

# 子会社公開の経済分析

経済調査部門 主任研究員 小本 恵照  
komoto@nli-research.co.jp

## <要旨>

1. 本論文では、子会社公開の現状を整理し、子会社公開が親会社や子会社に与える影響を分析した。
2. 全体としてみると、子会社公開に積極的な企業が多く、株式公開される子会社は順調な増加を続けている。これは、資金調達など公開に伴うメリットが、少数株主と親会社との利益相反問題といったデメリットを上回ると判断した企業の多いことが基本的な要因だが、順調な業容拡大を示す子会社が増加したこと、上場基準が緩和されたこと、会計基準が改められ連結対象が拡大されたことなども無視できない影響を与えている。しかし個々の企業の子会社に対する取り組みをみると、最近では株式交換による完全子会社化によって公開子会社の非公開化を進める企業が増えるなど、子会社公開を見直す動きも増加している。
3. 子会社公開が親会社の株価に与える影響については、公開発表前後の3日間で3.1%の累積異常収益率(CAR)が観察されるなど、子会社公開が親会社の株価にプラスの効果を持つことが明らかとなり、子会社公開が親会社の株主価値を高めていることが判明した。しかし、個々の企業のCARにはバラツキがあるため、その原因を回帰分析によって分析した。それによると、企業業績や財務内容の良好な親会社が、持株比率が100%に近い子会社を、子会社自身の新株発行を抑制し、親会社の持株の売却を中心にして株式公開を行う場合に、投資家の評価が高くなることが明らかとなった。
4. 一方、株式公開後の子会社の企業業績や株価の推移をみると、企業業績には目立った変化はなく、株価は同業種の平均株価を大幅に上回るパフォーマンスを示すケースと大幅に下回るケースに二極分化し、全体としてみると株価上昇につながっていないことが明らかとなった。この結果をみる限り、株式公開によるメリットを活かし切れていない子会社が少なくないといえる。
5. 今回の分析結果からみると、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と評価されるが、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内容となっていないものが多いと判断される。株主価値の増大がこれまで以上に重視される中で、親会社と少数株主の利益相反問題も重要性を増すとみられ、今後はより慎重な子会社公開が求められてくると思われる。企業グループや子会社自身の成長にとって、子会社公開が本当に不可欠なものかどうかを慎重に見極めた上で、株式公開の判断を下すことが期待される。

<目次>

1．はじめに	48
2．子会社公開の経済的意味	49
3．株式公開のメリット・デメリット	50
4．子会社公開の現状と最近の変化	54
5．子会社公開の親会社株価への影響	58
6．C A R 変動の要因分析	63
7．株式公開後の子会社の組織・業績・株価	67
8．分析のまとめと今後の課題	72
参考文献	73

## 1. はじめに

わが国の企業をみると、傘下に多数の子会社を擁し、その中の有力子会社の株式を公開しているケースが少なくない。セブン-イレブン・ジャパン、NTTドコモ、日本ビクターが、それぞれイトーヨーカ堂、NTT、松下電器産業の子会社であるのはその例である。また、2001年度に入ってから動きをみても、三井物産の子会社の三井情報開発、東京精密の子会社の東精エンジニアリング、CSKの子会社のJIECとCSKネットワークシステムズなど多数の企業が株式公開を行っており、親会社が子会社公開させる動きは引き続き活発である。

子会社の株式公開は企業グループに大きな影響を与える。公開時の子会社の新株発行あるいは親会社による子会社株式の売出しによって親会社の持株比率が低下するなど株主構成は大きく変るし、新株発行などに伴う資金調達の子会社や親会社の財務構造を変化させる。また、株式公開によって子会社の社会的認知は高まるが、一方では一般投資家に対する情報提供などの責任は増大する。こうした変化は、親会社あるいは子会社にとってどのような影響を与えているのであろうか。

本論文は、子会社公開が親会社を中心とする企業グループに与える影響を実証的に分析する。具体的には、子会社公開に伴う親会社の株価変化や子会社の業績変化などを分析することを通じて、子会社公開が企業グループにプラスの影響を与えているかどうかを検証する。親会社の株価に与える影響については、企業間に格差がみられるため、その原因についても分析を加える。

近年、コーポレート・ガバナンスの視点から子会社公開の是非を問う議論も高まっている。例えば、株式公開に伴って少数株主が増えると、「少数株主と親会社との利益相反問題などからグループとしての意思決定の遅れにつながり、子会社公開が親会社にとって必ずしも望ましい結果をもたらさない」<sup>(1)</sup>とか、「わが国より株主利益の重視が進んでいるとされる米国では、株式の過半数を握ったまま株式公開することは稀であり、経営権を手放さず株式売却益の恩恵も得ようとするのは『いいとこどり』である」<sup>(2)</sup>という意見などが代表的なものである。本論文による実証分析結果は、こうした議論に対する一つの判断材料を提供するものになると考えられる。

以下の構成は次のとおりである。第2節では、企業組織の視点から子会社公開の経済的意味を考える。第3節では、子会社公開のメリットとデメリットを整理する。第4節では、子会社公開の現状と最近の変化を紹介する。第5節では、株価データを基にイベント・スタディ(event study)を行い、子会社公開が親会社の株価に与える影響を分析する。第6節では、株価変動の原因について考察を加え、望ましい子会社株式公開について考える。第7節では株式公開後の子会社の状況を企業組織、財務、株価の面から検討を加える。第8節では分析をまとめるとともに今後の課題について触れる。

---

(1) 日経ビジネス(2000.5.29)「間違いだらけの子会社公開 子離れできぬ日本企業が横行 スピンオフなど『株主の視点』を」

(2) 日本経済新聞、2000年2月7日、p.1.

## 2. 子会社公開の経済的意味

企業組織あるいは企業グループ経営の視点からみると、子会社の株式公開は親会社からの事業の分離（ダイベスティチャー：divestiture）の一種と考えることができる。通常、公開時に親会社が保有する子会社株式の一部を売り出すため、実質的に親会社が事業の一部を手放す行為と考えることができるためである。

ダイベスティチャーには、大別して売却型と資本・所有関係変更型があるとされる<sup>(3)</sup>。前者は、対象となる事業部門や子会社を文字どおり他者に売却してしまうものであり、親会社は売却資金を手に入れることができる。営業譲渡や全保有株式の売却などがこれに当たる。後者は、株式市場を利用して親会社と子会社の資本・所有関係を変更させるものである。この場合には、親会社からみた子会社に対する「資本関係」や「持分」に変更が加えられる。子会社公開はこの中の一つの形態として位置づけられるもので、米国でエクイティ・カーブアウト（equity carve-out）と呼ばれる。ただし、米国では100%子会社の株式が公開されるのが一般的であるが<sup>(4)</sup>、わが国では金融機関などの親会社以外の少数株主が公開前から存在し、親会社の持分が100%の公開が少ない点において、両者には若干の相違がみられる。

子会社公開以外の資本・所有関係変更型のダイベスティチャーには、スピン・オフ（spin-off）とトラッキング・ストック（tracking stock）が挙げられるが、親子の資本関係の点からみると、子会社公開はこの2つの中間的な形態と考えることができる。スピン・オフは、親会社が保有する子会社株式を親会社の株主に与えるものである。この結果、親会社と子会社との直接的な資本関係は絶ち切られると同時に、親会社と同一の株主構成が生み出されることによって、親会社と子会社が兄弟会社となる。トラッキングストックは、子会社の業績に株価や配当が連動するように意図された、親会社が発行する株式である。トラッキング・ストックが発行されても親会社と子会社の資本関係は不変であり、親会社は発行前と同様に子会社を引き続き完全な支配下に置くことができる。トラッキング・ストックは、資本関係を不変としたままで、子会社の株式評価に関してのみ親会社からの分離を図ろうとするものと考えることができる。子会社公開をこの2つの方法と比較すると、親会社との資本関係はスピン・オフのように断ち切られることはないが、新株発行や保有子会社株の売却によって親会社の持株比率が下がるため、トラッキング・ストックの場合のように公開前と同程度の子会社に対する影響力を行使することは難しくなる。この点において、子会社公開は、両者の中間的な形態であると考えられるのである。

なお、スピン・オフは資金流入を伴わないが、トラッキング・ストックでは親会社に資金流入が生じ、子会社公開では一般に親会社と子会社の双方に資金流入が生じるため、トラッキング・ストックや子会社公開は売却型の要素を一部持ち合わせていると考えることができる。

---

<sup>(3)</sup> 安田他（2000、第2章）

<sup>(4)</sup> 事業部門を新たに子会社として分社化し、その後エクイティ・カーブアウトを行うこともみられる。

### 3. 株式公開のメリット・デメリット<sup>(5)</sup>

子会社公開のメリットやデメリットはどのように整理されるであろうか。ここでは、利害関係者を親会社と子会社に大別して考えてみることにしたい。

#### (1) メリット

##### 子会社社にとってのメリット

子会社にとってのメリットとしては、(a)内部管理体制の整備と経営組織の強化、(b)社会的信用力の増大と知名度の向上、(c)資金調達力の向上、(d)優秀な人材の確保とモラルアップの4点が主要なものであると考えられる。

