

研究

連結経営と企業価値創造

分社化・多角化・M&Aに関わる研究視角から導く検討課題

飛田 努

目次

1. 問題の所在
2. 連結経営によって生み出される企業価値とは
3. 連結経営の現状
子会社の整理・再編を中心に
4. 連結経営と企業価値創造の分析視角
分社化・多角化・M&Aの研究を手がかりに
5. まとめにかえて

1. 問題の所在

1990年代後半以降、多くの日本企業が不採算事業の売却、分社化を図る一方で、子会社の完全子会社化や合併などを通じた事業の再編に取り組んでいる。この背景には、1997年の純粋持株会社の設立容認や2000年3月期決算から連結財務諸表中心の会計基準が導入されたことが大きな影響を与えていると思われる¹⁾。また、1990年代以降、会社業績の測定指標の重点が利益率、資産（資本）利益率から長期的な株主価値創造へと移行していく中で、経営者は「企業価値の最大化」を図ることが最大の責務とされ、そのための財務意思決定が求められるようになってきていることも挙げられる。

それは次のような指摘にも見られる。「九九年度から日本でも連結決算を中心とするディスクロージャーに移行した。これにより文字どおり、連結ベースで企業評価が行われることになる。企業はそうした評価軸の移行に伴い『グループ連結経営』に注力する必要がある。親会社の利益を重視する旧来の経営モデルから、グループ全体の企業価値を最大化する経営に移行すべきだ」²⁾との指摘である。日本経済新聞朝刊に「連結経営」という言葉が記事に登場した回数を見ると、1990年代前半には数回であったが、連結会計導入の1999年（2000年3月期）に急激に増加し、その回数は127回に達した。このことは、いかに連結経営という言葉が重要なキーワードであるかを物語っている。

1) この点については、伊藤・菊谷・林田 [2002] や宮島・稲垣 [2003] など指摘している。

2) 伊藤 [1999a]

そして、「会計基準の変更で連結決算が義務付けられたことで、企業は乱雑に増えていた子会社関連会社の整理に乗り出さざるをえなくな³⁾」り、「グループの企業価値を破壊したり、グループ戦略に合わなくなった子会社を整理・統合する必要があり、(中略)事業の『選択と集中』が本格化しよう⁴⁾」といった指摘が見られ、「選択と集中」というキーワードの下、子会社の整理・再編を進める企業が出ている。一方で、「(有望事業の)潜在価値を顕在化させグループ全体の体力を強化する⁵⁾」と称して、有望な事業を分社化し、それを上場させるような企業も出てきている。企業内に内包されている潜在価値を顕在化させ、グループ全体の企業価値の最大化を図ろうとする動きである。このようにして、「連結経営」と「企業価値の最大化」とが結びつけられ、日本企業には企業価値の最大化を図るためにグループ全体の価値を高めるための連結経営が求められたのである。そしてそれに伴い、子会社戦略とも言うべき子会社のマネジメントが必要とされるようになってきている。連結経営への移行は組織構造や経営者の戦略的意思決定に大きな影響を与えていると言っても差し支えないだろう。

ところが、連結経営への移行で見られるような企業内(組織)再編がどのような結果をもたらしているのかという点を明らかにしている研究が十分であるとは言えない。日本企業の事業構造に関する研究における多角化に関連したものについては「今のところ多角化の実態すら一致した認識は形成されていない⁶⁾」のが現状であるとされる。M&A、他社からの事業取得による子会社化や、分社化の現状を明らかにする研究もこれから進められると思われる。したがって、連結経営の導入によるグループ全体の企業価値創造が喧伝されている現在において、こうした動向が財務構造にどのような影響を与えているのか、企業価値の最大化をもたらしているのかを明らかにしていくことは意義深いと考えられる。そこで本稿ではこのような研究を進めていく上での準備作業の一環として、日本企業の子会社戦略に関する現状把握をすると共に、関連した先行研究に依拠しながら、論点の整理を試みていくこととしたい。

2. 連結経営によって生み出される企業価値とは

そもそも連結経営とは何を指すのであろうか。明確な定義は定められていない。伊藤[1999a]の言葉を借りれば、企業グループ全体の価値を高める経営であると解される。つまり、グループの価値最大化をもたらすような経営が、連結経営という言葉が意味するものだと考えられる。

3) Abeggren [2004] 訳書: 158頁。以前から単独決算主体のディスクロージャー制度によって、親会社の業績を良く見せるために子会社・関連会社を利用した決算操作が指摘されてきた。これが連結決算主体になることで、それが叶わなくなり、子会社・関連会社の整理、再編の必要性が求められてきたことがこの背景にはあると考えられる。

4) 伊藤 [1999a]

5) NEC 社長 金杉明信氏のコメント。日本経済新聞 2003年7月25日

6) 宮島・稲垣 [2003] 2頁

では、企業グループ全体の価値を高める経営とは何なのか。それは Copeland et al. [1997] が言う価値志向経営（VBM：Value Based Management）と同義であると思われる。Copeland et al. [1997] は、企業価値の最大化を図る経営を VBM と呼び、どのような業績変数（バリュードライバー）が事業価値の源泉になるのかを見極めながら、事業価値を最大化するために「取締役会レベルの戦略から最前線における日常的な業務上の決定に至る、企業のあらゆるレベルにおける意思決定を導く」⁷⁾ 経営だとしている。

このことから「連結経営」とは、「グループを統括する親会社が、グループ全体の価値を最大化するために、トップレベルから子会社を含めたあらゆるレベルの意思決定に至るまで包括的にコントロールしようとする経営」と解される。近年見られる具体的な事例で言えば、「『選択と集中』を主眼とした再編は、（中略）戦略部門を絞り込んで経営資源を選択的かつ集中的に投下していくことが必要、という認識が一段と強まっている」⁸⁾ との指摘に見られるような子会社の完全子会社化、親会社と子会社の合併といった動きがそれにあたる。従来も日本企業は取引先企業を子会社や傘下に収めるなどして、系列や企業グループを形成し、1980年代にはそれが日本企業の優位性を築く基礎にあるものと解されてきた。ところが、1990年代に入ってから長い景気低迷と連結財務諸表主体の会計制度の導入を契機に、これまでの経営慣行を改めようとする動きが生まれた。それが「連結経営」というキーワードに集約されたものだと考えられる。近年見られる子会社再編の動向は、連結経営の重要性が意識され、単体ベースから連結ベースでの企業評価へと移行しようとする中で重要な事業戦略の一環であり、連結経営を表す象徴的な企業行動の1つであろう。このように、近年の連結経営への移行によって、企業グループ全体の価値最大化を果たすことが経営者にとっての最大の責務とされるようになっている。

ところで、連結経営を語る上で企業グループの価値創造の重要性が訴えられているが、その基準となる企業価値の測定はどのように行われるのであろうか。1990年代以降、フリー・キャッシュフローや資本コストを算定して経済価値を求める手法が有効とされるようになった。Helfert [2000] によれば、企業経営において「1980年代以前は、経営者の力点は大多数の場合に、一貫して高い利益率を達成することに置かれる傾向にあった」⁹⁾ とされるが、1990年代に入ってから業績を判断する重要な基準として資本コストやキャッシュフローが導入されるようになり、株主価値創造が重要視されるようになったという。この狙いは、「過去に発表された実績や期待されるキャッシュフロー・パターンを、あるいはこれらに代わるものを、会社全

