

# 非上場化企業の特徴と株式市場に与える影響分析

筑波大学審査学位論文（博士）

2 0 1 4

松 田 千 恵 子

筑波大学大学院

ビジネス科学研究科 企業科学専攻

## 目次

第1章	はじめに.....	5
1.1	研究目的と貢献.....	5
1.2	本論文の構成.....	10
第2章	先行研究.....	13
2.1	はじめに..... エラー! ブックマークが定義されていません。	
2.2	先行研究における仮説.....	14
2.3	海外における先行研究.....	15
2.3.1	株価に関する研究.....	15
2.3.2	財務数値に関する研究.....	16
2.3.3	持株割合に関する研究.....	19
2.3.4	その他の視点からの研究.....	22
2.3.5	米国以外の地域における研究.....	23
2.4	我が国における先行研究.....	23
2.4.1	野瀬/伊藤[2011b]の研究.....	25
2.4.2	杉浦[2008]の研究.....	26
2.4.3	岩谷[2002]の研究.....	26
2.4.4	菊池/齋藤[2006]の研究.....	27
2.4.5	大坪/三好[2008]の研究.....	27
2.5	先行研究に対する評価と課題.....	29
2.5.1	先行研究に対する評価.....	29
2.5.2	先行研究における課題.....	29
2.6	まとめ.....	31
第3章	非上場化を選択する企業の財務的特性.....	35
3.1	我が国における非上場化の状況.....	35
3.1.1	非上場化企業数の推移.....	35
3.1.2	非上場化企業増加の背景.....	36
3.2	仮説の設定.....	42
3.2.1	損益状況に関する特性.....	43
3.2.2	財務状況に関する特性.....	44

3.2.3	株式状況における特性.....	45
3.2.4	その他の状況.....	46
3.3	分析対象と手順.....	47
3.3.1	分析対象.....	47
3.3.2	分析手順.....	48
3.4	分析結果 .....	51
3.4.1	二群の差に関する分析.....	51
3.4.2	ロジット分析.....	53
3.5	まとめ .....	56
第4章	<b>MBO 実施企業における特性</b> .....	58
4.1	検証仮説 .....	59
4.1.1	エージェンシーコスト削減仮説.....	59
4.1.2	節税効果仮説.....	60
4.1.3	価値移転仮説.....	60
4.1.4	アンダーバリュー解消仮説.....	61
4.1.5	上場コスト削減仮説.....	61
4.1.6	上場リスク回避仮説（効率性） .....	62
4.1.7	上場リスク回避仮説（株主構成） .....	62
4.2	分析対象と手順.....	65
4.2.1	分析対象.....	65
4.2.2	分析手順.....	67
4.3	分析結果 .....	69
4.3.1	財務指標に関する分析結果.....	69
4.3.2	株価に関する分析結果.....	73
4.4	まとめ .....	75
第5章	<b>親子上場解消企業における特性</b> .....	80
5.1	検証仮説 .....	81
5.1.1	上場リスク回避仮説.....	84
5.1.2	価値移転仮説.....	86
5.1.3	アンダーバリュー解消仮説.....	86

5.1.4	エージェンシーコスト削減仮説.....	87
5.1.5	リストラクチャリング仮説.....	88
5.1.6	業績不振企業救済仮説.....	90
5.2	分析対象と手順.....	93
5.2.1	分析対象.....	93
5.2.2	分析手順.....	94
5.3	分析結果 .....	106
5.3.1	財務指標に関する分析.....	106
5.3.2	株主価値に関する分析.....	121
5.4	まとめ .....	129
第6章	終わりに.....	134
6.1	本研究の成果.....	134
6.2	今後の研究課題.....	140
第7章	引用文献.....	143

## 第1章 はじめに

### 1.1 研究目的と貢献

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などによる非上場化が増加している。「短期的な業績を追求する株式市場からの圧力を排除し、経営の自由度・機動性を高める」(杉浦[2008])、あるいは「親会社の経営の自由度を高める」(菊池/齋藤[2006])といった効果を期待するなど、その背景は様々に語られているが、実際にはどのような要因が非上場化という意思決定につながっているのかは必ずしも明らかではない。いったん上場という、経営において重要な意思決定をしたにもかかわらず、それを自主的に取りやめる理由はどこにあるのだろうか。また、こうした企業が増えるということは、株式市場にどのような影響を与えるのかといった疑問も生じる。2011年2月には、斉藤惇東京証券取引所社長が「(上場時に)高値で株を買ってもらい、株主がうるさくて事業ができないので上場廃止するというのは、投資家を愚弄している」<sup>1</sup>と異例ともいえる批判を、非上場化、特にMBO実施企業に関して行った。この発言のように、自主的な非上場化が投資家の信頼を損ねるようなものであれば、その増加は資本金融のシステムそのものを揺るがす可能性もある。東京証券取引所<sup>2</sup>においては2007年以降2012年に至るまで上場企業数が減少し続けており、株式市場の機能低下を懸念する声もある。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、健全な資本市場を維持するためには必要なことであり、自主的な非上場化が上場企業を退場すべきときに株式市場から退場させることを円滑化するのであれば、その増加はむしろ株式市場の健全性強化にとって歓迎すべき事象であろう。したがって、自主的な非上場化の実態を解明することは、それがもたらす株式市場への影響を明らかにし、株式市場を通じた企業へのガバナンスのあり方を考える上で重要であるといえる。

また、非上場化が当該企業の利害関係者<sup>3</sup>に与える影響は大きい。株主にとっては、非上場化により保有していた株式の売却を余儀なくされれば投資方針に反する事態ともなり影響は深刻である。株主以外の利害関係者においても、非上場化によりこれまでの関係を変更させざるを得なくなることもあり得る。債権者にとっては、株式市場からの資金調達

<sup>1</sup> 2011年2月27日 東京新聞朝刊

<sup>2</sup> 2013年7月16日付で東京証券取引所と大阪証券取引所との現物市場の統合が行われたことを受けて、2013年末に東京証券取引所が開示した上場企業数は増加している。

<sup>3</sup>本研究でいう利害関係者とは、経営者のほか、顧客、取引先、従業員、債権者、株主および国・地域社会を指す。

なされなくなることにより負債調達への依存度が高まり、非上場化後の信用リスク評価に影響が生じることが考えられる。営業取引先においては、上場時に比べて開示される情報が限られ売掛債権管理などに影響が出ることもあり得る。従業員や就職を希望する学生などは、勤務する企業のステータスが上場から非上場へと変わることによる信用力の変化にさらされる可能性がある。経営者自身も、非上場化の意思決定を行うにあたっては客観的にみた自社の状況や非上場化による影響を熟知することが必要である。このように、非上場化はすべての利害関係者に影響を与える事象であり、その特性や選択のメカニズムに関する情報もたらされることは、利害関係者の意思決定にとって有益であると思われる。

以上を背景として、本研究では、我が国株式市場における非上場化に関して、どのような非上場化がどのような特性を持った企業によって行われるのかを明らかにし、それによって、非上場化が株式市場の社会的・経済的な意義と機能にどのような影響を及ぼしているのかを考察するとともに、非上場化の決定要因に関する情報を、株主をはじめとする利害関係者にもたらし意思決定に貢献することを目的とする。具体的には、過去に我が国株式市場において非上場化を選択した企業の特性に関して実証分析を行い、どのような特性を持つ企業が非上場化という選択を行うのか、その際の非上場化にはどのようなパターンがあるのか、そうした選択を行った企業を株式市場はどう評価するのか、非上場化企業の退出が株式市場に与える影響はどのようなものか、について検証する。

まず、非上場化企業全体を採り上げてその傾向を分析する。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概観した後、非上場化企業を上場維持企業全体と比較して、それらがどのような財務的特性を持つかを示す。この際、先行研究においては明示されていない「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る。

次に、MBOに焦点を当てる。MBOは、非上場化を行う企業の経営者自身が意思決定を行って自主的に株式市場から退出する、最も典型的な非上場化の形態といえる。これらが我が国で増加傾向にある背景をまとめ、株式市場から退出する企業がどのような財務的特性を持ち、株式市場の反応がどのようなものであったかを分析する。

さらに、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を採り上げる。その実施を決定づけた要因は当該企業の置かれた状況によって異なる可能性がある。また、親子上場解消というリストラクチャリングを行って以降は全くそうした動きを見せない企業

もあれば、組織改編や事業再編<sup>4</sup>などさらなるリストラクチャリングを続けて行う企業もあり、これらの間では、親子上場解消という行為の意味が異なる可能性もある。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、これらの違いにより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。

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の非上場化案件に関して、新たな発見も加えて実証結果を明らかにする。米国をはじめとする海外の研究との比較を通じ、非上場化案件がグローバルに持つ特性や、我が国における特徴的な要素を抽出する。また、非上場化案件における形態の違いに着目した分析結果を提供する。特に、日本の株式市場において規制や投資家の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形態別に分類してその要因を比較可能にした実証分析としては、本研究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る。また、長期にわたる実証分析を行うことにより、時期によって株式市場の反応に違いがあるかといった点についても検証が可能となる。

第二に、企業の属性に着目した分析が、非上場化に至る動機を解明するために有効であることを示す。先行研究においては、LBO (Leveraged Buyout)<sup>5</sup>もしくはMBOといった形態のみを採り上げるといった研究はあるものの、多くは非上場化案件を一括りにまとめて分析を行っている。そのため、非上場化案件の形態別の違いはもちろんのこと、非上場化を選択する企業の属性の違いは殆ど分析対象となつてこなかった。本研究では、企業が持つ属性によって、非上場化に至る要素が異なることを明らかにする。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幾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分析に基づいて示す。

第三に、既存仮説に加えて複数の新しい仮説を提示することで、既存仮説では説明しきれない非上場化の要因を明らかにする。本研究では、先行研究で示されている主要な5つの仮説、すなわち「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」「価値移転仮説」「上場コスト削減仮説」に加え、新たに以下の5つの仮説を加

<sup>4</sup> 本研究における組織改編、事業再編の定義に関しては、第5章を参照されたい。

<sup>5</sup> LBO (Leveraged Buyout) とは、買収先企業の資産または将来のキャッシュフローを担保に、金融機関などから負債を調達して行う企業買収のことを指す。

えて非上場化の要因に関する説明を行う。経営者が上場のメリットよりもリスクを多く感じることで非上場化の要因になるとし、そのリスクに関して、業況に主たる要因がある場合と、株主構成の不安定さに主たる要因がある場合を区別して、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）」として設定する。また、親子上場解消企業に関して、業績不振子会社を持つ親会社が緊急避難的な救済を行うとする「業績不振企業救済仮説」を検証する。さらに、リストラクチャリングの種類によって親子上場解消企業の特性や株価にみられる影響が異なることから、子会社の消滅などが想定される場合に適用される「組織改編仮説」と、親会社がグループ全体の価値向上を企図して親子上場解消を行うとする「事業再編仮説」を提示する。これらの仮説は、非上場化の要因を属性別に検証し、構造化していくうえで十分な説明力を持つことを実証研究に基づいて示す。なお、本研究で支持される仮説の概要を図 1-1 に示した。

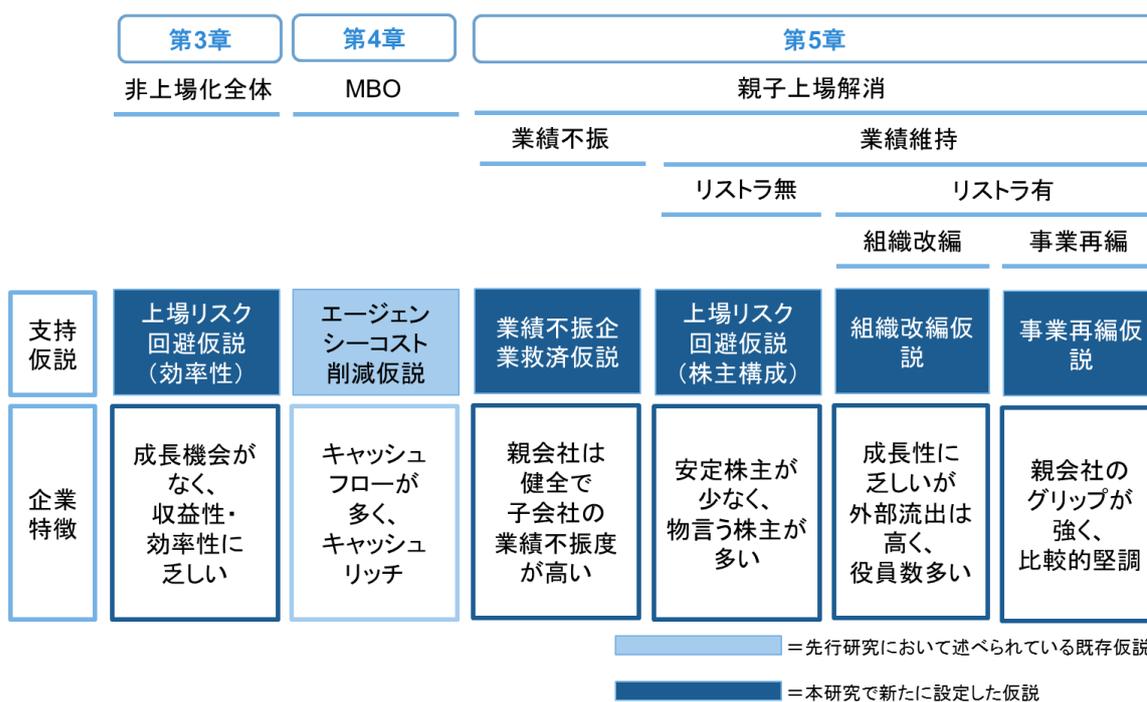


図 1-1 本研究で支持される仮説の概要

本研究における主要な発見は以下の三点である。第一に、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示す。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。同じ親子上場解消企業の中でも、子会社の業況が債務超過など著しい不振にある場合には、既存仮説はすべてあてはまらず、本研究において設定した「業績不振企業救済仮説」（親会社による緊急避難的な救済が行われるとする仮説）のみが意味を持つ。また、こうした場合に非上場化を行う親会社の側は、同様の状態にあつて子会社の上場を維持する親会社よりも、より健全で規模も大きい。親子上場解消というリストラクチャリングに加えて、さらなるリストラクチャリングを行う親子上場解消企業の場合には、それを行わない企業とは非上場化要因が異なるということや、リストラクチャリングの種類によって非上場化要因が異なることも、本研究における発見である。追加的なリストラクチャリングを行わない場合、親子上場解消は株主構成の不安定さからくる上場リスク回避を主眼として行われる。一方、追加的なリストラクチャリングが組織改編を伴う場合、親子上場解消は親会社が子会社の富を自身に移転することを狙って行われている可能性があり、この場合には親子上場解消の公表時に子会社の株主価値は相対的に減少する。先行研究ではこの原因は明らかにされていなかったが、本研究においては子会社の消滅を伴う富の移転が行われると解釈し、実証結果が得られたことを示す。一方で、組織は改編せず事業再編のみを行った場合には、親会社はグループ全体の企業価値向上を企図して親子上場解消に踏み切った可能性がある。この場合には子会社の株主価値は減少せず、グループ全体の株主価値は向上する。このように、リストラクチャリングの有無および種類に着目した非上場化の場合分けとそれに対する株式市場の反応の違いを明らかにする。

第二に、我が国の非上場化案件全般をみた場合、持株割合に関して欧米と異なる大きな特徴があることを示す。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殆どであるところ、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ことを明らかにする。また、先行研究では殆ど触れられていない、外国法人持株比率が高いといった特徴も示す。この背景には、我が国における金融システムが長年メインバンクシステムといった形態を特徴としており、その中で育まれた株式持ち合いや安定株主対策といった慣行、およびそれらが資本市場の規制緩和などで崩れていったことの影響があると考えられる。資本市場の環境変化を受けて企業が株主動向に敏感になり、そのことが非上場化の選択に繋がっている可能性がある。これは、非上場化という事象が持つ企業統治に関わる側面といえる。