##### (a) 内部管理体制の整備と経営組織の強化

株式公開とは、全国に6カ所存在する証券取引所や店頭市場に上場されることを意味するが、上場が認められるためには証券取引所などが定める上場審査基準を満たす必要がある。例えば東京証券取引所の審査基準をみると、「発行株式数」、「株式の分布状況」、「利益」、「設立後経過年数」、「純資産」などの項目について定められた基準を満たしていなくてはならないという「形式的」審査に加え、「企業経営の継続性および経営成績の見通し」、「企業経営の健全性」、「企業内容等の開示の適正性」といった項目についての「実質的」審査が設けられている。「実質的」審査では、例えば、企業経営の継続性の観点から「社内規定の整備」や「職務分掌・職務権限の明確化」が、企業内容等の開示の適正性の観点から「関係会社の整理」などが要請されている。こうした要請を満たすことによって、内部管理体制の整備と経営組織の強化が実現される。

##### (b) 社会的信用力の増大と知名度の向上

上場基準を満たした事実によって、しっかりした経営組織を有する企業であるという社会的認知が得られ、社会的信用力が高まる。また、決算発表などの機会にマスコミに登場する機会も増え、社会的知名度も向上することになる。

##### (c) 資金調達力の向上

株式が公開されると株式の流動性が高まり、新株発行による資金調達が格段に容易となる。また、公開によって一般に額面を大幅に上回る株価となるため、少ない株式発行で多額の資金調達が可能となる。転換社債や新株引受権付社債などの発行も、流動性の大きな新株発行が裏付けにあって初めて可能になる。さらに、新株発行による自己資本の増強は財務の安定性を高め、社会的信用力の増大も相俟って、銀行などからの資金調達も容易となり調達コストも小さくなる。

---

<sup>(5)</sup> 加藤・松野(2000)とみずほ証券公開引受部他(2000)を参考にした。

(d) 優秀な人材の確保とモラルアップ

会社の社会的信用力や知名度の向上は、優秀な人材の確保に効果的であり、従業員のモラルアップにも寄与する。また、株式公開によって可能となる役員や従業員に対するストック・オプションの付与や従業員持ち株会の導入は、モラルアップに効果的であるほか、会社に対する帰属意識を高める効果がある。

親会社にとってのメリット

親会社にとってのメリットとしては、(a)創業者利潤の獲得、(b)子会社の価値の顕在化、(c)経営のモニタリングの強化、(d)経営権の維持などが挙げられる。

(a) 創業者利潤の獲得

多数の投資家が参加する流動性の高い市場で株式が売買されていないと、株式価値の算定が難しく、購入者を見つけることは容易なことではない。子会社株式が公開されると、証券取引所や店頭市場で日々取引が行われ、公正な価格形成が行われることから、親会社は子会社株式の市場での売却を通じて創業者利潤を獲得しやすくなる。また、株式売却に係る課税面でも、公開株式には有利な面がある。未公開時には株式の売却益の26%が課税されるのに対し、株式公開時に所有期間が3年を超える株式を売却した場合には税率が13%に軽減される。さらに、1年を経ると売却代金の1.05%の源泉分離課税も選択できるため、税負担は大幅に軽減されることになる。

(b) 子会社の価値の顕在化

子会社の規模が親会社に比べが非常に小さかったり、業務内容が親会社と異なっていると、子会社の企業価値が親会社の企業価値に適正に反映されないことが多い。親会社が属する業種を専門とするアナリストが、子会社を含めた企業グループとして親会社を評価するため、専門外の子会社については正当な評価が行われにくいためである<sup>(6)</sup>。株式が公開されると、子会社の事業を専門とするアナリストが評価を担当し、これまで見過ごされてきた企業価値が顕在化されることになる。

(c) 経営のモニタリングの強化

株式公開によって、子会社は、事業内容に精通した多数の投資家やアナリストの目に常さらされることになる。これは、子会社株主の利益に反する経営者の行為を抑制する効果を持つ。こうした外部からのモニタリングによって、親会社は子会社に対するモニタリングコストを節約することができる。

(d) 経営権の維持

株式が公開される時には、新株発行や親会社保有株式の売出によって、親会社の持株比率は一般に低下する。しかし、持株比率の低下は一定限度に止めることが通常であり<sup>(7)</sup>、子会社の役

<sup>(6)</sup> Shipper and Smith (1986)

<sup>(7)</sup> 後述のように、ほとんどのケースで50%を超える持株比率が維持されている。

員に親会社の役員や従業員を充てることで人的な面から子会社をコントロールすることも可能なため、公開後も公開前と同程度の影響力を子会社に行使できるケースが少なくないとみられる。

また、株式公開後も親会社の影響力が温存されることは、子会社の利用に関する親会社の自由度を高めることになる。保有株式の追加売却によって子会社との資本関係を弱めることと引き換えに売却収入を増やすこともできるし、株式交換制度を用いた完全子会社化や吸収合併によって親子会社の一体化を再び進めることもできるためである<sup>(8)</sup>。子会社の利用に関する多様な選択肢の保有によって、成長のための資金ニーズが強い時には子会社株式の追加売却や子会社自身の新株発行によって資金調達を行い、資金ニーズが消滅した時には再び親子の一体化を図るという企業戦略をとることも可能となる。

## (2) デメリット

### 子会社にとってのデメリット

株式公開に伴う子会社にとってのデメリットとしては次の2点が挙げられる。

#### (a) 株式の買占めの可能性

株式の公開により株券が証券取引所などで自由に取引できるようになるため、安定株主の持株比率が少ない場合には、株式の買占めにより経営権を奪われるというリスクが経営者には生じる。

#### (b) 企業内容の開示

株式公開を行うと、証券取引法の規制により有価証券報告書の発行が課されるなど、企業内容の詳しいディスクロージャーが必要となる。ディスクロージャーのための事務作業が必要となるほか、公開される企業情報が競合企業に伝わることは、企業間の競争にとってマイナスの効果を持つケースもあると考えられる。

### 親会社にとってのデメリット

親会社にとってのデメリットは次の2点が指摘できる。

#### (a) 少数株主との利益相反問題

株式公開によって少数株主が生じるため、親会社の利益と子会社の利益が一致しないことが起りうる。子会社が親会社の製品の販売会社である場合に、親会社が不当に高い仕入価格を子会社に強要し、子会社の利益を犠牲にして親会社が利益を獲得することなどがその例である。こうした一方の当事者を不当に害する取引や通常の取引条件と著しく異なる条件での取引が行われていないことは、株式公開に当たっての要件とされているし、公開後においても親会社と子会社の取引関係には透明性が要求される。この結果、親子会社間の取引は公開前に比べ複雑化

---

<sup>(8)</sup> 株式交換および合併とも株式総会の特別決議を経る必要がある。

することになる。例えば、共同して販売、投資、研究開発などを行う場合にも、各々の独立性が確保されていることが明らかとなるよう、透明性のある取引が要請されることになる。

(b) グループとしての意思決定の遅れ

株式公開によって子会社の自立性が強まり、先にみたように親子会社間の取引に透明性が要求されることは、企業グループが一体として行動する場合に、構成会社間の調整に手間がかかり、企業グループとしての意思決定が遅くなることが考えられる。

(3) 最近の調査結果にみる子会社上場の狙いと弊害

最近のアンケート調査によって、親会社が子会社上場のメリットやデメリットのうち、いずれを重視しているかについてみると、「子会社が資金調達力を高め、独自の経営展開ができる」、「企業価値が顕在化、グループ時価総額が増える」という回答が多く、子会社の自立性の向上や企業価値の顕在化を重視していることがわかる。一方、デメリットについては、「弊害や問題は全くない」という企業は20社と少なく、「中核事業なのに経営支配権が低下する」、「企業価値の外部流出」、「親会社と一般少数株主の利益相反問題」を、それぞれ半数近くの企業が指摘しており、株式保有割合の低下と、それに伴う企業価値の外部流出と少数株主との利益相反を気にしている企業が多いことがわかる。

図表 - 1 子会社公開に関する企業の考え方

質問内容	回答数
質問 A：子会社上場の狙い（複数回答）	
子会社が資金調達力を高め、独自の経営展開ができる	29
企業価値が顕在化、グループ時価総額が増える	26
子会社の知名度向上、ストックオプションによる士気高揚	23
親会社が株式売却益などを確保、財務体質強化につながる	18
買収通貨として株式を活用できる	1
その他	2
質問 B：子会社上場の弊害（複数回答）	
中核事業なのに経営支配権が低下する	53
企業価値の外部流出	52
親会社と一般少数株主との利益相反問題	47
弊害や問題は全くない	20
その他	10

