製作所	機械	17,767	9429	2006/3/28	日立モバイル	小売業	16,746
6242	2010/9/28	日本スピンドル製造	機械	15,796	9544	2014/3/4	東日本ガス	電気・ガス	12,274
6321	2012/6/19	I H I 運搬機械	機械	51,065	9623	2010/4/27	キヤノンソフトウェア	情報・通信	14,755
6344	2010/9/28	キヤノンマシナリー	機械	27,482	9748	2016/8/22	エヌジェーケー	情報・通信	12,473
6352	2012/3/28	トーヨーコーケン	機械	3,059	9918	2006/7/26	ダイワラクダ工業	卸売	42,798
6385	2005/9/27	東精エンジニアリング	精密機器	15,180	9988	2006/7/30	神港魚類	卸売	16,790

図表 3 代理指標と向上策の観測数

代理指標	向上策	観測数
<i>presi</i>	親会社から派遣された社長への交代	57
<i>board</i>	親会社から派遣された役員への交代、追加	98
<i>prod</i>	生産量増加の取り組み	37
<i>busin</i>	事業の多角化の取り組み	23
<i>markt</i>	マーケティング強化のための取り組み	29
<i>cost</i>	売上原価削減の取り組み	13
<i>expen</i>	販売費及び一般管理費削減の取り組み	39
<i>capit</i>	親会社との取引の実施	0
<i>rest</i>	合理化を目的とした人員を含めたリストラクチャリング	7
<i>tech</i>	技術をグループ会社全体で使用するための取り組み	33
<i>asset</i>	業界再編に向けた所有資産の減少	12
以下、コントロール変数		
<i>year</i>	完全子会社実施年度ダミー	
<i>industry</i>	業種分類ダミー	

図表 4 代理指標の相関表

	差分 ROA	<i>presi</i>	<i>prod</i>	<i>busin</i>	<i>markt</i>	<i>cost</i>	<i>expen</i>	<i>rest</i>	<i>tech</i>	<i>year</i>	<i>industry</i>
差分 ROA	1										
<i>presi</i>	0.020	1									
<i>prod</i>	-0.178	0.063	1								
<i>busin</i>	-0.140	-0.067	0.065	1							
<i>markt</i>	-0.040	0.142	0.233*	0.168	1						
<i>cost</i>	-0.272**	0.027	0.068	0.067	0.142	1					
<i>expen</i>	-0.246*	0.013	0.485**	0.042	0.067	0.297**	1				
<i>rest</i>	-0.051	-0.096	-0.065	0.115	0.153	0.040	0.215*	1			
<i>tech</i>	-0.175	-0.251*	0.159	-0.060	0.167	0.221*	0.269**	0.063	1		
<i>year</i>	-0.283**	-0.006	0.111	0.220*	-0.093	0.125	0.260**	0.138	0.138	1	
<i>industry</i>	0.101	0.044	-0.252*	0.125	0.226*	0.066	-0.192	-0.031	0.000	-0.126	1

\*\*\*:1% 有意、 \*\*:5% 有意、 \*: 10% 有意

図表5 総資産、売上高、営業利益並びにROAの記述統計量

		t+3期	t-2期	t-1期	完全子会社化前	t+1期	t+2期	t+3期	完全子会社化後	完全子会社化後-完全子会社化前(差分ROA)
総資産 (単位:百万円)	最小値	3,035	2,689	2,890	-	2,774	2,787	2,801	-	-
	最大値	364,378	450,185	394,705	-	253,436	489,159	522,271	-	-
	平均値	50,417	49,641	48,705	-	44,814	50,510	47,204	-	-
	中央値	26,651	26,781	27,431	-	25,592	25,054	24,609	-	-
売上高 (単位:百万円)	最小値	-	2,101	1,387	-	884	2,583	2,607	-	-
	最大値	-	1,429,726	1,389,177	-	1,749,101	1,652,257	1,583,542	-	-
	平均値	-	62,264	60,196	-	62,076	64,401	66,113	-	-
	中央値	-	27,554	26,377	-	25,365	26,944	26,235	-	-
営業利益 (単位:百万円)	最小値	-	-17,669	-8,970	-	-6,076	-5,809	-4,407	-	-
	最大値	-	18,315	21,393	-	25,564	25,673	19,341	-	-
	平均値	-	2,018	1,883	-	1,682	2,139	1,772	-	-
	中央値	-	834	823.5	-	744	1,020	874	-	-
ROA (単位:%)	最小値	-	-11.52%	-11.30%	-11.41%	-11.42%	-12.69%	-7.91%	-10.67%	0.74%
	最大値	-	28.75%	21.63%	25.19%	20.80%	23.54%	13.50%	19.28%	-5.91%
	平均値	-	4.41%	3.74%	4.07%	3.77%	4.78%	4.13%	4.23%	0.15%
	中央値	-	3.38%	3.47%	3.42%	3.82%	4.27%	4.07%	4.05%	0.63%

