

オーナー会社や子会社の株式公開

——企業形態などが初値乖離率やIPO後株価パフォーマンスなどに及ぼす影響の統計分析——

辰 巳 憲 一
桂 山 靖 代

要 旨

様々な業種に属し、様々な経営形態と資金調達方法をとっている1996年から1999年までのJASDAQ新規上場企業がどのような初値乖離率や上場後株価パフォーマンスを実現しているのか検証する。これらIPO企業の過半はいわゆるオーナー会社と既上場会社の子会社・関連会社であり、それらの囲い込み仮説やお墨付き仮説に注目し、単純な統計分析を行う。

親会社と子会社一般株主とは、行動目標が違い利害は一致しない。親会社が囲い込みをすれば株主間利益相反は益々激化する。例えばグループ戦略をとっている親会社の裁量で他社と合併させられて上場廃止になるような、派遣されている経営者が経営上の独自性を持たないような子会社・関連会社の株式を、投資戦略上保有する意味は投資家にとって小さい。この仮説が正しければ、親会社持ち株シェアの高い会社がIPOすれば、公開価格は低く、他の条件が一定なら初値乖離率は高くなる。また、上場後パフォーマンスとの相関もプラスになる。

他方、能力あるオーナーや将来性のある親会社が確実に子会社の経営を掌握しているなら、子会社・関連会社の将来も明るく、オーナー・親会社は投資家に対してお墨付きを与え、公開価格は高く、他の条件が一定なら初値乖離率は低く、親会社持ち株シェアと初値乖離率の相関はマイナスになる。また、上場後パフォーマンスとの相関もマイナスになる。

サンプル全体では強くないが囲い込み仮説を支持した。しかし、年次ごと業種ごとの相関からみた結果は、オーナー会社や親会社の特性は様々であることを示しており、オーナー囲い込み仮説は広く成り立っていない。親会社の囲い込み仮説とお墨付き仮説は、どちらが妥当するか、年次や業種によって異なる。

目 次

- I. はじめに
- II. 問題意識と先行研究
 - 1. 企業形態や資本構成と IPO
 - 2. 先行研究の要約
- III. データの取り方と研究方法
 - 1. 株価と株式所有のデータ
 - 2. 企業組織分類方法
 - 3. 企業形態分類基準別会社数
- 4. 企業形態別上場会社比率の推移
- 5. 経営形態相互の関連性
- IV. 会社形態別パフォーマンス
 - 1. スピード公開可能か
 - 2. 企業形態・資本構成と初値乖離率・公開後株価パフォーマンス
 - 3. 結果の要約
- V. 残されたトピックス

I. はじめに

JASDAQ 市場 (2001年 7 月に「株式店頭市場」より一般呼称が変更になった) に上場する企業は、最近、多数にのぼるようになったが、それらは様々な業種に属だけでなく、様々な経営形態と資金調達方法をとっている。新規公開 (IPO) における公開価格決定法など¹⁾の上場の仕組みとは全く異なる、これらの要因が初値乖離率や上場後株価パフォーマンス、公開のスピード、などどう関わっているのだろうか。

わが国での体系的研究は多くない。しかも、既存の研究はサンプル・サイズが小さく、研究対象が限られている。本研究は1996年から2002年までのデータを用いて、1996年から1999年までの間に JASDAQ に上場した346社の IPO を分析する。IPO 企業は辰巳・桂山 [7] で用いたものと同じである。

さらに、これら IPO 企業の過半は、後述のように、いわゆるオーナー会社と既上場会社の子会社や関連会社であるにもかかわらず、この形態の IPO 企業が体系的に分析されたことはない。本稿では、株主間利益相反仮説や囲い込み仮説にも注目し、単純な統計分析に基づき経

済分析を行う²⁾。既存の技法を使う研究と同じ特性が観察されただけでなく、新しい事実の発見も出来た。

II. 問題意識と先行研究

1. 企業形態や資本構成と IPO

企業の経営形態は、多角化や事業部制など組織の構造などでも特徴付けられるが、大企業とは違って若い企業の場合は、専業形態が多いため、あるいは事業部制をとっていてもその事業部の数が限られるため、なかんずく株式保有構造と資本構成から捉えるしかない。その結果、IPO 企業はオーナー会社、上場 (親) 会社の子会社・関連会社、ベンチャー・キャピタル (以下では VC と略) あるいは銀行によって株式保有されている会社の 4 つに大別できる。

IPO 企業のこれら 4 つの会社経営形態の間に、初値乖離率、上場後パフォーマンス (リスクとリターン、あるいはシャープ測度)、会社設立以降公開までの年数など、にどのような差異があるのか、分析することになる。

JASDAQ・IPO に対するベンチャー・キャピタルと銀行の機能・役割は、1989年 4 月から 1991年 5 月までに公開した158社の初値乖離率

に対してパッカー [3] が、1998年から1999年5月までに公開した133社の公開後6ヵ月の株価パフォーマンスに対しては三井 [5] が、分析した。しかしながら、オーナー会社や子会社・関連会社の初値乖離率やパフォーマンスは考慮されなかった。これら4企業形態の間には、コーポレート・ガバナンスに大きな差異があり、体系的に比較する研究には大きな意義がある。

(i) オーナー会社や子会社の公開

株式公開の目的は、資金調達手法の多様化、公開に伴うディスクロージャーによる経営組織の効率化、知名度・信用度の向上による取引先の拡大・優秀な人材確保、などがふつうあげられ、IPOする会社本来の経営に関する広い観点が関わっている。しかしながら、公開目的はこれらだけとは限らない。オーナーの相続税対策などもあげられ、インサイダーの私利私欲に係わる目的もある。

また、子会社などの場合は、親会社から資金面での独立、が大きな理由になる。大企業子会社の経営陣による独立（いわゆるMBOとは別）の場合では、衰退する親会社からの退避も理由になっている。

他方、主幹事証券会社は、オーナー会社や子会社・関連会社の引き受けにあたり、どのような行動にでるのか。他の経営形態会社に対する態度とどう違うか、などが検討するべき項目になる。

(ii) VC関与の効果

VC関与IPO会社の初値乖離率と上場後株価パフォーマンスについては既にいくつか研究があり、仮説も提示されている。VC関与案件は上場後ハイリスク・ハイリターンである、あるいはVC関与シェアが高いほど公開後低成長

である証拠も出されているが、本研究のデータではどうだろうか。

また、VC関与比率が高い企業ほど、上場後の売り圧力が強くなるとみられ、主幹事証券会社が引き受けに消極的になるケースが多い、と業界では言われる。それが事実であれば、公開価格は低めに定められる傾向が否定できないことになる。本研究のデータではどうだろうか。

