

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 28 年 6 月 19 日現在

機関番号：22604

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380510

研究課題名(和文)非上場化の決定要因に関する研究

研究課題名(英文)AN EMPIRICAL STUDY OF GOING-PRIVATE FIRMS IN JAPAN

研究代表者

松田 千恵子(MATSUDA, CHIEKO)

首都大学東京・社会(科)学研究科・教授

研究者番号：80613140

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,700,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、株式市場から自主的に退出する企業を研究対象としている。かつて、株式の上場廃止は倒産などによるネガティブな事象と捉えられていたところ、近年では株式市場から自主的に退出する企業が年間数十社にも及ぶ状況となっている。本研究では、これらの企業がなぜ退出するのか、退出する企業にはどのような特徴があるのかを分析し、企業の経営・財務行動の背景を明らかにし、さらには株式市場や規制のあり方についての示唆を得ることができた。今後の企業経営と資本市場のあり方を考える上で、大きな意味のある研究成果を挙げ得たと考える。

研究成果の概要(英文)：This study analyzes the delisting of companies in Japan, which has increased in recent years. Many companies voluntarily want to go private, while delisting used to be occurred only in case of bankruptcy, etc. This study seeks to determine why companies change their minds from staying their listed status to going private, and describe the social and economic significance of Japan's capital market and its function.

The study successfully reveals the characteristics of going private companies in Japan, clarifying the empirical results and adding a new discovery. It also empirically reveals that the factors leading to going private decisions differ according to firm attributes. The study conducts a positive analysis of going-private transactions in which conflicts of interest can become a problem influencing the decision making of stakeholders such as management and shareholders.

研究分野：経営学

キーワード：非上場化 親子上場 MBO 資本市場 経営財務 企業経営

### 1. 研究開始当初の背景

かつて、株式の上場廃止は倒産などによるネガティブな事象と捉えられ、その数も限られていた。しかし、近年では株式市場から自主的に退出する企業が増加し、その割合は上場廃止企業全体の8割以上にのぼっている。こうした背景には、杉浦[2008]が指摘するように、株式市場からの圧力を排除して経営の自由度を高めるといったポジティブな効果への期待があるとされ、自主的な上場廃止(非上場化)は経営者の戦略的意思決定としても注目度が高まっている。

然るに、非上場化に関する先行研究は、杉浦[2008]が実務の立場から事例分析を行っている以外は、株式投資家の立場から非上場化の影響を論じた野瀬・伊藤[2011]、非上場化に関する株式評価と課税について述べた高沢[2007]など、その多くが金融、或いは法学や会計学的な視点からの研究に留まっている。経営学の視点から非上場化を学術的に扱った研究は少なく、特に、本研究で扱う非上場化の決定要因に関する分析は、株主をはじめとする利害関係者が意思決定を行う際の中心的課題であるにもかかわらず、情報の取りにくさなどもあり数少ない。また、海外の研究の結果は国によりばらつきのあるところであり、日本の株式市場を対象とした研究が待たれるところである。本研究は、こうした背景から開始されることとなった。

### 2. 研究の目的

今回の研究における目的は、近年増加する非上場化という事象を経営学的な視点から分析し、「なぜ企業は非上場化を選ぶのか」「どのような企業が非上場化するのか」「非上場化を行った後どうなるのか」といった経営者および株主をはじめとした利害関係者の最大の関心事に答えられるような学術的成果を出すことにある。また、我が国における特徴を明らかにすることにより、グローバルな比較を可能とし、本分野における研究の進展に寄与することを念頭に置いている。

### 3. 研究の方法

まず、国内外における先行研究サーベイを充実させ、特に海外の研究結果にばらつきが生じている状況とその原因、我が国で同様の研究を行う際の留意点を整理した。

次に、我が国の非上場化事例を最新の案件まで含めて可能な限り多く収集し、財務業績や株式保有構造、公表された非上場化理由等を含めた非上場化案件データベースを作成した。その上で、同データベースを用いて、非上場化を選択した企業と上場維持企業との財務業績や株式保有構造の違いを定量的に分析し、非上場化企業の特徴を明らかにした。また、この過程において、非上場化する要因は様ではなく、幾つかのパターンに分けられることが明らかとなったため、改めて後述するように既存仮説の整理を行い、加え

て本研究で新規に追加する仮説を複数設定したうえで、仮説検証型の分析を行った。具体的には、非上場化する企業全般の分析に加えて、マネジメント・バイアウト(MBO, Management Buyout, 経営陣による企業買収)の場合、および親子上場の解消に伴う親会社による完全子会社化の場合に分けて分析を行った。

