

新規上場子会社と初期収益率： 親会社の「保証効果」と「搾取効果」をめぐって

川 本 真 哉

要 旨

本稿では、親会社が子会社に与える効果について、保証効果、搾取効果をめぐって、子会社 IPO の初期収益率の観点から検証を行った。分析の結果、以下の点が示された。第 1 に、マザーズ上場の子会社で低い初期収益率が確認された。特に、信用力に欠ける新興子会社が上場する際、親会社の存在は保証となり、子会社に入ってくる資金量を高めた。

第 2 に、親会社が新興企業でも IPO する子会社の初期収益率は低いという同様の効果が観察された。搾取の懸念が高い親会社・子会社の組み合わせで、特に保証効果が機能していることが判明した。

第 3 に、上場子会社ほど優れた収益性を示しており、親会社による品質保証は、単なるマーケットからのイメージだけにとどまらず、収益性の高い「品質の優れた」子会社を上場させることで実現されている。

第 4 に、グループ経営指針や東証再編期以降、明確なアンダープライシングの抑制効果は子会社 IPO には観察されなくなった。これら改革を契機に、親会社による子会社の富の収奪の懸念がマーケットにおいて強くなった結果だと推察される。

キーワード：新規株式公開、保証効果、搾取効果、初期収益率、市場再編

目 次

1. はじめに	3.3 基本統計量
2. 先行研究と検証する論点	4. 推計結果
2.1 保守効果と搾取効果	4.1 上場子会社の初期収益率
2.2 親子上場のコストとベネフィット	4.2 親会社が新興企業である場合
3. データと推計モデル	4.3 指針・市場再編の効果
3.1 データセット	4.4 上場子会社の収益性
3.2 推計式	5. 結論と今後の課題

1. はじめに

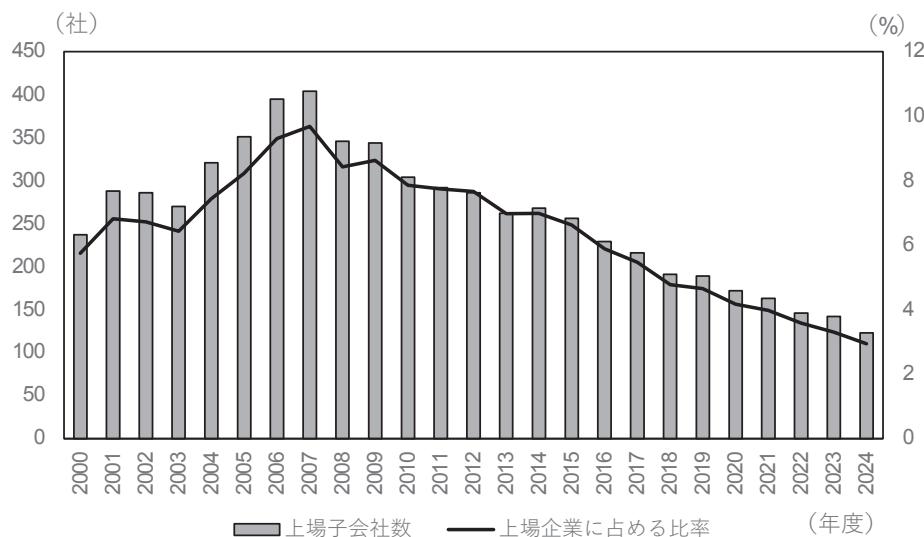
アベノミクス以降、コーポレート・ガバナンスの強化が加速している。こうした中で、特に議論となっているのが親子上場の是非である。そのグループ構造については、日本経営の特性として肯定的な評価がなされてきた。すなわち、親会社のモニタリングが「保証効果」となり、質の優れた子会社が上場しているという点である。ただ近年では、経済産業省（2019）でも類型が挙げられたように、親会社の利益が優先されることで、子会社の少数株主の利益が毀損（搾取）されているのではないかという懸念も持たれている。

全体的な上場子会社数は減少傾向にあるが、非金融業の上場親会社が保有する子会社数でみた場合、いまだ100社超の上場子会社がマーケットには存在する（図表1）。また、コンスタン

トに年間10数社程度、新たな上場子会社も生み出されている（図表2）。特にGMOやRIZAPなどの新興企業でその傾向が顕著である（図表3）。このような状況を踏まえると、親子上場は、親会社（あるいは子会社）に何らかのメリットがあることが推察されるが、それは親会社の存在が新規上場子会社に対し、保証効果となって提供されているのか、あるいは搾取効果のために提供されているのであろうか。新規上場企業の品質をいかなる主体が保証しているかについては、従来、主幹事証券やメインバンクの役割から検証した研究が主であったが（忽那2014；金子2019），親会社など子会社のガバナンスの側面からの取り組んだ検証は蓄積がいまだ進んでいない。

そこで本稿では、新規上場企業の初期收益率の観点から検証（詳細な定義は後述）することで、上場子会社にとって親会社の存在は「保証」となっているのか、「搾取」の主体となてい