(注) 1. 有力上場企業 150 社を対象に調査。有効回答社数は 126 社。

2. 質問 A については、グループ内で 3 年以内に株式上場や公開の準備を進めている企業があると回答した 38 社に対する質問の結果。

(資料) 日本経済新聞、2001 年 1 月 6 日



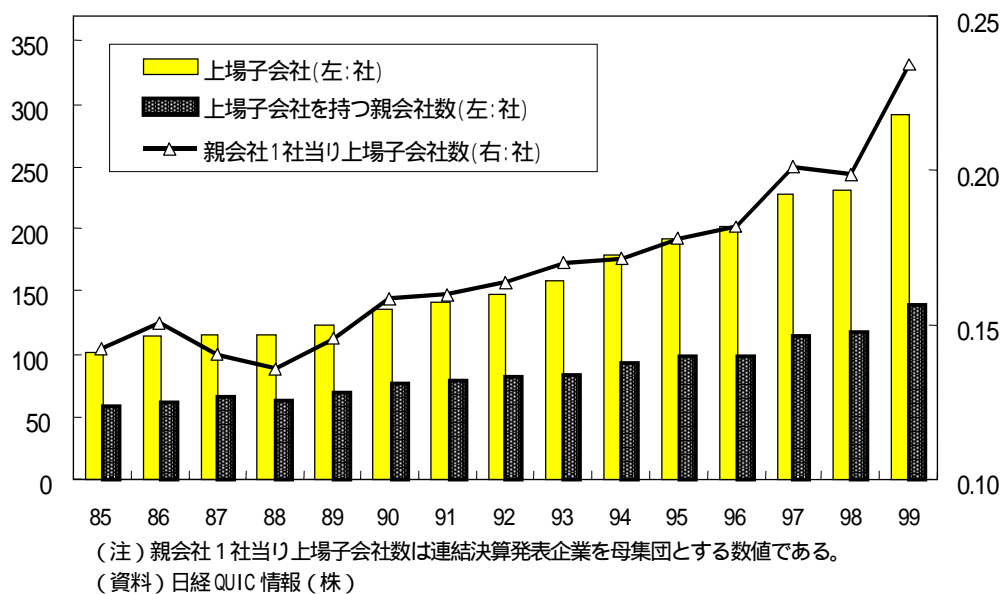
#### 4. 子会社公開の現状と最近の変化

子会社公開が過去どのような推移をたどっているか、また、企業のグループ経営やコーポレート・ガバナンスに対する関心が高まる中で、企業の子会社公開に何らかの変化が生じていないかどうか、子会社公開の実態を検討することにしたい。

##### (1) 子会社公開の現状

東証1部上場企業が保有する上場子会社数の推移をみたものが図表-2である<sup>(9)</sup>。それによると、上場子会社数は1980年代後半以降増加が続いており、1985年度には101社に過ぎなかったものが、1999年度には291社と15年間で約3倍に増加している。特に、1990年以降は増加ペースが高まっている。上場子会社を保有する親会社も、1985年度には60社弱に止まっていたが、1999年度には140社近くにまで増加している。連結決算を発表する親会社自体も増えているため、親会社1社当りの上場子会社数を調べてみたが、この値も一貫して増加している。

図表-2 東証一部上場企業の上場子会社数の推移



子会社株式の公開が増えている理由としては、次のようなものが考えられる。

第一は、企業グループの成長である。企業は単独の工場あるいは事業所してスタートするが、企業規模の拡大とともに事業部門や子会社の新設を通して、事業領域の拡大(多角化)を進める<sup>(10)</sup>。

<sup>(9)</sup> 全国の証券取引所に上場されている子会社数である。

<sup>(10)</sup> 成長とともに多角化が進められるのは、コア事業の成長性の鈍化という企業の外部要因と新事業に進出できる人材やノウハウといった経営資源の蓄積が企業内で進むという内部要因によると考えられる(Collis and Montgomery, 1995)。

企業の成長が進むと親企業の周りを、多数の子会社が取り囲む企業グループが形成されてくるようになる。この段階では子会社の規模は小さくその株式は非公開である。企業グループがさらに成長すると、子会社の企業規模の拡大や企業組織の整備が進められ、株式公開基準を満たす子会社が登場するようになってくる。戦後の経済成長の中で、企業グループの形成とグループ構成企業の成長が進み上場適格の子会社が増加したことが子会社公開の活発化につながったのである。

第二点は、子会社株式の公開を積極的に進める親会社が増えたことである。先にみた子会社公開のメリットとデメリットの比較衡量し、メリットが大きいと判断する企業が増加したのである。わが国では株式の持ち合いや経営風土などから、株式を公開しても敵対的買収の脅威にさらされることはほとんどなく、少数株主が経営に影響力を行使する機会も限られたものであったため、子会社公開に伴うデメリットは欧米企業に比べると小さかったと考えられる。また、1990年代に入ってから、バブル崩壊後の経済低迷などから企業業績が悪化し、負債の削減という財務リストラを迫られる企業が増加したことも、子会社公開による資金調達の魅力を高め、親会社が子会社公開を積極化することにつながったと考えられる。

第三点は、1990年半ば以降から実施された株式上場基準の緩和である<sup>(11)</sup>。まず、子会社株式に関する東京証券取引所のルールの変遷をみると<sup>(12)</sup>、1990年8月以前は明文化されたルールはなく個々の案件ごとに判断が行われていたが、子会社公開が増加する中で投資家保護の観点から何らかの統一的なルールが必要との意見が高まり、1990年8月に子会社上場に関する具体的な要件が明文化された<sup>(13)</sup>。それは次の6点である。

親会社が東証に上場していること

主たる事業が、親会社の事業もしくは姉妹会社の主たる事業と競合していないこと

申請前直近3期間におけるグループ外への販売比率が30%以上あること

親子間で常勤取締役の兼任関係がなく、子会社の常勤取締役が取締役会の定足数以上を占めていること

原則として親会社からの出向者がいないこと

親子間に資産の賃貸借関係が原則として存在しないこと

しかし、その後、子会社上場ニーズが高まったため、投資魅力のある子会社の上場促進を図る方向に審査の転換が行われ、1996年1月には、子会社経営の独立性に配慮しつつ、企業の実態に即して弾力的に取り扱うことができる取り扱いに改められた<sup>(14)</sup>。この結果、<sup>(1)</sup>の要件は残されたが、<sup>(2)</sup>については店頭登録会社や有価証券報告書提出会社であれば上場が認められることになり、<sup>(3)</sup>、<sup>(4)</sup>および<sup>(5)</sup>の基準は廃止された。代って、親会社等との事業上の関係が審査対象とな

<sup>(11)</sup> 以下では一般向け企業の上場基準の緩和を取り上げているが、この他にベンチャー企業向けの市場である、マザーズ、ナスダックジャパン、店頭市場の第2号基準などの創設も指摘できる。

<sup>(12)</sup> 他の地方証券取引所や店頭登録についても、ほぼ同様の緩和が行われている。

<sup>(13)</sup> 丸山(1990)

<sup>(14)</sup> 亀谷(1996)

り、親会社等との間で一方が不利益となる取引行為を不当に強制または誘因していないこと、親会社等との間で、通常の条件と著しく異なる条件で取引を行っていないこと、事実上、親会社等の一事業部門と認められる状況にないこと、という基準が示された。さらに、1998年1月には取締役の兼任や親会社からの出向の要件も廃止され、一層の規制緩和が進められた<sup>(15)</sup>。

次に、子会社以外の一般企業についても適用される上場基準緩和の影響も指摘できる。1990年以降の動きをみると、1992年2月に東京周辺地域の企業に対する、上場株式数、最低株主数、利益水準の基準が引き下げなどを内容とする上場基準の改正が8年ぶりに行われた<sup>(16)</sup>。1996年には、少数特定者持株比率の上限、設立後経過年数、利益の額、利益配当（東京周辺企業のみ）に関する基準の引き下げが行われた<sup>(17)</sup>。さらに、1999年1月には、上場株式数、所要株主数、株主資本の額、利益の額、利益配当についての基準が緩和された<sup>(18)</sup>。

第四点は、連結決算対象範囲の見直しという会計基準変更が挙げられる。1993年度末までは、子会社株式の過半数を保有していても、総資産、売上高、利益が連結集団の10%未満である子会社は、連結の範囲に含めなくてよいとされていたが、1994年4月以降に開始する事業年度からは、総資産、売上高、利益、剰余金が連結集団の3～5%程度以内であり、経営戦略上の重要子会社といった「質的重要性」を有しない子会社に限り連結から外しても構わないという内容に改められ、連結対象としなくてはならない子会社の範囲が拡大された。また、1999年4月以降に開始する事業年度からは、それまでの過半数の株式を所有しているかどうかを子会社の判断基準にする「持株比率基準」から、過半数に至らない所有であっても、役員の派遣などによって「他の会社の意思決定機関を支配しているかどうか」を判断基準にする「支配力基準」に、子会社の定義が大きく変更された<sup>(19)</sup>。これに伴い連結対象の子会社が一段と増加し、株式が公開されている子会社が増加することになったと考えられる。

## (2) 最近の変化

上場企業全体としては子会社の株式公開は増えているが、企業間で子会社公開に対する取り組みに変化はみられないのだろうか。上場子会社の所有が多い上位10企業をピックアップし、その推移をみたものは図表-3である。それをみると、日立製作所、富士通、キャノン、新日本製鉄などは、ほぼ一貫して上場子会社の数を増やしてきているのに対し<sup>(20)</sup>、ソニーや東芝などは、1990年代の後半以降、上場子会社を減少させている傾向がみられる。子会社の株式公開は全体として増えているが、個々の企業の子会社公開に対する取り組みについては、企業間でバラツキがみられるようになってきていると考えていいのではないだろうか。

