



子会社における株式上場と完全子会社化

吉田 友紀

Working Paper Series Vol.FY2020-04

2020年12月

このWorking Paper の内容は著者によるものであり、必ずしも本センターの見解を反映したものではない。なお、一部といえども無断で引用、再録されてはならない。

佐賀大学経済学部
地域経済研究センター

〒840-8502 佐賀市本庄町1番地

A Decision of Going Public or Holding Privately of a Subsidiary

Yuki YOSHIDA*

Faculty of Economics, Saga University

Abstract

In this paper, we consider two strategies of a parent company that has a subsidiary: going public and holding privately, and whether the parent company will newly go public in the group companies that are currently wholly owned subsidiaries. Alternatively, we analyze whether or not to purchase the shares of a publicly traded (not a wholly owned subsidiary) subsidiary to make it a private firm.

The main conclusion is that, firstly, when the independence that the parent company gives to the subsidiary is small, this can be read as a large private benefit from controlling the subsidiary, it was found that under such circumstances, it would result in underinvestment. Next, if the company is held privately, it will not be possible to make a strategic decision to go public because the cost of losing private benefits by selling shares and making it a public subsidiary is high. It was shown that a subsidiary that is currently public may stay public if the private benefits obtained by holding private are small.

Key Words: Going public, Holding private, Subsidiaries, Parent company

* corresponding to yyoshida@cc.saga-u.ac.jp

子会社における株式上場と完全子会社化

佐賀大学経済学部 吉田 友紀*

要旨

本稿では、子会社を持つ親企業の戦略として、株式公開する・非上場子会社とする、とい

う2つの戦略について考察し、親企業は現在完全子会社であるグループ会社の株式を新たに公開するかどうか、もしくは株式公開している（完全子会社ではない）子会社の株を買い集めて非上場企業とするかどうかについて分析する。

主な結論として、第一に親企業が子会社に与える独立性が小さいとき、これは親企業がコントロールすることによる私的便益が大きいと読み替えられるが、その状況下では過小投資をもたらすことが分かった。次に現在子会社として非上場である場合、株式を売却し公開子会社化することによって私的便益が失われるコストが大きいため上場という戦略決定には至らず、現在株式上場されている子会社について、非上場によって獲得される私的便益が小さければ上場を維持することが示された。

キーワード： 株式公開，完全子会社，子会社，親会社

* yyoshida@cc.saga-u.ac.jp

子会社における株式上場と完全子会社化

吉田 友紀 *

目次

1	はじめに	1
2	基本モデル	4
2.1	株主構成と利害の不一致	4
2.2	タイムライン	5
2.3	期待利潤	5
2.4	社会的効率性 (First-best)	6
2.5	努力投資に関する過小投資と過大投資	6
2.6	独立性 γ の決定	8
3	完全子会社化（非上場化）と株式公開	8
3.1	完全子会社化（非上場化）の検討	8
3.2	株式公開の検討	9
4	おわりに	9

1 はじめに

企業（グループ）の成長戦略として、M & A や分社化に代表される企業再編戦略は、近年その重要性を増してきている。ソフトバンクグループのようにベンチャー企業やスタートアップ企業に投資することによって、新規事業を開拓する、シナジー効果を狙ってグループを大きくする、完全子会社化する、あるいは売却益を得る、という戦略もあれば、過度な多角化によって迅速的確な経営判断ができなくなってしまった企業による事業譲渡、分社化、スピンオフといった戦略もある。

本稿では子会社をもつ親会社（以下親企業と呼ぶ）が、その子会社を上場させて株式公開した方が良いのか、完全子会社の形で非上場とした方が良いのかについて、子会社の独立性と株主構成に着目して分析する。

高度成長期の日本における企業経営の特徴のひとつとして、株式の持ち合いがあげられるが、これは経営を安定させ、長期的な視点からの投資を促進させるという重要な役割

*E-mail:yyoshida@cc.saga-u.ac.jp

を果たしてきた。しかし株式持ち合いは経営を固定化させることにもなり、新規イノベーションや事業開発を促進しにくいという欠点も指摘されるようになった。特に近年は海外の投資家、特にアクティビストと言われる海外機関投資家もその存在感を増し、企業価値の向上のために経営戦略の変更を迫る場面も少なからず見られる。