第三に、上記に挙げた発見を通じて、全体的には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自主的に退出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できたことを報告する。自主的な非上場化が投資家の信頼を損ねるようなものであったり、投資家にとって魅力的な企業の退出を促すようなものであったりするならば、その増加は株式市場の機能低下や資本金融のシステムそのものへのダメージにつながりかねない。本研究で採り上げた期間および対象とした株式市場においては、概ねそうした兆候は見られず、自主的な非上場化は株式市場が健全性を維持していくために必要な企業の入れ替わりを促進している可能性がある。一方で、親子上場に伴い事業再編を実施した企業など一部においては、グループ全体の企業価値向上を担う可能性のある企業が、株式市場から退出している示唆が得られたことも本研究における発見といえる。これらは、今後我が国株式市場において、自主的な非上場化をどのように扱っていくのか、規制のあり方や投資家の対応を考えるためにも意味あるものと考えられる。

## 1.2 本論文の構成

本論文の構成は以下の通りである。

第2章では、海外および国内における非上場化に関する先行研究のサーベイを行い、明らかにされていない研究課題を抽出する。具体的に着目されるのは以下の四点である。第一に、非上場化に関する研究は特に米国で先行したが、実証研究の多くは米国市場を対象としたものであり、他の海外諸国や我が国における研究結果は乏しい。米国での研究結果が世界に共通する非上場化企業の特徴を示しているのか、非上場化企業の特徴は各国株式市場の状況に依存するのか定かではない。第二に、同じ米国内における研究であっても、非上場化の時期やサンプルの選択によって、研究結果にはばらつきがある。研究に使用される代理変数についても、様々な変数が用いられており、その解釈も一様ではない。どのような変数が非上場化企業の特徴を表し得るのか確認する必要がある。第三に、非上場化の要因に関する仮説は、単一の非上場化企業群に対して幾つかの既存仮説が排他的とは言えないまでも独立に成り立つとして設定されることが多いが、実際には非上場化の形態や企業の属性によって要因は異なり、折り重なって存在すると考えられるため、こうした点を考慮して分析をする必要がある。特に、我が国に特徴的にみられる親子上場の解消といった形での非上場化は、非上場化する子会社だけでなくその親会社の状況についても検証する必要があり、単一の仮説のみを当てはめて非上場化要因とするのは難しいと考えら

れる。第四に、多くの先行研究は非上場化案件を一体として、もしくはLBOやMBOなど特定の取引形態を取った案件だけを抽出して対象としているが、非上場化案件には、LBOやMBOだけではなく、上記に挙げた親子上場の解消など様々な形態がみられる。非上場化企業全体の傾向を見るのと同時に、そこに含まれる取引形態の違いおよびそれによる非上場化企業の特性の違いに留意して研究を進める必要がある。

第3章では、非上場化企業全体を採り上げてその傾向を分析する。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概観した後、非上場化企業を上場維持企業全体と比較してどのような財務的特性を持つかを示す。この際、先行研究においては明示されていない「上場リスク回避仮説」に関して検証を試みる。同仮説は、株式市場に上場していることに何らかの課題を感じて経営者がその状態からの脱出を意図する可能性を提示したものである。本章では、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認められたことを示す。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状況に関する要素も存在することを明らかにし、非上場化に関する研究を進めていく上では、企業統治状況なども検討していく必要があることを示す。

第4章では、MBOに焦点を当てる。MBOは、非上場化を行う企業の経営者自身が意思決定を行って自主的に株式市場から退出するという意味では、最も典型的な非上場化の形態といえる。我が国のMBOに関する研究は、非上場化自体というよりも、MBOが内包する経営者が買収者となることによ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ことを報告する。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」が当てはまるという、海外の先行研究結果と整合性のある結果が我が国の株式市場におけるMBOに関しても得られたこと、一方では、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が背景にあると考えられることを示す。

第5章では、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、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。

第6章では、以上の実証研究の結果を総括し、今後の研究課題を示す。

## 第2章 先行研究

米国では、多額の借入を行って他社を買収する LBO や経営陣が自社を買収する MBO が、1970 年代中頃に新しい取引形態として登場し、1980 年代には組織化され、その総額規模は 1986 年から 1989 年の間におよそ年間 500 億ドルにまで成長した (北川 [2007])。これらの多くは株式の非上場化を伴ったため、その増加は、株式市場とそこに上場する企業を成長の原動力としてきた資本主義経済のあり方にも一石を投じる意味を持ち、大いに注目されることとなった。Jensen[1989]は、上場による資金調達およびそれに伴う組織や統治構造を持つ企業形態を「20 世紀型モデル」とし、そうしたあり方が引き続き通用する企業もある一方で、上場企業は経済の多くの領域においてその有用性を失ったと指摘し、様々な非上場化の事象がその証左であると述べた。このような指摘は米国における非上場化に関する研究を活発化させ、非上場化取引が株式市場や株式の価値に与える影響や、非上場化企業の持つ特性に関する研究を米国において多く生み出すこととなった。これらの研究成果は、その後の米国株式市場において、買収案件の増加やプライベート・エクイティファンドの勃興、あるいはエンロン事件など株式市場と企業との関係性を問うような出来事の続発を通じて、重要性をより高めてきた。

一方、我が国においては、LBO や MBO などが盛んに行われるようになってきたのは、1990 年代後半に株式市場の規制緩和がなされて以降であり、資本市場の歴史的な蓄積の違いを反映して、非上場化取引に関する先行研究は未だ数少ない。

本章では、海外および国内における先行研究のサーベイを行い、我が国の非上場化に関して明らかにされていない研究課題を抽出する。先行研究は、それが行われた時期によって非上場化企業のどういった特性に注目するかということも異なっており、サーベイの結果からは、総じて(1)株価に関する研究、(2)財務指標に関する研究、(3)企業統治や持株割合に関する研究、(4)その他、に分類される。本章ではこの分類に沿った報告を行う。

本章の構成は以下の通りである。第 1 節で非上場化に関する既存仮説を整理する。第 2 節では国内外の先行研究を整理し、その実証分析結果を報告する。第 3 節では、サーベイのまとめと今後の研究課題について述べる。

## 2.1 先行研究における仮説

当該分野の研究は、企業買収が盛んになってきたことにより活性化したため、当初より買収における超過リターンの源泉がどこにあるのかといった仮説が下記の通り複数提示されてきた。これらは非上場化企業全体の特性を分析する後続の研究における基礎ともなっている。

### ・エージェンシーコスト削減仮説

Jensen[1986]は、フリーキャッシュフローを多く抱えていながら高収益な投資機会がない企業においては、経営者が本来株主に還元すべきキャッシュフローを無駄に消費するというフリーキャッシュフロー仮説を唱えたが、このフリーキャッシュフローに起因して生じるエージェンシーコストが、経営者が株主となる、あるいは経営者の持株比率が高まり経営者と株主の利害が一致することで低減が図られ (Kaplan[1989a])、買収 (非上場化) 公表時の超過リターンを生み出すとする。

### ・節税効果仮説

Kaplan[1989b]はまた、有利子負債の増加により支払利息が増加し、その節税効果により株主価値が向上すると指摘しており、これが買収 (非上場化) 公表時の超過リターンの源泉であるとする。

### ・アンダーバリュー解消仮説

ファンダメンタルは一定だが、買収されることによりそれまで過小評価であった株式市場の株価評価が修正され (より多くの情報を持った経営者の見通しが株価に織り込まれる)、これが買収 (非上場化) 公表時の超過リターンの源泉であるとする。規模が小さい企業の場合、アナリストカバレッジが低いなどといった要因により株価が割安に放置される (Bae/Simit[1998]) といった指摘も同様の仮説を提示している。

### ・価値移転仮説

買収を通じて買収先企業における価値配分の仕組みが変わり、他者が持っていた価値を株主が得ることが、買収 (非上場化) 公表時の超過リターンの源泉であるとする。少数株主が持っていた価値が多数株主に移転する、あるいは従業員のリストラや給与カットによ

って営業利益が増加し株主価値が増えることが、従業員の得ていた価値を株主に移転することにつながるといった指摘がなされている (Shleifer/Vishny[1987])。

#### ・上場コスト削減仮説

時代が下るにつれ、株式市場の側に存在する何らかの課題が企業の自主的な退出を促すのではないかといった仮説も提示されるようになってきた。上場コスト削減仮説はその代表的なものである。Block[2004]によれば、米国において内部統制を規定する Sarbanes-Oxley Act (SOX 法) が導入されたことにより、監査報酬の高騰など高コスト負担に耐えられない小規模企業の非上場化が増えたとされており、Boulton et al.[ 2007]なども同様の指摘を行っている。

## 2.2 海外における先行研究

### 2.2.1 株価に関する研究

DeAngelo et al. [1984] は、最初に非上場化が公表された場合の株価変動について分析し、1973年から1980年に行われた72件の非上場化案件について非上場化公表後2日間で平均22.27%の株価上昇がみられたとしている。また、非上場化における経営陣の利害相反を指摘する一方、非上場化が上場に伴う費用を不要<sup>6</sup>とし、経営者のインセンティブを高めて利益獲得の効用をもたらすことについて述べている。

こうした非上場化案件の公表時における株価上昇を説明するために、Jensen[1986]は、多額の負債を伴う買収により上場廃止が行われた企業では、フリーキャッシュフローに起因するエージェンシーコストの低減が効果的に図られることが超過リターンの源泉となることを主張し、特にフリーキャッシュフローの余剰が目立つような成熟企業においてこうした傾向がよくあてはまるとした。また、Kaplan [1989a]は、1980年から1986年に行われた76件のMBOに関して非上場化後の状況を分析、実際に株主価値向上がみられたことを指摘し、その原因を、経営者が株主となることで経営者と株主の利害が一致しエージェンシーコストの削減が実現したことに求めている。このように、フリー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に伴うコストが非上場化によって削減されるとする「エージェンシーコスト削減仮説」は、株主価値に対して内部に留保されているキャッシ

---

<sup>6</sup> この指摘は、近年のSOX法導入を契機とする上場コスト削減仮説の分析においても多く採り上げられている。

キャッシュフローの割合が高いほど非上場化されやすい (Lehn/ Poulsen[1989]), 成長およびキャピタルゲインが株主のリターンの源泉である場合には上場は維持されやすく, 配当性向の高さが株主のリターンの源泉である場合には非上場化されやすい (Rao et.al[1995]) といった研究成果によっても支持されている。

一方, Kaplan[1989b]は, 有利子負債の増加により支払利息が増加し, その節税効果により株主価値が向上するという「節税効果仮説」を述べている。自社の株価が株式市場において不当に低い評価に留まっていることの修正が非上場化によってなされる (Khan et al. [2011]) とする「アンダーバリュ解消仮説」に基づく研究成果としては, 利益予測の精度が低い企業は非上場化しやすい (Gleason et al. [2007]), 株式がアンダーバリュの状態に置かれている企業は非上場化しやすい (Weir et.al[2005]), アナリストカバレッジが低い企業は非上場化しやすい (Bharath/Dittmar[2010]) といったものが挙げられる。Shleifer and Vishny[1987]などは, 買収を通じて行われる非上場化においては, 買収先企業における価値配分の仕組みが変わり, 株主以外のステークホルダーが持っていた価値を株主が得ている可能性があるとする「価値移転仮説」を主張している。

また, 株価に関する各種の指標を論じた研究もいくつか存在する。Rao et.al[1995]は, 1981年から1992年までの米国における非上場化案件118件に関してプロビット分析を行い, 時価総額と簿価の割合が低く, PER (Price Earnings Ratio, 株価収益率) が低い企業は非上場化しやすい傾向にあると述べている。Gleason et al. [2007] は, 1999年から2003年までの米国における非上場化案件221件について, 非上場化企業の特徴とSOX法の影響を調べるために判別分析を実施し, PBR (Price Book-Value Ratio, 株価純資産倍率) が高く, ROE (Return On Equity, 自己資本利益率) が低い企業が非上場化しやすいと指摘している。

### 2.2.2 財務数値に関する研究

LBOやMBOにおける株価形成に重点を置いた研究から活性化した非上場化企業に関する研究も, 時代が下るにつれ自主的に非上場化を行う企業全般に分析の対象が広がってきた。既述した仮説に関して, 様々な財務数値を用いた研究が行われている。Bharath/Dittmar[2010]は, 1980年から2004年までに行われた非上場化案件1,023件を対象に, コックス比例ハザードモデルなどを用いて分析を行ったが, その際, 企業が上場をする要因に着目し, その逆が非上場化要因となり得るとして下記を報告している。

### **(1) Information Considerations**

社歴が浅く、小規模でアナリストカバレッジに乏しい企業は非上場化しやすい

### **(2) Access to Capital**

大きな投資の必要性や将来成長機会に乏しい企業は非上場化しやすい

### **(3) Liquidity**

流動性確保の重要性が薄れると企業は非上場化しやすい

### **(4) Control Considerations**

時価総額と簿価の乖離が少ない、あるいは企業買収の少ない（市場を活用しない）企業は非上場化しやすい

### **(5) Agency Considerations**

フリーキャッシュフローが多い企業は非上場化しやすい

このうち、(2)、(3)および(5)については、先述のエージェンシーコスト削減仮説を支持するものといえる。Lehn/ Poulsen[1989]は1980年から1987年までの非上場化案件263件を用いてロジット分析を行い、非上場化を選択する企業は売上成長率が低く、株主価値に対して内部に留保されたキャッシュフローの割合が多いと述べている。また、Rao et al.[1995]も同様に、売上成長率が低く、総資産に対するキャッシュフローの割合が高い企業は非上場化しやすいと述べている。これらは、Jensen[1996]がフリーキャッシュフロー仮説の中で示唆した、非上場化する企業は成長機会に乏しいため余剰キャッシュフローを多く抱え、フリーキャッシュフローに起因するエージェンシーコストが高いとする主張と整合的であり、エージェンシーコスト削減仮説を支持するものと言える。一方、英国(Weir et.al[2008])および豪州(Eddey et.al[1996], Evans et al. [2005])における分析では、こうした見方は必ずしも当てはまらないとの結果も出ており、日本において同様の研究を進める際に着目すべき点といえる。

上記の(1)および(4)は、先述のアンダーバリュー解消仮説を支持している。これについては、Rao et al.[1995]やKhan et.al[2011]が、時価総額と簿価の乖離が少ない企業は非上場化しやすいとの結果を報告している。

財務数値に関しては、その他にも様々な研究が行われているが、使われている指標もさることながら、分析結果にもばらつきが多い。アンダーバリュー解消仮説では、企業規模が小さいと市場で株価が割安に放置されやすい(Bae/Simit[1998])としているが、この点

を検証した Gleason et al.[2007]は非上場化企業の規模は小さいと述べたのに対して、Rao et al. [1995]は顕著な違いは見られないとしている。負債の大きさも重要な概念であるが、Rao et al.[1995]の研究では、有意な結果は得られていないものの、負債が少ない企業が非上場化を選択しやすい傾向が指摘されており、豪州における Evans[2005]の研究では、非上場化企業には負債が少ないという有意な結果が報告されている。一方で、Gleason et al. [2007]は、むしろ負債の多い企業が非上場化を選択しやすいとしている。これについては、近年になり Khan et.al[2011]などが、買収主体によって異なるといった研究成果を報告している。同研究では、欧州において 2002 年から 2008 年に行われた 203 件の非上場化案件を対象に、プライベート・エクイティファンドが買収主体となるような非上場化では負債の比率は高く、経営陣が買収主体の場合には逆に低いことが述べられている。買収主体による違いは、現金保有などにも表れており、プライベート・エクイティファンドが買収主体の場合には企業は現金不足の傾向にあり、経営陣が買収主体の場合にはキャッシュリッチな企業が多いとされている。この結果と整合性のある傾向として、同研究はまた、R&D 投資や設備投資などのキャッシュアウトを行わない企業が非上場化しやすいと述べており、少なくとも経営陣主体の買収が行われる非上場化企業においては、内部にキャッシュが溜まっている状態であることが多いとしている。