(iii) リスク概念

パフォーマンスやコーポレート・ガバナンス分析ではリスクの観点が不可欠である。リスクを明示的に取り入れたのは三井 [5] であるが、なじみのないハーベイ (Harvey) の分散モデルを用いるため、解釈不可能な計測結果が得られた。

本稿では、ポートフォリオ理論を援用して解釈可能なリスク概念を用いる。また、伝統的な価格変動リスクだけでなく、先に辰巳・桂山 [6] で導入した銘柄選択リスク³⁾概念も用いる。

2. 先行研究の要約

公開価格の信頼性（「妥当性」ではないことに注意）を問題にしたパッカー [3] は、「公開価格は妥当である」という「お墨付き (certification)」を誰かが与えれば、さらに信頼されている誰か第三者がそれを行動で示せば、またさらに利益獲得の機会を放棄してまでそれを行動で示せば、その信頼性を高められるという仮説のもとで、銀行やVCの持ち株シェア・その変化と初値乖離率の関係を調べた。

公開日の週末から6ヵ月後週末までの株式投資収益率⁴⁾に対して、三井 [5] は、銀行やVCの持ち株シェア、事業暦年数、自己資本比

率、各公開後6ヵ月株式市場(TOPIX)投資収益率とダミー変数を説明変数にしてクロスセクションOLSし、第一の説明変数の有意性を検討した。さらにハーベ이의分散モデルを適用した。

(i) 銀行の機能～お墨付き仮説

パッカー[3]は、第一に銀行が公開後目立って株式保有を増やす事実、第二に、銀行持ち株シェアが高いIPO企業は公開価格が割安に設定される度合いが低い、つまり初値乖離率は低いケースが多いという2つの事実を見出し、銀行が「お墨付き」を与えている、と結論した。さらに、IPOにあたって、事前も事後も、お墨付きを得るため銀行の持ち株数を増やしてもらおう、という発行企業、銀行、主幹事証券会社の行動があるに違いないとも予想している。

三井[5]は、銀行持ち株シェアの高いIPO企業の方がVC持ち株シェアの高いIPO企業より、公開後の株式投資収益率の分散(ハーベ이의分散モデルの意味で、必ずしもファイナンス分野のリスクではない)は小さい事実を見出した。ちなみに、事業暦の長い企業も公開後株式投資収益率の分散が小さい。

(ii) ベンチャー・キャピタルの機能

パッカー[3, P. 47]によると、VCが公開前に3%以上の持ち株をしている場合、初値乖離率(同論文内で使われている訳語は「平均当初リターン」)は低く、公募規模は大きく、企業事業歴は長めであるという統計特性を持つ。またVCは、公開後には、持ち株シェアを低下させる場合が多い、という事実はパッカーを含めて多くの研究者が記録している。

忽那[2]は、1996年中にIPOした企業については公開後6ヵ月後までの投資収益率は

VCの公開申請時(目論見書から算出)持ち株シェアに反比例しているが、VCが公開後も株式を保有し続けた企業の株価は良好なパフォーマンスを示す事実を、指摘している。この事実は、著者の解釈では、VCの行動が極めて経済合理的であり、しかも予測は正しくなされていることを示しており、他の期間でも検証し、多くのデータで確認されるべきであろう。

Ⅲ. データの取り方と研究方法

1. 株価と株式所有のデータ

データの取り方と研究方法については以下のとおりである。

(i) 初値乖離率

初値乖離率とは公開価格から初値への変化率である。他の文献では、これは初期収益率とも呼ばれている。ちなみに、辰巳・桂山[7]では初期収益率を初値と公開価格の差を獲得した日数を考慮した年率収益率と定義し分析した。

(ii) 公開後36ヵ月株価パフォーマンス

公開月末終値株価を100に基準化し、36ヵ月後までの各月終値株価⁵⁾を株価指数で割った相対株価でパフォーマンス分析する。パフォーマンスは公開後経過月ごとに指数を計算し、36ヵ月後を「36ヵ月後パフォーマンス」とし、36ヵ月の平均をとったものを「36ヵ月平均パフォーマンス」とした2種類の株価パフォーマンスを作成した。これは、JASDAQ指数ベース、TOPIXベースのものと、それぞれを対数値にした版も作成した前研究(辰巳・桂山[6])の方法に則る。

株価指数については、本稿はJASDAQのIPOを研究対象としているから、JASDAQ平

均か JASDAQ インデックス（時価総額加重平均）を利用するのが適当だが、TOPIX、JASDAQ 平均、JASDAQ インデックスの3つの指標のどれを分母に用いても結果にあまり影響しなかったため、リスク・リターン計算では JASDAQ 平均をベースにした。

(iii) 持ち株シェアなどのデータと特異データの処理

上場前持ち株シェア・データは、データ収集時点が公開申請時に統一されている『株式店頭公開白書』（ディスクロージャー実務研究会編、亜細亜証券印刷）を利用した。データは、公開時の増資を含めず、売り出しを斟酌していないシェアである。パッカー [3] のように、『会社四季報』から上場前持ち株シェアなどのデータをとれば、『会社四季報』が季刊のため調査時点が公開申請時からずれたり、そのずれが IPO 会社間でばらつく可能性がある。

われわれのデータには2003年に東証に転籍したヤフーが含まれ、平均から大きく離れた推移を示す。以下では、ヤフーのような会社を分析から除外するのではなく、いくつかの分析で必要がある場合例外除外の図表を描いたり計算を行う2本立ての分析を行う方法をとる。

2. 企業組織分類方法

企業組織の分類方法としてはいくつか考えられるが、以下の基準によって、IPO 企業を、オーナー一族保有、子会社・関連会社、VC 保有、銀行保有の4分類で考察する。

(i) 公開時持ち株シェア別分類の詳細

オーナー一族には、財産保全会社いわゆるオーナーの持株会社とオーナー以外役員を含む。そのため、マネジメントや経営陣と呼ぶ方がよいかもしれない。しかしながら、大企業と

は違い、IPO 企業の場合創業時役員は実質的に創業者の一人なのである。しかも彼らにはその自覚がある。エスタブリッシュされた大会社の取締役とはまったく異なる。なお、ここには、オーナー、特に代表者の親族の持ち株や従業員持ち株会の分を当然含まない。

子会社・関連会社という場合、親会社が上場している IPO 会社のみを対象にする。非上場親会社がある場合、しかも、その他の基準に係わらない場合も、ありえるが、ここでは分類・分析対象としない。

VC については98-99年のみデータが利用可能である。銀行系、証券系、外資系、政府系、事業系、独立系に分かれる。その際、銀行系 VC の取り扱いはどうすべきだろうか。銀行持ち株、融資など他の資金源をも考慮して、総合的に考えるべきだろう。しかしながら、VC は協調投資を行うため、投資元は1社ではなく複数社になることが多い。そのため、分析目的によっては系統を分ける意味がなくなる。さらに、あえて分けるにしても、データが細かくなり作業上無理がある⁶⁾。本稿では、VC の系統を分けなかった。