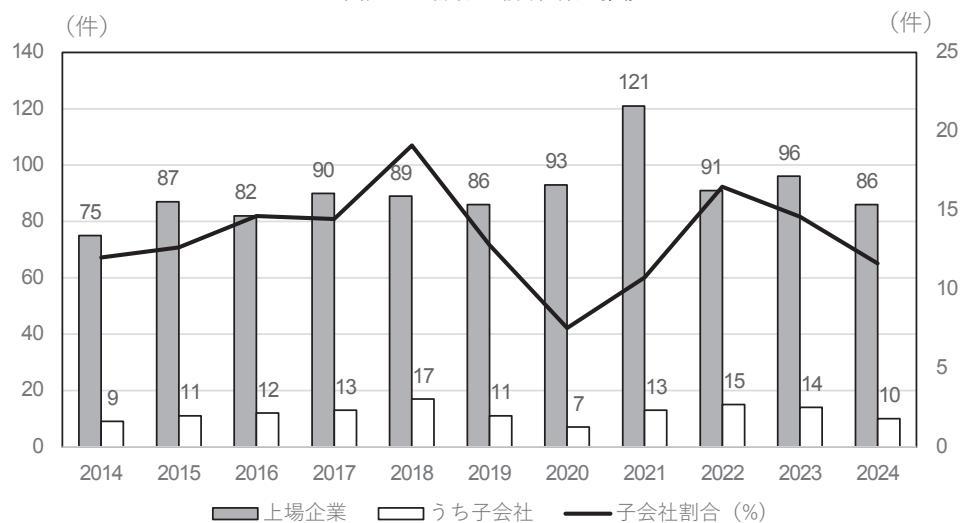
図表1 上場子会社数の推移



(注) 非金融業が保有する上場子会社数を示す。

(出所) 日経メディアマーケティング「NEEDS-FinancialQUEST」。

図表2 新規上場会社数の推移



(出所) プロネクサス『株式公開白書』各年版より作成。

図表3 上場子会社を多く保有する企業

2004年度		2024年度	
社名	社数	社名	社数
日立製作所	15	イオン	15
イオン	15	GMOインターネットグループ [¶]	9
N E C	10	大日本印刷	3
富士通	7	近鉄グループホールディングス	3
伊藤忠商事	7	神戸製鋼所	2
住友電気工業	6	住友電気工業	2
住友商事	5	セコム（ほか6社）	2
日本電産	5	日産自動車	1
ユニーグループ・ホールディング	5	日立製作所	0
S B I ホールディングス	5	N E C	0
日産自動車	4	富士通	0
日本製鉄	4	住友商事	0
バンダイ、ほか	4	ニデック（日本電産）	0

(注) 1) 金融業の親会社は除く。

2) 2024年度には、2004年度のランキング入りしたものなかで漏れた企業を追加した。

(出所) 日経メディアマーケティング『NEEDS-FinancialQuest』より作成。

るのか、いずれが支配的であるかをについて明らかにすることを目的とする。こうした本検証を通じ、親子上場の経済的機能の解明にアプローチすることが可能となろう。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では初期収益率とガバナンスについての先行研究の紹介と分析する論点について提示する。第3節ではデータセットと推計モデルを提示する。第

4節では上場企業の初期収益率に与える親会社の影響について検証する。第5節は結論と課題にあてられる。

2. 先行研究と検証する論点

2.1 保証効果と搾取効果

上場子会社（あるいはその少数株主）にとっての親会社の存在は、従来の日本型企業システムのテキストで語られてきた「保証効果」と、近年の経済産業省の指針でも懸念されている「搾取効果」の2つが存在する。前者の「保証効果」については、ファンドを対象としたものであるが、例えばCao and Lerner (2009)によると、再上場後もファンドなどロックホルダー株主からすぐに離脱するわけではなく、大株主として残存するため、それらからのモニタリングや、当該ファンドが培った取引ネットワーク、人的資源を投資対象企業は引き続き提供を受けることができる。また、ファンドはマーケットからの評価をうけるため、レピュテーションを維持するために経営改善に努めるインセンティブがある。この場合、上場後にも当該企業は良好なパフォーマンスが継続するであろう。ここでは、これをロックホルダーによる「保証効果」と呼ぶ。

その一方で、ファンドや親会社には、不当な事業取引を当該企業に押し付けたり、法外なコンサルティング料を課し、当該企業の利益を吸収するインセンティブもある。ロックホルダーと少数株主との利害対立していることになり、この場合、財務パフォーマンス、そして当該銘柄のマーケットからの評価も低迷するであろう。ここでは、これを「搾取効果」と呼ぼう。