また2018年のソフトバンクグループにおける携帯会社のソフトバンクの上場やヤフーと子会社アスクルの対立も話題となった。親子上場では親会社と、上場子会社の少数株主との利益相反が問題とされている。企業グループにとっても、子会社上場のメリットとデメリットを勘案して事業戦略を立てる必要性が増している。東京証券取引所の規定では禁止こそされていないが、経済産業省のガイドラインで独立した意志決定を担保するよう求められたり、一般投資家からも懐疑的な目で見られ資金調達コストが高くなるといった現状がある。

本稿では子会社を持つ親企業の戦略として、株式公開する・非上場子会社とする、という2つの戦略について考察し、親企業は現在完全子会社であるグループ会社の株式を新たに公開するかどうか、もしくは株式公開している（完全子会社ではない）子会社の株を買い集めて非上場企業とするかどうかについて考察している。

まず株式を公開するメリットとしては、流動性の増加から来る資金調達の容易性があげられる。しかし株式の流動性が高まることによって経営の主導権をとりにくくなったり、長期的な視点からの投資決定などすぐに利益と直結しにくい経営戦略の採用が難しくなる可能性が高まることがあげられる。それとは裏表の関係で、完全子会社化すれば投資をはじめとする経営戦略の決定においては親企業の意向が通りやすくなるが、大規模な資金調達が難しくなる。

この議論における要点は株主構成である。過半数を占める大株主は当該企業のコントロール権を有する。また株主の多様性は利害の衝突を招きやすく、リスクのある不確定な事業について大株主と一般株主間の利害対立の可能性が高まる。

また本稿では子会社の事業に対する親会社のコントロール権を導入し、親子間の独立性の問題を考察している。本稿の大きな特徴として、親会社と子会社間の権限委譲、独立性の付与という観点と、大株主（である親会社）と一般株主との間の意見の相違、すなわち経営戦略の選好の相違というふたつの対立関係を明示的にモデル化した点にある。

分社化にかかる権限の問題と親企業のコントロール権を扱った著名な論文としてAghion & Tirole(1997)があげられる。そこでの含意は多岐にわたるが、本稿に関連する結論のひとつとして、プリンシパルの事後的な過剰介入によってエージェントの事前投資インセンティブの非効率性をもたらす可能性の存在があげられる。Aghion & Tirole(1997)においては親会社と子会社の経営者に対してプリンシパルエージェントモデルを用いている。親会社がプロジェクトの探索を行い、発見できなかったときに子会社のプロジェクトが候補に挙がるという、親会社の決定権限が第一であるという前提がある。

本稿ではAghion & Tirole(1997)と同様に親会社と子会社の努力投資水準はプロジェクトの期待価値を高めるものとしてその過大投資と過大投資について論じているが、親会社の権限についてはある程度緩和し、確率的に親会社と子会社が努力投資の決定権を得るものとし、その確率については親会社の戦略変数としている。親会社があえて子会社に権限を与えようとする理由は、子会社に任せた経営の方が配当による利益が高くなる可能性があるからであり、それを本研究のモデルに反映させている。その結果として、Aghion &

Tirole(1997)ではプリンシパルの事後的な過剰介入によってエージェントの事前投資インセンティブの非効率性をもたらす可能性を示した一方で、本論では、親会社が子会社に独立性を付与できることがプロジェクト選択と努力投資水準の選択の双方において非効率性をもたらしていることを示した。

本論と最も近い問題意識を持った論文として Boot,Gopalan, & Thakor(2008)がある。Boot,Gopalan, & Thakor(2008)では本稿と同様に株式公開か非公開かという戦略に着目し、子会社（の経営者）に対する独立性を明示的にパラメータとして分析しており、最適な独立性を内生的に導出している。本稿との大きな違いは、大株主たる親会社と他の一般少数株主との合意可能性について、Boot,Gopalan, & Thakor(2008)では事前信念に基づくとされているが、本稿では一般的なコーポレートガバナンスの論点にあるように、株主の集中化（あるいは分散の度合い）が合意確率に影響を与えるものとして分析した。これは株主総会における決議要件を反映した前提でもある。資本市場の流動性が資本コストにも影響を与え、親会社と他の一般少数株主との合意可能性や株価にも反映し、株式公開か非公開かという戦略に大きく関わってくることを示されている。本稿では株式公開か非公開かという戦略を決定づけるのは親会社、子会社の目的（関数）によるものであり、子会社化に伴う非効率性の改善のためには目的関数の変更を伴う政策を考える必要があることを示唆している。

