

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 5 月 30 日現在

機関番号：12613

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2015～2016

課題番号：15H06895

研究課題名(和文) 上場廃止の要因分析及び上場廃止が企業活動に与える影響に関する研究

研究課題名(英文) An empirical study of factors affecting voluntary and involuntary delisting

研究代表者

紺野 由希子 (Konno, Yukiko)

一橋大学・大学院商学研究科・特任助教

研究者番号：50756749

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,300,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、上場廃止前の企業の財務状況、株主といったステークホルダーの状況を調べ、どのような企業が上場廃止を行っているのが明らかにした。分析の結果、株主集中度が上場廃止に有意に正の影響を与えていた。さらに、キャッシュフロー仮説、エージェンシー・コスト削減効果仮説、アンダーバリュ解消仮説、上場維持コスト削減仮説、富の移転効果仮説の5つの自発的上場廃止の仮説をもとに、自発的上場廃止の要因について、建設業と不動産業で比較を行った。建設業と不動産業ともに、富の移転効果仮説が支持された。建設業では、上場維持コスト削減仮説が維持された。不動産業では、アンダーバリュ解消仮説が支持された。

研究成果の概要(英文)：We attempt to analyse the reasons as to why managers decide to delist their company from a stock exchange and examines the financial conditions and status of shareholder and identifies the factors that affect delisting. We reveal the factors that affect delisting. Moreover, under five hypotheses of involuntary delisting such as cash flow hypothesis, agency cost reduction hypothesis, under value elimination hypothesis, listing maintenance cost-reduction hypothesis and transfer of wealth effect hypothesis, we study both the unique and common factors that affect involuntary delisting by comparing the construction and real estate sectors. In both the construction and real estate sectors, the transfer of wealth effect hypothesis is supported. In the construction sector, the agency cost reduction hypothesis is supported. In the real estate sector, the under-value elimination hypothesis is supported.

研究分野：ファイナンス

キーワード：上場廃止 コーポレートガバナンス 株主集中度

### 1. 研究開始当初の背景

上場廃止には、「実質破綻による上場廃止」、MBO、M&A、自主的な廃業等の理由によって、各企業が自主的に上場廃止を行う「自発的上場廃止」、上場廃止基準に抵触したために証券取引所等によって強制的に上場廃止にされる「非自発的上場廃止」がある。

日本における上場廃止の現状として、2003年度から2012年度の東京証券取引所(1,2部,マザーズ)における上場廃止企業数は2004年以降から徐々に増加傾向にある。また、上場廃止理由別に見てみると、約8割が「自発的上場廃止」であった。「実質破綻による上場廃止」及び「非自発的上場廃止」はそれぞれ全体の1割を占めていた。

非自発的上場廃止の理由は、証券取引所の上場廃止基準に抵触するためである。実質破綻していない企業であっても、質の悪い企業を証券市場から排除し投資家を保護する、あるいはルール違反をした企業に対してペナルティーを与えるという目的がある。しかし、安易に非自発的上場廃止が行われると、上場していた企業そのものだけでなく、そのステークホルダーに対しても多大な影響を与える可能性がある。

一方、自発的上場廃止は経営者が自発的に上場廃止を行うために、何らかの合理的な行動であると考えられる。例えば、MBOを行う理由は、企業金融やコーポレートガバナンスの観点から6つの仮説について議論されている。株主と経営者との利益相反により発生するエージェンシー・コストを削減するために、自主的に上場廃止を行う「エージェンシー・コスト削減効果仮説」、非上場化による自社株買い付けのための借入れが節税効果をもたす「節税効果仮説」、買収対象企業の既存債権者や従業員から株主への富の移転が行われる「既存の利害関係者からの富の移転による効果仮説」、非上場化を実行することにより上場維持コストを削減する「上場維持コスト削減仮説」、敵対的な買収やアクティビストからの増配や自社株買いの要求を避ける防衛策として行われる「ガバナンス・コスト削減仮説」、企業価値が過小評価されると非上場化されやすい「アンダーバリュ解消仮説」がある。

このように非自発的上場廃止と自発的上場廃止では、それらを行う理由も企業の特徴も異なる可能性が大きい。それにも関わらず、米国では上場廃止が企業にどのような影響を与えたかについての実証研究はあるが、上場廃止理由の違いによる影響の差違について分析を行っていない。また、日本では、400万社以上の企業があるが、そのうち上場している企業は、2014年末の時点でわずか約3600社となっている。上場を目標としている中小企業も多いが、上場していた企業が、どうして上場廃止となってしまうかについては、日本では実証研究がなされておらず、上場廃止が企業活動にどのような影響を与

えたかに関する実証研究はほとんど無い。

### 2. 研究の目的

本研究では、まずどのような企業がどのような理由で上場廃止となっているのかについて分析を行う。具体的には上場廃止前の企業の財務状況、経営者、株主、債権者といったステークホルダーの状況と上場廃止がどのように関係があるのかについて明らかにする。そして、上記の研究の結果を踏まえて、上場廃止となった企業について、上場廃止が経営にどのような影響を与えたのかについて考察する。具体的には、上場廃止前後の企業の活動や業績がどのように変化したのかを明らかにする。