銀行は一行だけではなく、銀行部門全体の持ち分や該当数字であり、97-99年のみデータが利用可能である。銀行の持ち株が規制により制限されるので、持ち株シェアと対総資産の借入金比率の2段階で分析する必要がある。

(ii) 対総資産比率別分類

銀行借入れは、できれば公開時のデータがよいが、利用可能でないので公開後初決算時データになる。銀行以外のノンバンクからの借入が含まれている可能性があり、しかも長期と短期の借入金を合計したデータしか利用可能でない。

図表 1 企業形態分類基準別の会社数

持ち株シェアによる分類								総資産に占める割合	
オーナー		親会社		銀行		V C		銀行借入	
1/3未満	105	子会社	43	0 %	26	1 %未満	46	0 %	46
1/3-2/3	162	関連会社	23	0 - 5 %	99	1 - 5 %	47	0 - 30%	200
2/3以上	79	無	280	5 %超	111	5 %超	41	30%超	100
合計	346		346		236		134		346

(注) オーナー：役員＋財産保全会社、親会社：既公開親会社のみ、銀行：97年以降公開会社が対象、VC：98年以降公開会社が対象、銀行借入：公開後初決算における総資産に対する借入金割合。

3. 企業形態分類基準別会社数

持ち株シェアと銀行借入金比率から IPO 会社を捉えるにしても、どのような比率を想定するのがよいか、次に考えてみる。

(i) オーナーと親会社の持ち株シェア

まず、オーナー会社を捉えるには、上場前のオーナー持ち株シェアを1/3と2/3で分類する考え方をとった。それは、2/3以上で株主総会特別決議を可決できる、1/3以上で特別決議を否認できる、からである。前者を便宜的に「絶対的オーナー会社」、後者を便宜的に「相対的オーナー会社」、基準と呼ぼう。

また、親会社は株式を保有する際に、当該企業を関連会社（持ち株シェア20～50%。持ち分法適用会社）にするか、子会社（持ち株シェア50%超）にするかによって、連結財務諸表への影響が異なるため、親会社持ち株シェアは関連会社株式保有と子会社株式保有により分類することにした。

ちなみに、日本の会計基準では、持ち株シェアが50%以下でも役員派遣などがあれば、実質的に経営を支配しているとみなす基準がある。また、持ち株シェア50%以下の持ち分法適用会社はシェア相当分が親会社の営業外損益に計上される。しかし、本稿では、そのような役員派遣数の収集と損益調整を必要とする親会社の損

益分析は行わない。

(ii) 形態分類基準別会社分布

次に、上記オーナー持ち株シェア、親会社の有無、銀行の持ち株シェアが0か5%以下か5%超か、VCの持ち株シェアが1%未満か5%以下か5%超か、銀行借入金対総資産比率が0%か30%以下か30%超か、などで分類した各区分のIPO企業数を図表1に示した。

銀行借入金対総資産比率の30%やVC持ち株シェアの1%や5%という数字に経済的意味があるわけではないが、多い少ないを判断する基準の数字とした。VC持ち株シェアについての区分は、所属する会社数がほぼ均等になるように、1%と5%という分岐点を選んだ。

形態分類基準別会社数分布で目立った特徴はいくつかある。オーナー持ち株が絶対的なコントロールを可能にする3分の2を超える会社は79社にも達する。上場（親）会社の子会社・関連会社のIPOは66社でそれより少ない。銀行が出資していない会社（3年分で26社）や融資していない会社（同46社）は予想外に多い。

4. 企業形態別上場会社比率の推移

(1) 子会社・関連会社の上場

(i) 子会社・関連会社の上場動向

次に、上場申請時に発行済み株式の50%以上、20-50%を保有している上場親会社がある

図表 2 関係会社の新規上場とその比率の推移

公開年	公開会社数	子会社数と比率 (シェア50%以上)		関連会社数と比率 (シェア20-50%)	
96年	110	10	9.1%	8	7.3%
97年	102	12	11.8%	7	6.9%
98年	62	12	19.4%	4	6.5%
99年	72	9	12.5%	4	5.6%
4年間合計	346	43	12.4%	23	6.6%

子会社・関連会社の IPO 数がジャスダック IPO 総数の何%になるか、比率を図表 2 に計算した。

純粋な子会社の上場数は関連会社の上場数をはるかに超える。そして、子会社上場数は減少している。関連会社の場合には、上場会社数と比率の両方に、減少傾向が見られる⁷⁾。

(ii) 子会社など関係会社上場戦略の目的の変遷～囲い込み仮説

従来、親会社は資金調達のため子会社株式を公開することが多かった。そのため、資金需要が旺盛な時期には子会社上場が増えた。さらに、子会社の上場は社員の士気向上や経営自立の利点もある。

上で見たように、上場企業などの子会社や関連会社の新規上場が減少しているのは、親会社と子会社の株主間での利害の対立が不況下に浮かび上がったからである、と解釈できる。

親会社は、単なる株主や投資家という立場ではなく、グループ企業の経営資源を共有化し、それを有効に使うことによって、グループ全体の企業価値を上げるグループ戦略にその使命がある。しかしながら、子会社が上場すれば様々な株主が生まれ、企業情報を親会社や関連会社だけに提供するわけにはいなくなる。

そのような役割を持つ親会社は、上場した子会社の重要情報が特に他グループの企業に漏れ

る可能性を避けねばならない。さらに、外部株主が増えれば親会社が子会社の人的物的資源・資金を自由自在に動かすことさえもできなくなるかもしれない⁸⁾。このような要因が、子会社や関連会社の新規上場を減らしたものと思われる。これはいわゆる囲い込み(entrenchment)である。しかも、この場合は親会社による囲い込みである。

(2) オーナー会社と VC 投資会社の上場動向

前小節と同じように、オーナー会社の IPO 数がジャスダック IPO 総数に占める比率、VC については 1%未満、1-5%と 5%超の持ち株シェアを持つ VC 投資会社に分けた同比率を図表 3 と 4 に計算した。

(i) オーナー会社の上場動向

オーナー会社の上場は全体のおよそ半数を占め、分類上では IPO が最多数の会社組織形態になる。しかも「絶対的オーナー会社」の IPO 比率には顕著な増加傾向が見られ、減少している子会社や関連会社の動きとは対照的である。

(ii) オーナー会社の行動仮説～囲い込み仮説

オーナーの行動に関する仮説については Palia and Ravid [4] が 1 つ提示している。1993 年までの 14 年間の米国の役員報酬データで

図表3 オーナー会社の新規上場とその比率の推移

公開年	公開会社数	非オーナー会社 (シェア1/3未満)		相対的オーナー会社 (シェア1/3-2/3)		絶対的オーナー会社 (シェア2/3以上)	
96年	110	32	29.1%	59	53.6%	19	17.3%
97年	102	34	33.3%	49	48.0%	19	18.6%
98年	62	22	35.5%	23	37.1%	17	27.4%
99年	72	17	23.6%	31	43.1%	24	33.3%
4年間合計	346	105	30.3%	162	46.8%	79	22.8%

