

氏名（本籍）	松田千恵子
学位の種類	博士（経営学）
学位記番号	博甲第 7179 号
学位授与年月日	平成 27 年 1 月 31 日
学位授与の要件	学位規則第 4 条第 1 項該当
審査研究科	ビジネス科学研究科
学位論文題目	非上場化企業の特性と株式市場に与える影響分析

主査	筑波大学 教授	博士（工学）	山田 雄二
副査	筑波大学 准教授	博士（システムズ・マネジメント）	木野 泰伸
副査	筑波大学 准教授	博士（システムズ・マネジメント）	倉橋 節也
副査	筑波大学 准教授	修士（経済学）	立本 博文
副査	桃山学院大学 講師	博士（経営学）	野瀬 義明

## 論文の内容の要旨

近年、我が国の株式市場では、経営陣による自社買収（Management Buyout, MBO）や親会社による上場子会社の完全子会社化による非上場化が増加している。このような非上場化による上場企業数の減少は、投資家にとっては投資機会の減少につながるものが懸念される一方、株式を上場する企業が時代とともに入れ替わっていくことは、健全な資本市場や上場制度を維持するために必要不可欠とも考えられる。以上を背景として、本研究は、非上場化を実施する企業の特性を分析しその株式市場への影響を明らかにすることによって、株式市場を通じた企業へのガバナンスのあり方について考察し、次に掲げる3つのテーマについて検討を行うことを目的としている。

- （1）非上場化を選択する企業の財務特性と我が国固有の仮説検証（第3章に対応）
- （2）MBOによる非上場化企業の特性分析（第4章に対応）
- （3）完全子会社化による親子上場解消企業の特性分析（第5章に対応）

（1）については、米国市場とは成り立ちの異なる、我が国株式市場における非上場化企業を取り巻く環境について考察した上で、上場維持企業全体と比較した際の非上場化企業のもつ財務的特性について分析が行われている。この際、株式市場に上場することによって被るリスクを経営者が回避するという「上場リスク回避仮説」を新たに定義し、検証を試みている。本研究では、この上場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可能性が示されている。また、経営者が課題と感じる要素には、収益の低さや業務・資産効率の悪さなど、業況に関する要素とともに、株主構成といった企業統治に関する要素が存在することについて明らかにされている。

（2）では、経営者自身の意思決定によって上場企業が自主的に株式市場から退出するという意味で、最も典型的な非上場化の形態といえる MBO に焦点が当てられている。特に、本研究では、キャッシュリッチな企業がキャッシュフローの配分を巡る経営者と株主の利害対立を解消することを目的として非

上場化を行うとする「エージェンシーコスト削減仮説」が、我が国の MBO 企業において強く支持されている。また、イベントスタディおよび買収プレミアムの検証からは、MBO が内包する、経営者が買収者となることによる少数株主との利益相反（あるいは株主価値の棄損）は特に観測されず、2000年代からの株式市場におけるルール整備やガイドラインの設定が功を奏した可能性が示唆されている。さらに、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ないことが示され、その理由として、規制緩和が1990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を背景として考察している。

(3) では、非上場化のうち、我が国では最も件数の多い親子上場解消に焦点を当てている。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っている点、および親子上場の解消要因の説明を既存仮説のみに依拠している点が共通しているが、親子上場解消企業は親会社と子会社双方に関わりのある問題であるため、両者を含む複数の要素が非上場化の要因を形成していることが想定される。また、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ず、その要因は、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の実施や形態によって異なる。これらに着目して、本研究では、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といった属性別に分析している。その結果、例えば、通常の業績を維持したまま非上場化し親子上場解消以外のリストラクチャリングを行っていない非上場化企業群に関しては、「上場リスク回避仮説（株主構成）」がより強く支持されるなど、新たな知見が示されている。

## 審査の結果の要旨

本研究では、我が国では研究蓄積の少ない非上場化企業の特性に焦点をあて、詳細な分析が行われている。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年という期間を対象に、非上場化案件を属性別に分類しその要因を比較した実証分析としては、我が国でも例を見ない研究成果といえる。分析結果については、必ずしも頑強とは言い切れない点、仮説が乱立している点、仮説間の関連などの改善点も挙げられるが、これらは当分野の研究が共通して抱える課題でもあり、本研究を発展させることで、課題解決に近づくことが期待される。また、自発的な非上場化と完全子会社化を対比させる考え方は、先行研究にないユニークなものであり、先行研究で言及の少ない「上場リスク回避仮説（効率性）」について、実証結果を示した点も本論文の貢献である。以上より、本論文の水準は、ファイナンス実証研究分野の学位論文として求められる水準にあるものと判断される。

### 【最終試験】

論文審査委員会による最終試験を平成26年11月18日に実施し、全員一致で合格と判定した。

### 【結論】

よって、著者は、博士（経営学）の学位を受けるのに十分な資格を有するものと認める。