これらはいずれも非上場化企業全体を対象とした研究であるが、財務数値の分析に関しては、MBO や完全子会社化など非上場化の形態により対象を絞った研究はそれほど多くはない。Maupin et al.[1984]は、MBO を行った企業の財務的特性に着目し、1972 年から 1983 年までに行われた 63 件の MBO に関して判別分析を行い、役員持株比率が高く、純資産に対するキャッシュフローおよび総資産に対するキャッシュフローのいずれもが業種平均に比べて高く、時価／簿価比率が低く、配当性向が安定的である企業ほど MBO の対象になりやすいことを示している。また、Maupin[1987]は同様の分析を 1972 年から 1984 年にかけての 43 件の MBO に関するも行い、MBO 実施企業における PER の低さなどを指摘している。非上場化案件全般に関しては他にも同様の分析が行われているが、他には Smith[1990]が 1977 年から 1986 年に行われた 58 件の MBO に関して、実施後の財務指標の変化を分析し、営業キャッシュフローの改善や営業債権債務回転期間の改善などが見られたと報告している。また、Wright et al. [2007]は、英国における 1998 年から 2003 年までの 155 社の MBO 企業を対象に重回帰分析を行い、ビッド時のプレミアム、プライベート・エクイティファンドの評判、経営者の評判、上場時の ROA などが、非上場時の株式買取

価格に影響を与えると述べている。

非上場化の中でも、親子上場は日本の株式市場に多く見られる形態であり、それ自体を扱った研究は海外には少ないが、親子上場に近い概念を扱った研究としては、エクイティ・カーブ・アウト後に親会社の子会社株式を再取得するのは上場子会社の株式が過小評価されている場合である (Gleason et al. [2006]) といった、アンダーバリューの解消に非上場化の要因を求める分析が挙げられる。また、Slovin/Sushka[1998]は、親会社と上場子会社の合併について研究を行い、合併により少数株主が排除されてリストラクチャリングがやりやすくなるのが株式市場に評価されるというリストラクチャリング仮説を指摘した。

こうした幾つの特徴を用いて、事前に非上場化企業を特定できないかといった試みも行われている。Bharath/Dittmar[2010]は、1980年から2004年までに行われた非上場化案件1,023件を対象に、コックス比例ハザードモデルにおいて非上場化企業を83%の確率で予知、ロジットモデルでは82%の確率で予知できたとしている。ただし、24年という長期にわたる多数の事例を定量的に採り上げたため、その間に変化している市場の構造やサンプルとされた企業の特徴についてはあまり触れられていない。

### 2.2.3 持株割合に関する研究

非上場化においては、多くの場合株主構成が変化することから、企業統治構造や持株割合を分析した研究も存在する。これらは、エージェンシーコスト削減仮説やアンダーバリュー解消仮説、また価値移転仮説などとも関係が深いため、様々な角度から指摘がなされている。

もっとも早期に、かつもっとも多く指摘されているのが、持株比率の集中度である。Eddey et al.[1996]は、1990年から1991年までの豪州の非上場化企業46件に関して、持株比率がどこかひとつに集中している企業は非上場化しやすいと述べ、具体的な集中先として、役員持株比率の高さを挙げている。この点は、Weir et al.[2005]やKhan et al.[2011]においても同様に指摘されている。また、MBO案件についてMaupin et al.[1984]およびMaupin[1987]が行った研究も、役員持株比率が高い企業はMBOを行いやすいとの結果を報告している。

Bharath/Dittmar[2010]は持株割合を幾つかのタイプに分けて分析し、機関投資家の持株割合が低い場合に非上場化が起りやすいとしている。Khan et al.[2011]は同様の分析において、プライベート・エクイティファンドが買収を行って非上場化するのは、金融機関による持株割合が高い場合であるといった結論を導き出している。

Weir et al. [2005] は、企業統治構造に着目した分析を行い、CEO（Chief Executive Officer, 最高経営責任者）と取締役会議長の分離がなされていないほど非上場化しやすいといった結果を得ている。同研究では、これまでに TOB を受けた経験の有無などについても分析しているが、敵対的買収への脅威が非上場化の誘因となるといった結果は得られていない。この点については、Edey et al. [1996] や Evans et al. [2005] も分析しているが、同じ豪州の企業を対象とした研究においてもまちまちの結果が出るにとどまっている。

また、アンダーバリュエーション解消仮説に基づく研究は、企業のガバナンスを考えるうえで必要不可欠な透明性の確保、情報開示の的確さといった面からも語る事ができる。Bharath/Dittmar[2010]は、情報開示に乏しい企業は非上場化しやすいと述べており、Gleason et al.[2007]は、利益予測の精度が低い企業は非上場化しやすいとの分析結果を報告している。

海外の主要な先行研究において指摘される非上場化企業に関する主な特性については、表 2-1 に一覧として掲げた。

表 2-1 海外の主な先行研究で指摘される非上場化企業の特徴

研究	Lehn/Poulsen	Rao et al.	Gleason et al.	Bharath/ Dittmar	Khan et al. (*2)	Weir et al. (*3)	Weir et al.	Eddey et al.	Evans et al.
年	1989	1995	2007	2010	2011	2005	2008	1996	2005
地域	米国	米国	米国	米国	欧州	英国	英国	豪州	豪州
対象期間	1980-1987	1981-1992	1999-2003	1980-2004	2002-2008	1998-2000	1998-2001	1998-1991	1990-1999
対象案件数(件)	263	118	221	1,023	203	116	115	46	80
手法(*1)	ロジット分析	プロビット分析	判別分析	COX比例ハザードモデル	ロジット分析	ロジット分析	ロジット分析	ロジット分析	線形確率モデル
<b>成長性関連指標</b>									
売上成長率	低い	低い			有意性無	有意性無		有意性無	低い
<b>収益性関連指標</b>									
売上高フリーキャッシュフロー比率						有意性無	有意性無		
売上高研究開発費率				低い			有意性無		低い
税金支払額					多(経営陣)				
税金支払額/売上高						有意性無	有意性無		
税金支払額/営業利益								低い	
税金支払額/株式時価総額	有意性無								
<b>効率性関連指標</b>									
ROA					有意性無	有意性無			
ROE			低い						
現金保有額					少(PE)				
					多(経営陣)				
<b>流動性関連指標</b>									
流動比率									高い
総資産現預金比率			高い	高い					
純固定資産総資産比率				有意性無					
総資産減価償却費率								高い	
純資産伸長率									低い
売上高投資比率				低い					
フリーキャッシュフロー額				多い(1990年以降案件)				少ない	
フリーキャッシュフロー総資産比率		高い							有意性無
内部留保キャッシュフロー/株式時価総額	高い								
フリーキャッシュフロー仮説との適合度	合致	合致			合致しない		合致しない	合致しない	合致しない
<b>安全性関連指標</b>									
有利子負債額					有意性無		有意性無		
有利子負債依存度			高い	高い					低い
株主資本比率		有意性無							
Altman's Z Score		有意性無	高い						
<b>株主還元関連指標</b>									
配当性向	低い	有意性無		高い	高い(PE)			低い	
配当利回り		高い							
PER		低い							
PBR		有意性無	高い						
PSR		有意性無							
株式時価簿価比率		低い		低い	低い				有意性無
株式時価総額伸長率						低い	低い		
企業価値伸長率						有意性無			
Tobin's Q Ratio		低い					高い		
出来高回転率				低い					
株式流動性					低い(経営陣)				
公表後株価									有意性無
<b>規模関連財務指標</b>									
株式時価総額規模	小さい								
総資産規模		有意性無	小さい	小さい			小さい		
<b>企業統治関連指標</b>									
取締役と執行役の分離度									
ChairmanとCEOの分離度						低い			
役員持株時価総額									
役員持株比率					高い	高い		高い	有意性無
金融機関持株比率					高い(PE)				
機関投資家持株比率				低い		高い			
持株比率集中度								高い	
買収実績									
敵対的買収等を受けた経験								多い	少ない
多角化度							高い		
社歴							短い		
当初上場に至るまでの年数				長い					
<b>情報開示関連指標</b>									
利益予測の精度(四半期業績開示)			低い						
アナリストカバレッジ			低い		低い(経営陣)				

(\*1) 多くの先行研究が、この他に検定、ウィルコクソン検定等の分析を行っているが、ここでは記載を割愛した。

(\*2) PE主導案件(表中では"PE")、経営陣主導案件(表中では"経営陣")、その他の案件に分類して分析を実施。

(\*3) 非上場化直前期、非上場化直前二期のそれぞれについて分析を実施。また、MBO案件とそれ以外に分類して分析を実施。ここでは非上場化全体に関する直前二期の結果を記載。

#### 2.2.4 その他の視点からの研究

非上場化企業に関しては、株価、財務数値、持株割合といった経済的な指標以外の観点からも、いくつかの研究が行われている。

内部統制に関して、Block[2004]は非上場化企業へのサーベイから SOX 法の導入による上場維持コストの増大が非上場化の決定要因であったことを明らかにし、特に中小企業の非上場化が増加したと指摘している。もともと、非上場化に関する研究の初期においても、DeAngelo et al.[1984]が上場コストの削減による損益改善が超過リターンの源泉であるといった指摘を行っていたが、近年になり、株式市場の課題という観点から企業が非上場化を選択する動機に関する仮説が提示されたという点では注目すべき研究である。Boulton et al.[2007]も同様に、SOX 法以降、株式上場企業でいることによる監査費用の増大など金銭的負担、および時間的もしくは労力的な負担が増加し、それが株式市場からの撤退につながっているのではないかという議論を試みており、これらの研究はいずれも「上場コスト削減仮説」を支持するものである。

米国においては、完全に非上場化するのではなく、SEC への報告停止のみを行ったうえで上場は維持するといった形態もとることができるとされ、こうした報告停止企業に関して行われた研究もある。Leuz et al.[2008]は、報告停止の大きな要因として SOX 法の導入を挙げるとともに、報告停止企業は小規模、株価のパフォーマンスが悪い、高負債、成長機会が少ない、信用リスクが高い、株式市場の注目度が低い、ガバナンスが弱いなどの特徴があることを明らかにした。また、こうした報告停止を市場に発表する際には、完全な非上場化の発表よりも市場の反応はネガティブとも述べている。

また、生産性との関連を述べた研究もいくつか存在する。Lichtenberg[1990]は、LBO 後には工場の生産性があがり、ホワイトカラーの賃金は下がるが、ブルーカラーの賃金には変化がないといった指摘を行った。Zhara[1995]は、Lichtenberg[1990]の主張を確認したうえで、LBO 後には業況、生産性とも向上がみられ、起業的な行為が増加するとしている。

さらに、時代が下るにつれて経済的な指標のみならず、社会的なパフォーマンスに関する研究も行われるようになってきている。Schneider and Valenti[2010]は、非上場化を行う企業は経済的パフォーマンスを重視し、社会的パフォーマンスを軽視する傾向にあるとしている。彼らは社会的パフォーマンスを CSR (Corporate Social Responsibility, 企業の社会的責任) に基づいた企業の行動と考え、非上場化を選択する企業は社会的パフォーマンスに重きを置く傾向が少ないとの指摘を行っている。

### 2.2.5 米国以外の地域における研究

非上場化に関する研究は、買収がいち早く盛んになった米国において先行したものの、その後各地域、特にやや遅れて米国型の買収が増加したアングロサクソン系の英国、豪州といった国々を中心に行われるようになってきた。なかには、米国における結果とは異なる結果を導き出しているものもある。

既に触れた通り、英国においては、Weir et.al[2005][2008]が英国の非上場化案件を対象に、二度にわたって主要な論文を発表している。2005年の論文では主として株式関連の指標に関し、非上場化企業は上場時アンダーバリューの状態にあることが多い点を明らかにしている。2008年の論文では、フリーキャッシュフローが多い、研究開発費が少ないといった、米国における非上場化で指摘されたような特性は、英国における非上場化企業には見当たらないとしている。また、非上場化企業は全般的に社歴が浅く、多角化が行われている一方で、相対的に規模が小さいといった指摘も行っている。

また、Wright et.al[2007]は、英国における1998年から2003年までの155件のMBOを対象に重回帰分析を行い、ビッド時のプレミアム、プライベート・エクイティファンドの評判、経営者の評判、上場時のROAなどが、非上場時の株式買収価格に影響を与えると述べている。

豪州における研究としては、前述の通りEddey et.al[1996]およびEvans et al.[2005]が挙げられる。どちらも、フリーキャッシュフローが高くても非上場化とは結びつかないという見解を示しており、豪州においては、エージェンシーコスト削減仮説とは異なる結果が出ているといえる。また、Evans et al.[2005]はほかにも、流動性が高く、成長性が低く、負債が少なく、研究開発投資が少ない企業は非上場化しやすいといった指摘を行っている。

他には、ポーランドなど新興国における研究も散見され、たとえば外資系株主の増加、株式市場の魅力の無さ、株式流通の流動性の無さが非上場化を促進している（Jackowicz/Kowaleski[2006]）といった報告もなされているが、これらの多くは定性的なものにとどまっており、非上場化企業の財務や株価、持株状況などの特性について実証的に分析した研究は限定的であるといえる。

### 2.3 我が国における先行研究

我が国における研究は、高原[2007]が指摘するような取締役の行動規範、もしくは高沢

[2007]による非上場化に際して種類株式を発行した際の評価と課税といった法規制や税務に関する論点が従来は中心となっており、非上場企業の特性に焦点をあてた研究は少ない。また、我が国における MBO に関する研究は、MBO に限定したものとしてはさほど多くない（北川[2007]）とされているが、株価や財務との関連よりもむしろ、MBO に内在する利害相反の問題（経営者が同時に買収者でもある）を採り上げた研究が目立つ。北川[2007]は経営者による企業買収は深刻な利害相反をもたらす一方、経営者に経済効率的な組織再編を促すインセンティブにもつながるとして、経営者や取締役の行為規制のあり方を検討している。松木他[2004]は同様の問題を実務家の視点から採り上げて、より利害相反の少ない組織構築に関して論じている。こうした論点は、MBO の増加とも相まって規制当局の関心と呼ぶこととなり、2007 年には経済産業省による「企業価値の向上および公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」<sup>7</sup>の公表に至った。ここでは、利害相反の弊害を少なくするための具体的な実務上の対応として、実施した TOB（Take Over Bid, 株式公開買い付け）と同一価格を基準とした少数株主のスクィーズアウト、独立した第三者委員会などへの諮問、対抗的な買付の機会の確保などが提示されており、その後の MBO 案件にも影響を与えることとなった。また、こうした流れを受けて、川西他[2011]は、MBO 案件の一部は会計操作によって利益を縮小させ、そのことによって将来の利益水準を低く見積もらせることで、プレミアムの支払いを抑えていると指摘している。

こうした中で、実証研究として非上場化企業の特性に關し学術的にまとめられているものとしては、バイアウト・ファンドによる非上場化案件を中心に分析を行った野瀬/伊藤[2009][2011a][2011b]の一連の研究が挙げられる。また、ケーススタディとしてはワールドの非上場化を分析した杉浦[2008]が、非上場化に関する実務上の知見をまとめた研究としては岩谷[2002]が存在する。

一方、日本における非上場化を考える上では、上場子会社が多数存在することから親子上場解消による非上場化が多い点を見逃すことができない。近年では、親子上場に対する批判が強まったことから、そうした観点での研究が目立つ。宍戸他[2010]は、法と経済学の観点から親子上場のベネフィットはコストを上回っている可能性があることなどを指摘し、親子上場を規制で禁止するといった、当時行われていた検討に疑義を投げかけた。また、宮島他[2011]も同様に親子上場規制に対する提言を行っている。しかし、親子上場が慣行とさ

<sup>7</sup> 2007 年 9 月 4 日公表。MBO の件数が増加傾向にある中で、「企業価値の向上および株主利益への配慮のための公正な手続確保を目的とした、MBO に関する公正なルールのあるあり方を提示する」（同指針）ことを目的として作成された。

れてきた期間の長さや該当する企業の多さにも拘わらず、実証研究の蓄積はまだ少ない。

そのような中で、菊池/齋藤[2006]は、完全子会社化には親会社側の要因が影響を与え、子会社側には積極活用される企業と救済される企業の二者が存在することを示した。また、小本[2001]は、子会社公開は親会社の株主価値の増加につながっていると評価されるが、公開後の子会社のパフォーマンスは必ずしも公開時の投資家の期待を満たす内容となっていないものが多く、親子上場解消には少数株主との利害対立や利益相反問題を回避しようという動機があるとする利害対立解消仮説を指摘している。この利害対立解消仮説や、先に述べた Slovin/Sushka[1998]のリストラクチャリング仮説などを受けて、大坪/三好[2008]は、完全子会社化の実施要因分析を行い、利害対立の解消やリストラクチャリングの促進に動機があることを述べている。