図表4 VC投資先会社の新規上場とその比率の推移

公開年	公開会社数	1%未満		1-5%		5%超	
98年	62	23	37.1%	17	27.4%	22	35.5%
99年	72	26	36.1%	27	37.5%	19	26.4%
2年間合計	134	49	36.6%	44	32.8%	41	30.6%

(注) 96, 97年は原資料が未集計のままである。

検証した彼らの研究によると、「オーナーは、株主の利益を最大化し、トービンのqや営業利益でみて、会社に利益をもたらしている。そして、報酬に無頓着でよく働くことによって、自身の存在を揺ぎ無いものにしている。」これもオーナーのいわゆる囲い込みである、と解釈される。Palia and Ravid [4] の表現を借りると、オーナーは社内で囲い込み (endogenously entrenched) している、ということになる。

(iii) VC投資会社の上場の動向

VCが投資しているIPO会社は、図表4からわかるように、うち約3分の1が5%超の持ち株シェアを占める。また、持ち株5%超の会社の上場は減り、VCの投資は分散化したようにみえる。2年間のデータであるが、VCが投資していないIPO会社はない事実も原データから確かめられる。

5. 経営形態相互の関連性

(i) オーナー会社から見た関連性

オーナー持ち株が少ない会社は、銀行の持ち

株が多かったり、親会社がある等が考えられ、クロスの図表も必要である。持ち株などのクロス図表は4系統 (オーナー、銀行、親会社、VC) あるので、次の図表5のように表示した。

オーナー持ち株シェアが3分の1未満の企業の場合、その約60%が親会社を持っている。むしろ、これら企業は、親会社への依存度が高い、いわゆる子会社または関連会社なのである。これら子会社・関連会社は銀行資金に依存する程度は著しくない。

オーナー持ち株シェアが3分の2以上の企業は、絶対的オーナー会社と呼んだように、やはり銀行資金に依存する程度は著しくなく、独立独歩である。

銀行が融資と株式保有の点から食い込んでいるのは、それらの中間形態のオーナー持ち株が3分の1以上3分の2未満のIPO会社である。つまり、子会社・関連会社や絶対的オーナー会社への銀行の関与は低い。これは重要な点で、上に要約したIPOに係わる銀行のお墨付き仮説はこの点を見忘れている。

図表5 オーナー会社の特徴

オーナー持ち株	親会社		銀行借入比率			銀行持ち株（97年以降）		
	有	無	0 %	0～30%	30%超	0 %	0～5 %	5 %超
1/3未満	62	43	18	56	31	14	24	35
1/3～2/3	4	158	8	109	45	5	41	57
2/3以上	0	79	20	35	24	7	34	19

図表6 子会社・関連会社の特徴

親会社持ち株	オーナー持ち株シェア			銀行借入比率			銀行シェア（97～99年）		
	1/3未満	1/3～2/3	2/3以上	0 %	0 %～30%	30%超	0 %	0 %～5 %	5 %超
なし	43	158	79	32	166	82	11	83	94
20%～50%	19	4	0	4	13	6	3	6	6
50%超	43	0	0	10	21	12	12	10	11

（注）表内の数値の単位は会社数である。

銀行持ち株シェアが高いIPO企業は、公開価格が割高に設定され、初値乖離率は低いという銀行のお墨付き仮説は、「子会社・関連会社や絶対的オーナー会社のIPOでは公開価格が割安に設定され、初値乖離率は高い」という仮説と矛盾しない。子会社・関連会社や絶対的オーナー会社に対する銀行の持ち株シェアが低いからである。

「IPOにおいて公開価格が割安に設定され、初値乖離率は高い」という仮説は、親会社や絶対的オーナー会社はお墨付きを与えていない、というものである。

（ii）子会社から見た関連性

子会社を上場する最有力な理由は、資金調達のためである、と見られている。そのような子会社・関連会社の株式所有、銀行借入れ状況はどうであろうか。親会社の持ち株シェアによって、株主所有状況、銀行借入れの多寡はどう異なるか、上と同様な方式で会社数を図表6に表した。

図表6から明らかなように、子会社には絶対的な意味でも相対的な意味でもオーナーはいない。

関連会社でもほとんどがそうである。また、子会社や関連会社では銀行借入や銀行持ち株が多くなく、借入金と持ち株の両面で、銀行と一切係わりがないという子会社や関連会社も相当の数にのぼる。

（iii）持ち株シェアの相関

つぎに、1996年以降、データのある限りで、IPO企業のオーナー、親会社、銀行、VC各持ち株シェアの相関係数⁹⁾を計算した。どの年次も良く似た傾向を示しているのので、ここでは全サンプル期間（1996年から1999年）の相関係数値だけを図表7に示した。

以下では、相関係数値が片側1%で有意にゼロでない場合**で、片側5%で有意にゼロでない場合*で、示すことにする。

オーナー持ち株シェアと親会社シェアは非常に高いマイナスの相関を示している。図表は省略したが、これは年次によってはさらに高い。親会社シェアとVCシェアも比較的高いマイナスの相関を示している。つまり、子会社・関連会社は、その親会社との関連性の程度が高まれば高まるほど、オーナー会社でなくなり、VC

図表7 4主体の持ち株シェアの相関係数 (全サンプル期間1996年-1999年)

相関係数	オーナー・シェア	親会社シェア	銀行シェア	VC シェア	銀行借入比率
オーナー・シェア		-0.659**	-0.146**	0.177**	0.005
親会社シェア			-0.230**	-0.323**	0.038
銀行シェア				0.134*	0.104
VC シェア					0.117*
銀行借入比率					

図表8 業種別会社数

1. 農水・鉱業・建設 (01-03)	16	6. 公益・輸送・通信業 (20-25)	15
2. 食料品・化学・繊維製品 (04-11)	32	7. 卸売業 (26)	48
3. 金属・機械・非鉄 (13-15)	25	8. 小売業 (28)	58
4. 電気機器 (16)	29	9. 金融・不動産業 (29-32)	19
5. 輸送機器・精密・その他製造業 (17-19)	28	10. サービス業 (33)	76

(注) 業種名後の括弧内数字は原資料の産業分類番号である。番号のない業種はIPOがなかった。

の出資も少なくなるのである。また、これらオーナーと親会社のシェアと銀行借入金比率との相関は實際上0である。これらの傾向は上で得られた結果と矛盾していない。

IPO企業の経営組織をコントロールするのは、オーナー、銀行、親会社の3つであり、持ち株シェアの間の高いマイナスの相関係数値からみれば、これらは棲み分けしている、と言えるのではないと思われる。

