

子会社公開のパフォーマンスと 親会社のガバナンス*

阿 萬 弘 行
岡 村 秀 夫

I は じ め に

新規公開（IPOs: Initial Public Offerings）に関する学術的研究は、これまで欧米において特に盛んに行われており、数多くの研究成果が報告されている。新規公開に関しては、公開価格がその後の流通市場で成立する初値に比べて平均的に見て過小となる現象が観察されている。この現象は、初期収益率の問題、ないしは公開価格の過小値付け（underpricing）問題として、多くの研究者の関心を集めてきた。また、新規公開株の長期パフォーマンスに関する研究、投資銀行の機能や新規公開に関する諸制度等の新規公開プロセスをめぐる研究など、新規公開に関連して幅広い研究が行われている。

その中で、欧米では親会社の株主に子会社株を割り当てるスピノフ等の形態が一般的であり、日本で実施されているような子会社公開の例は数少ないため、子会社公開（equity carve-outs）に関する研究蓄積はわずかなものとなっている¹⁾。一方、日本においては、第1表に示しているように子会社公開数は

* 本稿は、証券経済学会2004年度秋季大会（第62回）における報告論文に加筆修正したものです。討論者の福田司文先生（流通科学大学）、國村道雄先生（名城大学）、首藤恵先生（早稲田大学）、広田真人先生（東京都立大学）からは貴重なコメントをいただきました。もちろん、残された誤りは筆者達の責に帰すものです。

1) spin-off が子会社や事業部門との資本関係を切り離して独立させることであるのに対し、（equity）carve-outs は親会社が一定程度の出資関係を維持したまま子会社や事業部門を独立させることである。

第1表 子会社の状況

暦年	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
子会社公開サンプル数	8	29	22	58	40	30	28
新公開企業数	144	86	107	204	169	124	121
比率	0.056	0.337	0.206	0.284	0.237	0.242	0.231

出所：『株式上場白書』、『株式店頭上場白書』。

比較的多い。全 IPO 件数に占める割合は、平均的には2割程度、多い時期には3割程度に達している。それにもかかわらず、子会社公開に関する学術的な研究事例はわずかなものとなっている。そこで、本稿では、特に日本企業の子会社公開を取り上げ、実証研究を行う。

子会社公開は新規公開の一類型であり、親会社がその子会社の株式公開を行うことを指す。子会社公開の目的としては、親会社保有株式の売出による親会社の資金調達、子会社の公募増資による子会社自身の資金調達、そして企業グループ内における組織再編などを挙げることができる。事実、第2表の例にあるように、日本の主要企業はグループ経営政策の一環として子会社公開を積極的に行ってきた。たとえば、日立製作所は、グループ内に33社もの株式公開された子会社を有しており、かつ、その持株比率は、10%程度から過半数を超えるものまである。

子会社公開によって、親会社の持株比率は低下すると同時に、それまで非公開会社であった子会社は公開会社となる。すなわち、支配力を持つ大株主としての親会社と、子会社公開によって新たに株主となった少数株主による、新たなガバナンス構造が生み出されることになる。このようなガバナンス構造の下では、親会社による明示的・暗黙的保証が、子会社経営のリスクならびに子会社の少数株主のリスクを減少させる可能性がある。その一方で、子会社の経営支配力を維持する親会社によって、子会社の少数株主の利益が考慮されないという利益相反問題が発生し得る。

そこで我々は、本稿の子会社公開に関する分析では、新規公開研究からのア

第2表 主要製造業各社の子会社公開状況

企業名 (カッコ内は親会社持株比率)	公開子会社数
【日立製作所】	
国産電機(19.8%) 自動車電機工業(23.4%) 新神戸電機(51.3%) 新明和工業(29.1%) 正興電機製作所(11.2%) トキコ(38.2%) 東日京三電線(51.4%) 東洋機械金属(23.4%) ナカヨ通信機(21.0%) 日東電工(25.4%) 他	33社
【東芝】	
芝浦メカトロニクス(47.8%) 昭和電線電纜(21.3%) トプコン(41.5%) 東芝機械(47.7%) 東芝セラミックス(41.4%) 東芝タンロガイ (38.0%) 東芝テック(50.7%) 東芝プラント建設(56.0%) 西芝 電機(49.4%)	9社
【三菱電機】	
大井電気(31.8%) カナデン(24.8%) 北弘電社(26.7%) 指月電 機製作所(21.1%) 島田理化工業(51.9%) 西菱電機(23.5%) ド リームトレインインターネット(45.4%) 他	12社
【NEC】	
アンリツ(22.0%) NEC インフロンティア(53.9%) NEC シス テム建設(41.3%) NEC ソフト(61.5%) NEC フィールディン グ(67.1%) 他	12社
【松下電器工業】	
三社電機製作所(26.6%) 日本ビクター(52.4%) パナホーム (27.0%) 松下電工(33.1%) 宮田工業(40.6%) 明光ナショナル 証券(26.1%)	6社
【ソニー】	
スカイパーフェクトコミュニケーションズ(8.1%) マネックス証券 (30.8%)	2社

出所：『日本の企業グループ2003』東洋経済新報社。

アプローチに加えて、コーポレートガバナンス研究からのアプローチを併せ持つ必要があると考えた。このような立場から、親会社によるガバナンスの影響や親会社の経営上のリスクが子会社に波及する可能性を考慮して、初期収益率お