7) Copeland et al. [1995] 訳書：122 頁

8) 日本銀行調査統計局 [2003] 21 頁

9) Helfert [2000] 訳書：522 頁

体の市場価値や、その普通株式の相対的な価格水準に関連させるところにある」¹⁰⁾ という。1990年代後半以降、日本ではこうした考え方と共に企業価値やキャッシュフロー経営といった言葉で注目されるようになり、日本企業の中にも独自の価値評価基準を定め、セグメントごとの事業評価をするなど、経済的利益を用いて企業価値分析をする企業も見られる。

では、企業グループ全体の価値はどのようにして変化するのであろうか。ここでは、子会社の株式公開、完全子会社化や親子合併によって、企業グループ全体の価値がどのように変化するのかを考えていくことにする。また、議論を簡潔に進めていくために、株式時価総額をもって企業価値を表すと考える。

グループ全体の企業価値 (Enterprise Value) を $EV(G)$ 、親会社 (parent company) の企業価値を $EV(P)$ 、子会社 (subsidiary company) の企業価値を $EV(S)$ とする。n 番目の子会社の企業価値は $EV(S_n)$ と表す。ここでは $EV(G)$ を企業グループ価値と呼ぶ。すると、親会社と n 社の子会社からなる企業グループ価値 $EV(G)$ は以下のように表すことができる。

$$EV(G) = EV(P) + EV(S_1) + EV(S_2) + \dots + EV(S_n) \quad \dots$$

例えば、この企業グループの親会社が持株会社の場合、親会社は傘下の子会社株式を保有するのみで事業を持たない。実際の事業は各子会社が行う。したがって、グループ全体の企業価値 $EV(G)$ は、単純にこれらの和で求められる。米国企業の場合、大半がこのような企業構造になっているのだから、企業価値とはグループ全体の価値と同義になる。

ところが、日本企業の場合は異なる。親会社が事業会社であるケースが大半である。しかも、親子上場が慣例として認められてきたために、子会社が上場するケースも多々存在する¹¹⁾。このことから、従来、公開財務諸表が単独決算を主としていたこともあるが、日本では親会社、子会社それぞれの企業評価が可能であった。2000年3月期以降、連結決算が主となったことから、現在は親会社株価にグループ全体の価値を反映させているようである¹²⁾。

10) Helfert [2000] 訳書：521頁

11) 1997年に独占禁止法が改正され、日本でも純粹持株会社が容認されるようになったことで、上場企業が株式交換・株式移転によって新たに持株会社を設立するケースが出てきている。ただし、みずほフィナンシャルグループのように、持株会社であるみずほフィナンシャルグループと、その傘下の子会社であるみずほ信託銀行が共に東証1部に上場しているようなケースもある。

12) 新聞紙上や証券アナリストたちがそうであるように、実務ベースでは連結財務諸表を用いて企業分析が行われている。よって、公開財務諸表が単体主・連結従から連結主・単体従へ変化しても、株価分析に大きな変化は起きていないと考えられる。また、財務論で扱うべき重要な論点として子会社の少数株主持分をどのように取り扱うのが挙げられるだろう。子会社株式の公開における多くの事例で、親会社は子会社への支配力を維持するために発行済み株式の50%超を保有したまま、子会社の株式公開を行っている。これによって公開企業であるにもかかわらず、実質的な経営権は親会社が支配できることになる。例えば、子会社が新たに生み出す企業価値(「のれん」と考えて良いだろう。)がどのように配分されるのかなどが重要論点になるだろう。この点については稿を改めて検討することにしたい。

子会社の株式公開

この企業グループの親会社が株式を公開したと考えよう。親会社の企業価値 $EV(P)$ は市場での価額に応じて定まり、株式時価総額と等しくなる。また、企業グループ価値 $EV(G)$ は $EV(P)$ に依存して変化する。

続いてこの企業グループの子会社 (S_1) が株式を公開したと考えると、 $EV(S_1)$ にも価額がつけられ、 $EV(S_1)$ の企業価値の算定が可能になる。このとき他が一定であると仮定すると、企業グループ価値 $EV(G)$ は $EV(P)$ と $EV(S_1)$ の時価総額から株式公開前の株式評価額を差し引いた分だけ上昇（または下落）することになる。このとき、親会社は資産として保有していた子会社株式の一部を売却することになるので、キャピタル・ゲイン（またはロス）を得ることになる。もし子会社 (S_1) の業績が好調で株式市場での評価が高まれば、子会社 (S_1) の株価上昇が見込まれる。このとき他が一定であれば、企業グループ価値 $EV(G)$ も高まると考えられる。さらに親会社の企業価値 $EV(P)$ も共に高まるので、企業グループ価値 $EV(G)$ もより高まることになる。

日本では「成長分野の子会社上場は親会社の企業価値を高める要因として評価されるケースが多かった」¹³⁾ との指摘に見られるように、子会社の株式公開は成長分野の子会社の独立性を高めると共に子会社の企業価値が顕在化させ、事業そのものの成長を示すための手段であったとされる。したがって、子会社を上場させることは親会社にとってもプラスの効果であったと考えられる。また、日本における子会社の株式公開の場合、親会社が支配権を維持するために、その大半は親会社が子会社株式を 50% 超保有している。伊藤・林田・菊谷 [2002] が指摘しているように、子会社は資金調達面では親会社から独立しているが、取引関係、人材面では親会社に多くを依存している。よって、子会社が株式公開したとしても、親会社からの支配力は強くなる。このことから、連結経営の重要性が論じられている現在において、株式公開後の子会社のマネジメントがグループ全体の価値を高める上でも重要になってくる。

もちろん、子会社の株式公開が行われる要因はこればかりではないと考えられる。海外では資産売却の一環として、親会社の資金調達行動との関連を分析しており、興味深い分析結果が残されている。これらの研究については後に触れることにする。

完全子会社化・親子合併

1990 年代後半から連結経営が意識されるようになると、日本企業の中にはバブル経済期に進んだ多角化を修正し「選択と集中」というキーワードの下に事業や子会社の整理・再編を進め、グループ価値を高めようとしたものが現れるようになった。子会社の合併や 1999 年の商法改

13) 日本経済新聞 2001 年 1 月 6 日

正によって認められた株式交換や株式移転による完全子会社化である。ここで、これらのケースを式に基づいて考えてみよう。ここでは親会社(P)と子会社(S_1)は共に株式公開企業であるとする。

親会社による公開子会社の完全子会社化を実行した場合、親会社は子会社株式を取得するだけであって、株式の100%が親会社に所有されることになる。したがって、構造的には式と変わらない。ただし、議決権の全てが親会社に移転するので、子会社への支配力を強め、結果として企業の意思決定において親会社の意向が強くなると考えられる。このことから、完全子会社化を選択することは親子間の連携を深めることで、企業グループ価値を高めようとする戦略だと考えられる。

次に親会社(P)と子会社(S_1)の合併の場合を考えよう。ここでは親会社(P)が子会社(S_1)を吸収合併するとしよう。すると式は

$$EV(G) = EV(P + S_1) + EV(S_2) + \dots + EV(S_n) \dots$$

と変換される。この合併の場合、存続会社は親会社(P)であり、株式公開が維持されれば企業価値 $EV(P + S_1)$ の測定は可能である。このとき、合併前に比して合併後に企業価値が上昇することを期待して、経営者は子会社の合併という戦略を選択する。したがって、合併後の企業価値 $EV(P + S_1)$ をいかにして増加させるのか、そのような経営戦略の策定が経営上重要になる。