保証効果の有無（あるいは、搾取効果の有無）については、これまでメインバンクや主幹事証券のステータスで主に検証されており（忽那2014; 金子2019），ガバナンス主体としての親会社の観点からこの問い合わせに真正面からアプローチした研究は少ない。例外的な研究として、宮島ほか（2011）がある。同研究では1997年から2009年までの新規上場企業をサンプルとして、①全体として親会社を持つ子会社の初期収益率（定義・意味は後述）は低く、子会社が十分な資金調達できているため、親会社は保証効果を発揮していること、②ただし、成熟親会社と新興親会社では効果が異なり、前者では初期収益率が低く「保証効果」が働きやすいものの、後者は逆に初期収益率が高く「搾取効果」が強く表れ、がマーケットから懸念がもたれている傾向にあることを明らかにしている。

一方、辰巳・桂山（2004）では、1996年から1999年までのジャスダック新規上場企業を取り上げ、それらの初期収益率は高いことを確認している。同論文ではこれは子会社の独立性が乏しく、親会社利益が優先されるためだと論じている。

本稿でもこれら先行研究にならい、新規上場子会社の「初期収益率」と「収益性」の観点から親会社の「保証効果」と「搾取効果」について測定する。

初期収益率については、「(初値 - 公開価格) / 公開価格」で算出される。当該銘柄について魅力が乏しく、公募価格を下げないと投資家からの需要が十分に喚起できない場合、初期収益率は高くなる。逆に、当該銘柄について市場からの注目度が高かったり、将来的な成長性が期待できる場合、この指標は低くなる。後者の現象は「IPO アンダープライシング」と呼ばれる。残存するロックホルダーであるファンドが高

いコンサルティング・フィーなどを設定し、当該企業から利益を搾取するという懸念をマーケットが抱く場合、公募価格を引き下げないと売り出し株式をさばけないことになるので、初期収益率は高くなると想定される。

逆に、ファンドからのモニタリングや経営支援が継続して期待できる場合、相対的に高い公募価格を設定可能となり、同指標は低くなると予想される。すなわち、初期収益率の高低でマーケットがファンドの継続関与を搾取の懸念があると評価しているのか、当該銘柄の品質に関する「保証効果」があると評価しているのかが推測できる。

さらに、再上場後の財務パフォーマンスに関しては、ファンドが株主として引き続き残ることで、それらからのモニタリングや、人材支援、あるいはファンドが過去に培った企業ネットワークの利用を引き続き利用できるのならば、再上場後においても財務パフォーマンスの改善が期待できる。また、株主目線での財務政策の維持、そしてファンドによって経営再建し、再上場を果たしたというマーケットに対する情報生産効果が継続するのならば、株価パフォーマンスも高い水準での維持が期待できるであろう。ここでは上場直前のROA (Return on Asset) でこれらの効果を検証する。

2.2 親子上場のベネフィットとコスト

そもそも親子上場にはいかなるベネフィットがあるのであろうか。宍戸ほか（2010）によると、①子会社のオートノミー（自律性）と、親会社とマーケットの二重のモニタリングによ

り、子会社サイドのインセンティブが向上するとともに、経緯効率が維持されると論じている。また、②親子間のシナジーが働くことで、契約の不完備性のコスト削減、取引先の機械主義的行動の抑制にも資するとも主張している。さらに、③子会社が独自に資金調達できることで、（親会社の見落としがちな）有望な投資プロジェクトの実行可能性が上がりことも親会社が存在することのベネフィットとして主張されている。

一方、親子上場のコストとしては、経済産業省（2019）によって提示された利益相反の3類型がよく知られている。つまり、こうした利益相反リスクが顕在化しうる局面として、親会社との関係において、①直接取引や、②一部事業部門の譲渡・関連事業間の調整、あるいは③完全子会社化などが実施される場合を想定している。①については、低利子での子会社のキャッシュの利用、②については安価な価格での子会社事業の譲渡、③については安価な価格での子会社株式の取得が挙げられており、いずれも支配的株主である親会社のステータスが子会社利益（ひいてはその少数株主の富）にダメージを与えるシナリオが想定されている。これらで近年注目を集めたのが、①のケースである。具体的には、RIZAP グループの傘下の夢展望がトレセンテを上場子会社化（RAIZAP がみれば孫会社）した際、トレセンテに金融機関と借入契約を結ばせたうえで、その調達額を「債権取り立て益」として取り立てようとしたことが上記①に当てはまるとなれば、

¹ 結局、この金融取引については、夢展望が業績不振のトレセンテに資金援助の可能性があるのにも関わらず、子会社から一過性の資金回収を行うのは「往々取引」に該当する可能性があるとして、監査法人からの指摘を受け中止となった。「監査法人が『RIZAP、監査法人が『待った』、子会社の借金使い『取り立て益』、太陽、利益計上を疑問視』『日本経済新聞』2018年12月8日。

3. データと推計モデル

3.1 データセット

分析期間として、アベノミクス以降、コーポレート・ガバナンスが強化され、資本コストを意識した経営が促された2014年以降、2024年末までにIPOを実施した銘柄をとりあげる。サンプルはデータが取得できた996件であり、データソースはプロネクサス『株式公開白書』各年版から得た。