よび長期収益率の決定要因に関する実証分析を行った点が本研究の特徴である。

われわれの実証分析の結果、初期収益率に関して、親会社持株比率が高いほど、新興市場²⁾(ジャスダック、東証マザーズ、大証ヘラクレスの3市場)に公開した子会社の初期収益率は相対的に高くなる傾向があることが示された。さらに、親会社の収益変動リスクが高い場合は、新興市場に公開した子会社の初期収益率が高くなることも明らかになった。これらの結果は、親会社のコントロール権が強く、また親会社の経営上のリスクが子会社の少数株主に波及する可能性が大きいほど、そのリスクを反映して公開価格がより低めに設定されやすいことを示唆している。すなわち、公開価格は、あらかじめ利益相反問題を考慮して決定されていると考えられる。

長期収益率に関して、新興市場に公開した子会社については、親会社による株式売出比率が高いほど、公開5日目以降の累積超過収益率で計測した長期収益率は高くなることが明らかになった。公開前の売出による株主数増加が流動性を向上させ、その結果、長期収益率を上昇させている可能性が考えられる。既存市場に公開した子会社については、親会社持株比率が高いほど、長期収益率が高くなることが示された。このことは、親会社が子会社経営のガバナンスを行うというコミットメントを市場が評価していると解釈することができる。

初期収益率ならびに長期収益率の決定要因に関する実証結果から、公開前には利益相反問題を考慮して公開価格が決定されており、また公開後についても支配的大株主としての親会社が子会社の少数株主との間に利益相反問題を生じさせている可能性は否定された。むしろ、親会社は子会社の後ろ盾としての存在であることが明らかになった。

以下、第II節で子会社公開ならびに新規公開企業のガバナンスに関する先行研究を整理し、本稿の位置づけを行う。第III節では、分析に用いたデータ

2) 本稿では、新興企業を主な対象とした市場を新興市場と呼んでおり、ジャスダック、東証マザーズ、大証ヘラクレスの3市場を取り上げている。札証、名証、福証の新興企業向け市場については、上場企業数が極めて少ないため分析の対象から除外した。

について記述し、初期収益率の決定要因について、親会社が与える影響を考察するための実証分析を行う。第 IV 節では、長期収益率の決定要因について、同様に実証分析を行う。第 V 節では、本稿のまとめと残された課題について述べる。

II 先行研究

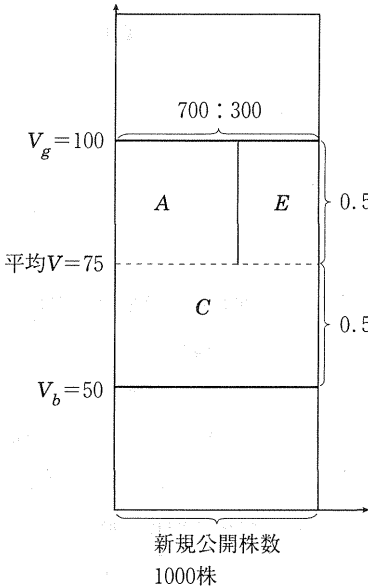
1 新規公開と子会社公開

新規公開に関する学術的研究は、欧米において特に盛んに行われており、膨大な研究論文が存在する。なかでも、公開価格が、その後の流通市場で形成される初値に比べて、平均的に見て過小となる現象が様々な論文において報告されている。初期収益率 (initial return, first-day return) が過大であるという現象は、公開価格の過小値付け (underpricing) 問題という観点から、多くの研究者の関心を集め、これまで豊富な研究成果が蓄積されてきた。新規公開株が過小値付けされていれば、公開時点において投資家が新規公開株を購入し、上場日に売却することで、極めて短期間に大きな収益を獲得できる。市場メカニズムが完全に機能すれば、過大な初期収益率は、公開価格の引き上げによって解消されるはずである。しかし、現実に大きな初期収益率が観察されているために、この原因を解明するべく多くの研究がなされてきた。

多数の実証研究が示した初期収益率の存在について、それを説明する理論仮説の有力なものに「情報の非対称性」仮説がある。Rock [1986] が展開したモデルでは、新規公開株を公開価格で購入し、株式流通市場で成立する株価で売却する投資家層には、情報上の優位性をもつ投資家 (informed investors) と情報劣位にある投資家 (uninformed investors) の二つのタイプが存在する。情報優位の投資家は新規公開企業の情報を有しており、質の良い企業 (good) か質の悪い企業 (bad) かを知っている。つまり、株式流通市場でつく株価が高くなるか低くなるかを知っている。一方、情報劣位にある投資家は good と bad の識別ができない。こうした状況下では、公開企業が good の場合、情報

参考資料：情報の非対称性と過小値付け（数値例）

企業の価値/1株



投資家
 informed investors 70%
 uninformed investors 30%
 発行企業
 good の企業の比率 50%
 bad の企業の比率 50%
 good の企業の価値/1株 (V_g) = 100
 bad の企業の価値/1株 (V_b) = 50

公開価格が平均 $V=75$ に設定される場合
 informed の利得 A
 $0.5(100-75) \times 700 + 0.5 \times 0 = 8750$
 uninformed の利得 B-C
 $0.5(100-75) \times 300 + 0.5(50-75) \times 1000 = -8750$

優位と情報劣位の両タイプ投資家は新規公開株に応募するが、bad のときには情報劣位の投資家しか応募しない。したがって、公開価格が高すぎると、情報劣位の投資家は損失を被ることとなり、公募に参加しない事態となってしまう。そこで、情報劣位の投資家にも一定の収益率を確保させて公募に参加させるためには、相対的に低い公開価格を設定する必要がある、そのために過小値付けという現象が生まれる（参考資料参照）。