他にも株式公開の決定について論じた Chemmanur & Fulghieri(1999)においては、企業経営者がプロジェクト実行のための資金を調達するというファイナンスの視点から、株式非上場か株式公開という戦略について論じられている。そこでは企業と投資家間には情報の非対称性があるために情報を探索し、その結果とコストが株価に反映されるというモデルである。Private finance で大株主に集中すると、株価プレミアムも高く要求され、事後的な配当に関する交渉力も強いが情報探索コストは低く株価は上昇し、Public finance だと情報探索コストが重複するので株価の低下するというメカニズムである。Private finance の投資家のリスク回避度が高く、初期の経営者の株式比率が高く、情報探索コストが高いと株式公開が選択されやすいという結論を得ている。本稿では再編戦略としてどちらが良いかという視点から、1. 親企業が株主に配当を得ること、2. 独立性を低く設定し私的利益を獲得できること、の2点が株式公開を阻害することを示した。

株式公開、IPO や非上場化にする実証論文も多数あるが、Bernstein (2015) は株式公開した企業と非公開のままである企業のイノベーション活動についての、実証研究である。そこで株式公開することで技術的に新奇性が失われること、鍵となる雇用者の離職とそれに伴う生産性の低下を招き、結論として外部技術の獲得に頼ってしまうことが示された。本稿における努力投資水準をイノベーション投資と解釈すれば、親企業の株式保有率を下げるほど（すなわち株式公開を拡大することで）親企業の決定権限が拡大し、社会的にみるとプロジェクト価値が低下する、すなわち生産性が低下し努力投資水準は低くなるという理論的な結論と一致する。

本稿の主な結論として、第一に親企業が子会社に与える独立性が小さいとき、すなわち親企業コントロールすることによる私的便益が大きいとき、過小投資をもたらすという点、第二に現在子会社として非上場である場合、株式を売却し公開子会社化することによって私的便益が失われるコストが大きい場合、上場という戦略決定には至らず、現在上場されている子会社については、非上場によって獲得される私的便益が小さければ完全子会社化し

非上場とはしないことが示された。

本稿の構成は次のようになっている。次節において基本モデルを定式化し、親会社と子会社間の権限委譲、独立性の付与という観点と、大株主と一般株主との間の意見の相違という2つの対立関係を明示的にモデル化する。そして均衡における過小投資や過大投資の可能性を示し、均衡において親会社が付与する独立性について比較静学を行う。第3節では前節で導出した各均衡にもとづいて、現在株式上場されている子会社を完全子会社とするかどうか、逆に現在完全子会社として株式非上場である子会社の株を公開するかどうかについて検討する。まとめとして最終節において本稿の結論を要約し、今後の課題について言及する。

2 基本モデル

2.1 株主構成と利害の不一致

以下、全ての主体についてリスク中立的でありリスクフリーレートはゼロで、株式市場は十分競争的であり資金調達に制限はないものと仮定する。

まず社会的に何らかの生産活動（以下プロジェクトと呼ぶ）を行う企業が存在する。この企業は株式会社であり、その株式のうち α の割合をオーナー株主が、残りの $1 - \alpha$ の割合を多様な少数株主が保有している。プロジェクトについては、よりリスクの低いプロジェクト A と、イノベーションの事業であるリスクの高いプロジェクト B という2種類の生産プロジェクトのうちどちらかを選択して投資することができる。プロジェクト A, B の成功収益については知られており、それぞれ X_l, X_h とする。これらのプロジェクトの選択時点において、コントロール権を持つ主体がプロジェクトに対する努力投資 e を決定することができる。この投資により、それぞれのプロジェクトの成功確率が $e \in [0, 1]$ となる。また $1 - e$ の確率でプロジェクトは失敗する。簡単化のためその失敗時収益はゼロに基準化しておく。またこの2つのプロジェクトの社会的効率性について以下を仮定しておく。