<sup>(15)</sup> 明文化された要件としては廃止されたが、取締役の兼任が公正かつ忠実な業務の執行を損なわないか、親会社からの出向が継続的な事業活動を阻害しないかなどについて、子会社の実態に応じた審査は行われる。

<sup>(16)</sup> 「株券上場審査基準等の一部改正について」『証券』、1992年4月号、pp.6-11。

<sup>(17)</sup> 亀谷（1996）

<sup>(18)</sup> 中尾（1999）

<sup>(19)</sup> 連結範囲見直しの詳しい内容については、例えば伊藤（2000、pp.444-448）を参照。

<sup>(20)</sup> 2000年11月にキャノンはキャノン化成の完全子会社化を実施しており、従来の方針の転換も窺える。

図表 - 3 上場子会社を保有する上位企業の推移

順位	1980年度	1985年度	1990年度	1995年度	1999年度
1	日立製作所 11	日立製作所 12	日立製作所 20	日立製作所 20	日立製作所 23
2	東芝 8	東芝 9	東芝 7	キヤノン 9	富士通 9
3	松下電器産業 7	松下電器産業 7	松下電器産業 6	富士通 6	キヤノン 9
4	日産自動車 4	住友電気工業 4	住友電気工業 5	松下電器産業 6	愛知製鋼 8
5	大成建設 3	大成建設 3	富士通 5	新日本製鉄 5	ミサワホーム 6
6	NEC 2	NEC 3	NEC 4	住友電気工業 5	新日本製鉄 6
7	味の素 1	キヤノン 3	大成建設 3	ジャスコ 5	住友電気工業 6
8	日石三菱 1	日立化成工業 2	日立化成工業 3	NEC 4	日立造船 6
9	三菱電機 1	三共 2	キヤノン 3	ソニー 4	マイカル 6
10	富士通 1	住友金属工業 2	日本水産 2	日立造船 4	松下電器産業 6
10	伊藤忠商事 1	古河電気工業 2	三菱マテリアル 2		
10	三井物産 1	富士通 2	三共 2		
10	イトーヨーカ堂 1	日立造船 2	住友金属工業 2	【参考】	【参考】
10	コマツ 1	阪急電鉄 2	古河電気工業 2	(日立化成工業0)	(ソニー0)
10	大日本印刷 1	阪神電気鉄道 2	三菱電機 2	(東芝3)	(日立化成工業0)
10		イトーヨーカ堂 2	阪神電気鉄道 2	(大成建設3)	(ジャスコ3)
10		東宝 2	ローム 2		(大成建設3)
10			イトーヨーカ堂 2		(東芝4)
10			ユニー 2		(NEC4)
10			東宝 2		
10			住友化学工業 2		

(資料) 日経QUICK情報(株)のデータに追加・修正を加え作成。

また、今後の子会社上場について基本方針を定めているという48社の基本方針に関するアンケート調査の結果をみると(図表-4)、「積極的に上場を目指す」という回答は4社に過ぎず、「グループの中核的な戦略を担う子会社上場には慎重」(25社)、「親会社と異なる事業領域の子会社は上場させる」(15社)というように、親会社の事業内容からみて重要性の薄い子会社に公開を限定するという姿勢が強くみられる。また、「現在上場している子会社を非公開、完全子会社化する」(4社)、「今後、子会社上場は原則見合わせる」(3社)といった公開に消極的な企業も少数ながら存在している。この調査結果を見る限り、企業は、子会社公開を無条件に推進するというよりは、企業グループのコア事業と子会社の事業の関連を見極め、子会社株式の公開を考える傾向を強めていると判断される。

図表 - 4 今後の子会社上場の基本方針(複数回答)

質問内容	回答数
グループの中核的な戦略を担う子会社上場には慎重	25
親会社とは異なる事業領域の子会社は上場させる	15
現在上場している子会社を非公開、完全子会社化する	4
マザーズなど新興市場も活用し、積極的に上場を目指す	4
今後、子会社上場は原則見合わせる	3
その他	7

(注) 有力上場企業150社を対象に行った調査で(有効回答社数は126社) 今後の子会社上場の基本方針を定めているという問に対し「はい」と回答した48社に対する質問の結果。

(資料) 日本経済新聞、2001年1月6日

企業にこうした変化が生じたのは、一つには、コーポレート・ガバナンスに関する関心が高まり、親会社と子会社の少数株主との利益相反に対する懸念が強まったことが挙げられる。経営環境の変化のスピードが速まる中で、グループの中核的な役割を担う子会社を公開し、迅速な意思決を困難にさせることは、グループ経営にとってマイナスになると判断する企業経営者が増えていたためと考えられる。二つめの理由としては、株式交換制度が導入され、一旦株式公開した企業を再び非公開の100%子会社とすることが可能となったことが挙げられる。従来は、親子の一体化を図るには親会社が子会社を吸収合併するしかなく、その場合には合併後の組織の融合に手間を要したが、株式交換では子会社の株主構成は変化するものの、子会社の企業組織はそのまま維持されるため、親子会社の一体化がかなり容易になったと考えられる。実際、2000年1月にソニーが3子会社の完全子会社化を行ってから現在までに、既に20件を超える上場子会社の完全子会社化が実施されている。

## 5. 子会社公開の親会社株価への影響

子会社株式の公開は親会社にとってメリットとデメリットを共有しているが、最近のマスコミ等の論調をみると、子会社公開は米国では例外的な現象であり、親会社にとってマイナスの効果を持つという意見が多くみられる。しかし、その是非を論じるためには、過去における実際の子会社公開を分析し、その経済効果を考察することが不可欠である。そこで、実際に子会社公開を行った親会社の株価データを用いて、子会社の株式公開が親会社の株主にプラスあるいはマイナスのいずれの効果を与えたかを実証することにしたい。

### (1) データ

分析に用いたデータであるが、1996年1月から1999年12月までの4年間に株式が公開され取引が開始された事例を対象とした。まず、新規公開企業については旬刊商事法務臨時増刊号『キャピタル・マーケット・レビュー(旧増資白書)』各年版によって、新たに証券取引所と店頭市場に上場した企業<sup>(21)</sup>をリストアップした。続いて、子会社株式の公開の際に提出される有価証券届出書によって、株式公開直前の株式所有状況、公開時の新株発行および親会社を中心とする大株主の株式売出内容を調査した。そして、既に証券取引所に上場している企業が、株式公開直前時点において、株式公開しようとしている企業の発行済株式総数の50%超を保有している場合を分析対象とした。この手続によって全体で70件の分析対象事例が得られた(証券取引所上場の事例: 34社、店頭上場の事例: 36社)。分析対象となった子会社公開の現状を整理すると次のようになる。

---

<sup>(21)</sup> 証券取引所上場企業については、店頭市場を経由せず直接上場した企業を対象としている。

## 親会社の株式保有比率

子会社公開前後の親会社の株式保有比率をみたものが図表 - 5 である<sup>(22)</sup>。公開直前の親会社の株式保有比率は平均 77.5%、中央値 78.5%であり、50%から 100%にかけほぼ均等に分布している。米国では 100%子会社の公開が中心といわれているが、わが国では、公開前に関係会社、金融機関、ベンチャーキャピタル、親会社のオーナー、従業員などが株式を所有していることが通例であり、公開直前の親会社株式保有比率が 100%であるケースが非常に少ないのが特徴である。

図表 - 5 親会社の株式保有比率

株式保有比率	公開直前	公開直後
100%以下95%超	6	0
95%以下90%超	9	0
90%以下85%超	9	0
85%以下80%超	8	2
80%以下75%超	9	2
75%以下70%超	9	6
70%以下65%超	2	19
65%以下60%超	9	9
60%以下55%超	6	12
55%以下50%超	3	14
50%以下	0	6
平均 (%)	77.5	61.1
中央値 (%)	78.5	60.7
最大値 (%)	100.0	84.7
最小値 (%)	50.1	39.9

(資料) 各社有価証券届出書

図表 - 6 株式保有比率の減少状況

減少幅	社数
45ポイント超	1
45ポイント以下40ポイント超	0
40ポイント以下35ポイント超	1
35ポイント以下30ポイント超	2
30ポイント以下25ポイント超	6
25ポイント以下20ポイント超	7
20ポイント以下15ポイント超	18
15ポイント以下10ポイント超	21
10ポイント以下5ポイント超	12
5ポイント以下	2
平均 (%)	16.5
中央値 (%)	15.0
最大値 (%)	46.2
最小値 (%)	4.2

(資料) 各社有価証券届出書

<sup>(22)</sup> 関係会社とみられる保有分は含めず、親会社の持ち分のみを計算している。

公開後の保有比率の分布は、平均 61.1%、中央値 60.7%であり、約 15 ポイントの保有比率の低下がみられる。しかし、保有比率が過半数を下回るケースは 6 社(8.6%)に止まっている。なお、株主総会の特別決議に必要な 2/3 を超える議決権を要するケースは 22 社(31.4%)である。株式保有比率の減少状況は図表 - 6 のとおりであり、10% ~ 15%を中心に分布している。