Prezas, Tarimcilar and Vasudevan [2000] では、子会社公開と通常の新規公開の初期収益率を比較している。彼らの分析結果では、子会社公開の初期収益率は5.83%、新規公開の初期収益率は8.76%であり、子会社公開において過小値付け (underpricing) の程度が小さいことを示している。子会社公開の場合には、通常の新規公開とは異なり、既公開企業である親会社が存在し、一定の情報公開を義務付けられている。このことから、彼らは、子会社に関する

情報の非対称性も緩和され、過小値付けの程度が小さくなるという解釈を与えている。

その他の先行研究として、まず、Shipper and Smith [1986] は、子会社公開と通常の増資 (seasoned equity offerings) のアナウンスメント効果の比較をイベントスタディによって行っている。彼らの実証結果では、親会社が行う通常の増資では、 $-2 \sim -3\%$ の株価反応が観測されたが、子会社公開では $+2\%$ の株価反応を観測している。子会社公開に対する positive な株式市場の反応に関する理論的説明の候補として、子会社公開のいくつかの特徴に注目している。第一に、外部からの資金調達を親・子会社で分離できる点である。また、子会社株式の公開による情報公開、事業部門の効率的再編、子会社経営者へのインセンティブ報酬の実施などを positive な株価反応への説明として挙げている。

他方、Vijh [2002] は、より広範なサンプルと詳細な分析によって、子会社公開の正のアナウンスメント効果の原因を、「情報の非対称性仮説」対「divestiture gain 仮説」という形で分析した。Divestiture gain 仮説とは、主に先述の Shipper and Smith [1986] で説明されたものであり、情報非対称性仮説は、Nanda [1991] の理論モデルをもとにしている。Nanda モデルでは、子会社部門の株価が過大評価されており、かつ、親会社の株価が過小評価されているときに、親会社は子会社公開する誘因があることを指摘している。投資家がこのことを合理的に予見する結果、子会社公開のアナウンスメントに対しては、親会社株価は再評価され上昇する。実証分析の最終的な結論は、情報非対称性仮説を棄却し、Divestiture gain 仮説を支持している。

さらに、Allen [1998] は、米国の Thermo Electron 社の成功事例を詳細な子会社公開の分析を行っており、子会社部門の経営者報酬設計や、意思決定権限の配分等の観点から、子会社公開を積極的に評価している。

Allen and McConnell [1998] では、子会社公開の動機として、Managerial Discretion 仮説を提示している。経営者は、株主利益に反しても、自社の資

産・コントロールの拡大に関心がある、という仮説を計量的に検証し、支持している。実証結果として、親会社は類似企業と比較して、大きなレバレッジ、低いインタレストカバレッジ、低い利益率であるとき (capital constraint) に子会社公開を行う傾向があることを示している。これらの結果は、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ことを示唆している。また、調達資金を内部留保する企業の株価反応は、債権者・株主に調達資金を戻す (pay-out) 企業の反応よりも低下することも示している。これは、内部留保の増加による経営者の裁量権の増大は、市場にとっては望ましくないことを示している。

小本 [2001] では、日本企業を対象として子会社公開のアナウンスメント効果を分析している。この研究の実証結果では、親会社株式への正のアナウンスメント効果が計測されている。さらに公開後の子会社の株価パフォーマンスは、ベンチマークを上回るものと、下回るものに二分化されており、子会社公開の子会社への効果は一律ではないことを示している。

Powers [2003] では、子会社公開の動機を、効率性向上仮説 (efficiency rationale) と資金獲得仮説 (financial rationale) の二つから検証している。効率性向上仮説とは、子会社公開に伴う組織の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。資金調達仮説とは、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に、つまり市場で過大評価されているときに、子会社公開による株式売却は実施されるという考え方である。実証分析から、子会社の業績パフォーマンスは、マッチングさせた類似企業群と比較して公開後には低下することを見出している。この結果から、効率性向上仮説を棄却し、資金調達仮説を支持するものとしている。

以上のように、米国企業のデータを中心とした実証研究では、子会社公開の動機の解明について複数の仮説が提示されており、広く受け入れられた結論が

得られているわけではないのが現状である。そこで、特に子会社公開が主要な経営戦略の一つとなっている日本企業のデータを分析することで、子会社公開に関わるパフォーマンスのメカニズムに対する新たな知見を提供することがわれわれの研究目的である。とくにわれわれの研究では、親会社によるコーポレートガバナンスのあり方がパフォーマンスに及ぼす効果に焦点を当てることを特徴としている。そこで次に、新規公開とガバナンスに関する先行研究について検討する。

2 新規公開とコーポレートガバナンス

ガバナンス構造と企業価値の関係は、これまで多くの研究がなされてきた。とくに理論的には、Jensen and Meckling [1976] において初めて、株主と経営者間のエージェンシー問題が、ガバナンス構造の観点から定式化された。その後、McConnel and Servaes [1990] などの数多くの実証研究は、実際のガバナンス構造が企業価値や企業行動に与える経済的影響を分析する試みをさまざまな角度から行ってきた。これらの研究では、ガバナンス構造の特徴として、大株主の存在やその持株比率の程度が、企業価値に及ぼす影響を分析してきた。単純化すれば、主に大株主の企業価値に与える影響は、ポジティブな効果とネガティブな効果の二つがあり得る³⁾。