また、この時期、VCが大きなシェアを占めることは極めて稀で、株式保有割合からみれば、コーポレート・ガバナンスに果たす役割は限界的であった、ことがわかった¹⁰⁾。

(iv) 業種と会社経営形態

そもそも、IPO企業は業種によって経営形態に差が存在するのだろうか。業種毎に4形態の比率を計算してみよう。しかしながら、その前に、IPO企業の所属業種が時期によって大きく偏るという問題がある。そこで、ここでは業種の偏りを除去するために、業種分類をやり

直した。

業種分類は、1業種あたり会社数が均一化するように、しかも平均36社になるよう、図表8のとおり10の業種数にした。

次に、持ち株シェアなどの各特性について、該当IPO会社の数が多い業種を抜き出していく作業を行った。そうすることによって、業種によって次のような顕著な特徴が現れた。オーナー会社、子会社、銀行とVCの順に見てみよう。

銀行に依存しないオーナー会社IPOが多いのは10のサービス業だが、逆に8の小売業と9の金融・不動産業には銀行融資に頼るオーナー会社IPOが多い。

オーナー持ち株シェアが低く、VC持ち株シェアが比較的高い子会社IPOが多いのは6の公益・輸送・通信業で、そのなかにも銀行に依存しないタイプと銀行融資に依存するタイプの2つに分かれる。オーナー持ち株シェアとVC持ち株シェアがともに低い子会社IPOが

図表 9 公開申請時持ち株シェアと公開までの年数の相関

相関係数値	オーナー・シェア	親会社シェア	銀行シェア	VC シェア	銀行借入比率
公開までの年数	-0.222**	-0.054	0.280**	-0.100	-0.069

図表10 囲い込み仮説の検証

相関係数	初値乖離率	株価パフォーマンス(36ヵ月平均)	株価パフォーマンス(36ヵ月後)
オーナー・シェア	0.0559	-0.0387(除くヤフー:0.0899*)	-0.0161(除くヤフー:0.0998*)

多いのは1の農水・鉱業・建設である。これは特に、構成比からみて建設業IPOの特徴を表している、と思われる。

銀行とVCの持ち株シェアがともに高いのは、かつて御三家と呼ばれた日本の基幹産業を含む、5の輸送機器・精密・その他製造業、3の金属・機械・非鉄、と4の電気機器の3業種である。そして、後2者の3と4には親会社なしIPOが多い。

IV. 会社形態別パフォーマンス

1. スピード公開可能か

どの会社形態が速い上場を達成しているだろうか。オーナー持ち株シェア、親会社シェア、銀行持ち株シェア(97年以降データのみ)、VC持ち株シェア(98年以降データのみ)、銀行借入金比率と会社設立以降公開までの年数との相関係数を計算し図表9に示した。

銀行の公開申請時持ち株シェアが高くなれば公開までの年数は長くなるが、逆にオーナー会社の場合はそれが高くなればなる程年数は短くなる。オーナー会社は資金調達などのメリットを狙って公開を早める努力をしている、と解釈してよいだろう。

親会社持ち株シェアと公開までの年数は相関がなかった。しかしながら、親会社有無別に会

社設立以降公開までの年数の平均を計算すると、親会社有企業の公開までの年数は平均24.72年、親会社無企業のそれは27.31年であり、親会社の役割は観察される。

VCの持ち株シェアが高くなればなる程公開までの年数が短くなる程度は特に顕著であると言えなかった。VCが公開を機に株式を売却していることが仮に事実としても、公開申請時にはVCは保有株をまだ売却していないと考えられる。それゆえ、VCは公開までの予想期間が短い未公開企業を意図して取得していることが事実かどうか、は確認できない。

2. 企業形態・資本構成と初値乖離率・公開後株価パフォーマンス

(1) オーナーの囲い込み仮説

Palia and Ravid [4]のオーナー囲い込み仮説(entrenchment hypothesis)の妥当性は、本研究の枠内では、初値乖離率や上場後株価パフォーマンスとオーナー持ち株シェアの相関がプラスになっているかどうかで確かめられる。後に詳細を展開する前に、それらの数値を素描すると、図表10になる。全サンプルでは相関係数値は低く、有意でない。

(2) 子会社・関連会社と初値乖離率・公開後株価パフォーマンス

まず、子会社・関連会社については株主間利

益相反仮説と親会社お墨付き仮説の2つの仮説を提示しよう。

(i) 株主間利益相反仮説

一般株主と親会社という株主とは、行動目標が違い、利害は一致しない、ことが考えられる。これが株主間利益相反仮説である。

子会社経営者は、大株主である親会社の利益の最大化を図れば、他の株主の利益にもつながる、と考えるかもしれない。しかしながら、株式市場は必ずしもそうは考えない。投資家にしてみれば、親会社の裁量で他社と突然合併させられて上場廃止になるような、あるいは親会社から派遣されている経営者が経営戦略上の独自性を持たないような、従属的な子会社・関連会社の株式を、投資戦略上（例えば、分散投資）の観点から、保有する意味は小さい。符合するように、「上場子会社の株価は、総じて同業他社に比べて、割安に評価されているケースが多い」という業界関係者の観測もある。

この仮説が正しければ、つまり、この仮説に妥当するような親会社持ち株シェアの高い会社がIPOすれば、入札方式で決められてもBB方式¹⁾に基づいても、公開価格は低くなるだろう。それゆえ、親会社持ち株シェアと公開価格はマ

イナスの相関を持つ。そして、他の条件が一定なら、初値乖離率は高くなり、親会社持ち株シェアと初値乖離率の相関はプラスになる。また、他の条件が一定なら、親会社持ち株シェアと上場後パフォーマンスの相関もプラスになる。

(ii) 親会社のお墨付き仮説

他方、将来性のある親会社が確実に子会社の経営を掌握しているなら、子会社や関連会社の将来も明るく、親会社は投資家に対してお墨付きを与えることになる。この場合、公開価格は高くなるだろう。そして、他の条件が一定なら、初値乖離率は低くなり、親会社持ち株シェアと初値乖離率の相関はマイナスになる。また、他の条件が一定なら、親会社持ち株シェアと上場後パフォーマンスの相関もマイナスになる。

(iii) 2つの仮説の検証

詳細は後回しにして、サンプル全体で、これら2つの仮説を検証しておこう。図表11からわかるように、親会社持ち株シェアと初値乖離率の相関はプラスで、株主間利益相反仮説が成り立つ。上場後パフォーマンスとの相関は存在しない。しかしながら、ヤフーを除くとプラスの相関になる。

図表11 2つの仮説の検証

相関係数	初値乖離率	株価パフォーマンス(36ヵ月平均)	株価パフォーマンス(36ヵ月後)
親会社シェア	0.1007	0.0016(除くヤフー: 0.1218**)	0.0006(除くヤフー: 0.0712)