## 5. 分析結果

### 5.1 業績向上要因の実施有無のカイ2乗検定ならびにフィッシャーの正確確率検定結果

業績向上要因の実施有無のカイ2乗検定ならびにフィッシャーの正確確率検定結果を図表6-1ならびに図表6-2に示す。サンプル全体では、「売上原価削減の取り組み」がカイ2乗検定ならびにフィッシャーの正確確率検定において5%有意の差を確認できる。他の業績を向上させる要因の実施有無については、統計上の有意な差を確認できない。

図表 6-1 カイ 2 乗検定ならびにフィッシャーの正確確率検定の結果①

業種 分類	業績向上の有無 代表取締役へ交代	親会社から派遣された 代表取締役へ交代		生産量増加の取組み		事業の多角化の 取組み		マーケティング強化の ための組織再編		売上原価削減の 取組み		販売費及び一般管理費 削減の取組み		合理化を目的とした人 員を含めたコストチャリ ング		技術者グループ会社 全体で使用するため 業界再編の対応			
		実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認	実施 未確認		
中 小 企 業	業績が向上 しない	21	23	19	31	39	16	34	10	24	20	39	5	30	14	37	7		
	業績が向上 する	1.100	-1.100	1.000	-1.300	-1.500	1.300	-2.500	2.500	-1.000	1.000	-1.500	1.500	0.400	-0.400	-1.000	1.000		
	χ <sup>2</sup>	0.286	0.310	0.403	0.236	0.266	0.185	0.013*	0.017**	0.302	0.143	0.238	0.831	0.035	-0.101	0.318			
	φ	0.108	-0.101	-0.129	-0.134	-0.148	-0.148	0.013**	0.013**	0.143	0.143	0.143	0.726	0.318					
	有意確率	0.286	0.317	0.200	0.200	0.185	0.185	0.013**	0.013**	0.143	0.143	0.143	0.726	0.318					
製 造 業	業績が向上 しない	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	
	業績が向上 する	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	χ <sup>2</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	φ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	有意確率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
建 設 業	業績が向上 しない	0	3	2	1	0	3	3	1	2	1	2	1	2	1	3	0	2	1
	業績が向上 する	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	χ <sup>2</sup>	0.500	-0.500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	φ	0	3	3	0	6	6	1	6	0	3	3	6	0	6	0	5	1	
	有意確率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
製 造 業	業績が向上 しない	0	22	10	12	17	18	18	7	19	3	8	14	18	4	12	10	19	3
	業績が向上 する	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	χ <sup>2</sup>	1.300	-1.300	1.300	-0.4	-1.4	-1.4	0.4	-0.5	0.5	-1.8	1.8	1.8	-1.8	1.4	-0.2	0.2	-0.5	0.5
	φ	0	33	21	12	27	31	31	31	9	30	3	20	13	31	2	19	14	30
	有意確率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
電 気・ ガ ス 業	業績が向上 しない	0	183	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	業績が向上 する	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	χ <sup>2</sup>	0.183	0.183	0.680	0.716	0.596	0.596	0.078*	0.158	0.078*	0.078*	0.158	0.158	0.824	0.824	0.824	0.596	0.596	
	φ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	有意確率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