3.2 推計式

推計式は以下のとおりである。

$$UNDERP = F [SUB, VC, FAMI, OERT, LNDEAL, IND, YD] \quad (1)$$

被説明変数は初期収益率 UNDERP であり、
(初値 - 公開価格) / 公開価格で求めている。繰り返しになるが、同変数の値が低いほど、マーケットで評価された価格に公開価格が接近していることになり、潜在的な資金調達余力を十分に引き出せたと解釈できる。

一方、説明変数で焦点となるのは、上場子会社であるかを示す SUB である。これは上場子会社であるか否かを表す上場子会社ダミー SUBD、親会社による持株比率 SUBRT に分割できる。上場子会社である場合、保証効果が働き公開価格が引き上げられている場合、これら変数は初期収益率に負の影響を与えるであろ

う、一方、親会社による搾取が懸念され、公開価格を引き下げないと十分なマーケットからの売り出し株式の需要が喚起できない場合、公開価格が低下することで、初期収益率に正の影響を与えるであろう。

また、ガバナンスの観点から、上場子会社の効果が固有であるかを否かを特定するため、ベンチャーキャピタルがディールに関与しているか否かを表す VC、ファミリー企業であるか否かを表す FAMI を挿入している²。これらも関与の有無のダミー変数 VCD、FAMID と³、それらの持分比率である VCRT と FAMIRT に分割している。

最後にコントロール変数として、公開比率 OERT、調達金額(億円)の対数値 LNDEAL、4つの業種ダミー(情報通信 TEC、製造業 MANU、小売・卸 RETAIL、サービス SERVICE)、年次ダミー YD が挿入されている。

3.3 基本統計量

以上のデータセットの基本統計量は図表4にまとめられている。ガバナンス(親会社の有無、VC の有無、ファミリーの有無)ごとに平均値を見て比較している。まずそれを見ていくと初期収益率は、独立の76.58%に比べ、上場子会社は52.72%，その差は1%水準で有意となっている(パネルA)。VC 関与では非関与との間で非有意(パネルB)，逆にファミリー企業は非ファミリー企業に比べ初期収益率は低いとなっていることから(パネルC)，初期収益率の低さは上場子会社固有の特徴である可能性がある。

2 IPO企業のガバナンス構造は親会社、ベンチャーキャピタル、ファミリーに大別できることから設定した。なお、大手主幹事ダミーも挿入を検討したが、大半の案件がそれに該当するため、今回は分析を見送った。

3 VCダミーはディールにVCが関与している場合、ファミリー企業ダミーは公開前のファミリーの持株比率が33%以上の場合に1の値を与えている。

図表4 基本統計量

パネルA：上場子会社-独立企業

Variable	独立企業 864	上場子会社 132	差の検定 (p値)
UNDERP (mean (SD))	76.58 (94.77)	52.72 (78.93)	0.006
ROA (mean (SD))	8.19 (15.81)	10.55 (14.52)	0.106
DA (mean (SD))	58.39 (22.53)	55.78 (24.27)	0.22
OERT (mean (SD))	30.04 (14.95)	35.17 (16.00)	<0.001
FAGE(mean (SD))	19.33 (16.63)	18.25 (15.46)	0.482
LNDEAL (mean (SD))	7.43 (1.24)	8.18 (1.75)	<0.001

パネルB：VC関与-VC非関与

Variable	VC非関与 434	VC関与 562	差の検定 (p値)
UNDERP (mean (SD))	71.32 (89.72)	75.05 (95.75)	0.531
ROA (mean (SD))	13.67 (10.31)	4.51 (17.78)	<0.001
DA (mean (SD))	58.68 (21.79)	57.54 (23.51)	0.433
OERT (mean (SD))	32.06 (12.51)	29.68 (16.90)	0.014
FAGE(mean (SD))	22.49 (17.31)	16.64 (15.33)	<0.001
LNDEAL (mean (SD))	7.48 (1.33)	7.57 (1.35)	0.246

パネルC：ファミリー-非ファミリー

Variable	非ファミリー 430	ファミリー 566	差の検定 (p値)
UNDERP (mean (SD))	57.15 (85.79)	85.79 (96.62)	<0.001
ROA (mean (SD))	5.48 (17.71)	10.80 (13.46)	<0.001
DA (mean (SD))	56.88 (23.78)	58.92 (21.96)	0.161
OERT (mean (SD))	32.73 (17.46)	29.18 (12.99)	<0.001
FAGE(mean (SD))	18.36 (16.73)	19.82 (16.26)	0.167
LNDEAL (mean (SD))	7.92 (1.62)	7.24 (0.99)	<0.001