定量的分析の方法は、主としてマッチドペア分析を用い、t-Test および Wilcoxon Signed Rank Test による二群の差の分析、またそこから得られた示唆を基にロジット分析を実施し、非上場企業の財務的特性、株式所有における特性を明らかにした。さらに、イベントスタディの手法を用いて、非上場化に伴う株式市場の反応を明らかにした。

さらに、先行する欧米での研究成果を踏まえ、欧米で観察された非上場化企業の特徴が我が国にも当てはまるのかという点の比較を行い、グローバルな貢献につなげることができた。

### 4. 研究成果

#### (1) 本研究における仮説の設定

この分野の研究は、米国において1970年代より多額の借入を行って他社を買収するレバレッジド・バイアウト(LBO, Leveraged Buyout)やMBOが急増したことから始まった。これらの多くは株式の非上場化を伴うものであったため、Jensen[1986]、Kaplan[1989]などが、こうした形態の取引を対象に買収における超過リターンの源泉がどこにあるのかを探る研究が多く行われた。これら先行研究における既存仮説としては「エージェンシーコスト削減仮説」「節税効果仮説」「アンダーバリュー解消仮説」「価値の移転仮説」および「上場コスト削減仮説」が存在する。一方、本研究においては、その他にも経営者が上場に何らかのリスクを感じてその状態からの脱出を意図する可能性がある。成長機会が少なく収益性や効率性が低くなっている企業の場合、業況に対する株主の圧力を感じて自主的に退場することが考えられる。また、株主構成が不安定でいわゆる「物言う株主」の存在が大きくなっている場合、株主への対応を負担に感じ上場を取りやめる可能性もある。本研究では、前者を「上場リスク回避仮説(効率性)」、後者を「上場リスク回避仮説(株主構成)」として新しく設定した。

また、先行研究においては非上場化全体を一律に捉える研究が多く、MBOや親子上場など非上場化の形態、あるいは企業の置かれた状況の違いに着目して属性別に分析を行った研究はほとんど見られないことも判明した。したがって、本研究においてはこうした点をカバーし、非上場化の実態をより精緻に分析することを目指した。たとえば親子上場解消企業を切り出した分析では、親会社や子会社の状況によって複数の仮説が成り立つことを明らかにしている。

## (2) 非上場化企業全体に関する研究

本研究では、非上場企業を上場維持企業全体と比較しその財務的特性を抽出することをめざして、2009～2011年に非上場化を行った企業を対象に分析を実施した。具体的には、両群の差をウィルコクソン符号付順位検定により分析し、有意な差が見られた変数を用いて、非上場化企業群をダミー変数 1、同年に上場を維持しているすべての企業を比較対照群(ダミー変数 0)として、各年におけるロジット分析を行った。この際、先行研究では示されていない「上場リスク回避仮説(効率性)」「上場リスク回避仮説(株主構成)」に関して検証を試みた。本研究では、このふたつのリスク回避仮説を支持する指標の多くについて非上場企業と上場企業との間に有意な差が認められ、経営者のリスク回避が非上場化につながることを示唆する結果を得ることができた。特に、「上場リスク回避仮説(効率性)」に関しては、売上高成長率や営業利益率が低く、営業債権回転期間が長く、資産や業務の効率が悪いという明確な特性が示された。株主構成に関しては必ずしも全ての代理変数が支持されたわけではなかったが、全体として株主構成と非上場化の選択との間には強い関係があることが示された。これには日本企業特有の企業統治状況なども背後にあると想定され、非上場化企業に関わる研究を進めていく上で、企業統治の状況などにより焦点を当てて検討していく必要性のあることが明らかとなった。

## (3) MBO 案件における特性分析

次に、非上場化の典型的な事例でありながら研究の蓄積が少ない MBO に焦点を当て、2000年から 2012 年までの期間に MBO を行った企業を対象に分析を行った。二群の差の分析を t 検定も加えて行い、ロジット分析を適用したほか、株価動向をみるためイベントスタディおよび買収プレミアム分析を行った。我が国の MBO に関する研究は、MBO が内包する利害対立に関して述べたものが多いが、本研究においてはそのような利害対立は見られなかった。また、MBO を行う動機として「エージェンシーコスト削減仮説」があてはまり、余剰キャッシュフローの多い企業では配分を巡って経営者と株主の間でエージェンシーコストが増大し、経営者は非上場化によりその削減を目論む可能性が明らかとなった。海外先行研究で示された幾つかの財務特性は我が国の事例には当てはまらず、規制緩和が '90 年代後半に入ってから行われた我が国株式市場の特殊性や、長年メインバンクシステムに支えられてきた企業財務の特徴などが我が国の MBO 実施企業の特性的背景にあることが明らかとなった。

MBO 案件においても同様に、ふたつの「上場リスク回避仮説」を検証したが有意な結果が得られなかった。このことは、同じ非上場化

案件であっても、その形態により特性が異なることを示している。また、上場リスク回避仮説の代理変数として用いた指標のうち、持株割合を示す変数である役員持株比率については、海外の先行研究とは逆にむしろ少ないという結果を得た。