図表 6-2 カイ2乗検定ならびにフィッシャーの正確確率検定の結果②

業種 分類	業績向上の有無 親会社から派遣された 代表取締役へ交代	生産量増加の取り組み		事業の多角化の 取組		マーケティング強化の ための組織再編		売上原価削減の 取組		販売費及び一般管理費 削減の取組		合理化を目的とした人 員を含めたコストチャリ ジ		技術をグループ会社 全体で使用するため 業界再編の対応					
		実施を 未確認	実施を 確認	実施を 未確認	実施を 確認	実施を 未確認	実施を 確認	実施を 未確認	実施を 確認	実施を 未確認	実施を 確認	実施を 未確認	実施を 確認	実施を 未確認	実施を 確認				
運輸・ 情報 通信 業	業績が向上 しない	0	7	6	1	6	6	6	3	4	3	5	2	1	4	3	5	2	
	度	-	-	-1.00	0.100	1.500	-1.100	-1.100	0.700	-2.100	2.100	-0.800	0.800	-1.100	1.100	-0.700	0.700	-1.600	1.600
	業	0	8	7	1	4	8	8	2	8	0	7	1	8	0	6	2	8	0
	度	-	-	0.100	-0.100	-1.500	1.100	1.100	-0.700	2.100	-2.100	0.800	-0.800	1.100	-1.100	0.700	-0.700	1.600	-1.600
	業	0.919	1.000	0.282	0.143	0.464	0.608	0.068**	0.608**	0.438	0.569	0.467	0.608	0.200	0.286	-0.189	0.464	0.104	
	度	-	-	-0.026	0.378	-0.189	-0.189	0.077**	-0.535	-0.286	-0.286	-0.286	-0.286	-0.419	0.286	-0.189	0.464	0.104	
	業	0	6	3	3	3	6	6	3	5	1	5	1	6	0	5	1	5	1
	度	-	-	-0.300	0.300	-1.900	-	-1.900	-1.000	1.000	0.900	-0.900	-	-	0.900	-0.900	0.100	-0.100	
	業	0	5	3	2	5	5	5	0	5	0	3	2	5	0	3	2	4	1
	度	-	-	0.300	-0.300	1.900	-	-1.900	1.000	-1.000	0.900	-0.900	-	-	-0.900	0.900	-0.100	0.100	
不動産 業	業績が向上 しない	-	-	0.740	1.000	0.182	0.064*	0.064*	0.338	1.000	0.545	0.387	0.387	0.887	0.887	0.887	0.887	0.887	
	業	0	4	4	0	1	4	4	2	3	1	4	0	4	0	4	0	4	0
	度	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	業	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	度	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	業	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	度	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	業	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	度	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	業	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
サービス業	業績が向上 しない	-	-	1.400	-1.400	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	業	0	1	0	1	1	1	1	0	1	0	0	1	1	0	1	0	1	0
	度	-	-	-1.400	1.400	-	-	-1.400	-	-	-	-1.400	1.400	-	-	-1.400	-1.400	-	
	業	0	1	1	0	1	1	1	1	0	1	0	1	0	1	0	1	1	0
	度	-	-	1.400	-1.400	-	-	-1.400	-	-	-	1.400	-1.400	-	-	-1.400	1.400	-	
	業	0.157	1.000	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	
	度	-	-	-1.000	1.000	-	-	-1.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	業	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	度	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	業	0.157	1.000	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	0.157	

- : サンプル数不足による検定不可を示す。 \*\*;1%有意な差、\*;5%有意な差、;10%有意な差

以上から「売上原価削減の取り組み」は「業績向上策の実施有無が業績向上に影響を与えない」帰無仮説が棄却された。業種別に確認すると、一部の業種ではサンプル数不足による統計検定不可を確認できる。運輸・情報通信業の「売上原価削減の取り組み」において、カイ2乗検定が5%有意の差、フィッシャーの正確確率検定は10%有意の差を確認でき、他の業績を向上させる要因の実施有無については、統計上の有意な差を確認できない。運輸・情報通信業においても「売上原価削減の取り組み」は「業績向上策の実施有無が業績向上に影響を与えない」帰無仮説が棄却された。これらから、売上原価削減の取り組みが業績に対して何かしらの影響を与えていることを示している。

## 5.2 完全子会社化後の業績を目的変数、業績向上要因を説明変数、完全子会社実施年度ダミーと業種分類ダミーをコントロール変数とする重回帰分析の結果

図表7 完全子会社化後の業績向上要因重回帰分析結果

従属変数： 差分 ROA	非標準化係数		標準化係数 $\beta$	t 値	有意確率
	B	標準誤差			
(定数)	-142.566	256.708		-0.555	0.580
presi	-0.074	1.055	-0.007	-0.070	0.944
prod	-0.900	1.263	-0.089	-0.712	0.478
busin	-0.889	1.241	-0.077	-0.716	0.476
markt	0.184	1.241	0.017	0.148	0.882
cost	-2.938	1.533	-0.203	-1.916	0.059***
expen	-0.738	1.291	-0.074	-0.572	0.569
rest	-3.774	2.044	-0.198	-1.847	0.068***
tech	0.038	1.108	0.004	0.034	0.973
asset	-1.216	1.658	-0.081	-0.733	0.466
year	0.072	0.128	0.062	0.566	0.573
industry	-0.221	0.309	-0.075	-0.714	0.477