$$X_l < X_h. \quad (1)$$

またプロジェクトを選択・実行する主体は親企業もしくは子会社とし、親企業と子会社がそれぞれ選択したプロジェクトを自ら実行し、自ら投資を行うことができた場合には、それぞれコントロールベネフィット B, b を得る。これは私的な便益であり、観察、立証ともに不可能である。コントロール便益 B については、自分に大きなコントロール権が与えられるほど便益も大きくなることが予想できる。これを反映させ、コントロール便益をコントロール権 γ の関数として $B(\gamma)$ とする。いま、コントロール権とした γ については、親企業と子会社間のコントロール権の分配を表し、 γ の確率で親企業が努力投資 e_P を選択実行し、その努力投資コストは $C(e_P) = \beta_P e_P^2 / 2$ とする。同様に $1 - \gamma$ の確率で子会社が努力投資 e_S を選択実行し、その努力投資コストは $C(e_S) = \beta_S e_S^2 / 2$ とする。ま親会社のコントロール権が強いほど親会社のコントロール便益は高く $B'(\gamma) > 0, B''(\gamma) < 0$ と想定して妥当である。子会社の私的利益 b については、議論の簡単化のため定数とする。株式の保有割合 α が名目的な支配率を意味する一方で、この努力投資の選択かつ実行主体に関するこの γ は実質的な支配率であるということもできる。

さらにもうひとつの重要な視点である大株主と少数株主間の対立については、プロジェクトの選好順序について次のようになっている。親企業については $X_l + B(\gamma) > X_h$ となっており、プロジェクト A を選好するものとする。子会社と親会社の対立について考察するため、子会社については $X_l < X_h + b$ でプロジェクト B を選好するものとする。少数株主としての一般株主はコントロールによる私的便益は得られないため、 $X_l < X_h$ でプロジェクト B を選好する。ここで子会社と少数株主のプロジェクト選択についての選好は同じであることに注意されたい。

2.2 タイムライン

本稿は以下のような 5 期間モデルとなっている。

$t = 0$ において親企業は株主構成 α を決定する。ここで α は大株主たる親企業の株式保有比率であり、 $1 - \alpha$ はその他少数株主たちの保有比率である。

$t = 1$ において親企業は子会社の専業としての事業部門における、努力投資の決定権 γ を選択することができる。具体的には γ の確率で親企業が努力投資 e_p を選択・実行し、 $1 - \gamma$ の確率で子会社が努力投資 e_p を選択・実行する。これによって親企業と子会社間のコントロール問題を考察する。

$t = 2$ では $t = 1$ において決定された γ にもとづき、コントロール権を得た親企業か子会社がプロジェクトに対する努力投資水準を決定する。その努力投資コスト $C(e_i)$ ($i = P, S$) は私的コストとして企業利潤には算入されない（すなわち株主に分配される配当にも算入されない）。

$t = 3$ において、大株主である親企業と一般の少数株主との間の利害の対立となっているプロジェクトの選好について、両者の選択が同じであるか、違っていても大株主の選択が優先される確率を $\rho(\alpha)$ とし、選好が異なっていて少数株主の選択が優先される確率を $1 - \rho(\alpha)$ とする¹。ここで、親企業の子会社株保有割合が大きいほど、この優先確率は大きくなると考えられるので、 $\rho'(\alpha) > 0$ として妥当である。

$t = 4$ において、選択されたプロジェクトの収益が実現し、収益が正であれば各株式に対して配当が分配される。また親企業（あるいは子会社）のコントロール便益としての私的便益もこの時点で獲得される。

2.3 期待利潤

まず初期時点における親企業と子会社の期待利潤について記述する。親企業と子会社の期待利潤について、それぞれ $E\pi_p, E\pi_s$ とすると

$$\begin{aligned}
 E\pi_p &= \alpha\gamma\rho(\alpha)e_pX_l + \gamma\rho(\alpha)e_pB(\gamma) + \alpha\gamma(1 - \rho(\alpha))e_pX_h - \gamma\frac{\beta_p e_p^2}{2} \\
 &+ \alpha(1 - \gamma)\rho(\alpha)e_sX_h + \alpha(1 - \gamma)(1 - \rho(\alpha))e_sX_h.
 \end{aligned} \tag{2}$$