M&Aの財務的効果として、「最もはっきりしている便益は目に見えてのキャッシュフローの改善で、たとえば統合の効果と設備や要員の削減による経費の低減、さらに市場での地位・シェアの向上による貢献度が格段に高まったことがある。(中略)もっとも一般的な便益は、キャッシュフロー改善が見込めることによる期待株価への影響である。最終的に株主価値の改善が確認されるのは株価である」¹⁴⁾ という指摘がされている。親会社が子会社を合併する要因については研究成果が十分に示されているとは言えず、また企業がM&Aを実行する要因はさまざまだが、一般的には親会社、子会社に分散していた事業を統合することで、シナジー効果やコスト削減に寄与すると考えられている。また、この指摘に見られるように、M&Aによって財務的には企業価値の源泉であるキャッシュフローの改善が図られ、それに伴う株価の上昇によってさらなる企業価値の向上がもたらされるのだとされている。

以上のように、簡単な式を用いて企業グループ価値の変化がどのようにもたらされるのかを見てきた。近年の連結経営は「企業価値の最大化」を目的としており、その具体的な事象とし

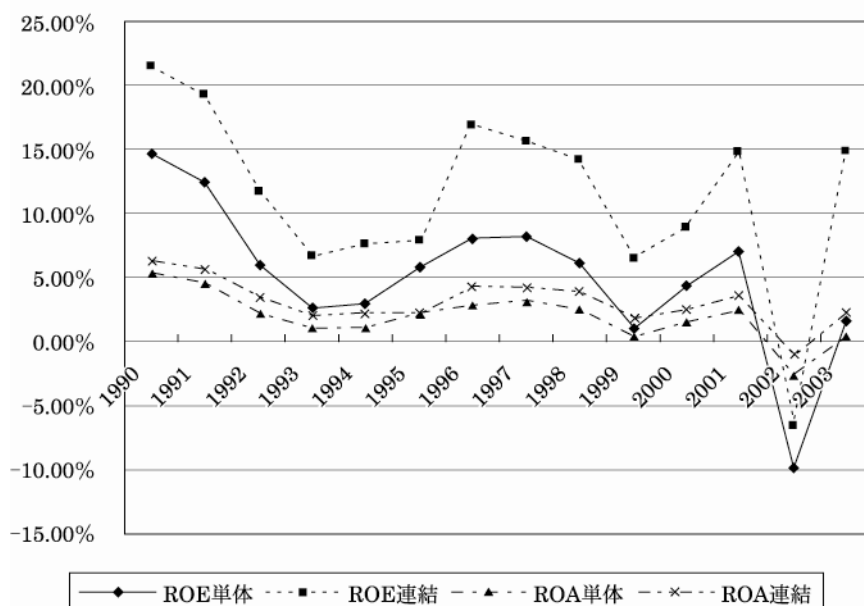
14) Helfert [2000] 訳書: 545-546 頁

て子会社の整理・再編が進められていることを挙げることができる。そして、VBM という言葉が象徴しているように、連結経営においてもグループ全体の価値を高めるためのマネジメントの必要性が論じられている。そこで、さらに分析を進めていくためには、実際に企業が連結経営への移行期にどのような行動をしているのかを知ることが必要となるであろう。次にいくつかの企業をサンプルとして、連結経営の現状を見ていくこととしたい。

3. 連結経営の現状 子会社の整理・再編を中心に

先に述べたように、2000年3月期からの連結決算主体の会計基準の導入と、企業が目標とすべき企業価値の最大化が結びつき、1990年代後半になると連結経営の重要性が説かれるようになった。それによって、親会社自身のマネジメントのみならず、グループ全体のマネジメントを行うべきであるとされるようになってきている。果たして「連結経営」の現状はどのようになっているのであろうか。そこで、ここでは1990年代以降における日本企業の子会社再編の現状を、財務データなどを参考にしながら見ていくことにしたい。

図1 主要電気機器企業（6社単純平均）：1990年以降のROE・ROAの推移



注) 主要電気機器企業とは日立製作所、東芝、NEC、富士通、松下電器産業、ソニーの各社（銘柄コード順）である。

（出所）日経 NEEDs データベースより筆者作成

図1は1990年以降の主要電気機器企業6社の単体・連結ベースのROE(自己資本営業利益率)・ROA(総資産営業利益率)の推移を示したものである。ここで営業利益率を用いるのは、本業での収益性を見るためである。これによると、バブル経済の反動から1990年以降、単体ベースでのROE・ROAは下落傾向にあった。その後、1995~1998年、2000年、2001年に回復傾向が見られたものの、ITバブル崩壊の煽りを受けた2002年には営業利益段階で赤字に陥ってしまう。各社の本業ベースでの収益が芳しくないことを物語っている。連結ベースで見るとROEは概ね6%から15%で推移しており、良好な業績を示しているように見える。単体ベースでのそれぞれの指標と比較した場合も極めて高い数値を示しており、このことは子会社の収益力が高く、グループ全体での業績を押し上げていると考えられる。

ところで、2000年3月期から連結財務諸表中心の会計基準が導入されたことによって、連結対象企業が持株基準から支配力基準へと移行したことは、いわゆる連結外しが難しくなり、グループ全体の経営の透明性が高まるのだとされた。これによって事業の「選択と集中」が進められ、子会社の整理・統合が進むという見方はまさしくその象徴である。このように、連結決算中心の会計基準の導入は、日本企業の子会社戦略に影響を与える重要なファクターであったと考えられる。実際のところはどのようになっているのであろうか。

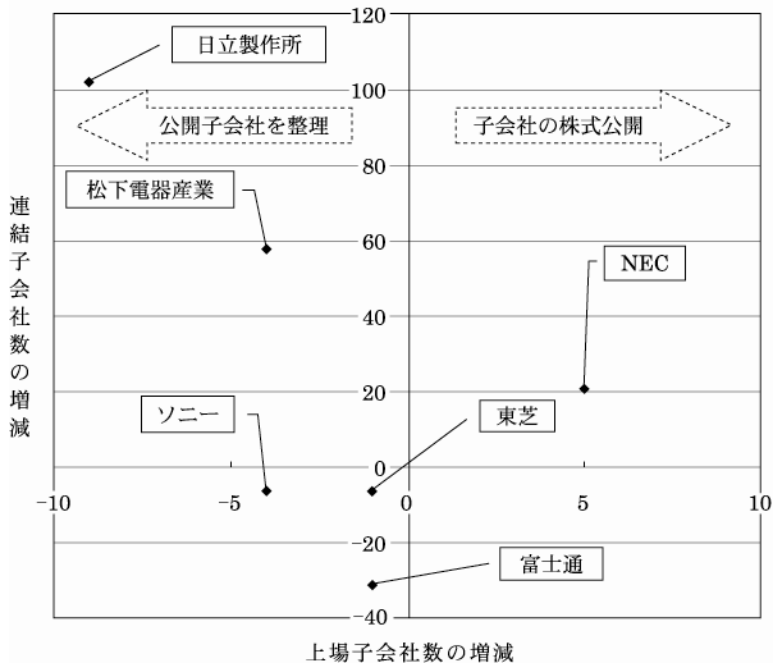
表1 主要電気機器企業：1990年以降の連結子会社数・上場子会社数の推移

企業名	決算期	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
日立製作所	連結子会社数	712	844	866	913	975	1010	1047	1069	1066	1112
	うち上場企業数	19	21	20	20	21	22	23	14	15	13
東芝	連結子会社数	70	294	295	303	306	321	321	323	329	315
	うち上場企業数	7	4	3	3	3	4	4	4	4	3
NEC	連結子会社数	73	127	127	128	131	162	165	164	169	183
	うち上場企業数	4	4	4	4	4	4	4	6	7	9
富士通	連結子会社数	149	423	433	446	513	518	493	517	494	487
	うち上場企業数	5	5	6	6	6	9	9	9	8	8
松下電器産業	連結子会社数	163	346	261	280	299	325	334	320	303	383
	うち上場企業数	6	6	6	6	5	5	5	5	1	1
ソニー	連結子会社数	576	895	988	1074	1142	1041	1080	1078	1068	1035
	うち上場企業数	3	4	4	4	4	4	0	0	0	0
合計	連結子会社数	1743	2929	2970	3144	3366	3377	3440	3471	3429	3515
	うち上場企業数	44	44	43	43	43	48	45	38	35	34