#### 株式公開による資金調達額

株式公開時には、親会社の保有株式の売出しや子会社新株の発行が行われ、親会社や子会社には資金が流入する。売出分と公募分に分けてその内容を見ると(図表 - 7) 売出の平均は 156 億円、中央値は 12 億円であり、公募は平均が 216 億円、中央値が 12 億円である。NTT ドコモなどの巨額な調達が一部で行われているため、分布にはかなりの偏りがみられる。売出、公募ともに 1 億円 ~ 20 億円程度が一般的なケースといえる。

図表 - 7 株式公開による資金調達状況(社数)

調達額	売出分	公募分	合計
300億円超	3	2	4
300億円以下100億円超	4	5	6
100億円以下50億円超	2	3	10
50億円以下30億円超	7	10	12
30億円以下20億円超	7	5	11
20億円以下10億円超	16	20	9
10億円以下5億円超	5	11	10
5億円以下1億円超	14	13	8
1億円以下	12	1	0
平均(億円)	156	216	372
中央値(億円)	12	12	24
最大値(億円)	8502	12753	21255
最小値(億円)	0	0	2

(資料) 各社有価証券届出書

#### 親会社と子会社の相対的規模

子会社公開時点の親会社と子会社の時価総額を求め、その相対的規模を計算した(図表 - 8)。それによると、中央値は 6.5%であり、子会社の規模は親会社に比べかなり小さい。しかし、一方で、親会社の時価総額を上回るケースも 3 社みられる。

## (2) 分析手法

子会社株式の公開が親会社の株価に与える影響については、市場モデル(market model)による、標準的なイベント・スタディ(event-study)の手法を用いた。

図表 - 8 親子会社の相対企業規模

比率（子／親）	社数
100%超	3
100%以下50%超	2
50%以下30%超	3
30%以下25%超	3
25%以下20%超	2
20%以下15%超	4
15%以下10%超	10
10%以下5%超	12
5%以下	31
平均	18.5
中央値	6.5
最大値	278.5
最小値	0.2

（資料）各社有価証券届出書

すなわち、子会社公開が発表された日を時点0とし、それ以前の日を - 1, - 2, ... と表現し、発表後の日を 1, 2, ... と表現する。そして、企業*i*の時点*t*における異常収益率（daily abnormal return） $r_{it}$ （ $t = -100, \dots, +50$ ）は、次の式によって算出される。

$$r_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt}), \quad t = -100, \dots, +50.$$

$R_{it}$  = 企業*i*の時点*t*における変動率,

$R_{mt}$  = マーケット・ポートフォリオの時点*t*の変動率,

$a_i, b_i$  = 企業*i*について推定された市場モデルの切片と傾き

時点*t*における異常収益率の平均は次のように計算される。

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N r_{it},$$

ここで、 $N$  は分析対象の企業数である。

累積異常収益率（cumulative abnormal return：CAR）は一定の期間の異常収益率を合計したものであり、例えば 時点-5 から時点+5 までのCARは次のように計算される。

$$CAR = \sum_{t=-5}^{+5} AR_t.$$

なお、計測されたCARの統計的検定については、Dodd and Warner（1983）の方法を用いている。

子会社公開が発表された日は日本経済新聞に初めて記事が公表された日とした。ただし、子会社の株式公開については、『長期的な事業計画として 子会社の株式公開を考えている。』といった特定の子会社名を明示した経営者のコメントが、幾度となく掲載されることも珍しいことではない。こうした記事の中には、結局公開に至らなかったケースや数年を経てようやく公開に至るケースも散見される。そこで、今回の調査では、子会社公開が確実になると推定される、株

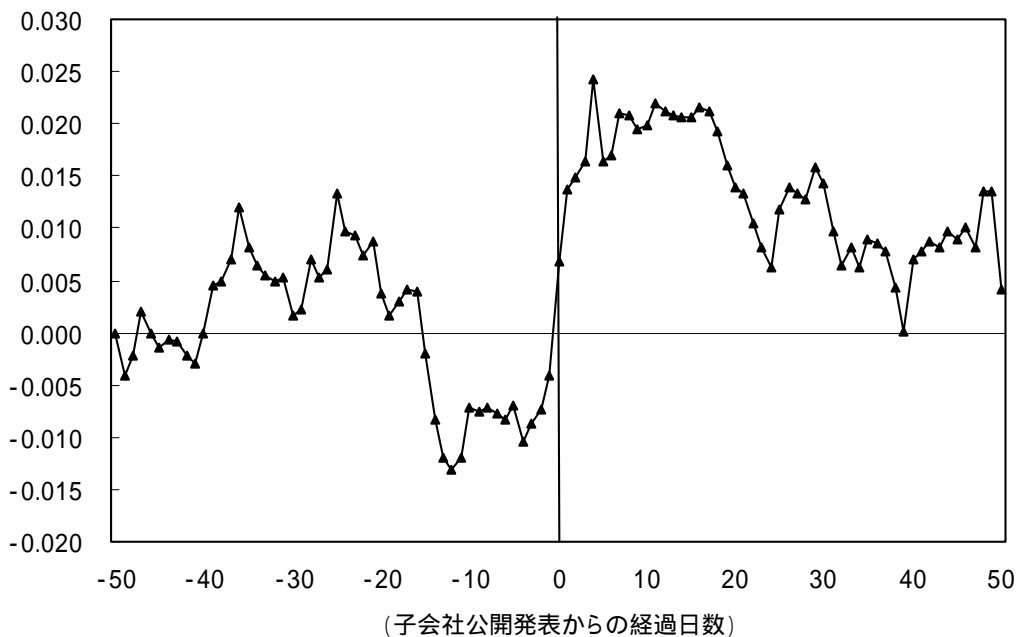


式取引開始日に先立つ1年以内に掲載された記事を検索の対象とした。市場モデルの推定は、発表日の300日前から101日前までの200日間を推定期間にした。マーケット・ポートフォリオは、親会社株式が取引されている市場の株価指標を用いた。

### (3) 分析結果

分析結果は図表 - 9 と図表 - 10 のとおりである。子会社公開の影響は、発表と同時に株価に織り込まれると考え、時点 - 1 から時点 1 までの C A R を計測すると 3.1% の上昇がみられる。これは 1% 水準で統計的に有意なプラス値である。C A R がプラスとなった企業の割合は 62.9% となっている。また、参考としてより長期の C A R をみると、発表日を挟む ± 5 日以内の C A R には、有意なプラス値 (2.5%) が検出される。ただ、時点 - 50 を起点に時点 50 までの株価の推移をみると、C A R はわずかなプラスにまで低下し (0.2%)、統計的にも有意ではなくなる。

図表 - 9 時点 - 50 を起点とする C A R の推移



図表 - 10 分析結果のまとめ

期間	C A R	z 値	プラス企業の割合
- 5:0	0.015	2.602 ***	50.0
- 1:0	0.024	3.619 ***	58.6
- 1:1	0.031	4.406 ***	62.9
- 2:2	0.030	4.044 ***	64.3
- 3:3	0.027	4.010 ***	58.6
- 5:5	0.025	3.354 ***	60.0
1:5	0.010	2.087 **	55.7
- 50:50	0.002	- 0.013	45.7

(注) \*\*\*、\*\* はそれぞれ有意水準 1%、5% で有意であることを示す。

以上の結果をみると、投資家は、子会社公開を短期的にはプラス、長期的にはほぼ中立と評価していると考えられる。この結果をみる限り、子会社公開が親会社の株主価値を損なうことにはつながっていないようである。しかし、短期のCARについても、CARがプラスの企業の割合はそれほど高くなく（時点 - 1 から時点 1 で 62.9%、時点 - 5 から時点 5 で 60.0%）企業によってCARにかなりの相違があることがわかる。

なお、この結果を米国の実証分析結果と比較してみよう。Shipper and Smith(1986)は、1965年から1983年までの76の事例を対象に分析を行い、時点 - 4 から時点 0 にかけてのCARには統計的に有意な1.8%の上昇があったと報告している。Klein et al. (1991)は1966年から1983年までの52の事例について調査し、時点 - 4 から時点 0 にかけて2.75%の上昇があったとしている。また、Allen and McConnell(1998)は、1978年から1993年にかけての186の事例を調べ、時点 - 1 から時点 1 にかけて、CARには統計的に有意な1.90%の上昇がみられたと報告している。これらの結果と今回の結果と比較すると、統計的に有意なプラスの影響が観測されたことは共通しているが、上昇幅は今回の結果のほうが大きく、子会社公開はわが国でより好意的に受け止めているようである。ただし、やや長めの期間のCARの変化については結果が異なる。Shipper and Smith(1986)の分析によると、子会社公開の発表があってもCARは下落せず、発表から40日が経過しても（時点 - 45 が起点）CARは4.5%のプラスが維持されるのに対し、今回の分析では公開発表から約20日が経過するとCARの下落が目立っている。子会社公開の影響を市場が評価するのに時間を要すると考えるならば、米国のほうがより好意的に子会社公開を受け止めていることになる。