大株主がもつポジティブな効果は、株主としての立場からの経営に対するガバナンス、別の言葉で言えば、モニタリング機能のインセンティブ強化である。株式が分散所有されている場合、特定の株主が経営を規律付けるためのモニタリングによる便益は、その他すべての株主へ、株価上昇という形で波及する。つまり、モニタリングの便益は独占できない。この場合、個々の株主には、他の株主によるモニタリングにフリーライドするインセンティブが働いてしまう。一方、株式の大きな割合を保有する大株主が存在する場合、企業経営に対するモニタリングの便益の大きな部分を独占できるために、モニタリングのインセ

3) Shleifer and Vishney [1997] 参照。彼らのサーベイでは、この点をより詳しくまとめている。

ンティブは高まる。親会社が相対的に大きなシェアの株式を所有しているならば、株主として子会社の経営をモニタリングする便益は大きくなる。したがって、親会社の持株比率が大きい場合には、子会社へのモニタリングが強くなり、企業価値は増加する効果がある。

大株主によるネガティブな効果は、利益相反問題である。大株主が、企業経営への優位な影響力を通じて、その他株主一般の利益とは異なる自らの利益追求を行う危険性が利益相反問題といわれる。たとえば、尾関・小本 [2003] では、親会社と子会社の利益相反の一例として、将来有望な新規事業を、親会社が実施するか、子会社が実施するかという選択問題や、情報システムの採用にあたって、親会社にとって効率的なものを選ぶか、子会社にとって効率的なものを選ぶかという問題を挙げている。親会社と子会社の関係において、子会社の株価上昇による株主としての利益とその他の取引関係からの利益がある場合、子会社価値の低下に対して、その他取引関係からの利益が上回るならば、親会社には利益相反行動を実行する誘因が存在することになる。

Jain and Kini [1994] は、ガバナンス構造と新規公開企業の業績パフォーマンスの関連について、業績パフォーマンスが新規公開後大きく低下する要因の一部については経営者のインセンティブの低下によって説明できると指摘した。しかし、その一方で、Mikkelsen, Partch and Shah [1997] は、新規公開企業の業績パフォーマンスと役員株式保有比率との間に関連性はみられないことを明らかにした。Packer [1995] は、銀行の株式保有が日本の新規店頭公開企業の初期収益率の大きさに影響を与えているかどうかを分析し、銀行による直接的な保有、もしくは銀行のベンチャーキャピタル子会社を通じた間接的な保有が過小値付けの程度を小さくしていることを明らかにした。そして、銀行の株式保有は、情報の非対称性に伴うコストを低下させていると結論付けた。Kutsuna, Okamura and Cowling [2002] では、日本の新規店頭公開企業のガバナンス構造と業績パフォーマンスの関連について実証分析を行っている。この研究によれば、各種の業績パフォーマンスについては公開直前ないしは公開

直後をピークにその後低下する傾向があることが示されている。また、公開後の筆頭株主持株比率が高いほど、業績パフォーマンスが良好であることが明らかにされている。さらに、公開後のベンチャーキャピタルによる株式保有は業績パフォーマンスと正の相関があることが示されている。

以上の先行研究をふまえ、次節以下の分析では、親会社による株式保有に着目し、子会社の初期収益率ならびに長期収益率に及ぼす影響について実証的に分析を行う。

III 子会社公開における初期収益率とガバナンス構造

1 データ

子会社公開に関するデータは、株式上場白書および株式店頭上場白書の各年版より得た。財務データは野村総合研究所インテグレートッド・データ・サービス、株価データは東洋経済株価データ CD-ROM より得た。対象とする期間は、1997年から2003年までである。収集した子会社公開の事例は、第3表に整理している。既存市場70社、新興市場145社、合計215社であり、分析に必要なデータを入手できた既存市場65社、新興市場108社の合計173社をサンプルとして用いた。また、以下は分析で用いる変数の説明である。基本統計量については第5表にまとめている。

初期収益率： $(\text{初値} - \text{公開価格}) / \text{公開価格}$

収集したサンプルをもとに初期収益率を計算した結果は、第4表に掲載している。既存市場では平均値18.9%、新興市場では平均値41.7%、全市場では平均値34.3%を示している。既存市場、新興市場、全市場のケースにおいて平均値がゼロであるという仮説は、 t 検定の結果から棄却される。日本企業のIPOにおける初期収益率を分析した先行研究の結果を参考のために紹介すると、福田・芹田 [1994] では、東証上場企業を対象 (1983年～1989年) として平均値55%、福田 [1995] では東証 (1971年～1991年) を対象として平均値44.2%、岡村 [1997] では店頭市場 (1992年～1996年)

第3表 市場・年次別の子会社公開数

市場/年次	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	合計
東京	1	11	5	12	10	10	8	57
大阪	1	2	1	3		1		8
名古屋			2					2
札幌	1			1				2
福岡			1					1
既存市場合計	3	13	9	16	10	11	8	70
ジャスダック	5	16	13	21	18	11	10	94
ヘラクレス				12	11	7	1	31
マザーズ				9	1	1	9	20
新興市場合計	5	16	13	42	30	19	20	145
全市場合計	8	29	22	58	40	30	28	215