調整済み R-squared : 0.178、F 値 : 1.689\*\*、\*\*\* : 1%有意、\*\* : 5%有意、\* : 10%有意

完全子会社化後の業績向上要因に関する重回帰分析の結果を図表7に示す。

図表5から差分 ROA の平均値、中央値共にプラスとなって完全子会社後に業績が向上していることを確認できる。図表7の非標準化係数は重回帰分析の偏回帰係数を示し、標準化係数は標準偏回帰係数、t 値は検定統計量を表している。

目的別に向上策を確認すると、「親会社による役員等派遣を通じた業績改善」を目的とした向上策「親会社から派遣された社長への交代」は、非標準化係数、標準化係数ともに符号がマイナスであることが確認できるが、有意確率が10%以上であり統計的に有意ではなかった。以上から「親会社による役員等派遣を通じた業績改善」を目的とした向上策は業績に対して影響を与えていないことが明らかになった。

「主に損益面を重視した向上策による業績改善」を目的とした向上策は、「生産量増加の取り組み」、「事業の多角化の取り組み」、「販売費及び一般管理費削減の取り組み」は、非標準化係数、標準化係数ともに符号がマイナスであることが確認できる。また、「マーケティング強化の取り組み」は、非標準化係数、標準化係数ともに符号がプラスであることを確認できる。しかし、これらの向上策は、有意確率が10%以上であり統計的に有意ではなかった。「売上原価削減の取り組み」は、非標準化係数、標準化係数ともに符号がマイナスであることを確認でき、有意確率が5%で統計的に有意であった。また、「合理化を目的とした人員を含めたリストラクチャリング」は、非標準化係数、標準化係数ともに符号がマイナスであることを確認でき、有意確率が10%で統計的に有意であることを確認できた。これらから「主に損益面を重視した向上策による業績改善」を目的とした向上策「売上原価削減の取り組み」と「合理化を目的とした人員を含めたリストラクチャリング」が業績に負の影響を与えていることが明らかになった。

「主に資産面を重視した向上策による業績改善」を目的とした向上策は、「業界再編に向けた所有資産の減少」は、非標準化係数、標準化係数ともに符号がマイナスであることが確認できる。また、「技術をグループ会社全体で使用するための取り組み」は、非標準化係数、標準化係数ともに符号がプラスであることを確認できる。いずれの向上策においても有意確率が10%以上であり統計的に有意ではなかった。以上から、「主に資産面を重視した向上策による業績改善」を目的とした向上策は、業績に対して影響を与えていないことが明らかになった。

コントロール変数の年度ダミーと業種分類ダミーは、有意ではない事から、重回帰分析の結果に対して、年度の違いによる業績への影響ならびに業種の違いによる業績への影響が無いことを示していることが明らかになった。

## 5.2 分析結果まとめ

本研究では、最初に業績向上要因の実施有無が業績に影響を与えていることを確認するためにカイ2乗検定ならびにフィッシャーの正確確率検定を実施した。検定の結果から、「売上原価削減の取り組み」の実施有無が業績に対して影響を与えていることが明らかになった。その他の向上要因については実施の有無が業績に対して影響を与えていることは確認できなかった。

次に完全子会社化後の業績向上要因の重回帰分析を実施した。重回帰分析の分析結果から、「売上原価削減の取り組み」と「合理化を目的とした人員を含めたリストラクチャリング」が負の影響を与えていることが明らかになった。その他の向上要因については業績

に影響を与えていることを確認できなかった。ここで本研究のサンプルは完全子会社の業績が向上している企業のデータである事から、完全子会社化後に取り組みを実施することで業績に負の影響を与えるものではなく、「売上原価削減の取り組み」と「合理化を目的とした人員を含めたリストラクチャリング」を完全子会社化前から実施していることを示唆していると考えられる。重回帰分析で統計的に有意となった「売上原価削減の取り組み」ならびに「合理化を目的とした人員を含めたリストラクチャリング」は、図表1から、「主に損益面を重視した向上策による業績改善」を目的とする事から、業績が向上する完全子会社は、完全子会社化前から損益面につながる業績改善向上策を行い完全子会社化後に業績を改善させていることが示唆された。