## 6. CAR変動の要因分析

### (1) 分析手法

CARの計測の結果は、全体では短期的には親会社の株主にはプラス、長期的にはほぼ中立という結果だったが、企業間での格差も大きかった。そこで、各企業のCARを被説明変数とし、子会社公開によるメリットとデメリットを示すとみられる要因を独立変数とする回帰分析を行うことで、企業間のCARの格差が生じた原因を検討してみた。

被説明変数であるCARについては、時点 - 1 ~ 1 までの3日間、時点 - 2 ~ 2 までの5日間、時点 - 5 ~ 5 までの11日間、時点 - 50 ~ 50 までの101日間という4種類を取り上げた。

説明変数として取り上げるべき要因については、第3節の子会社公開のメリットとデメリットを参考に、次のようなものを取り上げた（図表 - 11）。

第1の要因は親会社の収益状況である。収益状況を示す代理変数としては、総資本事業利益率（ROA）を用いた。親会社の収益性が低いと一般にキャッシュフローが不足し、資金調達能力

図表 - 11 説明変数の一覧

変数名	内 容
ROA	親会社の総資本事業利益率
CAP	親会社の自己資本比率（対数値）
STOCK	公開直後の親会社の持株比率（対数値）
VSTOCK	公開前後の持株比率の変動（公開直後の持株比率 - 公開直前の持株比率）
IND	事業の関連性ダミー（日経業種コード一致 = 1、不一致 = 0）
SFUND	親会社の時価総額に対する公募増資による資金調達額
PFUND	親会社の時価総額に対する売出による資金調達額
RATIO	親会社の時価総額に対する子会社の時価総額の割合（対数値）

にも制約が生じる可能性が大きい。子会社が非公開の場合、資金調達を親会社に依存する部分が少なくないため、親会社に資金調達の制約が生じると、親会社のみならず子会社についても必要な投資が制約を受けることが起りうる。子会社株式の公開によって、子会社自身の資金調達が容易となり、親会社にも所有株式売却による資金が流入することは、企業グループの資金制約を緩和させ、より効果的な企業活動を可能にする。この結果、親会社の収益性が低いほどCARは大きくなると考えられる。

しかし、一方で、業績の悪い親会社の場合、グループ全体からみると子会社が非公開会社のままであることが望ましいにもかかわらず、親会社のリストラ資金などを捻出するために、企業グループにとって望ましいとはいえない子会社公開が選択されることが起りうる。逆に言えば、業績の良い親会社は、グループ利益の増大につながる子会社公開を選択できる余裕があるともいえる。また、業績の良い親会社の経営手腕に期待し、子会社公開をプラス評価することも考えられる。この見解に従うと、親会社の収益性が良いほどCARは大きくなり、ROAの符号はプラスになる。

したがって、親会社の収益性がCARに与える影響は、上記2つの影響のうちどちらが大きいにかかっており、前者の影響が強いと推定されるROAの係数の符号はマイナス、後者の影響が強いとプラス符号になると考えられる。

第2の要因は親会社の財務体質である。代理変数は自己資本比率（CAP）を用いた。財務体質が脆弱であると、信用リスクの増大によって金融機関等からの資金調達能力に制約が生じることが考えられる。収益性の場合と同様に、子会社公開による子会社自身の資金調達力の向上は、この資金調達の制約を緩和させる一方で、企業グループにとって株式公開が望ましくない子会社まで株式公開させてしまうという効果を持つ。したがって、収益性の場合と同様に、前者の影響が大きい場合には、自己資本比率が低いほどCARは大きくなり（CAPの符号はマイナス）、後者の影響が強いならばCAPの符号はプラスとなる。

第3の要因は、子会社公開後の親会社の持株比率（STOCK）である。親会社の保有割合が低いほど、子会社の経営の独立性が高まるが、経営の独立性の向上はプラスとマイナスの両方の効果がある。プラス面では、子会社の経営者に市場重視のインセンティブが生まれ、コングロマ

リット・ディスカウントが解消される可能性が挙げられる。一方、マイナス面としては、親会社の保有割合が低くなるほど、少数株主に対する配慮が重要となるため、企業グループとしての一体性が乏しくなったり、意思決定に時間がかかることになる。前者の効果が大きければ、持株比率が低いほどCARは大きくなるためSTOCKの係数はマイナスとなり、後者の効果が大きければ逆にSTOCKの係数はプラスとなる。

第4の要因は、子会社公開に伴う親会社の持株比率の変動(VSTOCK)であり、株式公開直後の持株比率から直前の持株比率を差し引いて求めた。親会社の保有割合の低下が大きいほど、子会社の株式所有構造に大きな変化が生じるといえる。株式保有構造の変化による経営改善効果が大きいと判断される場合には、持株比率の低下が大きいほどCARは大きくなるためVSTOCKの係数はマイナスとなる。一方、株式保有構造の変化が経営にとってマイナスと考えられるならVSTOCKの符号はプラスになると考えられる。

第5の要因は親会社と子会社の事業の関連性である。代理変数としては、親会社と子会社の日経の業種コード(中分類)が一致している場合を1、異なる場合を0とするダミー変数(IND)を作成した。親会社事業との関連性が小さい事業を子会社が行っている場合には、子会社の事業に精通していない親会社の経営者が、子会社の経営に介入すると非効率をもたらす可能性がある。このような場合に、子会社の株式を公開すると子会社の自立性が高まり、経営の非効率の解消につながると思われる。このため、ダミー変数の符号はマイナスが予想される。

第6の要因は、株式公開に伴う資金調達額である。資金調達は子会社の新株発行および(あるいは)親会社の持株売出によって行われる。新株発行の場合には子会社に資金が流入するため、直接的には子会社に資金的余裕が生まれる。子会社が親会社からの融資を受けている場合には、入手した資金によって返済が行われるとみられ、親会社の資金負担が緩和される可能性もある。売出の場合には親会社に資金的余裕が生まれる。ここでは、子会社の新株発行による資金調達(SFUND)と親会社保有株の売出(PFUND)に分けて影響を考察した。なお、企業規模の影響を考慮し、親会社の時価総額で除した数値を用いた。資金調達の影響については、獲得された資金が効率的な投資に向かうと判断されればプラス効果となるが、所有と経営の分離が進んでいる中で、資金的余裕がかえって非効率な投資を招くと判断されればマイナスの効果を与えることになる。変数の符号条件はこの両者の大小関係に依存することになる。

第7の要素は親子会社の相対的な規模(RATIO)である。子会社の相対的な規模が大きいほど、企業グループ構造に与える影響が大きくなるため、CARに対する影響も異なると考えられる。具体的な変数としては、株式公開発表直前の親会社の時価総額に対する子会社の時価総額の比率を用いた。

## (2) 分析結果

CARを被説明変数とし、(1)で説明した8種類の変数と定数項(C)を説明変数とする回帰分析

を行った。その結果は図表 - 12 のとおりである。結果の中身をみると次のようになる。

図表 - 12 推定結果

変数名	MODEL1 - 1 ~ 1	MODEL2 - 2 ~ 2	MODEL3 - 5 ~ 5	MODEL4 - 50 ~ 50
C	- 0.2652 (0.174)	- 0.3426 (0.089)	- 0.2153 (0.437)	0.5590 (0.511)
ROA	0.0031 (0.071)	0.0031 (0.082)	0.0065 (0.082)	- 0.0061 (0.588)
CAP	- 0.0087 (0.543)	0.0095 (0.398)	0.0052 (0.779)	0.0835 (0.048)
STOCK	0.0725 (0.103)	0.0808 (0.098)	0.0435 (0.505)	- 0.1756 (0.392)
VSTOCK	- 0.0010 (0.153)	- 0.1408 (0.102)	- 0.2310 (0.143)	- 0.0106 (0.029)
IND	0.0026 (0.883)	- 0.0106 (0.517)	- 0.0105 (0.648)	0.0494 (0.417)
PFUND	0.323 (0.489)	0.0982 (0.890)	- 0.3019 (0.733)	- 2.9839 (0.214)
SFUND	0.0101 (0.940)	- 0.1404 (0.361)	- 0.1209 (0.509)	- 2.5134 (<0.001)
RATIO	0.0065 (0.320)	0.0071 (0.309)	0.0023 (0.768)	0.0022 (0.927)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.081	0.130	0.061	0.274

(注) かつこ内の数字はp 値であり、White (1980) の方法による不均一分散と整合的な標準誤差を用いて計算されている。

VSTOCKの係数はいずれのMODELについてもマイナスであり、統計的有意性も比較的大きいものが多いことが注目される。これは親会社の持株比率の低下幅が大きいほどCARが大きくなることを意味しており、親子会社の資本関係の変化が大きいほど企業グループの評価が高まることを示している。

STOCKは、観測期間の短いMODEL1とMODEL2に限られるが、統計的に有意なプラスとなっており、親会社の影響力が子会社に強く残るほどCARに対してプラス効果を持つことを示している。