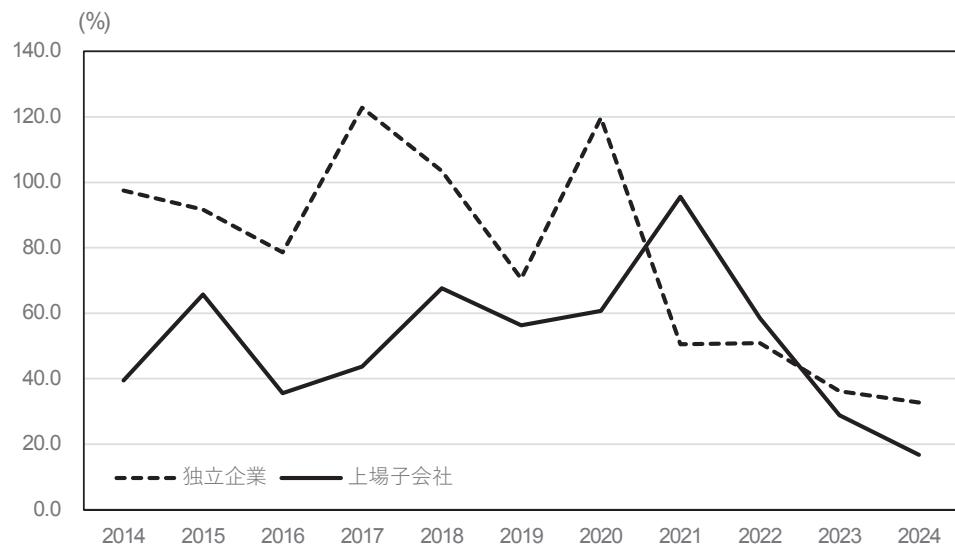
(注) カッコ内は標準偏差を表す。

また、公開規模（対数値）については、上場子会社は8.18、非上場子会社は7.43であり、その差は1%水準で有意である（パネルA）。子会社は未上場時に十分な経営規模を蓄えてから上場を実施するのに対し、その他上場会社は資金調達を急ぐあまり、企業成長が十分ではない状況での上場を実行している様子が見て取れる。ROAに関しては、プリミティブな差の検定からは、上場子会社の方が高いものの

（=10.55%）、非上場企業（8.19%）との間で有意な差は観察されない（パネルA）。ちなみに、VC関与では非関与より有意に低く（パネルB：前者4.51%，後者13.67%），逆にファミリー企業は非ファミリー企業に比べ有意に高くなっている（パネルC：前者10.80%，後者5.48%）。

図表5は初期収益率の推移を追ったものである。2010年台はおおむね上場子会社が非上場子

図表5 初期收益率の推移



会社の値を下回り、アンダープライシングの傾向がある。ただ、2021年と2022年には上場子会社の値が上回るなど両者の差の傾向が明確でなくなってきた。グループ指針、東証の市場再編を挟み、上場子会社に対するアンダープライシングの懸念が強く意識されていることが影響している可能性がある。

4. 推計結果

4.1 上場子会社の初期收益率

図表6は基本推計を表したものである。全サンプル（コラム(1)(2)）、上場企業が本則市場の場合がコラム(3)(4)、マザーズ上場がコラム(5)(6)に分割している⁴。まず、全体、本則、ジャスダックではSUBD、SNBRTは非有意である。全体、あるいはこれら市場では上場子会社ダメー、親会社持株比率は初期收益率に影響を与えていない

い。

ただし、マザーズ上場では、SUBDとSUBRTにおいて5%水準で有意に負の効果が観察される。たとえば、コラム(5)によれば、上場子会社の場合、非上場子会社に比べ、初期收益率は21.08%低いという結果になっている。あるいは、親会社の持分が1%高まった場合、初期收益率は0.294%低下する（コラム(6)）。これらの効果は宮島ほか（2011）と整合的な結果である、特に、信用力に欠ける新興子会社が上場する際、親会社の存在は保証となり、子会社に入ってくる資金量を高めている可能性がある。

その他ガバナンス変数では、LVCD、LVCRT、OWND、OWNRは非有意であり、初期收益率に影響を与えていない。以上の点から、上場子会社はアンダープライシングの程度が緩和されており、ガバナンスの観点からみた場合、その効果は上場子会社に固有の可能性がある。