(出所) 日経 NEEDs データベースより筆者作成

表1は、主要電気機器企業の連結子会社数とその上場企業（上場子会社）数の推移を示したものである。厳密な意味でグループの全体像を把握することにはならないが、連結経営の概略を把握するためにも、参考までに確認していくことにしよう。合計ベースで見ると、1990年が1743社であったのに対し、2003年には3515社に達しており、この十数年の間に連結子会社数が急激に増加していることが明らかである。

図2 主要電気機器企業：連結子会社数・上場子会社数の増減数
（2000年3月期から2003年3月期）



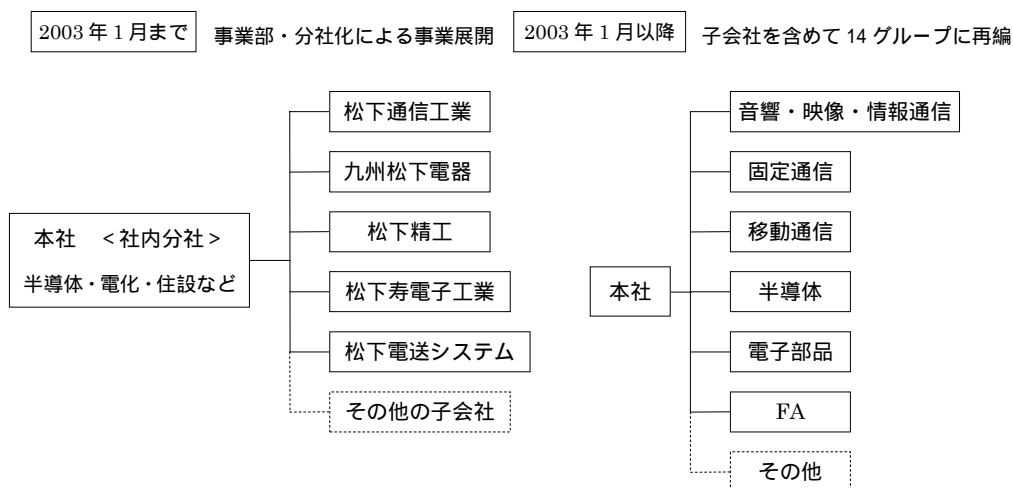
（出所）日経 NEEDs データベースより筆者作成

図2は2000年3月期から2003年3月期にかけての連結子会社数・上場子会社数の増減数を表したものである。すなわち、会計制度の変更によって連結財務諸表が主体とされた後の連結子会社数・上場子会社数の推移である。縦軸が連結子会社数の増減、横軸が上場子会社数の増減である。これを見ると、各社の傾向がより鮮明に表れる。日立製作所、松下電器は連結子会社数が増加しているが上場子会社数を減らしている。ソニー、東芝、富士通は連結子会社数も上場子会社数も減らしている。NECだけが2000年3月期以降も子会社の株式公開を進めている。冒頭で述べたように、会計制度の変更と連結経営は密接に関連していると考えられるが、これを見ると必ずしも企業行動は一様ではないことが明らかである。ここで各社の経営陣のコメントを参考に、こうした戦略がどのような意図でもたらされているのかを見ていくことにし

よう。

ソニーは表1で示したように2003年時点で連結子会社数が1035社と他社と比べて圧倒的に多いが、1998年に1142社まで達した後に年々減少している。図2からも明らかのように、子会社の整理を近年積極的に行っている。特に、1999年の商法改正によって株式交換による買収が認められるようになると、それまで上場していた子会社を株式交換によって完全子会社化した。主要な子会社3社の完全子会社化直前3カ年のROE(株主資本利益率)は平均で6.55%であり、ソニー単独の2.18%と比べても良い。これらの子会社がグループ全体の収益を押し上げている可能性が高い。これによって、「100%子会社化は、相互の協力関係を深め、協働のメリットを最大限に引き出すと共に、グループ全体の戦略にもとづいて迅速に行動できる体制を構築することを目的とし」¹⁵⁾、「グループとしての戦略の自由度を確保し、ネットワーク時代の事業環境の変化に柔軟かつ迅速に対応するため」¹⁶⁾に業績堅調な子会社を完全子会社化することにしたと考えられる。これらのことは、ソニーがグループ経営を強く意識していることを示していると言えよう。

図3 松下電器産業のグループ再編(2003年1月)



(出所)日本経済新聞(2002年9月28日)・松下電器産業ホームページを参考に筆者作成

松下電器も同様の戦略を進めている(図3参照)。2002年には上場子会社4社を完全子会社化し、さらに松下電工の株式を50%超所有することで子会社化するなど、急速にグループの再編

15) ソニー株式会社・アニュアルレポート1999年度版

16) ソニー株式会社・アニュアルレポート2000年度版

を進めた。2003年1月にこうした再編が行われ、親会社と子会社の事業内容を見直し、グループ間の重複事業の整理・再編を行っている。そして、グループ全体を14の事業ドメインに括りなおした。これによって、各事業ドメインが開発・製造・販売までの機能・責任を持つようにし、意思決定の迅速化と経営資源の有効活用を図ろうとしている¹⁷⁾。これらの動きは、従来分社化されてきた事業をコア事業と位置づけると共に、グループ全体の価値創造に寄与するものとしてグループ内に取り込もうという動きだと言える。

これに対して、NECはこれらの企業とは異なる戦略を選択している。1999年以降に競争力のある事業をNECは分社化、上場させていった。これによって、グループ全体ばかりか、「投資家が一つの事業に絞って価値を計れるメリットがある」¹⁸⁾と述べているように、セグメントごとの事業価値評価が可能になるのだとした。すなわち、子会社の上場によってそのセグメントの価値を顕在化させるのだという。また、NEC本体の財務体質の悪化もあり、「子会社上場は親の財務改善のための資金調達手段だった」¹⁹⁾とされるように、1兆円を超える有利子負債の返済資金を調達するための手段として子会社上場を積極的に行ったという一面もある。表1から明らかなように2000年から2003年の間に子会社5社を上場させているが、さらに2004年11月には日立とのDRAM事業の合併会社であるエルピーダメモリが上場するなど、子会社上場に伴う株式売却でNEC本体は資金調達を進めてきたのである。ただし、2005年に入ってから、NECソフト、NECシステムテクノロジーといったこの時期に上場させた子会社を株式交換による完全子会社化しており、分社化、子会社上場といった戦略の修正を図っているようにも見える。