出所：第1表に同じ。

第4表 市場別の初期収益率

市場	サンプル数	平均値	標準偏差	最小値	最大値
東京	57	0.202	0.579**	-0.396	3.000
大阪	8	0.163	0.273	-0.130	0.667
名古屋	2	0.165	0.008**	0.160	0.171
札幌	2	0.013	0.018	0.000	0.025
福岡	1	0.094	—	0.094	0.094
既存市場	70	0.189	0.530***	-0.396	3.000
ジャスダック	94	0.438	1.062***	-0.237	7.696
マザーズ	31	0.296	0.660**	-0.289	2.713
ヘラクレス	20	0.502	0.838**	-0.462	2.500
新興市場	145	0.417	0.958***	-0.462	7.696
全市場	215	0.343	0.848***	-0.462	7.696

注1)：ヘラクレスはナスダックジャパンを含む

2)：*** 1%水準で統計的に有意，** 5%水準で統計的に有意，* 10%水準で統計的に有意。

出所：第1表に同じ。

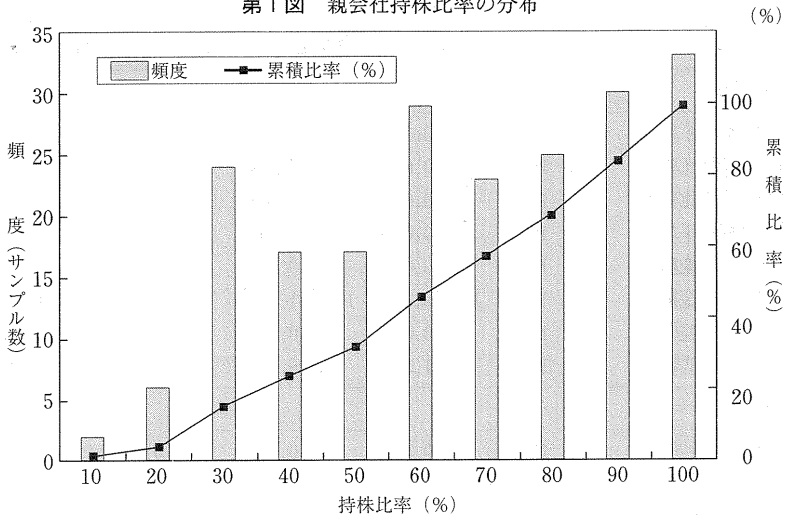
第5表 基本統計量

	サンプル数	平均値	標準偏差	最小値	最大値
全市場					
初期収益率	182	0.300	0.840	-0.462	7.696
親会社持株比率	182	0.628	0.248	0.050	1.000
親会社売出比率	182	0.053	0.064	0.000	0.300
親会社収益平均	182	0.038	0.037	-0.027	0.205
親会社収益変動	182	0.016	0.022	0.001	0.179
公開時調達金額	182	15,335.720	111,441.600	162.000	1,487,850.000
日経平均収益率	182	-0.012	0.043	-0.110	0.165
公開所要年数	182	21.571	16.480	1.000	91.000
新興市場					
初期収益率	117	0.372	0.974	-0.462	7.696
親会社持株比率	117	0.582	0.232	0.155	0.992
親会社売出比率	117	0.034	0.047	0.000	0.228
親会社収益平均	117	0.044	0.041	-0.027	0.205
親会社収益変動	117	0.018	0.026	0.001	0.179
公開時調達金額	117	2,694.156	4,403.498	162.000	30,400.000
日経平均収益率	117	-0.012	0.039	-0.110	0.165
公開所要年数	117	17.564	14.158	1.000	54.000
既存市場					
初期収益率	65	0.170	0.499	-0.396	3.000
親会社持株比率	65	0.712	0.256	0.050	1.000
親会社売出比率	65	0.086	0.078	0.000	0.300
親会社収益平均	65	0.027	0.025	-0.006	0.107
親会社収益変動	65	0.012	0.009	0.001	0.051
公開時調達金額	65	38,090.520	185,121.500	240.000	1,487,850.000
日経平均収益率	65	-0.010	0.048	-0.096	0.165
公開所要年数	65	28.785	17.960	1.000	91.000

注：公開時調達金額は単位百万円。

出所：『株式上場白書』、『株式店頭上場白書』、『野村総合研究所インテグレートッド・データ・サービス』、『東洋経済株価データCD-ROM』。

第1図 親会社持株比率の分布



を対象として平均値 12.8%，山分 [2003] では，店頭市場（1995年～2002年）において平均値 31.65%という結果を報告している。

親会社持株比率：株式上市白書，株式店頭上市白書記載の直前期末データ

親会社持株比率の分布は，第1図に掲載している。持株比率は5%から100%まで広範に分布し，20%以下のケースは，全体の3.7%，50%以下のケースは32.0%となっている。親会社持株比率は，われわれの分析において最も重要な変数である。親会社持株比率は，親会社のコントロール力が子会社に及ぼす影響を表すと考えられる。第1節で説明したように，親会社による子会社へのコントロールは，潜在的に二つの相反する効果（モニタリング効果と利益相反効果）を持つと予想される。まず，大株主としての親会社が株主利益のみを考慮して，子会社への積極的なモニタリングを行うならば，それは子会社の企業価値の向上に資する（モニタリング効果）。他方，親会社が直接的な株主利益以外の何らかの取引関係からの利得を優先して，子会社へのコントロールを行使するならば，それは，子会社企業価値を毀損することにつながると考えられる（利益相反効果）。

親会社売出比率：親会社による株式売出数／上場承認発行済み株式総数

親会社による保有株式の売出行動が、初期収益率の決定に及ぼす影響を検証するための説明変数である。

親会社収益平均：親会社の経常利益総資産比率の平均値（公開前5年間）

親会社の収益水準の状況が、子会社公開に及ぼす影響を検証するための説明変数である。親会社の収益性が高ければ、子会社の利益に反した行動をとるリスクは低く、初期収益率は小さくなると考えられるので、推定係数は負値が予想される。