ROAについては、観測期間が短いMODELを中心有意なプラスの影響を与えている。収益率の良好な親会社の株式ほど子会社株式の公開が好感されていることを示している。子会社公開によって資金制約が緩和されるプラス効果よりも、業績の悪い企業がりストラなどのために必ずしも公開が望ましくない企業まで株式公開させるマイナス効果や、業績良好な親会社の経営手腕をプラス評価する効果が強いことを表しているといえる。

資金調達の影響をみると、子会社の資金調達(SFUND)はMODEL1を除きマイナス符号

であり、特にMODEL 4では統計的にも有意なマイナスである。子会社の資金調達額が多いことはCARにとって悪影響があることを示している。親会社の資金調達(PFUND)については、統計的に有意な結果はないが、被説明変数のCARが長期間のものになるほどマイナスの影響が強くなっているようである。また、MODEL 4では、SFUNDおよびPFUNDの係数の値が他のMODELに比べて非常に大きいことも注目される。資金調達が多いこと、特に新株発行を通じた子会社の資金調達が多いことは、非効率な投資の可能性などから親会社の株主価値にとってマイナスになると判断されていると考えられる。

CAPについては、MODEL 4で有意なプラス符号となっている。財務状況が良好で、資金調達能力に制約のない企業ほど子会社公開が好感されている。これはROAと同様の結果である。

RATIOとINDはほとんど有意な影響を与えていない。

以上の結果をまとめると、財務状況の良好な親会社が、親会社の持株比率を大きく低下させながらも、依然として比較的高い持株比率を有し、子会社の新株発行を抑制したケースが株主価値を高めることになると考えられる。つまり、好業績の親会社が、持株比率が100%に近い子会社を、子会社の新株発行を極力控え、親会社の持株の売却を中心とする比較的多額の資金調達を行うことによって株式公開を行うケースが、以上の条件を満たす典型的な事例と考えられる。

## 7. 株式公開後の子会社の組織・業績・株価

株式が公開されたあと、子会社ではどのような企業経営が行われ、企業業績は公開前に比べて変化が生じるのであろうか。

### (1) 企業組織の変化

株式公開子会社は、完全子会社と独立会社の間位置する企業形態であり、米国にあっては、一定時間経過後には、親会社との一体化(合併や完全子会社化)もしくは親会社からの完全分離(売却やスピン・オフ)といった企業組織の変更が再び行われる傾向が強いといわれている<sup>(23)</sup>。これに対し、わが国では、セブン・イレブン・ジャパンや日本ビクターの例にみられるように、株式公開後も株式所有構造に大きな変更を受けることなく、企業グループの一員として活動するケースが少なくない。しかし、子会社公開の数が増加し、企業のグループ経営に対する考え方にも変化が生じ始める中で、公開子会社に対する親会社の対応にも変化が起っている可能性がある。

そこで、まず、本論文で対象とした子会社が公開後、合併などの大きな企業形態の変化を経験しているかどうかについてフォローしてみた。その結果が図表-13である。それによると、合併

<sup>(23)</sup> Klein et al. (1991)によると、1966年から1983年までの52の事例のうち42の事例(1つの事例で複数の再編手段が採られるため、全体の再編数は44となる)で、親会社の吸収合併(25事例)、売却(17事例)、スピンオフ(2事例)といった企業再編が行われていると報告している。

や完全子会社化によって上場廃止となったものが6社見出された。そのうちの2社は子会社業績の悪化が原因となっている。対象企業70社のうちの6社ということは、8.6%という比率になる。今回の分析対象は1996年1月から1999年12月に株式公開された企業が対象なので、公開から2～5年という短期間に上場廃止になった企業が8.6%存在するというのはかなり高い比率であると考えられる。また、株主構成に大きな変動が生じた企業が4社みられた。このうち3社は、小売業のマイカルグループに属するものであり、マイカルが経営危機を迎えた中で、リストラの一環として株式の売却が行われたものである。親会社の経営状況の変化によって、子会社が大きな影響を被ることを示す事例といえるだろう。

図表 - 13 公開後の企業組織の変化

企業名	公開年月	消滅年月	内容	理由
<b>【企業消滅のケース】</b>				
共同酸素	96/1	00/4	消滅会社として大同ほくさんと合併	工業ガス業界の世界的再編が加速、住金によるグループ再編
リコー精器	96/2	98/10	消滅会社としてリコーエレメックスと合併	経営が悪化、開発部門の一体化や営業所の統廃合を進める
トーカロ	96/10	01/8	ジャフコ運営の投資事業組合によるTOB、買付会社との合併を経て上場廃止へ	トーカロ経営陣によるMBO、株式再公開による投資収益の獲得を目指す
浜勝	97/3	01/3	親会社のリンガーハットが吸収合併	購買、製造、物流部門などの統合による経営合理化
パーミヤン	97/7	00/7	親会社のすかいらーくが吸収合併	親会社の資金調達力の活用による出店加速、グループ力強化
富士通システムコンストラクション	98/8	01/8	株式交換により富士通の完全子会社となり上場廃止	業績が伸び悩み、本体の一部事業との統合により再出発
<b>【株主構成の変更等】</b>				
マイカルカード	96/9	01/4	三洋信販がTOBをかけ、親会社となる	経営再建中のマイカルが、有利子負債削減原資のため売却
ピープル	96/7	01/1	コナミがTOBで株式取得	同上
マイカル北海道	96/9	01/8	マイカルが発行済み株式の31.5%を売却。株式持分は27.4%へ低下。	同上
シンコー	98/2	00/4	大和通信建設と合併、存続会社となる	受注拡大や間接部門の効率化を図る

(資料) 新聞報道等を基に作成。

次に、公開後の持株比率の変化について、公開直後の親会社の持株比率と、会社四季報2001年3集(夏季号)に掲載されている2000年度末の親会社の持株比率を比較した(図表-14)<sup>(24)</sup>。それによると、変動が±3%ポイント以内に収まり、親会社の持株比率がほぼ不変という割合は約半分に止まっている。持株比率の上昇・下落の別では、3%ポイント以上持株比率を低下させ

<sup>(24)</sup> 3月決算企業は2001年3月末時点の持株比率を用いている、3月以外を決算月とする一部企業は決算月を算出時点として用いている。合併等によって消滅あるいは非公開企業となった場合には、その直前時点の持株比率を計算している。また、2001年8月に完全子会社化が決まっている富士通システムコンストラクションのように、大きな株式構成変化が決定しているものは、その変化が生じたものとして計算を行っている。なお、公開直後の持株比率は親会社のみを持株比率であったが、直近時点については関係会社に親会社の株式が移動したとみられる一部の事例については、関係会社の持株も親会社の持株に含めて計算を行っている。

た企業が4割を超し、3%ポイント超持株比率を高めた企業は8.5%に止まっている<sup>(25)</sup>。一旦、株式を公開すると、持株の売却や子会社の公募増資などによって、親会社の持株比率が低下する傾向が強いようである。

図表 - 14 公開後の持株比率の増減

持株比率の変動(%ポイント)	社数	構成比
+50以下～+25超	1	1.4
+25以下～+10超	0	0.0
+10以下～+3超	5	7.1
+3以下～-3超	36	51.4
-3以下～-10超	14	20.0
-10以下～-25超	10	14.3
-25以下～-50超	2	2.9
-50以下	3	4.3
合計	70	100

以上の結果をみる限り、最近の子会社公開については、わが国でも公開子会社を暫定的な企業形態と位置づけ、機会を捉えては、子会社との一体化を進めたり、逆に子会社との資本関係を弱めたりと、臨機応変に親子関係を変化させる企業が思った以上に多く存在していることを示しているように思われる。

## (2) 株式公開後の業績変化

株式の公開によって子会社の自立性や従業員のモラルが高まり、企業業績に変化が生じたかどうかを、公開前後の総資本事業利益率(ROA)を比較することによって調べてみた。業績変化を比較するためには少なくとも公開前後3年間の業績をみる必要があると考えられるので、これまでの分析対象としてきた70社のうち、1998年3月末までに公開が行われた34社を分析対象とした。

なお、企業の業績は企業が属する産業全体の景気変動を受けるため、その影響を控除して業績比較を行う必要がある。そこで、次のような方法で産業の影響を除外し比較を行った。まず、企業が属する業種を日経産業中分類で確定し、当該業種に属する証券取引所および店頭市場に上場している全企業のROAの平均を産業平均のROAとして算出した。続いて、当該企業のROAと算出された産業平均のROAの差を計算し、株式公開前後でROAに変化が生じているかどうかを測定した。なお、公開前後の数値は前後3年間の平均を用いた。また、参考として、産業平均の代わりに産業の中央値を用いた計算も行った。

業績比較の方法を数値例で示すと図表 - 15 のようになる。これによると、公開前3年間の企業

<sup>(25)</sup> 持株比率が25ポイント以上上昇した事例は完全子会社化した富士通システムコンストラクションであり、50ポイント以上低下したものはTOBによる親会社株式が売却されたマイカルグループ企業2社とトーカロである。



と産業のROA格差（超過収益率）は平均で2.0（ $= [2.0+2.5+1.5] / 3$ ）となり、公開後は3.0（ $= [3.0+3.5+2.5] / 3$ ）となるため、公開を挟み1.0ポイントの超過収益率の改善がみられたということになる。