以下、上記の中でも本研究に関連すると思われる主要な研究を順に見ていくこととする。

### 2.3.1 野瀬/伊藤[2011b]の研究

同研究では、2010年5月までに行われた75件の非上場化案件を対象に、先述の(1)エージェンシーコスト削減仮説、(2)節税効果仮説、(3)アンダーバリュ解消仮説、(4)価値移転仮説のそれぞれが、バイアウト・ファンドによる買収、親会社やオーナーによる売却、経営陣やオーナーによる持株比率向上、の各パターンの中のどの場合に当てはまるかを分析している。同研究の主眼はバイアウト・ファンドが参画した場合の仮説の妥当性にあるが、この研究によれば、バイアウト・ファンドが参画しない47件のサンプル（本研究において主に扱う分野）においては、エージェンシーコスト削減仮説とアンダーバリュ解消仮説が当てはまりやすいことが、前者に関してフリーキャッシュフローの時価総額に対する割合と手元流動性比率（売上高現預金比率）を用い、後者についてPBRと出来高回転率を用いて、プロビット分析を適用して示されている。他に、節税効果仮説に関して有利子負債依存度を、価値移転仮説に関して会社関係者持株比率、買収プレミアム、非上場化直前の株価や営業利益の変動などを用いて分析が行われている。その結果、バイアウト・ファンドが参画しない案件では、会社関係者持株比率が有意に高く、買収プレミアムが有意に低く、非上場化直前に営業利益が減っている点などが指摘されている。ただし、株価変動については観測されず、価値移転仮説が成り立つという報告はなされていない。

### 2.3.2 杉浦[2008]の研究

杉浦[2008]は、ケーススタディとして2002年に行われたワールドのMBOによる非上場化を採り上げ、非上場化後に同社の業績改善が見られたことを報告している。また、同研究では、自主的な非上場化の要因を下記の通り分類し、ワールドの事例を「戦略的非公開型」として、もっとも積極的に経営陣が非上場化を行い企業価値の向上を目指した事例として挙げている。ただし、これらの分析は定性的なものにとどまっており、本研究で目指すような財務数値や株価を用いた分析は行われていない。

#### (1) ダイインベスト型

大株主として実質的に経営支配権を掌握している親会社による保有株式の売却需要や経営陣による親会社からの独立志向を起因とする

#### (2) 事業承継型

創業経営者や経営の一線を退いた創業者一族による保有株式の売却需要を起因とする

#### (3) 戦略的非公開型

現在の経営陣が非公開化することに意義を見出し、経営の自由度・機動性を確保するために実行される

#### (4) 敵対的買収防衛型

グリーンメーラーなどに敵対的買収を仕掛けられた公開企業の経営陣が、バイアウト・ファンドなどの投資会社にホワイトナイトとして友好的買収をしてもらう

### 2.3.3 岩谷[2002]の研究

実務的な立場からは、岩谷[2002]が、杉浦[2008]の分類のうち特に戦略的非公開型にスポットを当てて、その理由を(1)低い流動性と株価のディスカウント、(2)支配権の集中、(3)公開継続のコスト、に求めている。当時は実施例が少なく、その実証は多く海外の個別事例などを用いているが、同時点において我が国における戦略的非公開型の非上場化が増えることを予測し、その潜在的候補企業を、(1)売買の流動性の低さ、(2)投資ファンドの支援を仰ぐのに適当なサイズ、(3)市場における評価の低さ（PBR1倍未満）からスクリーニングし、2001年末において258社（PBRを0.5倍未満とした場合には118社）が対象となることを述べている。

#### 2.3.4 菊池/齋藤[2006]の研究

米国などの事例と異なる日本の特徴としては、上場子会社が多数存在することから、完全子会社化による非上場化が多い点が挙げられる。菊池/齋藤[2006]の研究では、1999年から2003年に行われた完全子会社化を含むすべての子会社化216件を対象にプロビット分析を適用して、親会社側の要因、子会社側の要因、子会社ガバナンスの要因、親会社と子会社の事業関係の要因、企業グループの要因を計20要素（定性要因も含む）挙げてそれらと子会社化の関係を分析した。その結果、完全子会社化においては子会社よりも親会社の要因（親会社の本業成長性、成長不確実性、本業依存度、事業構造再編の程度、負債比率など）が多く影響を与えること、および子会社側の売上成長率がプラスかマイナスかによって、「積極活用型」「救済型」にわかれることを指摘している。ただ、同論文の意図が実質的には2000年代前半に多く行われた電機業界における子会社再編の分析にあったと思われることから、やや個別の業界に偏った内容となっている。

#### 2.3.5 大坪/三好[2008]の研究

大坪/三好[2008]は、日本企業がなぜ子会社を対象とした完全子会社化を実施しつつあるのかという問題について、特に上場子会社に焦点を当てた実証分析を実施している。ここでは、1999年から2004年までの我が国における株式交換による完全子会社化87件、うち上場子会社65件を対象に、情報の非対称仮説（先述のアンダーバリュ解消仮説に同じ）、リストラクチャリング仮説、低成長仮説、利害対立仮説、敵対的M&A仮説の5つの仮説を提示し、プロビット分析およびイベントスタディの手法を適用して分析を行っている。この研究では、情報の非対称仮説、低成長仮説、敵対的M&A仮説は支持されず、完全子会社化の実施は利害対立の解消やリストラクチャリングの促進に動機がある旨述べられている。ただし、同研究においてはこの二つの仮説がどのような関係にあるのか、また完全子会社化後に実施されるリストラクチャリングがなぜ親会社の企業価値を高める一方で、上場子会社の企業価値にはマイナスに働くのかなどについては説明されていない。また、サンプルには非上場子会社も含まれており、親子上場の解消という枠組みで行われた研究ではない。

なお、本章で取り扱った先行研究の全体像をまとめると図2-1の通りとなる。

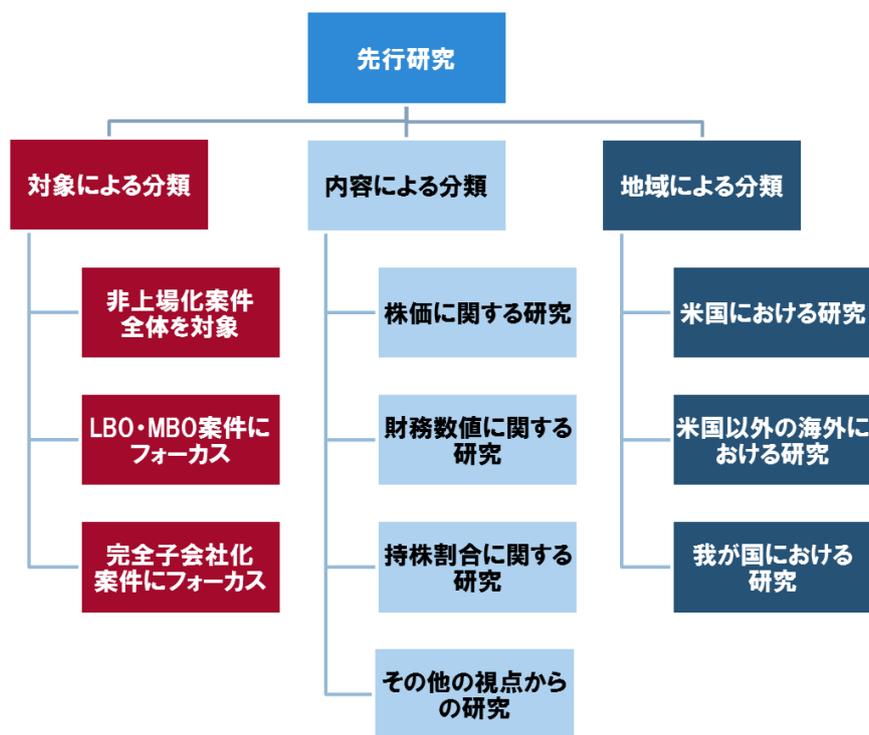


図 2-1 先行研究の全体像概観

なお、ここまで米国における研究に始まり、各国および日本における研究の内容をみてきたが、先行研究における実証研究の手法について補足する。

もっとも多く採用されているのは、ロジット分析である。説明変数が株価、財務数値、持株比率などの数値であり、被説明変数が非上場化を行うか否かというダミー変数であるため、この分析手法が多く用いられるのは自然であるといえる。我が国の研究においては、プロビット分析が用いられている場合もある。また、こうした分析に先立って、非上場化を実施した企業群と、上場を維持した企業群などとの間での平均値の差に関する  $t$  検定あるいは中央値の差に関するウィルコクソン検定が行われていることが、先行研究においては多い。

説明変数の選択に際しては、既にみた通り様々な財務指標が選択されており、かなりばらつきのある状況となっているが、その中でも比較的多く選択されている財務指標としては、エージェンシーコスト削減仮説を検証するために売上高成長率、キャッシュフロー総資産比率、売上高現預金比率など、節税効果仮説の検証においては有利子負債依存度など、アンダーバリュー解消仮説の検証においては株価動向などが挙げられる。株価動向の分析

においては、イベントスタディの手法なども採用されている。これら以外に、売上高規模や持株割合などの指標も用いられている。

また、前述の Maupin et al.[1984]は判別分析を用いて MBO 案件の判別を行っている。Bharath/Dittmar[2010]は、ロジット分析のほかにコックス比例ハザードモデルを用いて非上場化予知を試みており、後者のほうが若干ではあるが高い成果を出したことを報告している。ただし、前述のとおり彼らの分析は長期にわたるため、市場の環境がそれぞれ異なる企業を同時に比較している点は留意すべきと思われる。

## **2.4 先行研究に対する評価と課題**

### **2.4.1 先行研究に対する評価**

非上場化に関する研究は、もともと 1970 年代に起こった企業買収を契機として、LBO や MBO、バイアウト・ファンドによる買収における超過リターンの源泉に関する研究として活性化した。前述のとおり大別して 5 つの仮説が示され、株価水準、財務指標やガバナンス、生産性といった各種数値を採り上げて分析することが盛んとなってきた。非上場化を選択しやすい企業に関するいくつかの特徴については全世界的な共通点が見られ、研究成果のグローバル性を担保しているといえる。最近時においては、非上場化企業の予知モデルを策定しようとする試みなども現われ、利害関係者の関心に対して一層貢献するような研究が増えていることは評価に値するといえる。また、未だ多くはないが、CSR と上場・非上場に関しての研究といった、より広い分野を視野に入れた研究も出てきており、今後、資本市場のあり方などとも併せて、より活発に研究されるべき分野であると考えられる。

### **2.4.2 先行研究における課題**

一方、以下に掲げるように課題も幾つか散見される。

#### **(1) 地域的な偏りと日本での先行研究の少なさ**

非上場化に関する研究は特に米国で先行したが、実証研究の多くは米国市場を対象としたものであり、他の海外諸国や我が国における研究結果は乏しい。米国での研究結果が世界的に共通する非上場化企業の特性を支持しているのか、あるいは非上場化企業の特性は各国株式市場の状況に依存するのか定かではない。

また、日本において米国の研究結果が通用するののかについても先行研究は少ない。日本における自主的な非上場化案件全体に関して財務数値に焦点を当てた実証研究は、野瀬・伊藤[2009] [2011a][2011b]の一連の研究が、パイアウト・ファンドの活用や株価推移との関係で戦略的な非公開化の決定要因について分析している程度にすぎない。非上場化やLBO, MBO といった事象自体は実務では関心の高いテーマであり、実務的には様々な見地から採り上げられているものであるゆえに、この分野において学術的な蓄積を積むことによる社会的貢献の余地は大きいものと思料される。

## **(2) 研究結果のばらつき**

同じ米国内における研究であっても、非上場化の時期やサンプルの選択によって、研究結果にはばらつきがある。また、近年になってから、Bharath/Dittmar[2010]や Khan et.al[2011]などが、非上場化全体を取扱う研究を行うようになってきているが、多くの研究は投資家の側から非上場化する企業を分析することに向けられており、企業の側がなぜ非上場化を選択するのかという意思決定に迫った研究は少なく、研究に使用される代理変数の選択などにもそのことが表れている。また、それらの変数に関する定義や解釈も一様ではない。どのような変数が企業における非上場化の決定要因を表し得るのか確認する必要がある。

## **(3) 属性別分析の必要性**

非上場化の要因に関する仮説は、幾つかの既存仮説が排他的とは言えないまでも独立に成り立つとして設定されることが多いが、実際には幾つかの非上場化要因は折り重なっており、単一の仮説のみがあてはまる状況ではないことが想定される。したがって、企業の属性別の分析を加えることなどで、非上場化要因を整理する必要があると考えられる。特に、我が国に特徴的にみられる親子上場の解消といった形での非上場化は、非上場化する企業だけではなくその親会社の状況についても検証する必要があり、単一の仮説のみを当てはめて非上場化要因とするのは難しいと考えられる。

## **(4) 経営の意思決定として見た場合の仮説整理の必要性**

既存仮説の多くは、非上場化に関する研究の発端が、非上場化公表時に株価の上昇がみられることに関して超過リターンの源泉をどこに求めるかといったものであったことを反映している。一方、近年になり、株式市場の持つ課題が企業に非上場という意思決定を行

わせるのではないかという観点から、上場コスト削減仮説などが唱えられるようになってきた。非上場化という事象は、企業が過去にいったん上場という重要な意思決定をしたにもかかわらずそれを覆すという意味を持つ。こうした経営の意思決定がどういった理由でもたらされたのかという点に着目して、既存仮説を整理するとともに、上場リスクの増大やリストラクチャリングの必要性など既存仮説では説明しきれない要因が存在する可能性について、新たに仮説を設定して検証する必要があると思われる。

## (5) 対象案件の偏り

多くの先行研究は非上場化案件を一体として、もしくはLBOやMBOといった特定の取引形態を取った案件だけを抽出して対象としているが、非上場化案件には、他にも上記に挙げた親子上場の解消など様々な形態がみられる。非上場化企業全体の傾向を見るのと同時に、そこに含まれる取引形態の違いおよびそれによる非上場化企業の特性的な違いに留意して研究を進める必要がある。

また、日本においては事業会社(親会社)による完全子会社化という非上場化が多いが、本研究が対象とする分野における我が国の先行研究は、わずかに菊池/齋藤[2006]や大坪/三好[2008]が該当する程度である。ただし、菊池/齋藤[2006]においては完全子会社化について触れられているものの、実質的には2000年代前半に多く行われた電機業界における子会社再編の分析を意図していると思われることから、やや個別の業界に偏った内容となっている。また、大坪/三好[2008]は完全子会社化の実施につながる動機を複数述べているものの、それらの関係性については説明されておらず、またサンプルには非上場子会社も含まれているため、親子上場の解消という枠組みで行われた研究ではない。上場子会社という形態は日本において特徴的なものであり、親子上場解消という形態にも着目して、非上場化に関する研究を進めることが必要と思われる。

## 2.5 まとめ

本章では、非上場化に関する研究を、株価に関する研究、財務数値に関する研究、持株割合に関する研究、その他の視点からの研究に分類し、また米国、米国以外の海外、国内それぞれにおける研究結果を整理した。これらによると、総じて非上場化の公表は株式市場において当該企業の株価を高める方向に働いていることが分かる。その原因として、上場企業に見られる所有と経営の分離が解消され、経営者が株主となることで経営者と株主

の利害が一致し、エージェンシーコストの削減が実現したことに求めるエージェンシーコスト削減仮説、買収に伴う有利子負債の増加により支払利息が増加し、その節税効果により株主価値が向上することに要因を求める節税効果仮説、これまで過小評価されていた株価値が買収により修正されることに基づくとするアンダーバリュ解消仮説、買収を通じて買収先企業における価値配分の仕組みが変わり、他者が持っていた価値を株主が得ることが買収公表時の超過リターンの源泉であるとする価値移転仮説などが主張されてきた。また、株式市場における課題が企業に非上場化を選択させるのではないかといった問題提起もなされ、米国の SOX 法の導入が非上場化企業を増加させたとする上場コスト削減仮説なども唱えられるようになった。しかし、これ以外にも上場リスク増大やリストラクチャリング実施など非上場化につながる要因は存在すると考えられ、これらの検証が必要である。