親会社収益変動：親会社の経常利益総資産比率の標準偏差（公開前5年間）

親会社の収益のリスクが、子会社公開に及ぼす影響を検証するための説明変数である。

親会社による利益相反行動は、親会社の財務状態に依存する可能性がある。すなわち、収益のリスクが大きい親会社であれば、子会社の利益に反した行動をとるインセンティブは高いと予想される。公募・売出株を公開前に購入する投資家が、事前に利益相反の可能性を認識しているなら、あらかじめ利益相反のリスクを反映させて公開価格を低めに設定し、リスクに応じた収益率を期待できるようにしなければ、新規公開株の販売は困難になると考えられる。その結果、初期収益率は大きくなるので、親会社収益変動の推定係数は正値が予想される。

日経平均株価収益率：各サンプルの公開価格確定日から株式公開日にかけての日経平均株価変化率。

株式公開の過程における市況の影響をコントロールするための説明変数である。

公開所要年数： ln （公開年次－設立年次）

いわゆる企業の年齢である公開所要年数が長くなれば、不確実性は低下し、初期収益率は低下することが予想される。

新規発行金額： ln （公開株数×公開価格）

新規公開規模が、初期収益率の形成に及ぼす影響をコントロールするための変数である。

市場ダミー：既存市場(東証1部・2部, 地方取引所)=1, 新興市場(ジャスダック, ヘラクレス, マザーズ)=0

2 初期収益率に関する実証結果

初期収益率を被説明変数とし、上記の他の変数を説明変数として、決定要因に関する回帰分析を最小二乗法で行った。その結果は、第6表にまとめられている。全市場および新興市場のサンプルでは、親会社持株比率の係数の符号が正で統計的に有意な結果となっている。全市場のケースでは推定係数0.731、新興市場のケースでは0.799であるから、親会社持株が1%ポイント増加する場合、初期収益率はおよそ0.7~0.8%ポイント増加することになる。このことは、親会社が多く株式を保有しているほど、初期収益率が高いこと、言い換えれば、公開価格がより低めに設定されていることを意味する。

また、親会社収益変動については、全市場および新興市場のサンプルで、係数の符号が正で統計的に有意である。つまり、親会社の経営上のリスクが大きいほど、初期収益率が高くなり、公開価格はより低い水準に設定されていることが分かる。

親会社売出比率については、いずれのサンプルでも統計的に有意な結果ではなかった。従って、親会社の経営上のリスクが大きい場合に、親会社の業績の影響を受けやすい子会社株の売出比率を引き上げるといような、利益相反行動は取っていないと考えられる。

同程度のリスクなら親会社持株比率が高いほど子会社とその株主に波及するリスクは大きく、また同程度の親会社持株比率であればリスクが大きいほど子会社とその株主に波及するリスクが大きくなることが考えられる。つまり、第6表の結果から、親会社の経営上のリスクが子会社の少数株主に波及する可能性が大きいほど、そのリスクを反映して公開価格がより低めに設定されやすい

第6表 初期収益率の決定要因

全 市 場	推定係数	t 値
親会社持株比率	0.731	2.04**
親会社持株比率×市場ダミー	-0.710	-1.30
親会社売出比率	-1.031	-0.78
親会社収益平均	-2.251	-1.18
親会社収益変動	6.808	2.18**
公開所要年数	-0.101	-1.39
日経平均収益率	1.115	0.78
新規発行金額	0.049	1.08
市場ダミー	0.265	0.69
定数項	-0.129	-0.28
サンプル数	182	
F 値	1.970	
調整済み決定係数	0.046	
既 存 市 場	推定係数	t 値
親会社持株比率	-0.094	-0.27
親会社売出比率	-0.499	-0.45
親会社収益平均	1.296	0.50
親会社収益変動	-2.732	-0.41
公開所要年数	-0.180	-2.01**
日経平均収益率	1.300	0.99
新規発行金額	0.031	0.80
定数項	0.587	1.10
サンプル数	65	
F 値	1.030	
調整済み決定係数	0.003	
新 興 市 場	推定係数	t 値
親会社持株比率	0.799	1.76*
親会社売出比率	-1.650	-0.72
親会社収益平均	-3.294	-1.31
親会社収益変動	8.302	2.14**
公開所要年数	-0.074	-0.75
日経平均収益率	0.504	0.22
新規発行金額	0.069	0.90
定数項	-0.348	-0.49
サンプル数	117	
F 値	1.550	
調整済み決定係数	0.032	

注：*** 1%水準で統計的に有意，** 5%水準で統計的に有意，* 10%水準で統計的に有意。

ことが示唆される。そして、親会社は子会社の少数株主との間に利益相反となるような行動は取っておらず、引受証券会社もその点を考慮して公開価格を決定していると考えられる。