図表 - 15 業績変化の計算例

	- 3	- 2	- 1	0	+ 1	+ 2	+ 3
企業のROA	5.0	6.0	4.0	-	4.0	6.5	5.5
産業のROA	3.0	3.5	2.5	-	1.0	3.0	3.0
超過収益率(ROAの差)	2.0	2.5	1.5	-	3.0	3.5	2.5

現実の分析結果は図表 - 16 のとおりである。公開子会社の超過収益率は公開前および公開後ともにプラスであり（平均を用いたケースで、それぞれ2.22%ポイントと1.21%ポイント）、収益率の絶対水準としては好パフォーマンスを示しているといえる。しかし、公開後の産業平均に対する超過幅(1.21%ポイント)は公開前の値(2.22%ポイント)から-1.01%ポイント低下しており、収益性には若干の低下がみられる。ただし、この変化が統計的に有意なものであるかどうか検定を行ってみると、いずれのケースについても有意な変化ではない。また、公開前後で超過収益率が上昇した企業の割合は平均を用いた場合で45.2%、中央値を用いた場合には48.4%と半分以下となっているが、上昇した企業と低下した企業の数はかなり拮抗しているといえる。この結果をみる限り、子会社公開は企業の業績に目立った影響を与えていないと判断される。

図表 - 16 業績変化分析の結果

項 目	平均	中央値
公開前後の超過収益率の変化（%ポイント）	- 1.01	- 0.90
公開前の超過収益率（%ポイント）	2.22	2.61
公開後の超過収益率（%ポイント）	1.21	1.71
公開前に超過収益率がプラスの企業の割合（%）	71.0	83.9
公開後に超過収益率がプラスの企業の割合（%）	54.8	58.1
公開前後で超過収益率が上昇した企業の割合（%）	45.2	48.4

### (3) 株式公開後の株価変動

子会社の株価は、対照可能な同業種の株価と比べ好パフォーマンスを示しているのだろうか。(2)で分析対象とした、1998年3月末までに公開が行われた34社について、株式公開後の株価変動を分析した。2001年6月末まで公開が継続している企業については、公開開始月の末日と2001年6月末日の価格を比較した。2001年6月末より前に非公開となった場合については、非公開になった日に最も近い月末値を採用した。変動率の計算は、公開開始月の月末における子会社の株

価と当該子会社が属する東証の業種別株価指数の比率と、2001年6月末<sup>(26)</sup>の同比率を比較し、その増減率を計算した。すなわち、公開月の月末の子会社株価と当該子会社が属する東証の業種別株価指数をそれぞれ $x_0$ 、 $X_0$ とし、2001年6月末の同比率をそれぞれ $x_1$ 、 $X_1$ とすると、増減率 $V$ は次のように計算される。

$$V = \left( \frac{x_1}{X_1} - \frac{x_0}{X_0} \right) \bigg/ \frac{x_0}{X_0} * 100$$

分析結果をみると(図表-17) 株価が大きく上昇した企業と大きく下落した企業に2極分化しており、企業の分布には大きな偏りが生じている。株価が業種平均に比べ上昇した企業数と下落した企業数を比較すると、34社のうち下落した企業が23社と全体の67.6%を占めている。この結果の統計的な意味を、Wilcoxon signed ranks testによって検証してみると、統計値 $z = -1.923$ となり、有意水準5%(片側検定)で有意にマイナスになっているという結果がえられる<sup>(27)</sup>。子会社の株価は、株式公開後、ベンチマークとなる同業種の平均株価を下回るパフォーマンスしか挙げられなかったことを示している。これは、公開後の企業業績には目立った改善がなく、投資家の失望を買ったことが影響しているものと思われる。

図表 - 17 子会社株式と業種平均の乖離率

株価の変動幅	社数
50%超	4
50%以下～30%超	3
30%以下～20%超	0
20%以下～10%超	2
10%以下～5%超	1
5%以下～0%超	1
0%以下～-5%超	0
-5%以下～-10%超	0
-10%以下～-20%超	3
-20%以下～-30%超	6
-30%以下～-50%超	4
-50%以下	10
平均(%)	-4.6
中央値(%)	-26.2
最大値(%)	459.1
最小値(%)	-91.5

<sup>(26)</sup> 2001年6月末より前に非公開となった場合については、非公開になった日に最も近い月末値。

<sup>(27)</sup> Wilcoxon signed ranks testについては、Siegel and Castellan(1988)を参照。

## 8 . 分析のまとめと今後の課題

本論文では、子会社公開の現状を整理するとともに、子会社公開が親会社や子会社に与える影響を分析した。

それによると、株式公開される子会社は順調な増加を続けており、全体としてみると、子会社公開に積極的な企業が多いことが明らかとなった。これは、資金調達など公開に伴うメリットが、少数株主と親会社との利益相反問題といったデメリットを上回ると判断した企業の多いことが基本的な要因だが、順調な業容拡大を示す子会社が増加したこと、上場基準が緩和されたこと、会計基準が改められ連結対象が拡大されたことなども無視できない影響を与えているとみられる。しかし、個々の企業の子会社に対する取り組みをみると、最近では株式交換による完全子会社化によって公開子会社の非公開化を進める企業が増えるなど、子会社公開を見直す動きも増えている。

子会社公開が親会社の株価に与える影響については、公開発表前後の3日間で3.1%のCARが観測されるなど、子会社公開が親会社の株価にプラスの効果を持つことが明らかとなり、子会社公開が親会社の株主価値を高めていることが判明した。しかし、個々の企業のCARにはバラツキがあるため、その原因を探るために回帰分析を行った。それによると、企業業績や財務内容の良好な親会社が、持株比率が100%に近い子会社を、子会社自身の新株発行を抑制し、親会社の持株の売却を中心にして株式公開を行う場合に、投資家の評価が高くなることが明らかとなった。

一方、株式公開後の子会社の企業業績や株価の推移をみると、企業業績には目立った変化はなく、株価は同業種の平均株価を大幅に上回るパフォーマンスを示すケースと大幅に下回るケースに二極分化し、全体としてみると株価上昇につながっていないことが明らかとなった。この結果をみる限り、株式公開によるメリットを活かし切れていない子会社が少なくないといえる。

以上の結果からみると、公開がマイナス評価される事例もみられるが、子会社公開は総じて投資家に好感されていること、株式公開後も好業績を残す公開子会社が存在することは事実であるが、一方で業績が悪化し親会社に再び吸収合併されたり、公開後の株価が低迷するケースがみられることが明らかとなった。つまり、子会社公開は親会社の株主価値の増加につながると評価されているが、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内容となっていないものが多く、子会社公開は必ずしも全ての子会社に好影響を与えているとはいえない。株主価値の増大がこれまで以上に重視される中では、親会社と少数株主の利益相反問題も重要性を増すとみられ、今後はより慎重な子会社公開が求められてくるのではないだろうか。企業グループや子会社自身の成長にとって、子会社公開が本当に不可欠なものかどうかを慎重に見極めた上で、株式公開の判断を下すことが期待される。

## 参考文献

- 伊藤邦雄, 2000, 『ゼミナール現代会計入門(第3版)』, 日本経済新聞社.
- 加藤晶春, 松野雄一郎, 2000, 『株式公開の知識<新版>』, 日本経済新聞社.
- 亀谷英敬, 1996, 「株券上場審査基準等の一部改正」『商事法務』No.1413, 1996年2月5日号, pp31-36.
- 証券, 1992, 「株券上場審査基準等の一部改正について」, 1992年4月号, pp.6-11.
- 中尾友治, 1999, 「株券上場審査基準等の一部改正」『商事法務』No.1517, 1999年2月15日号, pp33-37.
- 日経ビジネス, 2000, 「間違いだらけの子会社公開 子離れできぬ日本企業が横行 スピンオフなど「株主の視点」を」2000年5月29日号, pp.45-50.
- 丸山顕義, 1990, 「子会社上場について」『経理情報』No.601, 1990年10月10月号, pp.4-11.
- みずほ証券公開引受部、朝日監査法人企業公開部, 2000, 『図解早わかり 株式公開入門』, 研修社
- 安田荘助、松古樹美、高谷晋介, 2000, 『株式交換と会社分割: グループ価値を高める新しいマネジメント手法』, 日本経済新聞社.
- Allen, J.W., and J.J. McConnell, 1998, Equity carve-outs and Managerial discretion, *Journal of Finance*, 53, pp.163-186.
- Collis, D.J., and C. A. Montgomery, 1995, *Corporate Strategy: A Resource Based Approach*, McGraw-Hill.
- Dodd, P., and J. B. Warner, 1983, On corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 401-438.
- Klein, A., J. Rosenfeld, and W. Beranek, 1991, The two stages of an equity carve-out and the price response of parent and subsidiary stock, *Managerial and Decision Economics*, 12, pp.449-460.
- 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.
- Siegel, S., and N. J. Castellan, Jr., 1988, *Nonparametric statistics for the behavioral sciences*, 2nd ed., McGraw-Hill.
- White, H., 1980, A Heteroskedasticity-consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity, *Econometrica*, 48, pp.817-838.