また、非上場化の要因に関する仮説は、幾つかの既存仮説が排他的とは言えないまでも独立に成り立つとして設定されることが多いが、実際には幾つかの非上場化要因は折り重なっており、単一の仮説のみがあてはまる状況ではないことが想定される。企業の属性別の分析を加えることなどで非上場化要因を整理する必要があると考えられる。

上記で掲げた仮説に関しては、様々な財務指標などによって検証が行われてきている。非上場化を選択しやすい企業に関するいくつかの特徴については全世界的な共通点が見られ、たとえば売上高成長率の低さや持株比率の集中度などの高さなどについては各国の研究で多く指摘されているところである。一方、先行研究の結果にはばらつきが見られ、地域的な違いや、採り上げた非上場化案件の形態の違い、あるいは使用された指標の定義や解釈の違いなどが影響しているとみられるものも多い。上記に挙げた仮説のあてはまり具合に関しても、エージェンシーコスト削減仮説は相対的には支持されていることが多いものの、当該仮説に基づいて代理変数としてよく用いられるキャッシュフローの多寡については各研究で異なるといった結果となっている。アンダーバリュ解消仮説に関しても、グローバルな研究結果間での齟齬は比較的少ないものの、仮説の代理変数としては様々な指標が用いられ、売上高規模などについては研究結果もまちまちである。

米国における研究と米国以外の海外の研究との間で研究結果が異なることも目につく。非上場化に関する研究が、1970年代から見られるようになった米国における LBO や MBO などの買収の増加を契機として行われるようになったことを反映して、先行研究の殆どは米国における研究となっており、既存の仮説が世界的に普遍性を持ちうるのかどうかは未だ定かではない。特に我が国においては、LBO や MBO などが盛んに行われるようになっ

てきたのは 1990 年代後半に株式市場の規制緩和がなされて以降であり、資本市場の歴史的な蓄積の違いを反映して、非上場化取引に関する先行研究は多くはない。

研究対象に関しても、米国における初期の研究は、LBO や MBO など特定の取引形態を取った案件だけを抽出したものが多くみられる。その後は非上場化一般に対象を広げた研究が多くみられるようになってきたが、こうしたタイプの研究では、非上場化案件にも LBO や MBO、さらには親子上場の解消など様々な形態がみられることが捨象されてしまいがちである。

こうした先行研究の整理およびそこに見られる課題の抽出を受けて、本論文では以下の分析を実施する。

第 3 章では、非上場化に関する研究結果に関してグローバルな普遍性の有無を検証するため、我が国における非上場化案件を採り上げ財務的特性を分析する。比較対象としては上場維持企業全体を用いて、非上場化の有無によってみられる特性を抽出する。先行研究における仮説の不足を補うため、ここでは、我が国株式市場特有の状況と非上場化との関連を整理した後、それらを受けて企業側が上場維持することにリスクを感じ、それが非上場化の要因となっているのではないかという新たな仮説「上場リスク回避仮説」を提示する。投資家側における株式の超過リターンの源泉を探ることから構築された多くの既存仮説とは異なり、企業側からみた株式市場の課題をもとにした仮説を分析するという点で、既存の研究とは一線を画すものである。

第 4 章においては、非上場化案件の形態に着目し、最も典型的な非上場化案件である MBO に絞って分析を行う。経営陣が自主的に株式市場を去ることを決断する背景には何があるのか、そうした意思決定を行う企業の特徴はどのようなものかを解明することを主眼とする。既存仮説に加え、第 3 章において設定した上場リスク回避仮説も含めて分析を行う。これらすべての仮説を我が国の MBO にあてはめて分析したのはこの研究が初めてである。

第 5 章においては、やはり非上場化案件の形態に着目し、親子上場解消企業に絞って分析を行う。親子上場の解消に伴う非上場化は、我が国における非上場化の過半数を占めるため、我が国で非上場化を考える際には、親子上場解消に焦点を絞り、その特性を分析することは不可欠である。ここでは、仮説の重層的な構造にも留意する。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、実際の企業活動を考えると複数の仮説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。例えば、業績不振子会社の非上場化であれば、そのリストラクチャリングは緊急避難的な要素が強くなるだろうし、そうでない場合には親会社が前向きな意図をもってグループ全体のリストラクチャリングを企図した可能性も考えられる。リストラクチャリングの種類も、親会社や兄弟会社との合併など組織の改編を目指したものなのか、子会社への事業統合など事業の再編を目指したものなのか、などで違いがある。したがって、本章では「組織改編仮説」「事業再編仮説」を新たに設定し、リストラクチャリングの有無およびその内容により属性別の分析を行う。また、外的要件からも明らかな業績不振企業については、そうした企業群においてなぜ親子上場解消が行われる場合と行われない場合があるのかという点に着目して「業績不振企業救済仮説」を設定し、やはり属性別の分析を行う。また、親会社に関しても同様に分析を行う。属性を考慮して分析を進めることにより、従来指摘されていなかった親子上場解消という選択を行う企業における特性を示す。

最後に、第6章において本論文のまとめと今後の課題を示す。

### 第3章 非上場化を選択する企業の財務的特性

前章でみた先行研究のまとめと課題を踏まえて、我が国における非上場化案件を採り上げ財務的特性を分析する。比較対象としては上場維持企業全体を用いて、非上場化の有無によってみられる特性を抽出する。先行研究においては、株式の超過リターンの源泉を探ることから始まった仮説の設定に関する研究が殆どであるが、企業側から見て株式市場に課題があるがゆえに上場をやめるという選択の可能性についてはあまり省みられていなかった。こうした先行研究における仮説の不足を補うため、本章では、企業側が上場維持することにリスクを感じ、それが非上場化の要因となっているのではないかという新たな仮説、「上場リスク回避仮説」を提示する。

本章ではまず、何が我が国株式市場におけるリスクとなり得ているのかに関し、我が国における非上場化を巡る状況、特に様々な制度改革や投資家の意識改革が非上場化という意思決定に影響を与えている可能性について考察する。特に1990年代後半以降、我が国では多くの資本市場制度改革が行われ、それらのうちには上場企業に対して負担を強いるものも少なくなかった。改革の結果として企業の株式構造の安定性を長らく担保していた株式持ち合いなどのシステムが崩れ、上場に伴い敵対的買収にさらされるリスクや、いわゆる「物言う株主」に対応するといった負担も増大した。これらを上場に伴うリスクと感じ、企業に上場廃止という選択をなさしめたのではないかというのが本章における仮説である。

次に、それを踏まえて実際の非上場化案件を用いて実証分析を行う。対象としたのは、2009年、2010年、2011年の各年に東京証券取引所において非上場化した全企業である。同じ年に同証券取引所で上場維持されていた全企業を比較対象群として、非上場に至る直前期の財務および株式関連指標と、同時期に上場を維持していた企業のそれらとを比較することにより、設定した仮説を検証し非上場化企業の特徴を明らかにしていくこととする。

#### 3.1 我が国における非上場化の状況

##### 3.1.1 非上場化企業数の推移

従来わが国では、上場廃止は主として倒産などによる市場からの強制的な退出に限られていた。1990年代後半より上場廃止となる企業数は増え始め（図3-1）、その要因も、自主的な退出の増加、例えばMBOによる非上場化（図3-2上では株式の全部取得に相当）などが目立つ。

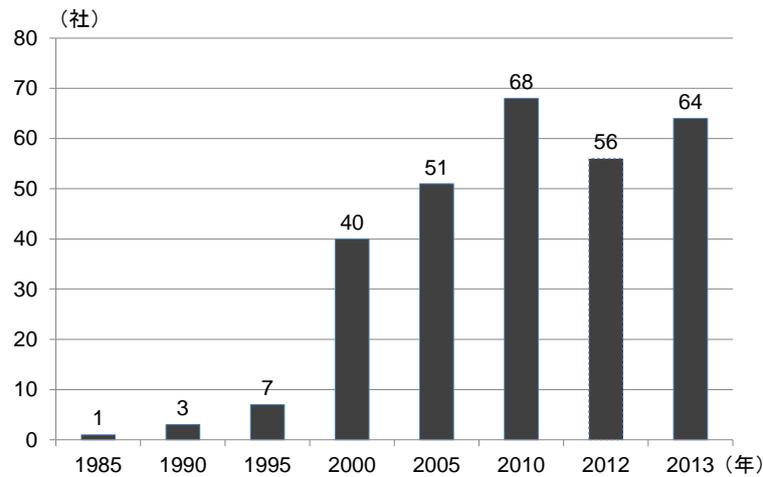


図 3-1 上場廃止件数推移

(出所：東証要覧，東京証券取引所『上場企業情報 上場廃止銘柄一覧』)

<http://www.tse.or.jp/listing/haishi/list.html> 閲覧日 2014 年 8 月 14 日時点)

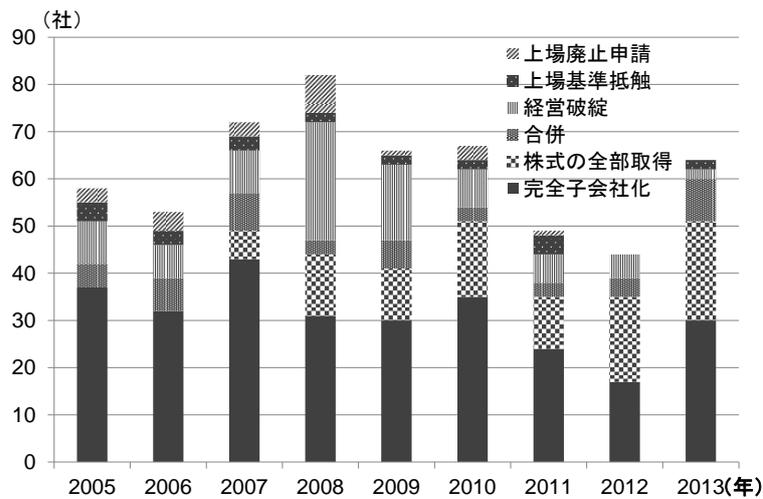


図 3-2 上場廃止理由別割合推移

(出所：東証要覧，東京証券取引所『上場企業情報 上場廃止銘柄一覧』)

<http://www.tse.or.jp/listing/haishi/list.html> 閲覧日 2014 年 8 月 14 日時点)

### 3.1.2 非上場化企業増加の背景

わが国において自主的に上場廃止を行う企業が増加する背景として，菊池/齋藤[2006]は，直接的には株価動向などの影響を，より本質的には非上場化を容易にする制度上の変化があったことを述べている。以下，この点を概説する。

### 3.1.2.1 商法改正と非上場化

1899年（明治32年）に施行された旧商法は、1994年までは第二次世界大戦をまたいで合計11回しか改正されていないが、1997年以降はほぼ毎年のように改正が行われ、2005年には会社法<sup>8</sup>の制定（翌2006年に施行）に至った。この間、1997年改正<sup>9</sup>では企業の合併手続の簡素化、1999年改正<sup>10</sup>では株式交換制度の導入、2001年改正<sup>11</sup>では企業分割法制が導入された。独占禁止法では、1997年には純粋持株会社の解禁<sup>12</sup>、1999年に合併等届出制度の簡略化<sup>13</sup>などが行われ、持株会社化や子会社化などが容易になった。

また、後述の金融商品取引法上における内部統制報告書提出義務と併せて、会社法においても、大会社における内部統制義務<sup>14</sup>がより厳しく規制されることとなった。図3-3に示す通り、内部統制の導入前年度と本番年度の対応コスト合計は、平均で約1億6000万円にのぼるとの調査結果もあり、上場維持費用は増大した。

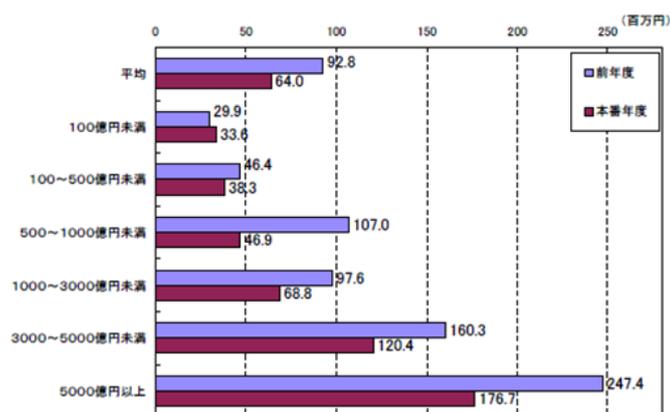


図 3-3 連結売上高別上場企業における内部統制対応コスト

（出所：日本総合研究所「金融商品取引法による内部統制有効性評価の取組実態に関する調査」<sup>15</sup> <http://www.jri.co.jp/company/release/2009/090511/> 閲覧日 2012年12月1日時点）

<sup>8</sup>平成17年7月26日法律第86号

<sup>9</sup>平成9年5月30日成立，平成9年6月6日公布，10月1日施行

<sup>10</sup>平成11年8月13日公布

<sup>11</sup>平成13年6月22日成立，平成13年10月1日施行

<sup>12</sup>私的独占の禁止および公正取引の確保に関する法律（昭和22年法律第54号，平成23年5月25日法律第53号）第9条5項1号

<sup>13</sup>私的独占の禁止および公正取引の確保に関する法律（昭和22年法律第54号，平成23年5月25日法律第53号）第9条～第16条

<sup>14</sup>会社法362条4項6号（平成17年7月26日法律第86号，最終改正平成23年6月24日法律第74号）362条4項6号

<sup>15</sup>日本総合研究所「金融商品取引法による内部統制有効性評価の取組実態に関する調査」調査概要  
調査対象：上場企業 3,897社

このように、1990年代後半以降に起こった上場企業を取り巻く環境の変化は、そのいずれもが上場維持費用の増大や株主からの圧力の増加など企業の負担を増やすものであり、一方では手続き整備などを通じて企業による非上場化検討を促進する方向に働いてきたと考えられる。

### 3.1.2.2 会計基準変更などディスクロージャーの要請と非上場化

会計基準に関しては、連結を主とする財務数値の開示が義務付けられるようになった。1997年に企業会計審議会より「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」が公表され、1998年4月1日以後開始する事業年度から段階的に、それまで個別を主たる財務諸表として開示してきた会計情報を、連結を主たる財務諸表とする旨変更となった<sup>16</sup>。さらに、連結の概念が改訂され、それまで導入されていた持分割合（議決権の所有割合）による連結の概念が、実質支配力概念に変更された<sup>17</sup>。また翌年の「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書」に基づきキャッシュフロー計算書が導入<sup>18</sup>され、上場企業については、会計情報に関わる開示内容に大きな変化が生じた。

2002年には、企業会計審議会より「監査基準の改定に関する意見書」が公表され、監査人による継続企業の前提に関する意見の表明<sup>19</sup>が導入されるようになったほか、2005年からは、証券市場の公正性・透明性を確保すべく、不公正取引や有価証券報告書に虚偽記載を行った場合などに行政上の措置として課徴金が課されるようになった<sup>20</sup>。

2007年9月からは金融商品取引法が完全施行され四半期報告制度<sup>21</sup>が始まるとともに、内部統制報告制度が導入<sup>22</sup>された。さらに、XBRLによる財務諸表提出<sup>23</sup>が義務付けられる

---

調査期間：2009年2月

調査方法：質問票を郵送送付、郵送回収

回収数：372社（回収率 9.5%）

<sup>16</sup>平成9年6月6日企業会計審議会公表「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」第一部の一の1

<sup>17</sup>平成9年6月6日企業会計審議会公表「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」第二部の二の1および連結財務諸表原則第三の一の2

<sup>18</sup>平成10年3月13日「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書」連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準第一～第四。なお、平成9年6月6日企業会計審議会公表「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」第一部の二の3において、「連結ベースでのキャッシュ・フロー計算書を導入することが適当である」とされている。