IV 子会社公開における長期収益率とガバナンス構造

本節では、親会社による株式保有が、子会社の長期収益率に及ぼす影響について分析する。被説明変数として用いる長期収益率は、公開後5日目以降の累積超過収益率 CAR によって計測している。ベンチマークとする市場収益率は、日経平均株価の収益率を用いた。

$$\text{長期収益率 } CAR = \sum_{t=0} (R_t - R_{mt})$$

$t=0$: 株式公開日の5日後に基準化

R_t : サンプル企業の株式収益率

R_{mt} : 日経平均株価収益率

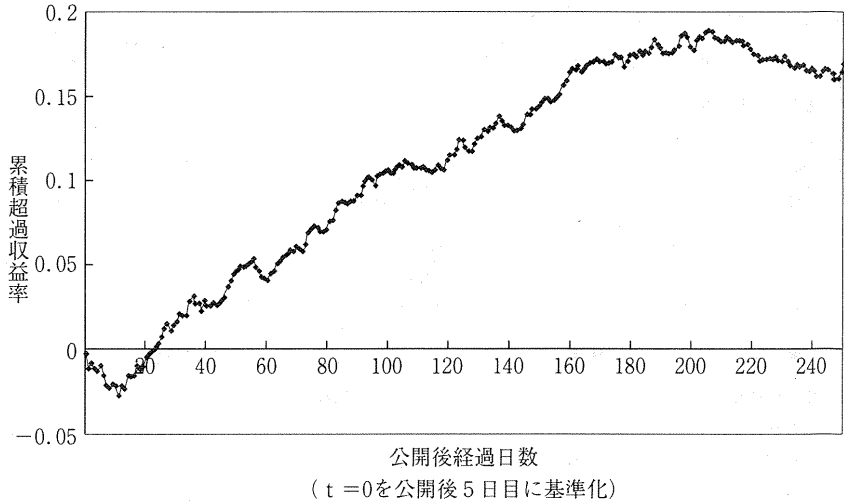
CAR の平均値を、時系列で示したものが第2図である。おおよその傾向として、公開後15日目 ($t=10$) までは低落傾向を示すが、それ以降は上昇傾向を示している。公開後約半年経過した時点 ($t=130$) では、 CAR 平均値は12.0%、公開後1年経過した時点 ($t=255$) では、 CAR 平均値は16.7%であり、いずれも正の長期収益率となっている。

親会社による持株および株式売出しの状況と長期収益率の関係を検証するために、以下の推定式のもとで最小二乗法によって回帰分析を行った。なお、説明変数には、第III節で用いた変数のうち、親会社持株比率、親会社売出比率、市場ダミーを使用した。

$$CAR = \beta_0 + \beta_1[\text{親会社持株比率}]_i + \beta_2[\text{親会社売出比率}]_i + u_i$$

推定結果は、第7表に示されている。親会社売出比率の係数の符号は、全市場サンプルの場合には、 CAR 125日間のケースにおいて正値を示している。

第2図 長期株式収益率の推移



ただし有意ではない。新興市場サンプルの場合には、CAR 125日間と CAR 250日間の双方のケースにおいて、正で統計的に有意である。新興市場については、親会社がより多くの株式の売出を行うことは、少数株主にとっての利益相反行動ではなく、むしろ売出による株主数増加が流動性を向上させ、その結果、長期収益率を上昇させていることが考えられる⁴⁾。

親会社持株比率については、既存市場サンプルの CAR 250日のケースにおいて、推定係数が、正で有意な結果となっている。このことは、既存市場に関して、親会社が子会社経営への適切なガバナンスを行うというコミットメントを市場が評価していると解釈することができる。新興市場のサンプルをみると、親会社持株比率の係数については、CAR 125日間、CAR 250日間ともに親会社持株比率の係数は統計的に有意な結果ではない。

長期収益率の決定要因についての推定結果から、相対的に企業規模の小さい

4) Shleifer and Vishney [1997] 参照。彼らのサーベイでは、この点をより詳しくまとめている。宇野他 [2004] では、JASDAQ から東証へ上場先を変更した銘柄について、株主ベース拡大(株主分散)による効果により、正で統計的に有意な累積超過収益率が観測されたことを示している。

第7表 長期収益率の決定要因

CAR : 125日間

CAR : 250日間

全市場	推定係数	t値	全市場	推定係数	t値
親会社持株比率	0.038	0.19	親会社持株比率	0.256	0.95
親会社売出比率	0.727	0.88	親会社売出比率	0.733	0.66
市場ダミー	-0.129	-1.51	市場ダミー	-0.028	-0.25
定数項	0.104	0.90	定数項	-0.019	-0.12
サンプル数	180		サンプル数	180	
F値	0.970		F値	1.080	
調整済み決定係数	-0.001		調整済み決定係数	0.001	
既存市場	推定係数	t値	既存市場	推定係数	t値
親会社持株比率	0.391	1.44	親会社持株比率	0.879	2.40**
親会社売出比率	-1.013	-1.08	親会社売出比率	-1.952	-1.53
定数項	-0.128	-0.85	定数項	-0.259	-1.27
サンプル数	65		サンプル数	65	
F値	1.050		F値	2.890	
調整済み決定係数	0.002		調整済み決定係数	0.061	
新興市場	推定係数	t値	新興市場	推定係数	t値
親会社持株比率	-0.117	-0.44	親会社持株比率	-0.018	-0.05
親会社売出比率	2.154	1.72*	親会社売出比率	2.793	1.66*
定数項	0.148	0.99	定数項	0.075	0.37
サンプル数	121		サンプル数	121	
F値	1.610		F値	1.820	
調整済み決定係数	0.010		調整済み決定係数	0.013	

注：*** 1%水準で統計的に有意，** 5%水準で統計的に有意，*10%水準で統計的に有意。

新興市場では流動性が重要であるのに対し、企業規模の比較的大きな既存市場では親会社によるガバナンスの効果が表れやすいことが明らかになった。また、これらの結果からは、支配的大株主としての親会社が、子会社の少数株主との間に利益相反問題を引き起こしていることは確認されなかった。