4 ジャスダック上場企業は100件を超える程度と、サンプルサイズが不足しているために標準誤差が計算できなかったため、掲載をしていない。

図表6 基本推計：上場子会社と初期収益率

	(1) FULL	(2) FULL	(3) 本則	(4) 本則	(5) マザーズ	(6) マザーズ
(Intercept)	347.373*** (31.190)	350.853*** (29.798)	10.527 (16.589)	18.136 (16.242)	514.762*** (43.724)	509.547*** (41.118)
SUBD	-0.177 (9.044)		-2.732 (3.760)		-21.083* (10.590)	
SUBRT		0.002 (0.107)		-0.025 (0.045)		-0.294* (0.140)
VCD	-2.798 (6.481)		-0.921 (3.858)		-11.156 (7.371)	
VCRT		-0.002 (0.168)		-0.065 (0.067)		-0.253 (0.259)
OWND	2.844 (7.797)		7.929 (4.808)		2.767 (9.148)	
OWNRT		-0.018 (0.097)		0.045 (0.066)		-0.043 (0.125)
DA	-0.158 (0.146)	-0.154 (0.146)	-0.067 (0.098)	-0.065 (0.097)	-0.389* (0.167)	-0.381* (0.167)
LNDEAL	-32.663*** (2.831)	-33.093*** (2.844)	-0.813 (1.469)	-1.487 (1.529)	-50.022*** (4.280)	-50.014*** (4.251)
FAGE	-0.312 (0.237)	-0.299 (0.232)	0.090 (0.084)	0.064 (0.082)	0.599 (0.433)	0.674 (0.409)
OERT	-0.489* (0.200)	-0.489* (0.218)	-0.287** (0.093)	-0.267* (0.104)	-0.488+ (0.264)	-0.395 (0.275)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Num.Obs.	735	735	129	129	494	494
Adj. R2	0.383	0.383	0.282	0.269	0.438	0.435

(注) 1) 上段は係数、下段は不均一分散に頑健な標準誤差を示す。

2) 各変数について 1% タイルと 99% タイルで ウィンソライズしている。

3) ***, **, *, + はそれぞれ 0.1%, 1%, 5%, 10% 水準で有意であることを表す。

4.2 親会社が新興企業である場合

では次に、新興企業が親会社の場合、子会社の初期収益率に与える効果について検証していく。前表と同様、市場別に見た推計結果が図表7である。それによると、やはり新興親会社ダミーPNEW、新興親会社持分ダミーPNEWRTにおいて、全体、本則では有意な効果は観察されない。ただし、子会社がマザーズ

上場の場合、これら変数は有意に正の効果を示している（コラム(5)(6)）。親会社が新興企業の場合、マザーズ上場の子会社の初期収益率は（その他非上場子会社に比べ）30.40% 低いということになる。親会社持分の 1% の上昇は初期収益率を 0.622% 低下させる。これは新興親会社ほど搾取の懸念がマーケットからもたれているとする宮島ほか（2011）と異なる結果である。この理由として、①諸事件（NEC システムテ

新規上場子会社と初期収益率：親会社の「保証効果」と「控取効果」をめぐって

図表7 新興親会社が初期収益率に与える推計結果

	(1) FULL	(2) FULL	(3) 本則	(4) 本則	(5) マザーズ	(6) マザーズ
(Intercept)	351.468*** (30.790)	354.344*** (29.890)	11.113 (16.649)	19.060 (16.542)	508.534*** (42.252)	508.044*** (40.864)
PNEWD	-19.957 (12.772)		10.274 (6.309)		-30.400* (12.524)	
PNEWRT		-0.312 (0.203)		0.103 (0.117)		-0.622** (0.211)
VCD	-3.147 (6.291)		-0.258 (3.692)		-8.498 (7.217)	
VCRT		-0.037 (0.171)		-0.060 (0.070)		-0.218 (0.246)
OWND	0.847 (6.814)		9.072+ (4.598)		6.121 (7.958)	
OWNRT		-0.049 (0.091)		0.056 (0.063)		-0.007 (0.110)
DA	-0.161 (0.146)	-0.163 (0.146)	-0.077 (0.099)	-0.074 (0.097)	-0.359* (0.165)	-0.371* (0.167)
LNDEAL	-32.981*** (2.870)	-33.353*** (2.893)	-0.931 (1.481)	-1.588 (1.565)	-50.324*** (4.308)	-50.641*** (4.319)
FAGE	-0.325 (0.238)	-0.306 (0.232)	0.088 (0.084)	0.064 (0.082)	0.575 (0.437)	0.654 (0.413)
OERT	-0.490* (0.199)	-0.469* (0.215)	-0.299** (0.094)	-0.278** (0.104)	-0.476+ (0.263)	-0.387 (0.275)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Num.Obs.	735	735	129	129	494	494
Adj. R2	0.385	0.384	0.283	0.270	0.439	0.436

(注) 1) 上段は係数、下段は不均一分散に頑健な標準誤差を示す。

2) 各変数について1%タイルと99%タイルでワインソライズしている。

3) ***, **, *, + はそれぞれ0.1%, 1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

クノロジーなど）の後の規制・警告が影響した⁵、
②親会社が行動を変え、「品質」の優れた子会社を上場させているという点が挙げられる。②についても後に検証する。

4.3 指針・市場再編の効果

2019年のグループ指針、2022年の東証の市場

再編は上場会社の初期収益率にいかなる影響を及ぼしたのであろうか。ここでは指針期（2019年6月から2022年3月末）、再編期（2022年4月以降）で分けて、親子上場ダミー、親会社持分ダミーの効果を見たものが図表8である。コラム(1)(2)が指針期、コラム(3)(4)が再編期となる。