<sup>19</sup>平成14年1月25日「監査基準の改定に関する意見書」監査基準第四の六

<sup>20</sup>金融商品取引法（昭和23年法律第25号、最終改正平成23年6月24日法律第74号）第6章の2 課徴金（第172条～第185条の21）

<sup>21</sup>金融商品取引法（昭和23年法律第25号、最終改正平成23年6月24日法律第74号）第24条の4の7

<sup>22</sup>金融商品取引法（昭和23年法律第25号、最終改正平成23年6月24日法律第74号）第24条の4の4、第193条の2第2項

など、上場企業にとっては情報開示の費用負担が増大することとなった。

### 3.1.2.3 投資家行動の変化と企業の非上場化

宮島/新田[2011]は、「日本の上場企業の株式所有構造は、長く金融機関や事業会社による安定保有によって特徴付けられてきた」が、その構造は「1990年代後半の銀行危機を境として、劇的な変化を示した」とし、その理由として、銀行株の保有リスク上昇による事業会社の株式売却、海外投資家のプレゼンス向上による株式持ち合いへの批判に対する説明責任への対応、連結決算制度や持ち合い株式の時価評価導入など会計制度の見直し、不良債権の深刻化などによる銀行の保有株式売却などを挙げている。これらを背景に、株式持ち合いによる株式保有比率は1996年の15.3%から2008年には9.0%へと減少した。その一方で、国際的分散投資の増大などを背景として外国人投資家の日本企業における株式保有が増え、その比率は1996年の7.1%から2008年には11.7%へと増大、さらに「00年前後から国内のアクティビスト・ファンド<sup>24</sup>が台頭し、次第にその活動を活発化させ」（宮島/新田[2011]）たことで、企業は発言力を増した株主の増大への対応に追われることとなった<sup>25</sup>。

さらに、ライブドアによるニッポン放送（2005年）やスティー爾・パートナーズによるブルドックソース（2007年）などへの敵対的買収も現実化するようになってきた。だが、「敵対的買収に関する公正なルールが不在な状況下では、奇襲攻撃<sup>26</sup>やそれに対する過剰防衛が繰り返され、健全な市場形成への悪影響も懸念されるようになった」（滝沢他[2007]）。上場企業側では、対抗措置として買収防衛策の導入<sup>27</sup>などがなされ、その妥当性などが法

---

<sup>23</sup>金融商品取引法（昭和23年法律第25号、最終改正平成23年6月24日法律第74号）第27条の30の2および「開示用電子情報処理組織による手続の特例等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（平成14年5月22日内閣府令第45号、最終改正平成24年2月15日内閣府令第4号）第四条

<sup>24</sup>アクティビスト・ファンドの明確な定義は存在しないが、一般に、大株主としての発言力を背景に、企業行動に影響を与えることで運用収益の向上を狙う私的な運用機関と考えられている。日本では、元通商産業省官僚の村上世彰が率い、株式会社エム・エー・シー（MAC）などを中心としたいわゆる「村上ファンド」などが挙げられる。

<sup>25</sup>アクティビスト・ファンドへの株主総会での対応が注目された事件としては、いわゆる東京スタイル事件（2002年に村上ファンドが東京スタイル株の発行済株式の9.3%を握る筆頭株主となり、内部留保による自社株買いなどを行うことを株主提案権行使請求書として提出、株主総会において結果的には村上ファンド側の敗北）などが有名である。

<sup>26</sup>滝沢他[2007]の指摘する奇襲攻撃にあたると思われる例としては、2005年2月にライブドアが時間外取引ながらニッポン放送株を大量に取得したことが挙げられる。この事件を契機に、時間外取引でも、上場企業の1/3を超える株式を取得する場合は、買付価格や予定数などを開示することが義務づけられた（金融商品取引法（昭和23年法律第25号、最終改正平成23年6月24日法律第74号）第27条の2第2条）。

<sup>27</sup>2007年にブルドックソース株式会社（以下「ブルドック」）が導入した買収防衛策は、米系投資ファンドのスティー爾・パートナーズ（以下「スティー爾」）が買収を仕掛けた後に導入されたものとして話題になった。ブルドックは、スティー爾関係者が権利行使できない新株予約権（スティー爾関係者は金銭

律的に争われながらも、「2007年6月末現在で362社、東証では既に約7社に1社が買収防衛策を導入している」（滝沢他[2007]）状況となった。その後、会社法施行規則<sup>28</sup>、証券取引所における基準改正<sup>29</sup>などにより買収防衛策に関するルールの整備が進み、金融商品取引法ではTOB（Take Over Bid、公開買付）制度の整備<sup>30</sup>も行われた。これらは、上場企業への株主の圧力増大を示すとともに、非上場化を含めた企業買収を進めるための関係諸制度が整備されたことも意味する。

#### 3.1.2.4 資金調達行動と非上場化

制度上の変化が著しくとも、上場のメリットが多ければ企業は上場を維持すると考えられる。東京証券取引所は上場のメリットとして、(1)資金調達の円滑化・多様化、(2)企業の知名度の向上、(3)社内管理体制の充実と従業員の士気の向上を挙げている<sup>31</sup>が、(3)については関連諸法制の変化により、費用負担の増大を招くようになっていることは先に見た。(1)に関しては、企業の投資需要が低迷し、資金調達の必要自体が減少している点を考慮する必要がある（図 3-4）。また、企業の現預金保有額はほぼ一貫して増加傾向にある（図 3-5）。加えて、我が国では1990年代後半以降貸出金利は低く抑えられ（図 3-6）、安定した経営を続ける企業であれば容易に低金利での借入による資金調達が可能である。

---

の交付を受ける)をすべての株主に無償で割当てる買収防衛策を導入したところ、このような新株予約権の無償割当てが著しく不公正な方法によるものであるかが争われた。これに対し、最高裁判所は、ステイールが受ける金銭の額などに照らすと、株主平等原則の趣旨に反しないなどとして、著しく不公正な方法によるものではないと判断した（2007年8月7日、民集第61巻5号2215頁）。

<sup>28</sup>会社法施行規則（平成18年2月7日法務省令第12号、最終改正平成23年11月16日法務省令第33号）第118条の3

<sup>29</sup>東京証券取引所株券上場審査基準等（平成18年3月8日）第4条の5、第6条の4

<sup>30</sup>金融商品取引法（昭和23年法律第25号、最終改正平成23年6月24日法律第74号）第2章の2

<sup>31</sup>東京証券取引所 <http://www.tse.or.jp/listing/index.html>（2014年8月14日時点）

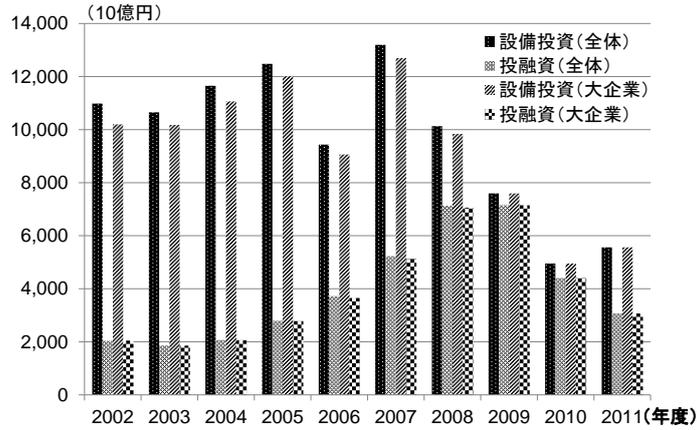


図 3-4 民間企業の投資動向 (出所：経済産業省「経済産業省設備投資調査」)

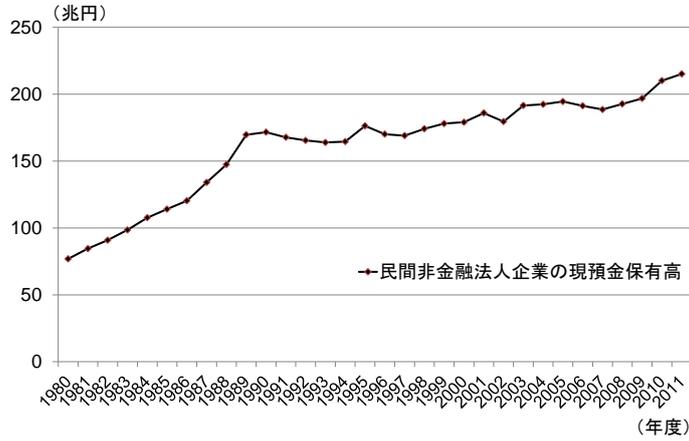


図 3-5 非金融法人企業の現預金保有推移 (出所：日本銀行 資金循環統計)

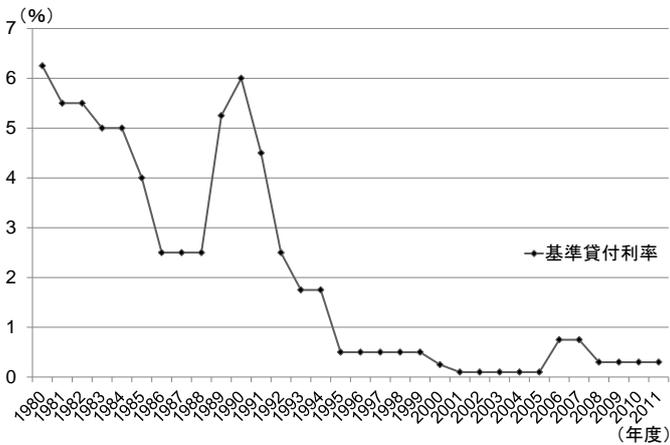


図 3-6 貸出金利推移 (出所：日本銀行 預金・貸出関連統計)

東京証券取引所が上場のメリットとして掲げた内容のうち、(2)に関して東京証券取引所は「会社の知名度が向上するとともに、優秀な人材を確保できます」と述べているが、現実には上場企業であることと企業選択にそれほど大きな関連は無い状況も伺える(図 3-7)。

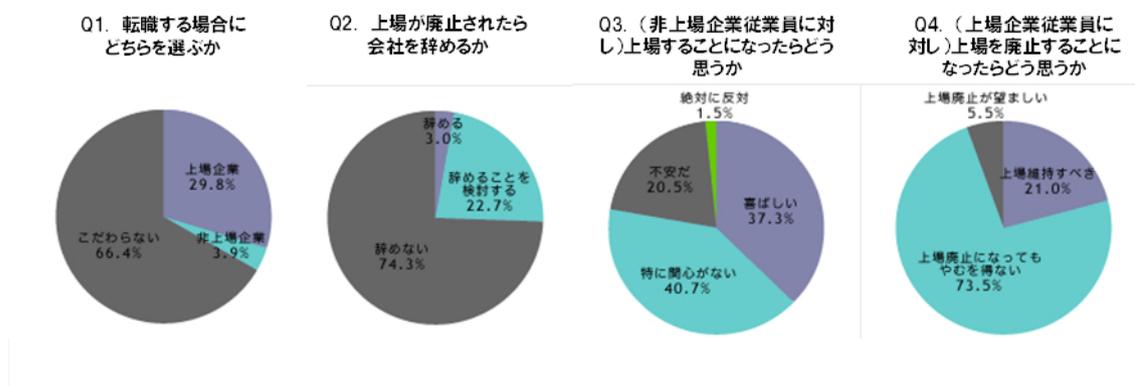


図 3-7 上場・非上場に関する従業員の考え方

(出所：アイ・ピー・オー株式会社)

データバンク 第一回・第二回調査「被雇用者側から見た株式上場」<sup>32</sup>

総じて、環境変化により株式上場のメリットが薄れている反面、そのコストおよびリスクは増大していることが指摘できる。したがって、企業がメリットよりもコストやリスクの増大といったデメリットの方を大きく感じる場合に、非上場化という選択を行うものと考えられる。本研究においては、特に上場のリスクに着目し、リスクの増大を脅威に感じた企業が非上場化を選択しているのではないかという点を検証する。

### 3.2 仮説の設定

企業が上場に関してリスクを感じる場合、その内容は大別して二つに分かれると考えられる。ひとつは、成長機会が少なくなり、収益が上がらず、事業や財務の効率が悪い場合、経営陣は業況改善への株主からの圧力を恐れて自主的に株式市場から退出するのではないかという可能性である。もうひとつには、株主構成が不安定で、物言う株主の割合が多い場合、経営陣は株主からの圧力を恐れて自主的に株式市場から退出するのではないかとい

<sup>32</sup> アイ・ピー・オー株式会社 データバンク 第一回・第二回調査「被雇用者側から見た株式上場」調査概要

対象：サイト利用者 366名 (女性 24.0% 男性 76.0%)、平均年齢 38.6歳  
 上場企業従業員 31.6%、非上場企業従業員 63.7%、不明 4.7%  
 調査実施期間：2009年8月6日～8月31日 閲覧日 2011年5月8日時点

う可能性も考えられる。どちらも、上述の環境変化などをを受けて増大する株主の圧力をリスクと感じ株式市場から退出するという点に変わりはないが、主たる懸念要素が収益性や効率性の悪さといった業況にあるのか、株主構成の不安定性にあるのかといった点は分けて考えるべきと思われる。したがって、本研究で検証を試みる「上場リスク回避仮説」に関して、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）」として取り扱うこととする。

これら本研究で提示する仮説および第2章において掲げた「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」「価値移転仮説」「上場コスト削減仮説」が成り立つ場合、企業はどのような状況にあるのだろうか。ここでは、企業の損益状況、財務状況、株式状況、その他の状況の各側面から、それぞれの仮説が成り立つ場合の企業の状況に関し、代理変数も含めて説明する。

### 3.2.1 損益状況に関する特性

企業の損益状況、主として成長性と収益性に関係する仮説としては、上場リスク回避仮説（効率性）および上場コスト削減仮説が該当する。上場によるリスクがメリットを上回ると判断する企業においては、資金調達に関する上場メリットはさほど感じられていないと考えられる。このような企業においては、事業がすでに成熟期に達しているか衰退期に入っており、資金調達を必要とするような成長機会を見つけられないため成長性に乏しく、収益性も低くなってしまっており、そのことが株主の批判を招くような状態であることが想定される。したがって、この点を検証するために成長性に関して「売上高成長率」、収益性に関して「営業利益率」を代理変数として用いる。

また、上場コスト削減仮説に関して、Block[2004]や Boulton et al.[ 2007]などの先行研究においては、影響の大きい上場コスト負担として監査費用が挙げられていることが多い。上場企業に課される情報開示や内部統制などの義務に関してはコンサルティングなどの専門サービスを利用することの負担も指摘される。これらの費用は企業会計上、主として販売管理費（物件費）として処理されるため、上場コスト負担が大きければ販売管理費（物件費）が増大していることが考えられる。したがって、「売上高物件費比率」を代理変数として上場コスト削減仮説を検証する。

### 3.2.2 財務状況に関する特性

上場リスク回避仮説（効率性）が成り立つ場合、株主から調達した資金を効率よく事業で活用できていないために株主の批判を招いていることも考えられる。資産全般、特に事業状況に直結する営業債権債務の回転が悪く、在庫などが滞留しがちであるといった状況が想定される。この点を検証するために、「総資産回転率」、「売上債権回転期間」、「棚卸資産回転期間」を代理変数として用いる。また、資産効率が悪い状況においては総資産に対するキャッシュフローの割合は低いものにとどまるだろう。上記でみた通り成長性や収益性に乏しいためキャッシュフロー自体も潤沢ではないと考えられることも、この比率を押し下げる要因となろう。また、同様のことが株主資本とリターンとの関係についても成り立つと考えられる。したがって、「キャッシュフロー総資産比率」および「ROE」を代理変数として、この点についても検証する。

一方、既存仮説のひとつであるエージェンシーコスト削減仮説が成り立つ場合には、総資産に対するキャッシュフローの割合はむしろ高いことが考えられる。また、キャッシュリッチな状況にあることも想定される。Jensen[1986]や Kaplan[1989a]が指摘した通り、キャッシュフローを巡る経営者と株主の対立がエージェンシーコストの増大を招いており、特に、資金を多く抱えているにもかかわらず目先では有望な投資先を見つけにくい状態にある場合にこうした可能性は高まると考えられるからである。この検証にあたっては、「キャッシュフロー総資産比率」および「売上高現預金比率」を代理変数として用いる。加えて、エージェンシーコストが増大している状況にあつては、株主に対する配当負担が増していることが考えられる。この点の検証には、「配当性向」と「留保利益配当比率」<sup>33</sup>を用いる。一方、もし価値移転仮説が成り立つとするならば、少数株主への分配が行われにくくなっていることが考えられるため、同じ代理変数を用いて<sup>34</sup>この点についても検証する。