¹この ρ については外生変数とし、少数株主保護に関するパラメータと解釈することもできる。

ただし親企業が選択する場合の努力投資水準を e_p 、子会社が選択する場合の努力投資水準を e_s とする。また右辺の第 3 項目については親企業によって選ばれた努力水準のもとで、一般株主の意向によりプロジェクト B が選択されている状況である。

また子会社はひとつの企業体として、その目的は株主価値プラス経営者としての私的便益の合計の最大化である。

$$E\pi_s = \gamma\rho(\alpha)e_pX_l + \gamma(1 - \rho(\alpha))e_pX_h + (1 - \gamma)\rho(\alpha)e_s(X_h + b) + (1 - \gamma)(1 - \rho(\alpha))e_sX_h - (1 - \gamma)\frac{\beta_s e_s^2}{2}. \quad (3)$$

本節における親会社の目的関数は、配当を含む自身の期待利潤最大化である一方、子会社の目的は株主価値プラス経営者としての私的便益の合計の最大化となっている点に留意されたい。

2.4 社会的効率性 (First-best)

このプロジェクト選択と努力投資水準の選択において、親企業あるいは子会社に発生するコントロール私的便益はプロジェクトの社会的価値にはカウントしない。するとこのプロジェクト機会の社会的価値は、プロジェクト B を選び、以下となる。

$$SW = eX_h - \frac{\beta_i e^2}{2}. \quad (4)$$

この社会的価値の最大化条件より

$$e^{fb} = \max\left\{\frac{X_h}{\beta_p}, \frac{X_h}{\beta_s}\right\}. \quad (5)$$

2.5 努力投資に関する過小投資と過大投資

まず親会社の期待利潤 (2) 式の最大化条件より親会社の選択する努力水準 e_p^* は

$$e_p^* = \frac{1}{\beta_p} \{\alpha\rho(\alpha)X_l + \rho(\alpha)B(\gamma) + \alpha(1 - \rho(\alpha))X_h\}. \quad (6)$$

また比較静学により以下が分かる。

$$\frac{de_p^*}{d\alpha} > 0. \quad (7)$$

子会社の期待利潤 (3) 式の最大化条件より親会社の選択する努力水準 e_s^* は

$$e_s^* = \frac{1}{\beta_s} (X_h + b). \quad (8)$$

$\beta_p < \beta_s$ を仮定し、 e^{fb} と e_p^* を比較すると、次式が成り立つとき過小投資となることが分かる。また逆の不等号のときは過大投資となる。

$$(1 - \rho(\alpha))(1 - \alpha)X_h + \rho(\alpha)(X_h - \alpha X_l - B(\gamma)) > 0. \quad (9)$$

この (8) 式の左辺を以下のように定義する。

$$A(\alpha) = (1 - \rho(\alpha))(1 - \alpha)X_h + \rho(\alpha)(X_h - \alpha X_l - B(\gamma)). \quad (10)$$

$A(\alpha) = 0$ となる α を $\hat{\alpha}$ とする。 $A'(\alpha) < 0$ かつ $A(1) < 0$, $A(0) = X_h - \rho(\alpha)B(\gamma)$ となり、私的利益が成功収益に比べ相対的にそれほど大きくなり、 $A(0) > 0$ を仮定すると、 $\hat{\alpha}$ は区間 $[0, 1]$ に確かに存在する。

補題 1

親会社の限界費用が低く (9) 式が成り立つ、すなわち $\alpha < \hat{\alpha}$ となり親企業の持ち株比率が十分小さいとき、あるいは親会社が獲得するコントロール私的便益 (B) が小さく、子会社に与える独立性が大きいつき (γ が小さいとき) は親会社が選択する努力投資水準について過小投資となる。

補題 1'

親会社の限界費用が大きく (9) 式が成り立たない、すなわち $\alpha \geq \hat{\alpha}$ となり親企業の持ち株比率が十分大きいとき、あるいは親会社が獲得するコントロール私的便益 (B) が大きく子会社に与える独立性が小さいとき (γ が大きいとき) は親会社が選択する努力投資水準について過大投資となる。