こうした子会社戦略は他業種でも見られる。例えば、業績が悪化している子会社を整理・統合し、一層のリストラクチャリングを推し進めようとする企業もある。東京急行電鉄（東急）を中心とする東急グループは、バブル経済期に各子会社が拡大戦略を採ったために、1990年代に入り経営不振に陥った。1999年3月末のグループ全体の有利子負債は3兆円を超え、グループの再編が求められた。これによって、2001年以降、上場子会社3社を完全子会社化すると共に、親会社のコントロール下で事業・資産の売却を進めている。

このような連結経営によってもたらされた子会社戦略の観察可能な現象は、次のようなパターンに類型化可能である。第一に、コア事業と位置づけられた子会社を完全子会社化するなどして支配力を強め、本体とのシナジー効果を追求する企業である。第二に、子会社の事業価値を顕在化させると共に、親会社の資金調達手段として子会社を上場させる企業である。最後

17) 松下電器産業株式会社・アニュアルレポート2003年度版

18) NEC会長 佐々木 元氏のコメント。日本経済新聞2004年4月16日

19) 同上

に、リストラクチャリングの一環として、経営不振に陥った子会社を整理・統合しようとする企業である。子会社の整理・統合、または株式公開を通じて、親会社は自ら中心となって企業グループ全体の価値を高めようとしているのだと考えられる。もちろん、この背景には2000年3月期以降に連結財務諸表を主体とするディスクロージャー制度が整えられたこともあろう。そして、こうした制度変更の影響が企業行動に何らかの影響を及ぼしたとも考えられる。

以上のように、現在の日本企業には、連結財務諸表を主とする会計制度の変更と相まって、企業価値、連結経営におけるグループ全体の価値を高めるために、企業グループベースでの戦略的意志決定が求められていると言えよう。では、このような連結経営への移行が日本企業に何をもたらしているのであろうか。果たして企業価値、グループ価値の最大化をもたらしているのであろうか。この点は十分に明らかにされていないのが現状である。これを明らかにしていくためには、何らかの分析視角を持つ必要がある。次にそれを検討することにした。

4. 連結経営と企業価値創造の分析視角 分社化・多角化・M&Aの研究を手がかりに

経営戦略論において、企業の分社化や多角化・M&Aに関する研究は「企業の境界」に関する研究との関連が深い。そして、それは事業領域をどの範囲まで定義するのかという問題でもある。土屋[1984]は、事業領域の定義を次のように分類している。すなわち、横並びに見たときの業種、垂直的に見た段階、地域的に見た市場圏の3つの視点である。は水平統合のことを指し、製品の品種・業種ごとに分けたり、単一業種でも製品ごとの水平的な事業の広がりを意味している。事業領域を広げると、その企業は多角化企業と呼ばれるものになる。多角化は、リスク分散や範囲の経済の追及、シナジー効果といったものを動機として実行されると考えられる。は垂直統合であり、川上から川下まである単一の製品を生産する過程を別々の企業が担うものである。はある地域から別の地域へ、日本から海外へとといった形で事業を営む地域を広げていくものである。

今のところ、我々が目にする連結経営によってもたらされた企業行動は、完全子会社化や子会社の合併といったグループ企業の再編である。「選択と集中」は企業の垂直境界と水平境界の再編として理解することが可能であり、垂直方向では垂直境界の縮小であり、水平方向では本業に近い業種に事業を絞り込み、関連度の低い事業を分離・売却することを意味するものだと考えられる²⁰⁾。それは企業が分社化等を理由として広がった領域を再定義し直すための戦略の1つであると考えられよう。

こうしたことから、日本企業の分社化・多角化がどのような文脈で進められ、そこにおける

20) 都留[2004]26-27頁

日本的な特徴を理解することは、現在進められている子会社再編などによって進められている連結経営の現状を理解していく上でも必要であろう。よって、分社化や多角化に関する先行研究の分析アプローチを整理していくことは、連結経営を分析する上でも重要であると思われる。また、先に見た NEC の事例のように、2000 年 3 月期以降においても子会社の株式公開を積極的に進めた企業もある。こうした財務戦略がどのような要因によって行われるのかをも先行研究から得ることができよう。これらによって連結経営への移行が企業経営そのものや企業価値創造にどのような影響を与えているのかを知る上での分析視角を得ることになるであろう。

4.1. 日本企業の特徴 分社化と多角化戦略

日本企業の組織構造、とりわけ分社化・多角化における特徴として、宮島・稲垣 [2003] は以下のような点を上げている。第一に、集中度が高く、多角化する場合でも関連分野への展開が中心とされる事業戦略を持っている。第二に、積極的な分社化を進めた結果、スリムな本体を持つ。最後に、相対的に低い事業部制の採用比率と分権的性格（権限委譲とインセンティブの付与）の弱い事業部制を持っている、という 3 点である²¹⁾。「日本企業は、本体の雇用人員が小さく、事業部門の幾つかを子会社として企業の外部に設立し、その企業の株式を保有するグループ戦略をとる傾向が強い」²²⁾ とされるように、日本企業は事業の多角化を進め、事業部門を分社化するものの、子会社として支配力を維持しようとする傾向が強く見られた。Porter・竹内 [2000] は、日本企業の多角化戦略の特徴を「欧米企業に比べて日本企業は、社内資源の活用により関連産業への多角化を行う傾向がある。これは、日本企業では株式の持ち合いと長期的な株式保有が一般的であったこともあり、企業買収が一般的かつ現実的な経営手法として受け入れられていなかったためである。また、一度雇った従業員を活用していくことを主眼に置いたため、同じスキルが適応可能な関連産業への多角化が望ましいとされた」²³⁾ と指摘している。そして、こうした組織構造は、日本型企业システムの特徴とされた企業集団・系列、メインバンクシステムや長期雇用などと結びつき、比較的安定的なものであったと考えられている。また、日本企業の多角化は関連多角化が主流で、かつ事業を分社化してグループ企業としていく傾向があるという見方が一般的である。

日本における多角化戦略に関する実証研究の先駆けは、吉原・佐久間・伊丹・加護野 [1981] である。彼らは多角化の程度が小さい戦略のほうが収益性は高く、多角化の程度が大きい戦略のほうが成長性は高くなり、多角化の程度が比較的高い範囲では多角化をさらに進めると成長

21) 宮島・稲垣 [2003] 3-4 頁

22) 宮島・稲垣 [2003] 3 頁

23) Porter・竹内 [2000] 111 頁

性は上昇するが、収益性は低下するとの分析結果を示した。小田切[1992]は、1980年から1987年までに実施された合併・買収といったM&Aを実施した243社に関する分析を行った。これによると、M&Aは多角化の手段として用いられ、それによるマーケティング強化や技術の獲得を図る製品拡大・市場の拡大を目指すものが多く見られたが、利益率や成長率に与えるM&Aの効果は疑わしいとしている。また、いくつかの研究のサーベイをふまえた上で、小田切[2000]では「M&Aあるいは合併が平均的に実施企業の経営成果を改善したという事実は確認されず、この点は他のいくつかの研究でもほぼ一致している」²⁴⁾と指摘している。小本[2003a]は、分社化の程度が一定限度を超えると、分社化の推進は企業業績を悪化させることを明らかにしており、これまでの分析結果と整合的な見解を示している。ただし、本業が衰退して他業種への多角化が効果的な戦略となっている場合、分社化を続ける方が企業業績の好転につながることも指摘している。また、事業の大半を企業内部にとどめ、事業のごく一部を分社化するのが企業業績にとって望ましいと述べている。ここまで残された分析結果から判断すると、日本企業を対象とした実証分析では、一定以上の範囲に多角化を広げた場合と、M&Aによる規模拡大は、企業価値の向上につながるような収益性の向上とは必ずしも結びついていないという結果で一致している。