特に、企業の特徴と上場廃止がどのように関係があるのかについて分析を行うことで、自発的上場廃止について、企業金融やコーポレートガバナンスの観点から、経営者がどのような理由で自発的上場廃止を行うのかについて明らかにする。一方で、非自発的上場廃止を行う企業の特徴を上場廃止前の企業の情報から予測できるか明らかにする。

また、上場廃止とその理由の違いが、上場廃止後の経営にどのような影響を与えたのか分析を行うことで、自発的上場廃止後の企業の業績や活動への影響を調べ、企業金融やコーポレートガバナンスの観点から各ステークホルダーにとっての上場廃止の利点・欠点を明らかにする。一方で、非自発的上場廃止による影響を調べ、投資家保護の観点から上場廃止基準が適切であるかについて明らかにする。

さらに、上場廃止の要因が業種ごとに異なることが予測されるため、関係性の高い建設業と不動産業という2つの産業を比較分析することで、それらの特性の違いが自発的上場廃止にどのように影響を与えているのかを示す。

本研究は、これまで日本では研究されてこなかった上場廃止理由の違いを考慮した上場廃止予測について包括的な実証分析を行うことが独創的である。本研究の意義は、自発的上場廃止について、上場廃止を行う企業の特徴をもとに、どのようなメカニズムで上場廃止が行われるのかを、企業金融やコーポレートガバナンスの観点から議論されてきた問題を明らかにできることである。さらに、経営者はどのような状況で上場廃止の判断を行うべきか示唆を与えることができる。非自発的上場廃止については、上場廃止を行う企業の特徴が分かり、投資家にとって有益な情報となると考えられる。

### 3. 研究の方法

本研究では、自発的上場廃止及び非自発的上場廃止をどのような企業が行っているか、そしてどのような理由で行っているかについて明らかにするために実証分析を行う。

2004年から2013年の間に東京証券取引所に上場している企業を対象に、上場廃止を行ったかどうか、上場廃止前の企業の情報をもとに分析を行う。

分析手法としては被説明変数を上場廃止に関する企業の情報（自発的または非自発的上場廃止を行ったかどうか）、説明変数を1期前の企業の情報（上財務データ、株価データ、ステークホルダーに関するデータ）として、パネルマルチノミナルロジットモデルを用いて実証分析し、以下の点を調査する。

まず、自発的上場廃止を行った企業について、どのような企業がどのような理由で上場廃止を行っているのか分析を行う。とくに、上場廃止の理由が企業の財務状況によるものなのか、株価の割安など市場の誤評価によるものなのか、株主や借入先などの状況によるものなのか調べる。次に、非自発的上場廃止となった企業について、上場廃止が行われる以前の企業の情報から上場廃止を予測することができるのか、また予測の精度を調べる。そして、非自発的上場廃止となった企業の状況は自発的上場廃止を行った企業や上場廃止していない企業でどのような違いがあるかについて調べる。

非自発的上場廃止の予想される符号としては、エージェンシー・コスト削減仮説は、フリーキャッシュフローの割合が大きいほど、エージェンシー・コストが高いという仮説である。この仮説に従うと、フリーキャッシュフロー/総資産は自発的上場廃止に正に影響を与えると予想される。節税効果仮説とは有利子負債の割合が小さい企業ほど自発的上場廃止をすると、節税効果が高いという仮説である。この仮説に従うと、有利子負債/総資産は自発的上場廃止に負に影響を与えると予想される。富の移転効果仮説は、株主集中度が高い企業ほど少数株主に対して支配的な影響を与えるという仮説である。この仮説に従うと、株主集中度が自発的上場廃止に正に影響を与えると予想される。上場維持コスト削減仮説は、規模の小さい企業ほどコストが相対的に高いという仮説である。この仮説に従うと、企業規模を表す時価総額は自発的上場廃止に負に影響を与えると予想される。アンダーバリュー解消仮説は、市場での評価が相対的に高い企業ほど買収される可能性が低いという仮説である。つまり、時価総額/総資産は自発的上場廃止に負に影響を与えると考えられる。これらの予想される符号と得られた結果をもとに、比較分析を行う。

さらに、上場廃止の要因が業種ごとに異なることを明らかにするために、建設業者と不動産業者を対象に比較分析を行う。具体的には、自発的上場廃止を行ったかどうか、上場廃止前の企業の情報をもとに分析を行う。分析手法としては被説明変数を上場廃止に関する企業の情報、説明変数を1期前の企業の情報として、バイナリーロジットモデルを用

いて実証分析を行う。

また、建設業者と不動産業者を比較分析することで、関係性の高い二つの産業である建設業者と不動産業者の特性の違いが自発的上場廃止にどのように影響を与えているのか比較して考察を行う。具体的には、代表的な5つの自発的上場廃止に関する仮説にもとづいて、企業が自発的上場廃止を選択した要因について分析を行う。建設業者と不動産業者を比較することによって、業種の違いが自発的上場廃止を選択した際の要因にも影響するのか明らかにする。