## (4) 親子上場解消に関する分析

さらに、我が国では最も件数の多い親子上場解消に焦点を当て、同様の分析を行った。先行研究では親子上場の解消を行った企業を単一の群として取り扱い、既存仮説を個別に検証することによって親子上場の解消要因の説明を試みているが、親子上場解消は親会社と子会社双方に関わりのある問題であるため、実際の企業活動を考えると複数の要素がモザイク状となって非上場化の要因を形成していることが想定される。特に、先行研究ではリストラクチャリングを推進したいという動機が非上場化の要因となると指摘されているが、実際には親子上場解消自体がリストラクチャリングに他ならないとも捉えられ、その実施を決定づけた要因は当該企業の置かれた状況や、さらなるリストラクチャリングが行われるのか、行われるとすればどのように行われるかによって異なる可能性がある。したがって、親子上場解消に該当する企業を、業績不振の有無、および組織改編や事業再編の有無によって属性別に分析し、これらの違いによって非上場化の要因や企業の特徴が大きく異なることを示すことができた。具体的には、上場リスク回避仮説が成り立つ場合は、組織再編や事業再編など追加的なリストラクチャリングをすることなく親子上場の解消というリストラクチャリングのみを行う企業であることが判明した。一方、同じ親子上場解消でも、上場を解消するという以外にもリストラクチャリングを行っている企業にはこうした傾向は見られない。また、非上場化後に親会社や兄弟会社との合併といった形で組織改編が行われる場合、言い換えれば上場子会社の消滅もあり得るリストラクチャリングが行われる場合には、当該親会社は非上場化子会社のグリップを強くは握っておらず、親会社が子会社のガバナンスに関与を強め、蓄積された利益を親会社に移転させるために組織改編を進めようとしている可能性が明らかになった。一方、事業再編のみを行った企業群ではこうした状況は見られず、収益性や効率性がむしろ良好な子会社を、高い持株比率を有する親会社がグループ全体の企業価値向上のために求心力を高めようとして非上場化している可能性が明らかになった。これを裏付けるように、組織改編の場合には、消滅あるいは蓄積した価値の移転を余儀なくされる可能性のある上場子会社については通常の親子上場に比べて株価の上昇が有意に少ない一方、事業再編の場合にはそうした兆候は見られず、むしろグループ全体の株主価値

の上昇が通常の親子上場解消と比べて有意に大きかった。

また、非上場化を選択する企業の一部には、業況が不況であるために緊急避難的に親会社が救済するような一群もあることが明らかとなった。特に親子上場の場合には、業績不振の上場子会社を、親会社が放置して倒産に至らしめることは考えにくい。少数株主の負担を親会社がマイナスの価値移転により取り込んで救援するといった事象の存在が確認された。

#### (5) 本研究の貢献

本研究の主な貢献は以下の三点である。第一に、欧米に比べて研究の蓄積が少ない我が国株式市場における非上場化企業の状況に関して、新たな発見も加えて実証結果を報告することができた。特に、日本の株式市場において規制や投資家意識が大きく変化した2000年から2012年という長期にわたり、同時期に行われた非上場化案件を属性別に部類してその要因を比較可能にした実証分析としては、知り得る限り我が国で初めての報告となる。これにより、同じ時期に行われたMBOと親子上場解消が、どのような違いを持つのかといった比較も可能となった。また、米国をはじめとする海外の研究との比較が可能となり、非上場化案件がグローバルに持つ特性や、我が国における非上場化案件に特徴的な要素の抽出を行うことが可能となった。

第二に、これまで非上場化案件全体、もしくはLBOやMBOのみといった形で分析が行われてきた非上場化企業の分析において、全体の傾向と属性別の傾向を両方見ること、属性別に非上場化に至る要素が異なることを明らかにしたことが挙げられる。特に、我が国に多い親子上場解消による非上場化においては、親子上場解消というだけでもいくつかのパターンが存在し、それぞれ異なる思惑のもとで非上場化がなされていることを実証的に示すことができた。

第三に、既存仮説の考え方に新たな視点をもたらすことができた。従来は単一の仮説のみを当てはめて非上場化要因とすることが多くみられるが、これらの仮説は互いに排他的ではなく、幾つかの要素が折り重なって非上場化の要因となっていることを示すことができた。また、本研究では、経営者側が上場という状態に何らかの不都合を感じてそこから離脱を図るといった視点からの仮説設定を行い、当該仮説が該当する可能性が実証的に示されたことも、本研究の貢献として挙げられる。