また、Kaplan[1989b]は、非上場化による自社株式の買付の為の借入が節税効果をもたらすという節税効果仮説を主張しており、これによれば買収前の段階で有利子負債依存度が低い企業ほど、こうした財務施策を取りやすくなるとされている。したがって、同仮説を

---

<sup>33</sup> 配当性向に加えて留保利益配当比率を用いるのは、配当性向（当期純利益に対する配当の割合）という指標が、当期純利益を計算に用いるため振れ幅が大きく正確な傾向を表さない可能性を考慮したためである。

<sup>34</sup> エージェンシーコスト削減仮説に基づき、エージェンシーコストの高まりにより株主への配当負担が増しているとするならば、配当性向および留保利益配当比率はいずれも高くなるはずである。一方、価値移転仮説に基づき、少数株主への分配が回避されているとするならば、これらの指標は逆の傾向を示すはずである。

検証するために、「有利子負債依存度」を代理変数として用いる。

### 3.2.3 株式状況における特性

株式状況に関しては、株価関連指標および持株割合など企業統治状況を分析する。前者については、アンダーバリュー解消仮説の検証に関し「PER」と「PBR」を用いる。経営陣が、自社の株価が市場で不当に低く評価されていると感じる場合に非上場化によって本来的な価値と市場評価との差額を得るとするアンダーバリュー解消仮説が成り立つとすれば、株式市場の当該企業に対する評価は低く、そのことが株価に表れると考えられるためである。

持株割合など企業統治状況に関しては、上場リスク回避仮説（株主構成）が成り立つ場合には、株主構成が不安定で、企業価値向上への要求が強い株主（いわゆる「物言う株主」）の割合が多く、経営陣は株主からの圧力を恐れて自主的に株式市場から退出するといったことが考えられる。株主構成が不安定であると経営陣が感じるのは、具体的には経営陣自身が保有する株式の割合が少なく、安定的な大株主がいない場合だろう。また、我が国資本市場においては長らくメインバンクなど金融機関が「物言わぬ株主」として存在し、安定的な株式保有を続けてきたという特徴がある。したがって、金融機関の持株割合が低ければ、当該企業の株主構成における不安定性は高まることが想定される。一方で、資本市場の規制緩和などを背景に台頭してきた「物言う株主」の代表的な存在としては、外国人投資家が挙げられる。したがって、「役員持株比率」、「最大株主持株比率」、「金融機関持株比率」および「海外法人持株比率」の各指標を用いて上場リスク削減仮説（株式構成）を検証する。

ただし、役員持株比率が低い場合には、先に挙げたエージェンシーコスト削減仮説とも整合的な結果となる。同仮説においては経営陣と株主の乖離が顕著であることを想定しており、その場合には役員持株比率は低いと考えられるからである。一方、価値移転仮説においては、経営陣の株式保有割合が多いと、少数株主に安いTOB価格を受け入れさせて余剰リターンを享受しようとすることがあるとされる(DeAngelo et al.[1984])。経営陣が直前に株価を低く誘導し非上場化を有利に進めている可能性については、Sanger/Peterson [1990])や野瀬/伊藤[2011b]も検証しており、野瀬/伊藤[2011b]は、パイアウト・ファンドの非参画案件では会社関係者の持株比率が有意に高いことを指摘している。したがって、役員持株比率が高ければ、これは価値移転仮説と整合的な結果となる。また、価値移転仮説

においては、多数株主が強圧性を発揮して少数株主からの価値の移転を試みるものが想定されており、この場合最大株主持株比率は高い傾向となるだろう。Bharath/Dittmar[2010]やKhan et.al[2011]は持株比率の集中度が高いほど非上場化しやすいと報告しており、豪州における研究結果においても同様の傾向が指摘されている（Edey et.al[1996]）。これらは価値移転仮説と整合的な結果である。したがって、本研究で新規に設定した上場リスク回避仮説(株主構成)において、持株状況が不安定であるほど非上場化しやすいといった設定を行うことは、既存仮説とは逆の方向を示すことになる。

### 3.2.4 その他の状況

上場リスク回避仮説（効率性）を考える上では、成長性や収益性の乏しさ、資産効率の悪さとともに業務効率の悪さについても分析するべきと考えられる。この点については、役員数を代理変数として検証する。役員数が多いほど企業価値に負の影響を与えるといった先行研究<sup>35</sup>がみられ、そうであれば企業価値にマイナスの影響を与える状況の解消を株主が要求し、それを株式市場からのリスクと感じて経営陣が非上場化を行うことが考えられるからである。

また、アンダーバリュー解消仮説では、企業規模が小さいと市場で株価が割安に放置されやすい（Bae/Simit[1998]）という指摘がある。この点を検証するため、代理変数として「売上高規模」を用いる。

以上に掲げた仮説と代理変数の対応関係を表 3-1 に示した。なお、収益性に関しては、研究開発費を増やして利益水準を意図的に低下させている可能性を考慮し、「研究開発費」の水準に関しても分析を行う。また、持株状況に関しては、株主構成をより明らかにするため、「その他法人<sup>36</sup>による持株比率」および「個人持株比率」もあわせて検討する。

---

<sup>35</sup> Yermack[1996]は、1984年から1991年までの米国大企業452社に関して実証研究を行い、トービンのqを用いて役員数の少ない企業ほど財務パフォーマンスが良いことを示している。またHuther[1997]は、役員数の多さが非効率を招くことを指摘している。

<sup>36</sup> 殆どは事業会社である。

表 3-1 検証すべき仮説と代理変数

指標	エージェンシーコスト削減仮説	アンダーバリュ解除仮説	価値移転仮説	節税効果仮説	上場コスト削減仮説	上場リスク回避仮説(非効率)	上場リスク回避仮説(株主構成)
<b>成長性</b>							
売上高成長率(%)						-	
<b>収益性</b>							
営業利益率(%)						-	
売上高物件費率(%)					+		
売上高研究開発費率(%)							
<b>効率性</b>							
売上債権回転期間(月)						+	
棚卸資産回転期間(月)						+	
総資産回転率(%)						-	
売上高現預金比率(%)	+						
キャッシュフロー総資産比率(%)	+					-	
ROE(%)						-	
役員数(名)						+	
<b>安全性</b>							
有利子負債依存度(%)				-			
<b>株主還元</b>							
配当性向(%)	+		-				
留保利益配当比率(%)	+		-				
PBR(倍)			-				
PER(倍)			-				
<b>規模</b>							
売上高規模(百万円)		-					
<b>企業統治</b>							
金融機関持株比率(%)							-
その他法人持株比率(%)							-
海外法人持株比率(%)							+
個人持株比率(%)							-
最大株主持株比率(%)			+				-
役員持株比率(%)	-		+				-

### 3.3 分析対象と手順

#### 3.3.1 分析対象

本章では、2009年から2011年の各年における非上場化企業に関し、非上場に至る直前期の財務および株式関連指標と、同時期に上場を維持していた企業のそれらとを比較することにより、設定した仮説を検証し、非上場化企業の特徴を明らかにしていくこととする。

データに関しては日本政策投資銀行設備投資研究所企業財務データ（日本の全企業上場企業に関する1968年以降の全財務数値）を用いて、金融業を除く東京証券取引所第一部・第二部上場企業（内国法人）を抽出する。金融・保険業は業務の特殊性から他業種との財務数値の比較可能性が低いこと、公的な企業統計調査（例：財務省法人企業統計調査）などからも除外されるのが普通であることから除外する。東京証券取引所以外の地方証券取引所に関しては、開示情報が無いため対象外とする<sup>37</sup>。

<sup>37</sup>日本取引所グループの発足（2013年1月1日）に伴い、東証と大証の現物市場統合（2013年7月16日）よりも前に大証で上場廃止となった銘柄に関する開示については現在では行われている。

非上場化企業の特定は、東京証券取引所公表の上場廃止銘柄一覧を参考に、自主的に非上場化を行った企業をレコフ M&A データベースを用いて行う<sup>38</sup>。本章における分析対象企業件数は、表 3-2 の通りである。

表 3-2 今回の分析対象企業件数

年（暦年）	非上場化企業数	上場企業数
2009	46 件	1,922 件
2010	43 件	1,931 件
2011	39 件	1,941 件
合計	128 件	5,794 件

### 3.3.2 分析手順

上記の案件を対象に、仮説のあてはまり具合を検討すべく財務指標を用いた分析を行う。日本政策投資銀行設備投資研究所企業財務データにおける決算財務情報を用いて、分析対象企業の財務指標を個別に算出する。そのうえで、各指標間の相関などに関する検討や会計基準変更などの影響の調整などを行い、上記で設定した代理変数の使用可能性を確認する。なお、使用する指標の記述統計量について表 3-3 に示す。

<sup>38</sup>東京証券取引所は、非上場化事由について独自の分類を行っているが、取引形態のみを踏まえた形式的な分類も散見されたため、いったんすべての非上場化企業における具体的な取引内容を確認し再分類する必要があったためこうした措置を取る。

表 3-3 記述統計量

2009年データ		非上場化企業 ダミー:1						
Variable	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu.	Max	Std.Dev.
売上債権回転期間(月)	46	0.00	1.42	2.47	2.94	3.46	7.45	1.64
棚卸資産回転期間(月)	46	0.00	0.29	2.15	0.70	1.53	32.69	5.63
総資産回転率(%)	46	4.01	71.44	121.42	108.36	156.94	406.49	80.05
ROE(%)	44	-340.75	-14.06	-15.19	1.50	5.44	15.59	56.76
売上高現預金比率(%)	46	0.16	2.01	16.52	5.81	14.12	274.99	42.05
有利子負債依存度(%)	46	0.00	0.71	22.24	14.91	35.52	96.01	23.49
投融資効率(%)	46	0.27	0.75	2.83	1.60	3.17	19.62	3.50
留保利益配当比率(%)	40	-28.77	2.91	7.60	5.01	10.83	41.29	11.14
キャッシュフロー総資産比率(%)	46	-43.24	-2.72	-0.76	1.54	5.46	16.16	11.05
PBR(倍)	42	0.35	0.63	1.58	1.03	1.37	16.60	2.65
PER(倍)	25	4.33	10.37	28.62	18.29	37.80	133.44	30.62
売上高成長率(%)	46	-68.71	-11.26	-5.29	-3.66	2.60	30.30	16.67
営業利益率(%)	46	-21.54	-1.73	2.03	1.41	5.52	70.12	12.62
売上高人件費率(販管費)	46	1.16	3.35	9.66	5.10	9.30	66.02	13.38
売上高物件費率(%)	42	0.03	1.24	6.61	3.86	9.53	26.15	7.10
売上高研究開発費率(%)	27	0.07	0.56	1.73	1.12	2.39	5.61	1.55
配当性向(%)	29	5.20	65.80	1,119.60	220.80	1,210.00	10,404.20	2,148.20
金融機関(%)	45	0.00	6.15	12.92	9.82	14.60	43.03	11.26
その他の法人(%)	46	0.60	29.10	48.00	53.70	63.00	92.00	24.60
海外法人等(%)	46	0.01	1.61	8.66	6.17	11.23	64.20	10.93
個人その他(%)	46	1.90	16.40	29.80	28.70	37.50	66.60	15.40
最大株主持株比率(%)	46	4.01	19.18	42.49	50.11	57.56	91.88	24.90
役員持株比率(%)	46	0.00	0.00	1.80	0.10	0.36	35.43	6.37
売上高規模(千円)	46	708	19,587	84,102	52,722	103,792	481,455	94,962
役員数(名)	46	6.00	8.00	10.20	10.00	11.80	17.00	2.00

2010年データ		非上場化企業 ダミー:1						
Variable	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu.	Max	Std.Dev.
売上債権回転期間(月)	43	0.00	1.93	2.94	2.78	4.12	6.93	1.74
棚卸資産回転期間(月)	43	0.00	0.53	3.37	0.91	2.01	60.31	9.47
総資産回転率(%)	43	2.14	54.07	101.23	103.50	140.80	253.23	56.51
ROE(%)	42	-227.06	-0.88	-9.26	1.84	5.05	76.23	47.23
売上高現預金比率(%)	43	0.04	4.03	17.02	12.65	21.17	96.92	19.97
有利子負債依存度(%)	43	0.00	4.73	21.18	14.69	30.94	77.20	20.77
投融資効率(%)	43	0.03	0.59	1.72	1.12	2.62	5.30	1.46
留保利益配当比率(%)	36	-8.69	1.60	5.15	2.94	5.65	53.78	9.12
キャッシュフロー総資産比率(%)	43	-73.67	0.40	-0.25	2.34	4.73	17.53	13.76
PBR(倍)	42	0.21	0.51	2.11	0.79	1.24	24.02	4.60
PER(倍)	29	3.92	12.17	49.95	18.78	37.81	555.42	102.58
売上高成長率(%)	43	-68.04	-21.95	-14.02	-11.86	-3.40	8.14	15.08
営業利益率(%)	43	-107.52	0.01	0.35	1.25	4.24	46.20	20.82
売上高人件費率(販管費)	43	0.63	4.15	9.42	7.78	13.08	34.24	7.08
売上高物件費率(%)	42	0.05	1.30	6.52	4.29	7.36	38.62	7.84
売上高研究開発費率(%)	29	0.01	0.26	3.48	1.11	3.34	40.41	7.59
配当性向(%)	29	2.76	120.58	4,890.77	430.11	2,749.77	94,260.80	17,361.06
金融機関(%)	43	0.13	3.25	12.10	9.72	16.65	43.90	11.42
その他の法人(%)	43	1.82	31.06	48.71	49.30	65.66	94.50	24.64
海外法人等(%)	43	0.02	1.53	7.06	4.21	9.36	33.21	7.88
個人その他(%)	43	3.50	15.80	30.90	29.10	43.10	79.30	17.90
最大株主持株比率(%)	43	4.98	18.99	39.46	36.67	55.20	93.94	24.79
役員持株比率(%)	43	0.00	0.00	3.51	0.28	1.52	39.78	8.60
売上高規模(千円)	43	2,810	15,100	162,000	30,900	59,600	5,090,000	771,000
役員数(名)	43	5.00	9.00	12.07	12.00	14.00	24.00	3.98

2011年データ		非上場化企業 ダミー:1						
Variable	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu.	Max	Std.Dev.
売上債権回転期間(月)	39	0.01	1.03	2.13	1.85	2.90	7.41	1.55
棚卸資産回転期間(月)	39	0.00	0.14	0.99	0.56	1.53	4.64	1.08
総資産回転率(%)	39	2.17	61.44	85.14	80.38	93.63	298.75	59.78
ROE(%)	39	-90.12	0.90	-2.37	4.28	6.87	14.69	24.01
売上高現預金比率(%)	39	0.00	3.82	32.32	12.90	34.89	334.20	58.39
有利子負債依存度(%)	39	0.00	0.06	18.08	7.71	34.11	67.46	21.63
投融資効率(%)	39	0.02	0.75	2.24	1.11	2.24	26.68	4.30
留保利益配当比率(%)	31	0.51	1.69	6.13	3.15	4.83	45.60	10.25
キャッシュフロー総資産比率(%)	39	-33.53	2.99	4.10	5.33	7.32	22.46	8.15
PBR(倍)	38	0.24	0.51	1.22	0.91	1.49	8.55	1.38
PER(倍)	30	4.87	12.97	32.48	17.03	22.42	381.48	67.36
売上高成長率(%)	39	-35.08	-3.08	12.66	3.50	12.10	197.51	41.60
営業利益率(%)	39	-5.83	2.06	8.60	6.09	11.88	60.30	11.26
売上高人件費率(販管費)	39	0.34	4.24	8.98	7.71	11.40	27.30	6.60
売上高物件費率(%)	36	0.14	1.57	5.42	3.68	6.18	25.82	5.96
売上高研究開発費率(%)	23	0.02	0.28	2.28	0.81	3.67	11.87	2.86
配当性向(%)	30	25.30	60.40	445.90	210.90	540.90	2,850.00	606.60
金融機関(%)	37	0.00	5.58	12.96	10.75	18.36	50.36	10.60
その他の法人(%)	39	3.83	24.31	46.53	47.80	61.22	97.30	26.57
海外法人等(%)	39	0.04	1.43	9.71	5.27	10.26	59.07	13.62
個人その他(%)	39	1.90	12.70	30.40	27.80	42.70	86.60	20.90
最大株主持株比率(%)	39	4.72	17.97	39.27	27.57	55.04	97.09	28.31
役員持株比率(%)	39	0.00	0.06	3.55	0.18	0.76	39.56	8.20
売上高規模(千円)	39	856	8,750	130,000	30,300	86,600	1,390,000	289,000
役員数(名)	39	7.00	9.00	10.67	10.00	12.00	24.00	3.17