以上から、仮説1：完全子会社化後の子会社の業績は、親会社による役員等の派遣により向上する、仮説3：完全子会社は、資産面を重視した向上策を行うことで業績が向上するは支持されない結果となり、仮説2：完全子会社は、損益面を重視した向上策を行うことで業績が向上するは支持される結果となった。

## 6. おわりに

本研究は、上場子会社が親会社により完全子会社化された後、業績向上を実現した場合には何がなされたのかという点について分析を試みたものである。先行研究の分析から、一般的な買収において行われる業績向上策を分類し、それらが完全子会社化後の子会社において実施されているのか、実施された場合に業績との関係はどのようになっているのかについて分析を行った。本研究の特徴は、入手が困難とされている上場子会社が完全子会社化後の財務情報を決算公告と建設業許可を取得している場合には決算書類を閲覧することで入手を実現し、分析を行なったことである。分析の結果「主に損益面を重視した向上策による業績改善」、具体的には「売上原価削減の取り組み」と「合理化を目的とした人員を含めたリストラクチャリング」を行うことにより、完全子会社化後の子会社の業績が向上することが明らかとなった。

本件研究の限界は、第一にサンプル数が少ないことによる分析の限界である。上場親会社による上場子会社の完全子会社化は近年においても行われていることから、今後も継続したフォローを行うことでサンプル数を増やすことが可能であると考えられる。第二に業績向上要因を公表が義務付けられている決定事実ならびに新聞報道を利用していることで入手できる情報の限界である。公表ならびに新聞報道が行われていない事項により業績を向上させている可能性は考えられる。これらを確認するためには、先行研究で行われているア

ンケート調査の他にインタビュー、オートエスノグラフィーなど完全子会社の内部当事者に直接確認する、当事者となって実体験として確認することが必要であると考え。公表ならびに新聞報道が行われていない業績向上要因の確認については、今後の課題としたい。

#### <謝辞>

本稿を執筆するに当たり、匿名の2名の査読者の先生から貴重なご意見とアドバイスを頂きました。ここに記して心より感謝申し上げます。本研究は、JSPS 科研費 JP19K01890 の助成を受けたものです。

#### <注>

- 1 EU: European Union.
- 2 アメリカ、ヨーロッパ、アジアの国々の企業で M&A を実施している企業を対象としている。
- 3 大石 (2000) は、規模の経済により研究開発、調達、生産、物流、販売、広告のスケールメリットを追求することで、交渉力を増大させる、研究開発資金の捻出、インフラ基盤の獲得を行っていることを指摘している。
- 4 パーチェス法と持分プーリング法の違いである。現在の会計基準では持分プーリング法は廃止され、パーチェス法のみが規定されている。
- 5 証券・銀行などの金融業は除外している。
- 6 被買収企業が買収企業の子会社 (関連会社) であることを示している。
- 7 ROA の定義を (営業損益 + 営業外収益) / 総資産としている。
- 8 会計基準の異なる日本会計基準の財務情報と国際会計基準の財務情報を利用していることから総資産経常利益率としている。
- 9 PMI (Post Merger Integration) : M&A (合併・買収) 後の経営統合 (理念・戦略、マネジメントフレームの統合)、業務統合 (業務・インフラや人材・組織・拠点の統合)、意識統合 (企業風土や文化の統合) からなる。
- 10 Bowman et al. (1999) は、リストラは資産の再構築、資本構成の再構築、組織の変更に关わるものに分類されることを指摘している。
- 11  $ROA = \text{当期営業利益} \div ((\text{前期末総資産} + \text{当期末総資産}) \div 2) \times 100$  とする。ROA を使用することで先行研究との比較可能性を担保する。
- 12 大坪 (2011) は、完全子会社化の意思決定は上場廃止直前期 (-1 期) の決算値だけでなく、更に遡った -2 期の決算値を元に意思決定を行っていることを指摘していることから -2 期の影響を考慮する。
- 13 芳賀・立本 (2018) が M&A に関する効果が財務諸表にあらわれるのは 3 年程度であることを指摘している。3 年以降は M&A 以外の影響を受けている可能性を考慮し +1 期から +3 期とする。
- 14 野瀬・伊藤 (2012) は、0 期は完全子会社化から短いことから完全子会社化前からの影響、完全子会社化による影響を判別できないことを指摘している。
- 15 業種は日本証券取引所グループが定める業種分類の大分類とする。
- 16 完全子会社実施年度ダミーは実施年度の西暦とする。