また、子会社の限界費用が小さく $\beta_p > \beta_s$ のときは、より過小投資となりやすい。これは社会的にはより限界費用の低い子会社に任せるべきプロジェクトを親会社が自分のコントロール下におき投資しようとするインセンティブがあるためである。

補題 2 $\beta_p > \beta_s$ のとき、子会社が選択する努力投資水準について過大投資になっている。これは子会社の経営者に私的便益が追加的に発生することに起因する。また逆に $\beta_p < \beta_s$ とすると、その限界費用の差が大きいくほど過大投資になりやすい。

また、均衡努力水準の (6) 式から以下が分かる。

$$\frac{de_p^*}{d\gamma} = \frac{1}{\beta_p} \rho(\alpha) B'(\gamma) > 0. \quad (11)$$

子会社に与える独立性が小さいほど親企業の選択する均衡努力水準は増加する。これは親企業のコントロール権が増せば親企業がコントロールによる私的便益を獲得できる確率が上がるからである。また

$$\frac{de_p^*}{d\alpha} > 0. \quad (12)$$

企業の持ち株比率が増えると配当額も増加し、私的便益の獲得機会も増えることから、均衡努力水準は高くなる事が分かる。

2.6 独立性 γ の決定

親企業の期待利得に関して γ の一階条件は以下となる。

$$\begin{aligned} & \frac{[\alpha\{(1-\rho(\alpha))X_h + \rho(\alpha)X_l\} + \rho(\alpha)B(\gamma)]^2}{2\beta_p} \\ & + e_p^* B'(\gamma)\gamma(1-\alpha\rho(\alpha)) - \alpha e_s^* X_h \\ & + \alpha \frac{\beta_s \{e_s^*\}^2}{2} = 0. \end{aligned} \quad (13)$$

第3項目だけが負でこの1階条件が必ず成り立つとは限らないが、2階条件とともに内点解を保証するためには $B''(\gamma)$ の絶対値が十分大きい必要がある。すなわち親企業の得るコントロール私的便益関数が十分大きければ、親企業にとっての最適な（子会社の）独立性は内点解になり得る。必ずしも $\gamma = 1$ が最適とならないのは、子会社の方が金銭的配当を押し上げることができるからである。逆に親企業の得るコントロール私的便益関数が十分小さければ、子会社に対する最適な独立性は $\gamma^* = 1$ で子会社には全く選択権を与えないのが親企業にとっては望ましい。この分析についてはさらに詳細に行う必要がある。

いわゆるファーストベストは親企業と子会社間の権限委譲は考えず、純粹にこの生産プロジェクト価値を最大化する解として定義される。いま、親企業と子会社間の権限委譲を考えた上で各私的便益も考慮したプロジェクト価値の最大化解をセカンドベストとすると、親企業のコントロール私的便益がそれほど大きくない場合は $\gamma = 0$ がセカンドベストである。また各私的便益も考慮しない場合は常に $\gamma = 0$ がセカンドベストである。

親企業が子会社に対する独立性を与える主体である限り、この非効率性はなくならないが、改善メカニズムを考えること自体は有用であろう。

3 完全子会社化（非上場化）と株式公開

3.1 完全子会社化（非上場化）の検討

現在親企業と少数株主が保有する子会社に対して、親企業がさらに出資して株式を集め非上場化するかどうかについて検討する。このとき、親企業は手元にある会社資産から、残りのすべての株式を株価 P で購入する。子会社の株価 P については、子会社は專業経営であり、現在の事業期待値のみを反映すると仮定すると、

$$\begin{aligned} P(\alpha) &= \gamma^* \rho(\alpha) e_p^* X_l + \gamma^* (1 - \rho(\alpha)) e_p^* X_h \\ &+ (1 - \gamma^*) \rho(\alpha) e_s^* X_h - (1 - \gamma^*) \frac{\beta_s e_s^{*2}}{2}. \end{aligned} \quad (14)$$

親企業が現在の期待利潤 $E\pi_p(\alpha)$ と $E\pi_p(1) - (1 - \alpha)P(\alpha)$ を比較し、私的利益の存在により後者の方が大きいため完全子会社化する。