それによると、グループ指針や市場再編の施行

5 「同社は、2003年9月の初値7,100円での公開からわずか1年8カ月後の05年5月に、親会社のNECによる株式公開買付及び株式交換により完全子会社化された。その最終取引日の株価は3,880円で、上場期間中の株価リターンはマイナス45.5%」となっ

図表8 グループ指針・市場再編が与えた効果

	(1) 指針期 フル	(2) 指針期 フル	(3) 指針期 マザーズ	(4) 指針期 マザーズ	(5) 再編期 フル	(6) 再編期 フル	(7) 再編期 グロース	(8) 再編期 グロース
(Intercept)	233.648*** (31.535)	243.565*** (31.484)	115.350*** (26.126)	104.571*** (24.814)	445.241*** (61.782)	461.907*** (58.223)	217.401*** (38.392)	202.826*** (36.787)
SUBD	13.571 (11.331)		2.685 (14.287)		-1.436 (17.202)		4.957 (19.362)	
SUBRT		0.126 (0.152)		0.080 (0.203)		-0.062 (0.229)		0.144 (0.303)
VCD	4.711 (7.443)		-12.319 (7.749)		1.241 (12.197)		-17.897+ (9.335)	
VCRT		0.044 (0.193)		-0.389* (0.167)		0.487 (0.480)		-0.425* (0.205)
OWND	7.950 (6.971)		3.128 (7.112)		4.228 (13.729)		10.419 (9.217)	
OWNRT		0.001 (0.089)		0.017 (0.096)		-0.044 (0.195)		0.138 (0.125)
DA	-0.032 (0.146)	-0.017 (0.146)	0.190 (0.155)	0.175 (0.145)	-0.226 (0.245)	-0.219 (0.255)	0.076 (0.178)	0.034 (0.160)
LNDEAL	-21.765*** (3.066)	-22.137*** (3.120)	-9.631** (3.021)	-9.170** (3.038)	-47.253*** (6.375)	-47.694*** (6.331)	-19.028*** (4.389)	-18.705*** (4.345)
FAGE	-0.174 (0.355)	-0.181 (0.342)	-0.587** (0.211)	-0.515** (0.184)	0.569 (0.624)	0.534 (0.653)	-0.636 (0.473)	-0.477 (0.450)
OERT	-0.616** (0.236)	-0.652* (0.256)	-0.335 (0.252)	-0.243 (0.242)	-0.227 (0.428)	-0.472 (0.497)	-0.471 (0.338)	-0.353 (0.342)
産業ダミー	Yes							
年次ダミー	Yes							
Num.Obs.	534	534	258	258	200	200	190	190
Adj. R2	0.282	0.281	0.139	0.141	0.411	0.415	0.209	0.204

(注) 1) 上段は係数、下段は不均一分散に頑健な標準誤差を示す。

2) 各変数について 1% タイルと 99% タイルでワインソライズしている。

3) ***, **, *, + はそれぞれ 0.1%, 1%, 5%, 10% 水準で有意であることを表す。

は、劣悪な子会社の上場に対する規制となっている場合、初期収益率はマイナスに反応し、マーケットに対する注意喚起、親子上場のコストについての懸念がより意識されている場合、初期収益率はプラスに反応するであろう。

その結果によると、上場子会社ダミー SUBD、親会社持分比率 SUBRT はいずれのコラムでも非有意である。本稿の検証からは、指針や再編がアンダープライシングを促進したとも抑制したとも判断できない⁶。

4.4 上場子会社の収益性

上記分析では、特に新興市場において、上場子会社の初期収益率が低下する傾向が確認された。ではそれは、親会社が「品質」の優れた子会社を上場させているからであろうだろうか。ここでは上場子会社の収益性から確認していく。具体的には、被説明変数として上場直前期の ROA (= 営業利益 / 総資産) を取り上げて検証する。

