

## Equity carve-outs and the parent-subsiary structure in Japan

阿萬 弘行 (関西学院大学)

岡村 秀夫 (関西学院大学)

本論文では、日本の子会社公開(Equity Carve-Out)における「初期収益率 (initial return, underpricing)」の決定要因に関する実証分析を行う。初期収益率とは、流通市場で最初に形成される初値と比較して、どの程度、公開価格が下回っているかの指標である。この指標は、多くの IPO 研究において、不確実性や情報非対称性を反映することが報告されている。本研究が対象とする日本の企業グループでは、親子双方の企業が上場している形態が幅広く観察されており、子会社公開の実施事例も諸外国と比して豊富である。IPO 研究で一般的に用いられている初期収益率に加えて、引受会社が公開価格決定の前段階で設定する仮条件幅についても新たに分析を行う。公開価格とは異なるタイミング、異なる方式で決定される、この仮条件幅を分析に加えることによって、従来の分析では捉えられない側面を明にする。これら二つの価格付け変数に対して、親会社所有権および情報外部性の効果を中心に考察する。親会社所有権は、親・子関係のコーポレートガバナンス構造が、投資家にとってのリスクとしてどのように認識されているかを分析するために用いる。情報外部性とは、親子企業の強い結びつきによって、親会社の情報開示が、どのように子会社の情報透明性に影響し、結果として、どのように価格付けに反映されるかを検証する。主な実証結果は、特に新興企業向け市場において、子会社公開の初期収益率は、通常 IPO とよりも低位にある。これは、子会社公開に対する情報不確実性が、通常 IPO との比較で相対的に小さいことを示唆している。親会社所有権の初期収益率への効果は、全体的に有意ではなく、現段階では確定的な結果は出ていない。仮条件幅に関して、親会社所有権の増加が、情報不確実性を緩和する傾向が弱く示唆される。また、親会社所有権は、銀行持株比率と、相互に関連して、初期収益率を増加させる影響を及ぼしている。これは、大口株主間の結託リスクへの投資家の懸念と整合的である。しかしながら、仮条件幅への効果は、逆転し、不確実性を低下させる方向に働いている。最後に、親会社による精度の高い業績予想は、初期収益率を緩和しており、親会社から子会社への情報外部性効果と整合的な結果を得ている。