- 17 水産・農林業：1、鉱業：2、建設業：3、製造業：4、電気・ガス業：5、運輸・情報通信業：6、商業：7、不動産業：9、サービス業：10（データから除外しているが金融・保険業：8とした）のダミー変数としている。
- 18 業績が向上：1、業績が向上しない：0のダミー変数としている。
- 19 完全子会社化以外の影響を考慮し、年度比較ではなく完全子会社化後平均値と完全子会社化前平均値の差分とする（鈴木・小倉、2007）
- 20 [https://www.release.tdnet.info/inbs/I\\_main\\_00.html](https://www.release.tdnet.info/inbs/I_main_00.html)（2023年6月30日）

<参考文献>

- Bowman, E. H., Singh, H., Useem, M. and Bhadury, R. (1999) "When does restructuring improve economic performance?", *California Management Review*, Vol.41(2), pp.33-54.
- Doukas, J., Kan, O. B. (2008) "Investment decisions and internal capital markets: Evidence from acquisitions", *Journal of Banking & Finance*, Vol.32(8), pp.1484-1498.
- Martynova, M., Renneboog, L. (2005) "Takeover waves: triggers, performance and motives", TILEC Discussion Paper, Tilburg University.
- Ravenscraft, D. J., Scherer, F. M. (1989) "The profitability of mergers", *International Journal of Industrial Organization*, Vol.7(1), pp.101-116.
- Simmonds, P. G. (1990) "The combined diversification breadth and mode dimensions and the performance of large diversified firms", *Strategic Management Journal*, Vol.11(5), pp.399-410.
- 大坪稔 (2011) 『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。
- 小田切宏之 (1992) 『日本の企業戦略と組織』東洋経済新報社。
- 松江英夫 (2008) 『ポスト M&A 成功戦略—企業価値を最大化する統合の実践シナリオ』、ダイヤモンド社。
- 浅田克己 (2019) 「M&Aにおける経営改善効果の検証」『証券経済研究』、第108号、93-116頁。
- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修 (2003) 「親子会社間の多面的関係と子会社ガバナンス」『RIETI Discussion Paper Series 03-J-005』、1-33頁。
- 垣塚淳 (2014) 「M&Aに伴う雇用・処遇の変化が従業員に与える影響 - 外資系企業の事例に基づく「人員適正化」の意思決定プロセスの検証 -」『経済科学論究』、第11巻、65-76頁。
- 岩城裕子 (2006) 「日本の M&A 動向と企業財務の改善効果」『日本政策投資銀行調査レポート』、第93号、1-39頁
- 大石芳裕 (2000) 「第5次 M&A プームの特徴」『経営論集』、第48巻、2号、67-98頁。
- 菊谷達弥、齋藤隆志 (2006) 「完全子会社化の経済分析」『京都大学大学院経済学研究科 Working Paper J-53』、1-21頁。
- 鈴木浩三・小倉昇 (2007) 「M&Aと提携が財務業績に及ぼす影響—コスト低減の視点を交えた企業間関係の効果測定—」『日本管理会計学会誌』、Vol.15、2巻、77-91頁。
- 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」『証券経済学会年報』、Vol.47、19-39頁。
- 野村拓治・松田千恵子 (2019) 「完全子会社化は業績を向上させるのか」『経営情報学会誌』、第28号、1巻、17-33頁。
- 芳賀裕子・立本博文 (2018) 「M&A投資が企業業績に及ぼす効果の研究」『組織科学』、第42号、1巻、4-17頁。
- 村上暢子・山田雄二 (2018) 「日本企業による買収の収益性改善効果に関する研究」『経営情報学会誌』、第27号、1巻、169-194頁。
- 村松郁夫 (2011) 「わが国上場企業の組織再編の動向」『甲南経営研究』、第52号、1巻、27-55頁。

矢部謙介 (2007) 「日本における完全子会社化の財務業績向上効果」『一橋商学論叢』、第 2 号、2 巻、75-87 頁。  
法務省 (2009) 「商法等の一部を改正する法律案要項の概要」、[https://www.moj.go.jp/shingi1/shingi\\_990216-3.html](https://www.moj.go.jp/shingi1/shingi_990216-3.html)

受付日：2023 年 6 月 30 日

受理日：2023 年 11 月 24 日