たという（宮島ほか 2011: 327）。親会社による子会社株主の富が毀損された象徴的な事例といえよう。

6 マザーズに市場を限定した場合も、指針・再編以降の初期収益率に対し上場子会社関連変数は非有意であった。

新規上場子会社と初期収益率：親会社の「保証効果」と「搾取効果」をめぐって

図表9 親子上場が子会社の収益性に与える効果

	(1) FULL	(2) FULL	(3) 本則	(4) 本則	(5) マザーズ	(6) マザーズ
(Intercept)	27.380*** (4.463)	18.653*** (4.338)	9.757+ (4.981)	8.600+ (4.428)	35.718*** (7.998)	22.920** (7.636)
SUBD	3.481+ (1.857)		1.891 (1.659)		3.671 (2.611)	
SUBRT		0.101*** (0.020)		0.006 (0.018)		0.141*** (0.031)
VCD	-7.584*** (0.954)		0.087 (1.219)		-10.543*** (1.308)	
VCRT		-0.001 (0.028)		-0.009 (0.020)		-0.043 (0.053)
OWND	2.996* (1.330)		1.861 (1.593)		4.779** (1.828)	
OWNRT		0.104*** (0.017)		0.025 (0.021)		0.144*** (0.025)
DA	-0.121*** (0.029)	-0.126*** (0.029)	-0.110* (0.048)	-0.110* (0.049)	-0.131*** (0.035)	-0.134*** (0.036)
LNDEAL	-1.032* (0.438)	-0.936* (0.450)	0.357 (0.381)	0.502 (0.373)	-2.068* (0.967)	-2.041* (0.972)
FAGE	0.010 (0.025)	0.034 (0.025)	-0.017 (0.023)	-0.018 (0.022)	0.067 (0.048)	0.091+ (0.051)
OERT	0.029 (0.030)	0.026 (0.033)	0.016 (0.024)	0.025 (0.028)	0.040 (0.057)	0.079 (0.060)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年次ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Num.Obs.	735	735	129	129	494	494
Adj. R2	0.149	0.117	0.127	0.126	0.202	0.167

(注) 1) 上段は係数、下段は不均一分散に頗健な標準誤差を示す。

2) 各変数について1%タイルと99%タイルでワインソライズしている。

3) ***, **, *, + はそれぞれ0.1%, 1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

結果は図表9のとおりであり、各コラムの内容は表3と同様である。本則市場では上場子会社関係変数は非有意である(コラム(3)(4))。ただし、上場子会社ダミーSUBDが全体で10%水準で正に有意、親会社持分比率SUBRTはマザーズ(コラム(6))で有意に正の効果が観察される。例えば、上場子会社の場合、ROAは3.48%高

く、新興親会社持分比率の1%の上昇は、子会社のROAを0.14%引き上げる。この結果から、親会社による品質保証は、単なるマーケットからのイメージだけにとどまらず、収益性の高い「品質の優れた」子会社を上場させることで、実現されているものと推察される。

5. 結論と今後の課題

本稿では、親会社が子会社に与える効果について、保証効果、搾取効果をめぐって、子会社IPOの初期収益率の観点から検証してきた。分析の結果、以下の点が示された。

- ① マザーズ上場の子会社で低い初期収益率が確認された。特に、信用力に欠ける新興子会社が上場する際、親会社の存在は保証となり、子会社に入ってくる資金量を高めている可能性がある。
- ② 親会社が新興企業でもIPOする子会社の初期収益率は低いという同様の効果が観察された。搾取の懸念が高い親会社・子会社の組み合わせで、特に保証効果が機能していることが判明した。
- ③ 上場子会社ほど優れた収益性を示しており、親会社による品質保証は、単なるマーケットからのイメージだけにとどまらず、収益性の高い「品質の優れた」子会社を上場させることで、実現されているものと解釈できる。
- ④ しかしながら、グループ経営指針や東証再編期以降、明確なアンダープライシングの抑制効果は子会社IPOには観察されなくなった。この結果は、これら改革を契機に、親会社による子会社の富の収奪の懸念がマーケットにおいて強くなった結果だと推察される。

では、品質効果の持続性はどのようなものな

のであろうか。さらに、上場後の子会社の財務パフォーマンス、株価パフォーマンスは、東証の市場再編によって影響を受けたのであろうか⁷。そもそもどのような子会社を上場させているのか。あるいは、子会社上場はいかなるメリットを具体的に親会社にもたらしているのか。本稿の結果を踏まえ、これらの検証を付加することで、より親子上場の機能解明に近づくことが可能となろう。

参考文献

- 岡村秀夫 (2013)『日本の新規公開市場』東洋経済新報社。
- 金子隆 (2019)『IPOの経済分析：過小値付けの謎を解く』東洋経済新報社。
- 忽那憲治 (2014)「わが国のIPO市場において誰が保証効果を担っているのか」『証券アナリストジャーナル』第52巻第1号、8-16頁。
- 経済産業省 (2019)「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」。
- 宍戸善一・新田敬佑・宮島英昭 (2010)「親子上場をめぐる議論に対する問題提起（中）」『商事法務』1899, 4-9頁。
- 辰巳憲一・桂山靖代 (2004)「オーナー会社や子会社の株式公開：企業形態などが初期乖離率やIPO後株価パフォーマンスなどに及ぼす影響の統計分析」『証券経済研究』第47号、65-82頁。
- 宮島英昭・新田敬佑・宍戸善一 (2011)「親子上場の経済分析：利益相反問題は本当に深刻なのか」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社、289-337頁。
- Cao, J. and J. Lerner (2009), "The Performance of Reverse Leveraged Buyouts," *Journal of Finance*

⁷ IPO銘柄の公開後の株価パフォーマンスについては、その「半年効果」が指摘され、長期的に持続しないことが明らかにされている（岡村 2013）。

新規上場子会社と初期収益率：親会社の「保証効果」と「搾取効果」をめぐって

cial Economics, Vol.91(2), pp. 139–157.

(立教大学経済学部教授・当研究所客員研究員)