日本企業はバブル経済期から1990年代前半にさらなる多角化を進展させた。この時の多角化は本業と関連性の薄い非関連多角化であった。米国における多角化は1960年代から1970年代にかけて進展したが、その結果は芳しいものではなかった²⁵⁾。にもかかわらず、日本における非関連多角化はバブル経済期を中心に発生し、その結果、企業収益の悪化をもたらすことになった²⁶⁾。まさに、先行研究の示した通りの結果となったのである。こうしたことから、日本企業の多くは1990年代後半以降には、子会社の整理・売却を進め、事業戦略の集約化に転換したのである。また、多角化するとしても、非関連分野ではなく関連分野への展開を中心とし、場合によっては事業部門を子会社として分社化していると考えられる。この点についてはさらなる分析を要する。

24) 小田切[2000]252頁

25) Rumelt[1974]以下、多数の先行研究が残されている。その概要については、Barney[2000]に詳しい。

26) 例えば、1985年以降、鉄鋼業の各社は多角化していった。新日鉄は1985年に半導体素材生産の子会社を設立し、多角化を推進しようとした。しかし、この子会社には膨大なコストがかかり、1988年には新日鉄本体が支援をしなければならない状況に陥った。にもかかわらず、事業の再構築は1997年まで行われなかった。この他にも川崎製鉄(現:JFE)が系列のリース会社の不良債権処理や神戸製鋼による建設機械事業の分社化を進めるなど、1990年代後半以降になって、多角化戦略の修正が行われた。もちろん多角化に失敗した企業ばかりでなく、日本たばこ産業(JT)のように、本業以外の冷凍食品、バイオテクノロジーに進出し、成功している企業も見られる。

4.2. M&A に関する実証分析

これまで M&A に関する実証研究は欧米で多く残されてきた。大きく分けると、M&A の公表に対する株式市場の反応、アナウンスメント効果に関する実証分析や、多角化・M&A 実施後の長期的な業績への影響を明らかにしようとするものである。こうした分析を踏まえて、日本でも同様の手法を用いた実証分析が行われている。いくつかの先行研究を見ていくことにしよう²⁷⁾。

海外における先行研究

株式市場の反応、アナウンスメント効果に関する実証分析の代表的なものは Asquith [1983] や Jensen and Luback [1983] による研究である。彼らは、市場からの超過収益率を用いて分析する市場モデルを用いた実証分析を行い、M&A を実施した企業の株価収益率が市場全体の収益率を上回っているか否かによって、企業買収がどのような経営成果をもたらしたのかを明らかにしようとした。その結果、企業買収は正のリターンをもたらし、買収対象企業の株主は利益を得、買収企業の株主は損しない程度のリターンを得ることが可能なことを示した。

Lubatkin [1987] や Singh and Montgomery [1987] は、関連多角化と非関連多角化に関連して、戦略的関連性の深さによる M&A の成果に関する実証分析を行った。これによると、買収企業と被買収企業の戦略的関連性が深ければ深いほど、M&A が生み出す価値も大きくなり、生み出された経済価値は戦略的関連性のタイプや程度に関わらず、買収対象企業の所有者（株主）によって獲得されることを明らかにした。多角化企業の長期的な業績に関しては、Lang and Stulz [1994] がトービンの q (Tobin's q) を用いて実証分析を行った。これによると、ある事業に特化した企業のトービンの q は同じ業界に属する多角化企業に比べて 10% 高かったことを明らかにし、過度の多角化は非効率的であることを示している。

Caves [1989] は、M&A 実施前 (ex ante) と実施後 (ex post) の経済効率性について分析がなされた過去の先行研究を整理している。これによると、M&A 実施前には好意的に受け止められているが、実施後には企業価値を破壊するような非効率を生んでおり、多くの M&A において成果の改善がもたらされないと指摘している。また、Copeland et al [1994] では、M&A を実施したサンプル 116 社のうち 61% の企業が M&A に失敗し、買収企業は資本コストも M&A に投じた資金の収益率を高めることもできなかったことを明らかにし、Sirower [1997] も M&A 実施後 1 年後から 5 年後の株価収益率を測定し、統計的に有意な負の水準との結果を得ており、M&A 戦略は平均して買収会社の価値を破壊すると指摘している。

Mueller [1996] は M&A を実行する企業の特徴について分析した実証をしている。それに

27) ここで挙げている先行研究以外にも多数の実証分析がされている。それについては、村松 [1987] に詳しい。

よると、合併の2~5年前から買収企業の株価上昇の傾向が見られ、株価の上昇は企業業績が堅調であることを示し、こうした企業がM&Aを実行するのだと述べている。つまり、堅調な業績によってもたらされる豊富な内部資金を有し、そうした資金の投資方法としてM&Aを実行するのだと指摘している。

以上の研究は、単一企業の多角化や独立した企業同士のM&Aに関する実証分析だが、M&Aでも親子間合併に焦点を当てた分析も残されている。Slovin and Sushka [1998]は米国における親子間合併の株価効果に関する実証分析をしている。彼らは1970年から1993年に親会社の子会社との合併を行った企業をサンプルとした。これによると、親子合併が企業のリストラクチャリングを促進し、高い価値をもたらす投資に対して資源の再配分がなされ、親会社、子会社ともに企業価値が増大したことを明らかにしている。つまり、親子間合併は、一般的なM&Aとは異なる成果が得られることを示している。

日本における先行研究

先に見たように、日本においても多角化やM&Aに関する先行研究が残されているが、ここでは近年の分析結果を見ていくことにしたい。

小本 [2002] は1981年から1995年までの上場企業間の合併を対象に分析し、事業の関連性の高い合併ほど、規模の経済性、範囲の経済性、経営資源の補完性などが働く結果、水平合併によってROAの上昇が認められることと、合併直前の業績悪化が合併によって改善され、業績不振からの脱出に無視できない役割を果たしていることを指摘している。これは海外の実証研究と同様に、関連多角化は企業の収益性向上に寄与することを示唆している。

M&Aの株式市場でのアナウンスメント効果に関する実証分析は、近年示されるようになってきている。井上 [2002] は、1990年から2002年4月までのM&Aの株価効果について分析し、買収企業の株価効果はほとんど無かったのに対し、被買収企業の株価効果は統計上有意味なプラスであり、全体としては株主価値増大に貢献していることを明らかにしている。

以上のように、企業の多角化、M&Aや合併についての株価効果、業績への影響に関して多くの実証分析が残されてきた。その成果によると、非関連多角化に比べて関連多角化の方が収益力は高くなること、一定の規模を超えた多角化は非効率的になることが示唆されている。また、M&A実施の発表時の株式市場における株価効果についても、買収対象企業の株価が上昇することが明らかにされている。一方で、長期的な企業業績への影響はネガティブなものが多く、必ずしも成果に結びつかないことが示唆されている。また、親子間の合併に焦点を当てた分析は少なく、十分な研究成果は示されていない。したがって、日本における連結経営の現状を分析するには以上のような先行研究の分析視角を用いることが有用だと思われる。