#### 4. 研究成果

分析の結果、自発的上場廃止では、これまで提唱されてきた節税効果仮説、富の移転効果仮説、上場維持コスト削減仮説、アンダーバリュー仮説が支持されることとなった。

また、「信頼性に関する非自発的上場廃止」については、フリーキャッシュフロー/総資産が多い企業、配当性向が高い企業、株主集中度が高い企業が信頼性に関する非自発的上場廃止を行う可能性が高いことが分かった。粉飾などにより、恣意的に業績を高く見せていた可能性がある。「流動性に関する非自発的上場廃止」については、株主集中度が高い企業が非自発的上場廃止となる傾向があった。上場廃止となる以前から株主集中度が高いといえる。「実質破綻による上場廃止」については、フリーキャッシュフローが少ない企業、総資産に占める有利子負債の割合が大きい企業が実質破綻している傾向があった。

さらに、「実質破綻による上場廃止」企業を除く、「自発的上場廃止」、「流動性に関する非自発的上場廃止」、「信頼性に関する非自発的上場廃止」を行った企業は、株主集中度が高い傾向にあることが分かった。

自発的上場廃止企業の場合、少数株主から支配的株主富の移転効果仮説を支持している。流動性に関する非自発的上場廃止の場合、株主集中度が高いほど流動性が低くなると捉えることもできる。信頼性に関する非自発的上場廃止については、株主集中度が高いとコーポレートガバナンスが適切でない場合が生じる可能性がある。

一方、実質破綻による上場廃止に対しては株主集中度が有意でないため、株主集中度は上場廃止には影響を与えるが、倒産、清算、企業再生などのいわゆる倒産イベントの発生には影響を与えないということが分かった。株主集中度が高い企業とはオーナー企業、同族企業、あるいは少数の投資グループにより支配されている企業の可能性が高い。このような企業には、上場廃止というリスクがあるということを示すことが出来たことが本研究の貢献である。一般投資家にとっては、上場廃止がひとたび行われると自由に株式の売買ができなくなるという不都合が生じるために、この情報は投資家にとって有益で

ある。

さらに、本研究では、上場廃止の要因が業種ごと異なることが読み取れたので、建設業者と不動産業者を比較分析することで、関係性の高い二つの産業である建設業者と不動産業者の特性の違いが自発的上場廃止にどのように影響を与えているのか明らかにした。

分析の結果、建設業と不動産業ともに、株主集中度が自発的な上場廃止に正に有意に影響を与えていた。これにより、富の移転効果仮説が支持された。業種ごとについて比較すると、建設業では、時価総額が自発的な上場廃止に負に有意に影響を与えていた。これにより、上場維持コスト削減仮説が支持されている。収益性の低い建設業にとっては、上場維持コストの影響が他の業種よりも大きいことから、上場維持コスト削減仮説が支持されたと考えられる。また、不動産業では、時価総額/総資産が、上場廃止に負に有意に影響を与えていた。これにより、アンダーバリュース解消仮説が支持された。不動産業は他業種と比較して収益性が高いことから、不動産業者を完全子会社化することで業績を改善したい親会社の利害が、不動産業者の完全子会社化を行って上場廃止が行われた可能性があると考えられる。

このように、日本でも建設業者と不動産業者の収益性の違いから、上場廃止による要因も異なり、資金調達などの方法に影響を与えていることが分かる。

本研究により、自発的上場廃止、信頼性に関する非自発的上場廃止、流動性に関する非自発的上場廃止、実質破綻の要因の違いが異なることが明らかになった。また、建設業者と不動産業者を比較分析することで、関係性の高い二つの産業である建設業者と不動産業者の特性の違いが自発的上場廃止にどのように影響を与えているのか明らかになった。これは、上場に取り組む企業や、上場基準を作成する規制当局、投資家にとって有益な情報となる。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計3件)

1. 紺野由希子，“The measurement of scope economies using multi-product composite cost function”，IIR ワーキングペーパー，WP#16-05，1-15 頁，査読無，2016 年。
2. 紺野由希子，“Analysing R&D in the Japanese Construction Industry”，IIR ワーキングペーパー，WP#16-06，1-15 頁，査読無，2016 年。
3. Yukiko Konno and Yuki Itoh，“An Alternative to the Standardized Approach for Assessing Credit Risk under the Basel Accord”，Cogent Economics & Finance, Taylor &

Francis, Vol. 4, No. 1, pp. 1-13, 査読有，2016 年。

〔学会発表〕(計2件)

1. 紺野由希子・伊藤有希，“上場廃止の要因に関する研究”，第44回JAFEE(日本金融・証券計量・工学学会)大会，慶応義塾大学，2016年1月25日。
2. 紺野由希子・伊藤有希，“上場廃止の要因に関する研究”，横浜国立大学・南山大学共同ファイナンス・ワークショップ，横浜国立大学，2015年11月7日。

## 6. 研究組織

(1)研究代表者

紺野 由希子 (Konno Yukiko)

一橋大学・大学院商学研究科・特任助教

研究者番号：50756749