図表12 初値乖離率と企業形態・資本構成の年次別相関

相関係数	1996年	1997年	1998年	1999年	全期間
オーナー・シェア	0.0154	-0.2109**	0.1563**	-0.0245	0.0559
親会社シェア	0.0696	-0.0320	-0.4987**	0.1466**	0.1007*
銀行シェア		-0.1754**	-0.1360**	-0.1735**	-0.1713**
VCシェア			0.1193	0.0705	0.0269
銀行借入比率	-0.0632	-0.0541	-0.0619	-0.2143**	-0.1256**

(3) 企業形態・資本構成と初値乖離率～サブサンプルによる検証

(i) 年次別データによる検証

各持ち株シェア、銀行借入金比率と初値乖離率の相関係数表を年次別と全サンプル期間で作った(図表12)。

初値乖離率とオーナー持ち株シェアとの相関係数は、正負や有意性が安定せず、大小様々な値をとる。毎年上場するオーナー会社の様々な特性が現れているように、見受けられる。オーナー囲い込み仮説は、広く成り立っていない。

親会社持ち株シェアとの相関係数は、年間で見ても、最大のマイナス相関係数値を1998年に達成した直後(相対的に)大きなプラスの相関係数値を達成しており、初値乖離率との関係は時系列的に不安定である。これも、IPO する子会社・関連会社の特性が毎年大きく変化している、からであると考えられる。特に、1998年は金融機関を始めいくつかの業種で経営破綻が実際に起き、上場会社の倒産危機があった時期である。親会社への依存度の高さは上場に当たりプラスに影響しなかったと思われる。親会社の

お墨付きが有効でなかった時期であり、たとえ相関係数がマイナスで有意でも、親会社のお墨付き仮説が成立したというには、根拠不足であると考えたい。

銀行持ち株シェアが高い IPO 会社の初値乖離率は、平均的には、常に低い。マイナスの相関係数値は特に高くはないが、常に安定している。これはパッカー [3] などが発見した銀行のお墨付き仮説と矛盾しない。ちなみに、銀行借入金比率にも、マイナスが持続する、ほぼ同様な傾向が観察される。

VC 持ち株シェアは、高くはないが、常にプラスの相関係数値を実現している。それゆえ、有意性は高くないが、VC は初値乖離率の高い IPO 銘柄を選ぶという選択に成功しているように、みられる。

(ii) 業種別データによる検証

各持ち株シェア、銀行借入金比率と初値乖離率の相関係数表を業種別に全サンプル期間で作った(図表13)。

初値乖離率とオーナー持ち株シェアとの相関係数は、業種間で正負や有意性が安定せず、大

図表13 初値乖離率と企業形態・資本構成の業種別相関

	オーナー	親会社	VC	銀行	銀行借入
1. 農水・鉱業・建設	0.110	0.035	0.449**	0.373**	0.208
2. 食料品・化学・繊維製品	-0.407**	0.607**	-0.105	-0.140	-0.153
3. 金属・機械・非鉄	-0.190*	1.000**	0.145	0.126	-0.068
4. 電気機器	0.071	-0.263**	0.212**	0.120	0.013
5. 輸送機器・精密・その他製造業	-0.080	0.107	-0.309**	0.329**	0.094
6. 公益・輸送・通信業	0.424**	0.517**	0.779**	-0.460**	-0.155
7. 卸売業	0.329**	-0.406**	0.155*	-0.106	-0.148*
8. 小売業	0.064	-0.772**	0.309**	0.103	-0.014
9. 金融・不動産業	0.248*	-0.809**	0.365**	-0.023	-0.229*
10. サービス業	-0.134**	0.394**	-0.149**	-0.257**	-0.257**

(注) 親会社との相関係数は上場親会社が存在する IPO 会社のみ計算。

図表14 企業形態別公開後株価パフォーマンス

オーナー・シェア	絶対的オーナー・ シェア2/3以上	オーナー・ シェア1/3～2/3	オーナー シェア1/3未満
	53%	42%	53% (38%)
親会社シェア	親会社 シェア50%以上	関連会社 シェア20～50%	親会社なし
	75% (39%)	32%	44%
VC シェア	シェア5%超	シェア1～5%	シェア1%以下
	55%	35%	49%
銀行シェア	シェア5%超	シェア0～5%	シェア0%
	42%	49%	101% (39%)
銀行借入	比率30%超	比率0～30%	比率0%
	56%	38%	70% (37%)

(注) 各企業の36ヵ月後リターンを36ヵ月後銘柄選択リスクで割り、各条件企業の平均をとった。括弧内の数値はヤフーを除外したもの。

小様々な値をとる。親会社持ち株シェアとの相関係数は、すべての業種のうちで最大のマイナス相関係数値を金融・不動産業、次いで小売業で達成し、同じく最大のプラスの相関係数値を金属・機械・非鉄、次いで食料品・化学・繊維製品で達成しており、関係は不安定である。これらは、IPO する会社の特性が業種毎で大きく変わるからであると考えられる。

VC 持ち株シェアは、特に公益・輸送・通信業を除けば高くはないが、輸送機器・精密・その他製造業の1業種を除いて、プラスの相関係数値を実現している。それゆえ、この統計をそのまま解釈すれば、VC は初値乖離率の高いIPO 業種を選ぶ選択に成功しているようにみられる、ということになる。対照的に、銀行持ち株シェアが高いIPO 会社の初値乖離率は、全般に低い。ちなみに、銀行借入金比率にも同様な傾向が観察される。有意な正負が入り混じり、業種別でみれば銀行のお墨付き仮説はあまねく成立する仮説ではないことになる。

(4) 企業形態別の公開後株価パフォーマンス分析結果

図表14に基づき、公開後36ヵ月の株価パフォーマンスを、オーナー会社、親会社のある企業、VC 関与企業、そして銀行関与会社の間で比較してみよう。株価パフォーマンスは銘柄選択リスク1単位あたりのリターンの高さで測る。

(i) リスク・リターン比率から見る～銘柄選択リスク

ヤフーを除外するかどうかで、数字が大きく異なるため、注意して理解する必要がある。オーナー会社は、ヤフーを除外しなければ、オーナー・シェアによるパフォーマンスの差はない。しかしヤフーを除外すれば、持ち株シェアが3分の2を越える絶対的オーナー会社は公開後36ヵ月の株価パフォーマンスは断然良い、ことが判明した。