4.3. 子会社の株式公開に関する実証分析

先行研究の視点は大きく2つある。それは、子会社公開に伴う親会社株式へのアナウンスメント効果、すなわち株価効果を対象としたものと、子会社の株式公開を親会社の資産売却の一類型とみなした場合の財務効果に関する分析である。

子会社公開による株価効果については、Schipper and Smith [1986] が分析しており、これは先に見た Asquith [1983] や Jensen and Luback [1983] と同様の手法を用いたものである。1963年から1983年の間に子会社公開が実行されたもののうち76社をサンプルとして分析したところ、正のリターンが得られ、子会社公開のアナウンスメントによって株価が上昇するのだと指摘している。日本企業の子会社公開については小本 [2001] が現状を整理し、子会社公開が親会社や子会社に与える影響を実証分析している。その結果、「子会社公開は親会社の株主価値の増加につながっている」²⁸⁾ のだと指摘した。しかし、公開後の子会社のパフォーマンスは必ずしも公開時の投資家の期待を満たすものになっていないことも示している。

ところで、親会社から見れば子会社株式の公開は、子会社への支配力は残るものの資産の売却である。欧米では純粹持株会社に支配された子会社はほぼ100%が親会社によって支配され、事業の売却とはすなわち子会社の売却と考えても差し支えない。例外として子会社株式を公開するケースが見られ、これを Carve-out と呼んでいる。海外の先行研究ではこうした資産売却の一類型として子会社株式の公開をみならず実証分析が残されている。

Lang, Poulsen and Stulz [1995] は経営陣が資産を売却する理由として、経営の効率性向上よりも他の理由があり、資産売却による債務の返済などといった財務戦略との関係があるとの仮説を示した。この仮説を資金調達仮説 (financing hypothesis) と呼んだ。

これを応用して子会社の株式公開に焦点を当てて分析した Allen and McConell [1998] は、経営の決定権・選択の自由 (managerial discretion) 仮説を提唱し、経営者は株主利益に反しても自社の資産・コントロール拡大に関心があると想定して実証分析を行った。これによると、親会社は類似企業と比較して、大きなレバレッジ、低いICR、低い利益率であるときに子会社公開を行う傾向があることを明らかにした。これによって、企業経営者が原則的に資産の縮小となる子会社公開を好まず、経営が悪化したためやむを得ず資金調達を行う必要性が生じたときに子会社公開を行うのだと指摘している。Vijh [2002] は、これらの2つ仮説を財務戦略仮説 (financing strategy hypothesis) と呼んでいる²⁹⁾。

28) 小本 [2001] 72頁

29) Vijh [2002] では Carve-out に関する先行研究の分類をしている。それによると、子会社の新プロジェクトや既存のプロジェクトのために資金調達を行なう「投資戦略仮説 (investment strategy hypothesis)」と呼ばれるものや、子会社公開によってグループ全体の企業価値の向上、経営管理上のインセンティブといった視点からの分析が進められていることを示している。

Powers [2003] は、Carve-out に関する仮説として効率性向上仮説と資金獲得仮説があるとし、その仮説を検証した。効率性向上仮説とは、子会社効果に伴うリストラクチャリング等による効率性の向上が株価の上昇をもたらすという考え方である。資金獲得仮説とは子会社公開が親会社にとって最も有利なファイナンスの手段であるとき、つまり子会社の潜在的な企業価値が高いときに、子会社公開による株式売却は実施されるとする考え方である。これについて実証分析を行ったところ、子会社の業績パフォーマンスは、マッチングした類似企業群と比較して公開後には低下することを明らかにした。これによって、Powers [2003] は資金獲得仮説を支持した。

海外でも日本でも子会社の株式公開に伴う株価効果に関する実証分析では、アナウンスメントがなされた時点での親会社株価は上昇し、正のリターンが得られることが明らかにされている。また、海外での実証分析では、子会社の株式公開は親会社の資金調達手段として用いられることが示されている。しかも、業績の悪い親会社は子会社の企業価値が最も高いときに株式を売却するとされている。ただ、日本におけるこのような視点からの分析は十分とは言えない。以上のような研究は、現在の連結経営下における子会社の株式公開の特徴を分析するばかりでなく、子会社の株式公開が日本企業の財務構造にどのような影響をもたらしたのかを明らかにする上でも有用な先行研究であると思われる。

5. まとめにかえて

本稿は、連結経営が企業経営にどのような影響を与えているのか、企業価値の最大化をもたらしているのかということを明らかにしていく上で、財務的な側面からの研究を進めるための準備作業を進めてきた。

2000年3月期から導入された連結財務諸表を主体とする会計制度の導入によって、連結経営という言葉に集約されるように、企業はグループ全体の価値の最大化を図るべきであるとされた。だが、連結財務諸表の導入が企業経営にどのような影響を与えたのかは、今のところ十分に明らかにされていない。また、「連結経営」の重要性が主張される中で、それが企業の組織構造、財務戦略がどのように変化しているのかも十分に明らかにされていない。ただ、企業が連結経営下においてグループ全体の価値最大化を図るべく、子会社の再編を推し進めていることだけは明らかである。

子会社の再編は「連結経営」の象徴的な企業行動の1つであると考えられる。したがって、子会社の完全子会社化や合併、株式公開といった企業行動がどのような効果をもたらしているのかを明らかにしていくことは、連結経営を明らかにしていく作業の一環になると思われる。また、従来多角化やM&Aに関する理論は企業の境界の問題として取り扱われ、実証分析も多

数行われてきた。子会社の再編も、経営資源の再配分を目標としている企業が多いことが示しているように、企業の境界を修正する動きと考えられる。したがって、こうした分野に関する実証分析が持つアプローチと現在の連結経営を分析することとの親和性は高いのではなかろうか。例えば、完全子会社化による株式市場でのアナウンスメント効果、収益性の変化などは以上のような視点から分析可能であろう。

本稿において検討してきた先行研究からは次のような示唆が得られる。まず、M&A のアナウンスメントは株価効果があることが示されている。すなわち、株価の上昇をもたらす。ところが、長期的な収益性については、合併や M&A、多角化によって収益性の向上がもたらされるとは限らない。また、子会社の株式公開については、親会社の資金調達のためにそれが実施されるという資金調達仮説が主張されている。子会社の株式公開を実施しても、親会社自身の企業価値の上昇、すなわち株価の上昇がもたらされない可能性が示されている。

これらのことは、「連結経営」の重要性が論じられているものの、それによって一時的な株価の上昇をもたらされたとしても、長期的な企業価値の創造、最大化が果たされない可能性があることを示している。つまり、経営者が期待しているような成果が得られない可能性を示唆している。果たして、「連結経営」が日本企業の財務構造にどのような影響を与えているのであろうか。「企業価値の最大化」をもたらしているのであろうか。今後、それをわずかでも明らかにしていくことができれば幸いである。