また、もし完全子会社化した後を予想した株価で取引が為されるとすると、 $E\pi_p(\alpha)$ と $E\pi_p(1) - (1 - \alpha)P(1)$ を比較し必ずしも完全子会社化するとは限らない。

命題 1

現在株式上場されている子会社について、非上場検討時の株価で取引がなされる場合は、親企業は必ず完全子会社化し、非上場とする。完全子会社化した後を予想した株価で取引が為されるとすると完全子会社化しないケースもある。

3.2 株式公開の検討

現在完全子会社化の状態にある子会社を新たに株式公開するかどうかについて検討する。ここで子会社の株価 P については、子会社は専業経営であり、現在の事業期待値のみを反映すると仮定すると、 $E\pi_p(1)$ と $E\pi_p(1-\alpha) + \alpha P(1)$ を比較し、私的利益の存在により前者の方が大きいため株式公開をしない。

また、もし株式を公開した後を予想した株価で取引が為されるとすると、 $E\pi_p(1)$ と $E\pi_p(1-\alpha) + \alpha P(1-\alpha)$ を比較し私的利益の存在により前者の方が大きいため、やはり株式公開をしない。

命題 2

現在完全子会社として非上場となっている子会社について株式公開を検討する際、非上場検討時の株価で取引がなされる場合も、株式公開後を予想した株価が適用される場合も、親企業は株式公開はしない。

4 おわりに

本稿では子会社を持つ親企業の戦略として、株式公開する・非上場子会社とする、という2つの戦略について考察した。最終的に親企業は現在完全子会社であるグループ会社の株式を新たに公開するかどうか、もしくは株式公開している（完全子会社ではない）子会社の株を買い集めて非上場企業とするかどうかについて考察したが以下のような結論も得られた。

まず親会社の努力投資限界費用が低く親企業の持ち株比率が十分小さいとき、あるいは親会社が獲得するコントロール私的便益が小さく、子会社に与える独立性が大きいときは親会社が選択する努力投資水準について過小投資となること、逆に子会社の努力投資水準については過大となる可能性が高いことが分かった。次に親会社が子会社に対する独立性を与える主体である限り、独立性に関する非効率性はなくなること分かった。

今後の課題としては、現時点までの分析において様々な均衡値についての内点解を保証する条件を最終的に統合しておらず、もう少し含意が狭まる可能性がある。さらに最終的な非上場化と株式上場の検討においては、それまでの分析にあまり依存していないため、研究結果として理解しにくい。対策のひとつとして株価に情報伝達機能をもたせ、企業戦略を反映させるといった改良が必要である。また2.6節において、子会社に与える独立性に関する非効率性について言及したが、この改善メカニズムを考えてみることも必要であろう。

参考文献

- [1] Aghion, P., & Tirole, J. (1997). Formal and real authority in organizations. *Journal of political economy*, 105(1), 1-29.
- [2] Bebchuk, L. A., & Zingales, L. (2000). Ownership structures and the decision to go public: private versus social optimality. In *Concentrated Corporate Ownership* (pp. 55-80). University of Chicago Press.
- [3] Bernstein, S. (2015). Does going public affect innovation?. *The Journal of Finance*, 70(4), 1365-1403.
- [4] Boot, A. W., Gopalan, R., & Thakor, A. V. (2006). The entrepreneur's choice between private and public ownership. *The Journal of Finance*, 61(2), 803-836.
- [5] Boot, A. W., Gopalan, R., & Thakor, A. V. (2008). Market liquidity, investor participation, and managerial autonomy: why do firms go private?. *The Journal of Finance*, 63(4), 2013-2059.
- [6] Faure-Grimaud, A., & Gromb, D. (2004). Public trading and private incentives. *Review of financial Studies*, 17(4), 985-1014.
- [7] Ferreira, D., Manso, G., & Silva, A. C. (2014). Incentives to innovate and the decision to go public or private. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 256-300.
- [8] Hart, O. (1995), *Firms Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press. (鳥居昭夫訳『企業 契約 金融構造』慶應義塾大学出版会, 2010年.)
- [9] Tirole, J. (2010). *The theory of corporate finance*. Princeton University Press.