ヤフーを除外すれば、親会社の有無は公開後パフォーマンスに大きく影響していない。

また、VC の持ち株シェアについては、もっ

とも高いIPO企業グループがもっともパフォーマンスが良く、優れた銘柄選択をしている。

銀行については、ヤフーを除外する前、持ち株シェアが5%未満か5%以上かの差は大きくなく、むしろ0%の方が公開後パフォーマンスは良い。ヤフー除外後は、5%未満持ち株シェアがもっともパフォーマンスはよいという特異な結論であった。総資産に対する銀行借入金比率（公開後初決算期）についても、同様に、同比率が30%未満よりは、銀行から借入れをしていない、あるいは同比率が30%を越える企業の方が公開後パフォーマンスは良いのである。しかし、ヤフー除外後は、銀行融資比率が高いほど、パフォーマンスはよいという結果を示している。

(ii) ハイリスク・ハイリターン

図表は紙幅のため掲載できないが、持ち株が3分の2を越える絶対的オーナー会社のみがハイリスク・ハイリターンである、ことがわかる。しかしながら、リスクを銘柄選択リスクではなく、価格変動リスクで見ると、大株主の間で差異はない。

3. 結果の要約

まず、公開スピードについては次のようになる。オーナー会社の公開は速いが銀行関与会社は遅い。親会社とVCの関与会社については速いが特に顕著でなかった。

持ち株シェア、銀行借入金比率と初値乖離率の年次ごと業種ごとの相関、あるいは公開後36ヵ月の株価パフォーマンスとの相関からみた結果は次のようになる。オーナー会社や親会社の特性は様々であることをデータは示しているようである。それゆえ、オーナー囲い込み仮説

は、広く成り立っていない。株主間利益相反仮説と親会社お墨付き仮説は、どちらが妥当するか、年次データの上では決着がつかず、業種によって異なるという結論になる。

銀行のお墨付き仮説は妥当したが、VCのお墨付き仮説は成立しなかった、と言えるだろう。もっとも、銀行のお墨付き仮説も、すべての業種であまねく成立するわけではない。VCは、初値乖離率が高く、あるいは公開後36ヵ月の株価パフォーマンスが良いIPO銘柄を選ぶという戦略に成功しているように、みられる。

V. 残されたトピックス

東証マザーズにも少数だが子会社公開がある。マザーズでの公開は本稿の研究対象期間内では1999年の2社のみであり、これらをデータに含めることはしなかった。この結果サンプル選択バイアスが残ったとは考えていない。巻末には初値乖離率に関する要約表を掲げた。

子会社公開には親会社の株主の利益が係わり、初値乖離率、公開後パフォーマンスのどちらを分析するにしても、親会社の株価も同時に分析する必要がある。

子会社には、親会社の事業部門だった、買収された会社である、など、様々な経歴がある。生産過程・事業分野の上では、関連と非関連の区分、さらに関連のなかでも川上と川下の区分が可能である。子会社のこのような特性は、会社設立の経緯が記載されている目論見書をみればわかる部分もある。これらは、初値乖離率、公開後パフォーマンスにどう影響するか、調べる必要があろう。

公開直前から直後に親会社の持ち株シェアはどう変化するか、上場による資金調達で子会社

図表15 初値乖離率の要約表

初値乖離率	オーナー持ち株シェア			親会社持ち株シェア			VC持ち株シェア			銀行持ち株シェア			銀行借入比率		
	2/3以上	1/3-2/3	1/3未満	50%以上	20-50%	なし	5%超	1-5%	1%未満	5%超	0-5%	0%	30%超	0-30%	0%
1996年	平均	15.56%	16.08%	14.39%	20.64%	17.75%	14.74%						10.54%	18.14%	8.68%
	標準偏差	12.36%	19.57%	16.77%	8.42%	19.32%	18.19%						8.95%	19.98%	10.60%
	中位値	15.69%	11.43%	10.82%	19.75%	13.06%	10.15%						7.53%	13.53%	6.67%
	会社数	19	59	32	10	8	92						27	74	9
1997年	平均	2.29%	2.32%	11.28%	21.96%	4.08%	3.00%				2.95%	3.46%	4.62%	2.64%	23.46%
	標準偏差	13.81%	11.31%	34.47%	56.42%	5.10%	11.93%				14.34%	10.68%	15.02%	11.96%	59.11%
	中位値	4.28%	3.33%	3.83%	3.90%	2.08%	3.64%				3.45%	3.33%	4.56%	2.32%	10.19%
	会社数	19	49	34	12	7	83				55	41	32	60	10
1998年	平均	44.18%	13.19%	19.08%	11.81%	52.40%	24.41%	36.85%	14.50%	18.14%	18.52%	20.00%	19.80%	26.97%	22.69%
	標準偏差	67.57%	19.64%	28.73%	20.60%	43.33%	45.63%	61.19%	21.29%	27.94%	24.37%	30.12%	21.74%	54.49%	35.79%
	中位値	32.08%	10.00%	10.68%	7.08%	51.47%	11.24%	14.65%	11.11%	11.36%	10.68%	13.70%	16.28%	8.17%	11.11%
	会社数	17	23	22	12	4	46	22	17	23	28	26	21	30	11
1999年	平均	151.79%	108.87%	149.72%	177.90%	155.98%	124.38%	198.80%	105.19%	113.30%	114.72%	103.93%	97.55%	107.24%	234.48%
	標準偏差	176.17%	166.73%	206.86%	274.70%	129.46%	165.32%	236.18%	107.00%	184.26%	155.98%	113.42%	194.42%	132.05%	219.31%
	中位値	86.62%	54.55%	72.86%	59.09%	155.29%	61.18%	95.24%	75.76%	52.78%	66.84%	57.32%	24.98%	65.80%	159.92%
	会社数	24	31	17	9	4	59	19	27	26	28	32	20	36	16
全期間	平均	59.91%	29.26%	36.28%	51.46%	43.65%	35.95%	111.90%	70.15%	68.63%	35.07%	40.28%	27.99%	30.85%	93.78%
	標準偏差	118.77%	83.37%	98.63%	140.30%	75.62%	91.18%	183.71%	95.32%	142.63%	91.76%	79.66%	93.24%	71.04%	166.90%
	中位値	16.25%	9.73%	10.91%	16.67%	13.33%	10.15%	38.46%	48.57%	20.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.51%	16.82%
	会社数	79	162	105	43	23	280	41	44	49	111	99	100	200	46

にはどのような株主が生まれるのか、それらの変化の大きさは初値乖離率、公開後パフォーマンスなどにどう影響するかも、興味ある研究テーマであろう。

注

1) 小売業 IPO 企業の上場後 36 ヶ月株価パフォーマンスを分析した辰巳・桂山 [6] では、米国 NASDAQ を研究した Eckbo-Norli [1] と同じように、リスク・リターン関係を確認した。辰巳・桂山 [7] は公開制度としての入札方式とブックビルディング (BB) 方式の比較を行った。入札方式のもので上場直前の分析対象には、ディスカウント率があり、いくつかの研究は、それとの関連で入札方式期の初値乖離率の分析に集中する (Packer [3] など参照) が、分析は入札方式期だけでなく BB 方式期も含めるべきであろう。