本研究における主要な発見は以下の三点である。第一に、成長機会に乏しくなった企業や物言う株主への対応に耐え切れなくなった企業が非上場化する傾向にあることが判明し、株式市場が持つスクリーニング的な役割を改めて確認することができた。第二に、

我が国の非上場化案件には、持株割合に欧米と異なる特徴があることを発見した。具体的には、欧米の先行研究では役員持株比率が高いほど非上場化しやすいといった報告がほとんどであるところ、我が国の非上場化案件の場合には、役員持株比率が上場維持企業よりも低い。また、先行研究ではほとんど触れていない、外国法人持株比率が高いといった特徴も明らかになった。この背景には、我が国における金融システムの変化があるものと思われる。

第三に、非上場化案件を属性別にみた場合に、非上場化の形態による差や、非上場化時の企業の状況により、非上場化を行う事由には大きな差があることを明らかにした。MBOの場合には、欧米の先行研究と同様にエージェンシーコスト削減仮説が成り立つ一方で、親子上場解消企業の場合には同仮説は成り立たない。また、同じ親子上場解消企業の中でも、リストラクチャリングの有無や業績不振の有無により、非上場化の要因は異なることが明らかとなった。

#### <引用文献>

Jensen, Michael C. [1986] "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers" *The American Economic Review* 76(2), 323-329

Kaplan, Steven [1989] "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of Financial Economics* 24(2), 217-254

杉浦 敬一 [2008], 「日本におけるゴーイング・プライベートを伴うバイアウト：ワールドの戦略的非公開化の事例を中心として」『年報経営分析研究』24, 72-79

高沢 修一 [2007], 「株式非公開化に伴う種類株式の評価と課税--全部取得条項付種類株式を中心として - Evaluation and taxation of the kind stocks associated with management buyout」『會計』172(4), 557-568

野瀬 義明, 伊藤 彰敏 [2011], 「株式非公開化の決定要因」『証券経済学会年報』46, 39-54

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計4件)

松田 千恵子「非上場化を伴うMBO対象企業の特性分析」(査読無),『産業経理』, pp.16-34, 2016年

松田 千恵子「非上場化企業の特性と株式市場に与える影響分析」, 筑波大学大学院ビジネス科学研究科博士課程学位請求論文(査読付論文), pp.1-147, 2015年

松田 千恵子「非上場企業の特性に関する

る研究 - 親子上場の解消に関する初期的分析 - 」（査読無）, 『経営と制度』, pp.73-101、2014年

松田 千恵子 「Going Private Transactions: A Study of the Reasons for Going Private in Japan and a Preliminary Empirical Analysis of its Determinants (査読付論文) , Journal of Strategic Management Studies Vol5. No.1,2, pp.105-121、2013年

松田 千恵子 (MATSUDA, Chieko)  
首都大学東京社会科学部 教授  
研究者番号 : 80613140

〔学会発表〕(計7件)

松田 千恵子 「AN EMPIRICAL STUDY OF THE CHARACTERISTICS OF COMPANIES DELISTING THROUGH A MANAGEMENT BUYOUT IN JAPAN」 27th ASIAN-PACIFIC CONFERENCE ON INTERNATIONAL ACCOUNTING ISSUES, Brisbane (Australia) 2015.11.3

松田 千恵子 「An Experimental Study of Going-Private Firms in Japan」 Japan Association of Business Ethics, Joint Conference with Thammasat Business School in Thailand, Bangkok(Thailand)、2015.4.30

松田 千恵子 「非上場化企業の特性と株式市場に与える影響分析」, 筑波大学大学院ビジネス科学研究科公聴会, 筑波大学大学院大塚キャンパス(東京都文京区) 2014.11.18

松田 千恵子 「グローバル化がもたらすガバナンスとマネジメントへの影響」日本経営倫理学会第107回CSR研究部会, 一般財団法人電力中央研究所(東京都千代田区) 2014.9.17

松田 千恵子 「非上場化の特性に関する研究 - MBOによる非上場化の分析」証券経済学会第80回大会、札幌学院大学(北海道札幌市) 2013.10.5

松田 千恵子 「親子上場時の利益相反と業況に関する実証研究」経営倫理学会第21回研究発表大会、白鷗大学(栃木県小山市) 2013.6.15

松田 千恵子 「非上場化の特性に関する研究 - 親子上場の解消に伴う完全子会社化の分析」日本ファイナンス学会第21回大会、武蔵大学江古田キャンパス(東京都練馬区) 2013.6.1

〔図書〕(計3件)

松田 千恵子 『グループ経営入門 第三版』, 税務経理協会, 301頁、2016年

松田 千恵子 『これならわかるコーポレートガバナンスの教科書』, 日経BP社, 248頁、2015年

松田 千恵子 『グループ経営入門』(改訂版), 税務経理協会, 284頁、2013年

6. 研究組織

(1) 研究代表者