V さ い ご に

われわれは、日本企業の新規公開において数多く観察される子会社公開について、その初期収益率と長期収益率の決定要因を、親会社による株式保有をはじめとする影響を考慮して分析した。得られた結果は以下のようにまとめられる。

第一に、初期収益率については、親会社持株比率が相対的に高い場合に、より大きくなる傾向がある。さらに、親会社の収益変動リスクが高い場合にも、初期収益率は上昇する。これらの結果は、親会社のコントロール権が強く、また親会社の経営上のリスクが子会社の少数株主に波及する可能性が大きいほど、そのリスクを反映して公開価格がより低めに設定されやすいことを示唆している。すなわち、親会社は子会社の少数株主との間に利益相反となるような行動は取っておらず、引受証券会社もその点を考慮して公開価格を決定していると考えられる。

第二に、新規公開後の長期的な視点では、相対的に企業規模の小さい新興市場では流動性が重要であるのに対し、比較的企業規模の大きな既存市場では親会社によるガバナンスの効果が表れやすいことが明らかになった。また、これらの結果からは、支配的大株主としての親会社が、子会社の少数株主との間に利益相反問題を引き起こしているとはいえないものと考えられる。

残された課題としては、まず流動性に関する問題をより厳密に検証することが挙げられる。初期収益率については、親会社持株比率や親会社売出比率の他にも、少数特定者の持株比率や、公募や売出などの比率、株主数などが流動性に与える影響を検討する必要があるだろう。長期収益率については、長期パフォーマンスを推計する際のベンチマークの選択についてより詳細な検討が必要である。近年の SEO 後および IPO 後における長期パフォーマンス研究の成果は、厳密な比較指標の作成のために複数の手法を提案している。さらに、長期的にはガバナンス構造は徐々に変化することが考えられるため、その変化

を測定し、長期収益率への影響を検討することも課題であろう。

【付記】 阿萬弘行は本研究に対して全国銀行学術研究振興財団からの助成を受けています。岡村秀夫は本研究に対して科学研究費補助金（若手研究(B)課題番号：16730215）からの助成を受けています。ここに記して感謝します。

参考文献

- Allen, J. [1998] “Capital Markets and Corporate Structure: the Equity Carve-Outs of Termo Electron,” *Journal of Financial Economics*, 48, pp. 99-124.
- Allen, J. and J. McConnell [1998] “Equity Carve-outs and Managerial Discretion,” *Journal of Finance*, 53, pp. 163-186.
- Jain, B. A. and O. Kini [1994] “The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms,” *Journal of Finance*, 49, pp. 1699-1726.
- Jensen, M. and W. Meckling [1976] “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Kutsuna, K., H. Okamura and M. Cowling [2002] “Ownership Structure Pre- and Post-IPOs and the Operating Performance of JASDAQ Companies,” *Pacific-Basin Finance Journal*, 10, pp. 163-181.
- McConnell, J. and H. Servaes [1990] “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value,” *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 595-612.
- Mikkelson, W. H., M. M. Partch and K. Shah [1997] “Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public,” *Journal of Financial Economics*, 44, pp. 281-307.
- Nanda, V. [1991] “On the Good News in Equity Carve-Outs,” *Journal of Finance*, 46, pp. 1717-1737.
- Packer, F. [1995] 「何が新規公開価格の信頼性を高めているか——日本の株式店頭市場における実証結果分析——」『証券アナリストジャーナル』3月号, 36-53ページ。
- Powers, E. [2003] “Deciphering the Motives for Equity Carve-Outs,” *Journal of Financial Research*, 36, pp. 31-50.
- Prezas, A., M. Tarimcilar and G. Vasudevan [2000] “The Pricing of Equity Carve-Outs,” *Financial Review*, 35, pp. 123-138.
- Rock, K. [1986] “Why New Issues are Underpriced,” *Journal of Financial Econo-*

- mics*, 15, pp. 187-212.
- Shipper, 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.
- Shleifer, A. and R. Vishney [1997] "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
- Vijh, A. [2002] "The Positive Announcement-Period Returns of Equity Carve-Outs: Asymmetric Information or Divestiture?," *Journal of Business*, 75, pp. 153-190.
- 宇野 淳・柴田 舞・嶋谷 毅・清水季子 [2004] 「上場変更と株価：株主分散と流動性変化のインパクト」『金融研究』第23巻別冊第1号, 37-60ページ。
- 岡村秀夫 [1997] 「日本の新規公開市場とアンダーライターの役割」『証券経済研究』第9号, 25-42ページ。
- 尾関 純・小本恵照 [2003] 『M & A 戦略策定ガイドブック』中央経済社。
- 小本恵照 [2001] 「子会社公開の経済分析」『ニッセイ基礎研究所報』Vol. 19, 46-73ページ。
- 福田充男・芹田敏夫 [1994] 「日本の新規株式公開市場に関する実証分析」(橋木俊詔・松浦克己編『日本の金融：市場と組織』日本評論社) 第8章。
- 福田司文 [1995] 「公開価格収益率の決定要因と公開後のパフォーマンス」『流通科学大論集』第7巻2号, 43-61ページ。
- 安田荘助・松古樹美・高谷晋介 [2000] 『株式交換と会社分割』日本経済新聞社。
- 山分佐知子 [2003] 「日本における株式新規公開に関する実証分析」『現代ファイナンス』No. 14, 47-78ページ。