2) 分析結果は、いくつかの変数の間に相互依存関係が観察され、多重回帰分析などを行わなければならない証左を示すが、現研究はその問題点を回避している。

3) 銘柄選択リスクとそれを負うことの報酬について、説明しておこう (辰巳・桂山 [6] 参照)。ここで行った基礎的データ処理は、全サンプルをプールし公開時点月末を共通の原点として、それらの株価を 100 に統一する指数化を施し、36 ヶ月後 (横軸) までの推移を描き、それらの統計量を計算することであった。

公開時から月を経る毎に、株価は銘柄間で違った動きをする。公開時に適切に銘柄を選んでおけば、高い株価上昇が得られた筈である。銘柄選択を失敗すれば何ヶ月経っても公開月末株価を下回ることもある。公開月末株価を 100 に基準化した指数に関する、公開後経過月数別の標準偏差は、それゆえ、銘柄選択の成功と失敗のばらつき大きさ、つまり銘柄選択リスクの大きさを測る。

また、公開後日数が経つにつれて銘柄選択リスクは高くなる。この銘柄選択リスクの上昇に応じて、公開後リターンがあり、それも上昇するだろう。効率的公開市場ではハイリスクはハイリターンである原則は妥当する筈なのである。

なお、実際は同時に全銘柄を選択できるわけではなく、公開時点がずれているため経時的にのみ銘柄選択が可能になるに過ぎない。この時間のずれは、新たなリスクとその報酬を生み、リバランス・タイプの投資戦略の有効性を示唆することになる。

4) 三井 [5] の研究の特徴の 1 つは、リターンを公開日の週末株価と 6 ヶ月後週末株価の 2 つだけを使って定義していることだろう。この方法は普通の定義と比べると情報量が少なく、リスクを新たに何らか工夫して定義する必要がある。ちなみに、インサイダーが株式を売却できないロックアップ期間がかなり多くの IPO 銘柄に設定され、それが 6 ヶ月である点は、これらのどの収益率も、市場動向を伝えるには限界がある。

5) 分析のための基本的なデータ処理は次のとおりである (辰巳・桂山 [11] 参照)。(1) 5 万円、5 千円額面の株式については、50 円額面相当に変更した。無額面はその

ままにした。ただし、公開後 5 万円額面から無額面化した会社が 1 社あるが、50 円額面相当に株式分割は行われていないので、5 万円額面として扱った。(2) 公開までに、50 円額面に変更するため合併または株式分割をしているケースが多々ある。また、公開後も株式分割をしているケースがあるので、公開時点の株数をもとに株式分割前と後の株価に修正を加える方法をとった。(3) 店頭公開後 36 ヶ月以内に東証に上場した企業が 13 社ある。それらの株価は東証の株価を使った。

6) 経済的な意味合いを付けることが困難になるということである。しかし、分析状況によっては、1 番シェアの高い VC をリード VC と想定して、その系での分析を考える方法がありえる。

7) 三菱証券は、全国の証券取引所とジャスダックを対象に上場申請時に上場企業などに発行済み株式の 20% 以上を保有されている企業や取引関係などで支配されている IPO 会社を選び出し、この比率の推移を調べた。結果、子会社・関連会社の新規上場比率は 2000 年の 28.1% をピークに 2003 年まで減少している (新聞報道)。

8) 既上場の子会社など関係会社の上場を見直す機運が広がり、このような制約の中でグループ経営を強いられるより、上場廃止して完全に子会社にする方法も選択するようになってきた。

このような動きは平成不況下、企業のグループ再編に伴い、進行した。戦略上重要な子会社は親会社が全株式を取得して完全子会社化し相乗効果を高める経営に変わってきたのである。完全子会社化に伴う上場廃止は東証で 2002 年は 48 社に達し、上場廃止全体の過半を占める。中核分野ではない子会社は売却する動きも出ている。持ち株会社への移行もある。

9) 相関係数値が有意に 0 とは異なるかどうかを検定する相関性の t テストで、5% (0.05) の有意水準で片側検定を行う場合、境界の t 値は 1.645。全サンプル数が 346 であれば、検定統計量から逆算して、相関係数臨界値は 0.088 となる。この値より大きければ相関はないという帰無仮説を棄却すればよい。有意水準を 1% にして片側検定 (境界の t 値は 1.96) を行う場合を含めて、サンプル数が 236 と 134 であるケースの相関係数臨界値を図表にした。この結果は 2 変数が正規分布しているという前提がある。

図表 A1 片側検定の相関係数臨界値

サンプル・サイズ	有意水準 5%	有意水準 1%
346	0.088	0.105
236	0.106	0.127
134	0.141	0.167

10) しかし、時間経過とともに IPO 会社の VC 比率は高まりつつある。さらに、分析対象期間においては VC 比率が高いことは証券会社による公開引き受けの障害になっていたが、2001 年 12 月に、ワークスアプリケーション(株)が初めて VC 比率 50% を超えて IPO したことからもわかるように、公開引き受けにおける VC 比率の問題は緩和されつつある、と見る業界関係者がいる。

11) 1997 年 9 月 1 日から一般の新規公開株の公開価格決定

に BB 方式が導入され、1997年10月末までに東証上場企業 5 社と店頭登録12社が採用した。

参 考 文 献

- [1] Eckbo, B.E. and Norli, O., "Leverage, Liquidity And Long-Run IPO Returns," paper presented at European Finance Association, August 2000.
- [2] 忽那憲治「ベンチャー・ファイナンスと直接金融システム－新規公開店頭市場とベンチャー・キャピタル投資の現状と課題－」『調査季報 (国民金融公庫)』, 1999年 3 月, 第49号, 24-51頁。
- [3] Packer, H., 「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分析結果－」『証券アナリスト・ジャーナル』, 1995年 3 月, 36-53頁。
- [4] Palia, D. and Ravid, S.A., "The Role of Founders in Large Companies : Entrenchment or Valuable Human Capital?", paper presented at European Finance Association, August 2003.
- [5] 三井 清「新規公開株式の投資収益率と株式保有構造－ベンチャー・キャピタルと銀行の機能－」『証券アナリスト・ジャーナル』, 2001年 3 月, 3-14頁。
- [6] 辰巳憲一・桂山靖代「小売業企業の店頭公開後株価パフォーマンスとリスク」『学習院大学経済論集』2002年 1 月, 115-146頁。
- [7] 辰巳憲一・桂山靖代「わが国店頭株式市場の公開価格決定におけるブックビルディング方式～統計分析による入札方式との比較～」『証券経済研究』41号 (2003年 3 月), 143-157頁。
- (辰巳憲一 学習院大学経済学部教授)
(桂山靖代 京都大学大学院博士後期課程)