<参考文献>

- ・ Abeggren, C. J. [2004] *21st Century Japanese Management –New Systems, Lasting Values–* (邦訳 : 山岡洋一訳 『新・日本の経営』 日本経済新聞社)
- ・ Allen, J. [1998] “Capital markets and corporate structure: The equity carve-outs of Thermo Election,” *Journal of Financial Economics*; 48, pp.99-124
- ・ Allen, J. and J. McConell [1997] “Equity carve-outs and Managerial Discretion,” *Journal of Finance*; 53, pp.163-186
- ・ Ansoff, H. I. [1965] *Corporate Strategy: An Analytical Approach to Business Policy for Growth and Expansion*, McGraw-Hill (訳書 : 広田寿亮訳 [1969] 『企業戦略論』 東洋経済新報社)
- ・ 浅羽 茂 [2004] 『経営戦略の経済学』 日本評論社
- ・ Asquith, P. [1983] “Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns,” *Journal of Financial Economics* 11, pp.51-83
- ・ Barney, J. B. [2002] *Gainig and Sustainig -Competitive Advantage-*, Pearson Education (訳書 : 岡田正大訳 [2003] 『企業戦略論【競争優位の構築と持続】』 (上・中・下), ダイヤモンド社)
- ・ Berger, B. G. and Ofek, E. [1995] “Diversification’s Effect On Firm Value,” *Journal of Financial Economics* 37,pp.39-65
- ・ Caves, R. [1989] “Takeovers and economic efficiency: Foresight vs. hindsight,” *International Journal of Industrial Organization* 7,pp151-174
- ・ Copeland, T. , T. Koller, J. Murrin [1994] *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 2nd ed., McKinsey & Company, Inc. (訳書 : 伊藤邦雄 [1999] 『企業評価と戦略経営 (新版)』 日本経済新聞社)
- ・ Chandler, A. D. [1962] *Strategy and structure: chapters in the history of the industrial enterprise*, MIT Press (有賀裕子訳 [2004] 『組織は戦略に従う』 ダイヤモンド社)
- ・ Helfert, E. A. [2000] *Techniques of Financial Analysis: A Guide to Value Creation*, 10/e, McGraw-Hill (訳書 : 岸本光永監修 [2002] 『企業分析』 中央経済社)
- ・ 井上光太郎 [2002] 「日本の M&A における取引形態と株価効果」『経営財務研究』 第 22 巻 第 2 号 , 107-120 頁
- ・ 伊藤秀史・林田 修 [1996] 「企業の境界 - 分社化と権限委譲」(伊藤秀史編 『日本の企業システム』 東京大学出版会 , 第 5 章)
- ・ 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」(花崎正晴・寺西重郎編 『コーポレート・ガバナンスの経済分析 変革期の日本と金融危機後のアジア』 東京大学出版会 , 第 2 章)
- ・ 伊藤秀史・菊谷達弥・林田 修 [2002] 「子会社のガバナンス構造とパフォーマンス - 権限・責任・モニタリング」(伊藤秀史編 『日本企業変革期の選択』 東洋経済新報社 , 第 8 章)
- ・ 伊藤邦雄 [1999a] 「会計制度変更 日本企業の変革本番へ」日本経済新聞 1999 年 5 月 14 日 (経済教室)
- ・ 伊藤邦雄 [1999b] 『グループ連結経営』 日本経済新聞社
- ・ Jensen, M.C. and Ruback, S. R. [1983] “The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics* 11, pp.5-50
- ・ Jung, K., Y. Kim, and R. Stulz [1996] “Timing, investment opportunities, managerial discretion and the security issued decision,” *Journal of Financial Economics*; 42, pp.159-185
- ・ Lang, L., A. Poulsen, and R. Stulz [1995] “Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion,” *Journal of Financial Economics*; 37, pp.3-37
- ・ Lang, L. and R. Stulz [1994] “Tobin’s q, Corporate Diversification, and Firm Performance,” *Journal of Political Economy*, vol.102, pp.1248-1280
- ・ Lubatkin. M. [1987] “Merger Strategy And Stockholder Value,” *Strategic Management Journal*, vol.8, pp.39-53

- ・ Mueller, D. C. [1996] “Lessons from the United States Antitrust History,” *International Journal of Industrial Organization*, 14, pp.415-445
- ・ Montgomery, C. A. [1986] “Divestiture, Market Valuation, and Strategy,” *Academy of Management Journal*, vol.27, pp.830-840
- ・ 村松司叙 [1987] 『合併・買収と企業評価』 同文館
- ・ 日本銀行調査統計局 [2003] 「近年の設備投資動向と本格回復への課題 投資行動を生み出す企業活力の復活に向けて」 日本銀行 『日本銀行調査月報』 2003年7月号
- ・ 宮島英昭・稲垣健一 [2003] 『日本企業の多様化と企業統治 - 事業戦略・グループ経営・分権化組織の分析 - 』 財務省財務総合政策研究所
- ・ 小田切弘之 [1992] 『日本の企業戦略と組織』 東洋経済新報社
- ・ 小田切弘之 [2000] 『企業経済学』 東洋経済新報社
- ・ 小本恵照 [2001] 「子会社公開の経済分析」ニッセイ基礎研究所 『ニッセイ基礎研究所報』, vol.19, 46-73 頁
- ・ 小本恵照 [2002] 「合併によって企業業績は改善したか? - 財務データによるアプローチ - 」ニッセイ基礎研究所 『ニッセイ基礎研究所報』 vol.24, 1-22 頁
- ・ 小本恵照 [2003a] 「分社化と企業収益に関する実証分析」ニッセイ基礎研究所経済調査レポート, No.2003-01
- ・ 小本恵照 [2003b] 「グループ連結経営の進展とその促進要因に関する実証分析」ニッセイ基礎研究所 『ニッセイ基礎研究所報』 vol.29, 116-143 頁
- ・ Porter, M.・竹内正高 [2000] 『日本の競争戦略』ダイヤモンド社
- ・ Powers, E. A. [2003] “Deciphering the Motives for Equity Carve-Outs,” *Journal of Financial Research*; 36, 1, pp.31-50
- ・ Rumelt, R. P. [1974] Strategy, Structure, and Economic Performance, Harvard Business School (訳書:鳥羽欽一郎・山田正喜子・川辺信雄・熊沢孝 [1977] 『多角化戦略と経済成果』 東洋経済新報社)
- ・ Roll, R. [1986] “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers,” *Journal of Business* 59(2), pp.197-216
- ・ Schipper, K. and A. Smith [1986] “A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: Share price effects and corporate restructuring,” *Journal of Financial Economics*; 15, pp.153-186
- ・ Sirower, M. L. [1997] The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game, Free Press. (訳書:宮腰秀一訳 [1998] 『シナジー・トラップ』 トッパン・ブレスティンホール)
- ・ Singh, H. and Montgomery, C. A. [1987] “Corporate Acquisition Strategies And Economic Performance,” *Strategic Management Journal*, vol.8, pp.377-386
- ・ Slovin, M. B. and Sushka, M. E. [1998] “The Economics of Parent-Subsidiary Mergers: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics* 49(2), pp.255-279
- ・ 土屋守章 [1984] 『企業と戦略 事業展開の論理』 リクルート出版
- ・ 都留 康 [2004] 「『選択と集中』による企業組織・雇用システムの変容 - <企業の境界>再編の視点から - 」(都留 康・電機連合総合研究センター編 『選択と集中 日本の電機・情報関連企業における実態分析』 有斐閣, 第1章)
- ・ Vijh, A. [1999] “Long-term returns from equity carve-outs,” *Journal of Financial Economics*; 51, pp.273-308
- ・ Vijh, A. [2002] “The positive announcement-period returns of equity carveouts: asymmetric information or divestiture gains?,” *The Journal of Business*; 75, 1, pp.153-190
- ・ 吉原英樹・佐久間昭光・伊丹敬之・加護野忠男 [1981] 『日本企業の多角化戦略 - 経営資源アプローチ』 日本経済新聞社
- ・ ソニー株式会社・アニュアルレポート各年度版
- ・ 松下電器産業株式会社・アニュアルレポート各年度版
- ・ 日本経済新聞