2009年データ		上場維持企業 ダミー:0							
Variable	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu.	Max	Std.Dev.	
売上債権回転期間(月)	1,902	0.00	1.11	2.43	2.39	3.51	34.62	1.81	
棚卸資産回転期間(月)	1,902	0.00	0.33	1.54	0.94	1.89	75.92	2.87	
総資産回転率(%)	1,902	0.78	60.56	101.38	89.38	128.60	519.49	68.36	
ROE(%)	1,900	-193.57	-3.30	-1.70	2.14	6.05	88.69	20.44	
売上高現預金比率(%)	1,902	0.00	4.12	18.90	8.92	17.40	1,010.00	47.00	
有利子負債依存度(%)	1,902	0.00	3.47	19.81	15.94	32.19	83.97	17.99	
投融資効率(%)	1,902	0.00	0.77	2.56	1.52	2.84	52.86	3.73	
留保利益配当比率(%)	1,746	-296.63	2.78	6.67	4.51	7.64	163.99	15.90	
キャッシュフロー総資産比率(%)	1,902	-75.20	0.52	2.46	3.15	5.97	51.66	8.28	
PBR(倍)	1,901	0.17	0.66	2.02	0.97	1.50	529.71	15.10	
PER(倍)	1,255	1.60	13.90	82.40	23.70	43.00	7,655.00	353.30	
売上高成長率(%)	1,901	-97.50	-15.56	-5.49	-5.67	1.97	1,129.30	38.49	
営業利益率(%)	1,922	-274.96	0.12	5.52	2.66	7.11	98.60	18.03	
売上高人件費率(販管費)	1,899	0.18	3.39	8.33	6.03	10.49	108.31	8.15	
売上高物件費率(%)	1,837	0.00	1.59	5.72	3.66	7.16	74.00	6.54	
売上高研究開発費率(%)	1,224	0.00	0.54	3.55	1.83	4.54	84.80	5.72	
配当性向(%)	1,279	1.11	123.24	7,681.62	477.60	2,372.06	434,950.00	32,367.40	
金融機関(%)	1,910	0.00	12.90	22.70	20.90	31.90	61.30	13.00	
その他の法人(%)	1,911	0.21	12.21	26.38	23.08	37.72	86.58	17.85	
海外法人等(%)	1,897	0.00	1.83	10.32	6.78	15.57	79.30	11.06	
個人その他(%)	1,911	2.63	24.09	39.73	37.62	53.27	96.87	19.39	
最大株主持株比率(%)	1,911	3.06	7.94	19.46	13.34	26.70	84.34	15.49	
役員持株比率(%)	1,921	0.00	0.17	5.60	0.74	5.56	79.17	10.48	
売上高規模(千円)	1,922	70	15,900	179,000	40,300	117,000	11,100,000	617,000	
役員数(名)	1,922	5.00	10.00	12.40	12.00	14.00	44.00	3.94	

2010年データ		上場維持企業 ダミー:0							
Variable	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu.	Max	Std.Dev.	
売上債権回転期間(月)	1,918	0.00	1.11	2.70	2.41	3.57	385.10	8.96	
棚卸資産回転期間(月)	1,918	0.00	0.31	1.55	0.90	1.89	61.01	2.74	
総資産回転率(%)	1,918	0.55	53.87	93.70	81.75	119.95	503.86	65.14	
ROE(%)	1,913	-413.04	0.81	2.14	3.49	7.29	196.72	21.07	
売上高現預金比率(%)	1,918	0.00	5.29	24.70	11.00	21.30	908.00	61.50	
有利子負債依存度(%)	1,918	0.00	3.90	21.10	17.60	34.20	96.80	18.80	
投融資効率(%)	1,918	0.00	0.57	2.20	1.23	2.45	107.25	4.08	
留保利益配当比率(%)	1,621	-397.51	2.23	5.81	3.64	5.94	178.98	16.03	
キャッシュフロー総資産比率(%)	1,918	-53.19	1.63	3.96	3.91	6.87	48.15	6.39	
PBR(倍)	1,910	0.17	0.62	1.45	0.90	1.36	214.30	5.80	
PER(倍)	1,525	1.45	12.83	42.07	20.63	37.03	1,965.43	106.28	
売上高成長率(%)	1,918	-99.56	-17.13	-5.13	-6.84	1.19	1,710.91	65.25	
営業利益率(%)	1,931	-541.46	0.57	5.88	3.10	7.80	96.88	21.16	
売上高人件費率(販管費)	1,911	0.23	3.68	9.03	6.67	11.38	147.00	8.84	
売上高物件費率(%)	1,832	0.00	1.59	5.80	3.65	7.29	84.60	6.93	
売上高研究開発費率(%)	1,236	0.00	0.55	3.56	1.89	4.57	76.30	5.53	
配当性向(%)	1,053	1.73	183.78	8,777.10	622.62	3,219.39	579,500.00	35,649.57	
金融機関(%)	1,924	0.00	12.10	21.80	19.90	31.00	55.90	12.60	
その他の法人(%)	1,924	0.20	11.90	26.50	23.20	38.00	83.80	18.00	
海外法人等(%)	1,920	0.00	1.91	10.66	6.38	16.12	81.10	11.61	
個人その他(%)	1,924	3.00	24.20	39.80	37.90	53.30	95.80	19.40	
最大株主持株比率(%)	1,924	2.55	7.85	19.37	13.23	26.83	76.71	15.51	
役員持株比率(%)	1,929	0.00	0.17	5.33	0.76	5.23	74.44	10.01	
売上高規模(千円)	1,931	41	14,000	153,000	35,700	102,000	8,600,000	485,000	
役員数(名)	1,924	5	10	12	12	14	42	4	

2011年データ		上場維持企業 ダミー:0							
Variable	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu.	Max	Std.Dev.	
売上債権回転期間(月)	1,932	0.00	1.05	2.55	2.35	3.44	383.41	8.82	
棚卸資産回転期間(月)	1,932	0.00	0.26	1.28	0.79	1.67	27.88	1.95	
総資産回転率(%)	1,932	0.62	57.24	96.74	85.54	122.93	535.77	67.17	
ROE(%)	1,926	-131.91	1.68	4.54	4.34	8.14	172.43	13.19	
売上高現預金比率(%)	1,931	0.00	5.37	25.20	11.50	22.30	890.00	58.00	
有利子負債依存度(%)	1,932	0.00	3.96	20.52	16.94	32.55	83.56	18.37	
投融資効率(%)	1,932	0.00	0.52	2.17	1.27	2.59	28.09	2.93	
留保利益配当比率(%)	1,673	-470.97	2.30	6.09	3.81	6.22	138.39	16.46	
キャッシュフロー総資産比率(%)	1,932	-57.12	2.28	4.74	4.41	7.24	42.76	5.92	
PBR(倍)	1,921	0.19	0.61	1.30	0.87	1.33	92.37	3.15	
PER(倍)	1,662	0.27	11.42	45.45	18.06	30.98	6,736.68	233.00	
売上高成長率(%)	1,930	-98.92	-2.76	7.83	3.35	12.09	991.10	41.08	
営業利益率(%)	1,941	-121.40	1.59	7.81	4.14	8.60	95.77	15.99	
売上高人件費率(販管費)	1,919	0.19	3.57	8.88	6.51	11.00	109.56	8.51	
売上高物件費率(%)	1,831	0.00	1.51	5.57	3.42	6.87	118.00	6.85	
売上高研究開発費率(%)	1,240	0.00	0.55	3.29	1.75	4.34	69.40	4.80	
配当性向(%)	1,473	2.49	112.93	2,006.59	348.08	1,180.77	74,800.00	6,222.23	
金融機関(%)	1,934	0.00	11.50	21.30	19.80	30.30	61.90	12.30	
その他の法人(%)	1,936	0.21	11.91	26.84	23.58	38.69	92.90	18.33	
海外法人等(%)	1,936	0.00	1.76	11.12	6.94	16.85	91.15	12.10	
個人その他(%)	1,936	2.33	24.34	39.50	37.50	52.63	97.88	19.26	
最大株主持株比率(%)	1,936	1.48	7.67	19.46	13.23	27.17	90.75	15.71	
役員持株比率(%)	1,940	0.00	0.18	5.00	0.75	5.03	71.77	9.52	
売上高規模(千円)	1,941	100	14,900	161,000	38,100	107,000	8,980,000	509,000	
役員数(名)	1,936	5.00	10.00	12.19	12.00	14.00	41.00	3.74	

こうして準備されたデータに関し、非上場化実施企業群と上場維持企業群との財務数値に関する差を見るためにウィルコクソン符号付順位検定を行う。財務数値は必ずしも正規分布しているとは限らず、二群の  $n$  数の差も大きいことから同検定を用いる。

次に、上記の検定によって得られた、二群の差を有意に表す指標を用いて、非上場化企業群をダミー変数 1、上場維持企業群をダミー変数 0 としてロジット分析を行い、指標の説明力を確認する。ロジット分析は先行研究において最も多く用いられている分析手法であり、本研究における使用は妥当と考えられる。また、多くの先行研究において、二群の差に関する分析を行った後にロジット分析を適用するといったプロセスを実施しており、この点についても妥当であると思われる。なお、ロジット分析においては、業種による非上場化企業の偏りがあるかどうかについても分析を行う。

### **3.4 分析結果**

#### **3.4.1 二群の差に関する分析**

ウィルコクソン符号付順位検定の結果は表 3-4 の通りであるが、リスク回避仮説を構築する多くの指標に有意な差が認められた。なお、表中、\*\*\*は 1%水準で有意、\*\*は 5%水準で有意、\*は 10%水準で有意であり、以下の表においても同様である。

表 3-4 二群の有意差の検定（ウイルコクソン符号付順位検定）

指標	2009		2010		2011	
	z値	p値	z値	p値	z値	p値
<b>成長性</b>						
売上高成長率(%)	-1.333	0.182	-3.730 ***	0.000	-0.382	0.702
<b>収益性</b>						
営業利益率(%)	-4.960 ***	0.000	-4.208 ***	0.000	-2.296 **	0.022
売上高人件費率(%)	-2.557 **	0.011	-2.047 **	0.041	-2.581 ***	0.010
売上高物件費率(%)	-0.250	0.803	0.643	0.520	-0.968	0.333
売上高研究開発費率(%)	-0.419	0.675	-1.233	0.218	-0.839	0.402
<b>効率性</b>						
売上債権回転期間(月)	2.767 ***	0.006	3.086 ***	0.002	1.970 **	0.049
棚卸資産回転期間(月)	2.096 **	0.036	3.086 ***	0.002	3.136 ***	0.002
総資産回転率(%)	1.082	0.279	0.533	0.594	0.000	1.000
売上高現預金比率(%)	-2.516 **	0.012	-1.842 *	0.066	-0.480	0.631
キャッシュフロー総資産比率(%)	-2.516 **	0.012	-2.010 **	0.044	-2.459 **	0.014
ROE(%)	-3.359 ***	0.001	-2.459 **	0.014	-3.126 ***	0.002
役員数(名、正規化)	1.718 *	0.086	2.677 ***	0.007	0.210	0.834
<b>安全性</b>						
有利子負債依存度(%)	2.015 **	0.044	2.450 **	0.014	1.127	0.260
<b>株主還元</b>						
配当性向(%)	-1.645	0.100	0.489	0.625	-2.462 **	0.014
留保利益配当比率(%)	-1.688 *	0.091	-2.240 **	0.025	-1.980 **	0.048
PBR(倍)	-1.500	0.134	-1.510	0.131	-1.150	0.248
PER(倍)	-0.852	0.394	0.411	0.681	-0.108	0.914
<b>規模</b>						
売上高規模(千円、正規化)	4.567 ***	0.000	2.747 ***	0.006	2.533 **	0.011
<b>企業統治</b>						
金融機関持株比率(%)	-1.509	0.131	-1.233	0.218	-0.222	0.824
その他法人持株比率(%)	3.959 ***	0.000	3.814 ***	0.000	2.506 **	0.012
海外法人持株比率(%)	-0.287	0.774	-0.914	0.361	-0.401	0.689
個人持株比率(%)	-4.032 ***	0.000	-3.930 ***	0.000	-2.412 **	0.016
最大株主持株比率(%)	3.017 ***	0.003	2.959 ***	0.003	2.255 **	0.024
役員持株比率(%)	-4.267 ***	0.000	-3.484 ***	0.001	-2.226 **	0.026

損益状況に関しては、三年間を通じて非上場企業群の営業利益率が有意に低かった。これは上場リスク回避仮説（効率性）を支持する結果である。なお、研究開発費に意図的に資金を投じている状況は確認されなかった。一方、販管費に関する売上高物件費率に関しては二群の間に有意な差は見られず、上場コスト削減仮説については裏付けられなかった。

財務状況に関しては、売掛債権回転期間および棚卸資産回転期間は三年間を通じて非上場企業群が有意に長く、営業債権に関する効率の悪さが明らかとなった。また、キャッシュフロー総資産比率と ROE も同様にすべての期間において非上場企業群が有意に低かった。さらに、役員数についても 2009 年、2010 年では非上場企業群が有意に多く、これら

すべての指標が上場リスク回避仮説（効率性）を支持する結果となった。

一方、キャッシュフロー総資産比率および売上高現預金比率が多いとしたエージェンシーコスト削減仮説、有利子負債依存度が低いとした節税効果仮説は支持されなかった。

株式の状況に関しては、PBR や PER について有意な差は見られず、売上高規模に関しては仮説と逆の結果となったことから、アンダーバリュー解消仮説については支持が得られなかった。また、留保利益配当比率は三年を通じて有意に低く、エージェンシーコスト削減仮説とは逆の結果が示された。一方、この結果は価値移転仮説が支持されたことを表す。ただし、配当性向が有意に低かったのは 2011 年のみであった。

持株状況に関しては、役員の持株比率は非上場化企業の方が有意に低く、バイアウトなどを中心とした先行研究と逆の結果が得られた。役員持株比率については、エージェンシーコスト削減仮説、上場リスク回避仮説（株主構成）を支持する一方で、価値移転仮説とは逆の結果となった。ただし、最大株主持株比率は三年を通じて有意に高く、価値移転仮説を支持する結果となった。また、事業会社などその他法人持株比率が三年間を通じて有意に高い一方、個人持株比率は全ての期間を通じて有意に低く、非上場企業における株主構成の特徴が示された。ただし、金融機関持株比率、海外法人持株比率に関して有意な差は見られず、上場リスク回避仮説（株主構成）は支持されなかった。

### 3.4.2 ロジット分析

上記の結果が得られたため、有意な差が認められた指標に関して、非上場化企業群をダミー変数 1、上場維持企業群をダミー変数 0 としてロジット分析を適用した。また、合わせて業種による偏りについても分析した。結果は表 3-5 の通りである。なお、ROE に関してはキャッシュフロー総資産比率と高い相関がみられたため分析から外した。財務指標に関する相関は表 3-6 に記載した。

表 3-5 ロジット分析の結果

Coefficient	2009			2010			2011		
	Value	Std. Error	t value	Value	Std. Error	t value	Value	Std. Error	t value
(Intercept)	-9.579	7.989	-1.199	-9.123	8.607	-1.060	-4.046	1.176	-3.439
売上債権回転期間(月)	0.023	0.097	0.234	0.001	0.022	0.032	-0.198	0.149	-1.325
棚卸資産回転期間(月)	0.005	0.045	0.107	0.014	0.038	0.359	-0.135	0.145	-0.929
営業利益率(%)	-0.003	0.013	-0.197	-0.013	0.016	-0.819	-0.002	0.014	-0.131
留保利益配当比率(%)	0.010	0.012	0.811	0.001	0.016	0.078	-0.001	0.012	-0.123
キャッシュフロー総資産比率(%)	-0.033	0.018	-1.787	-0.058	0.035	-1.634	0.015	0.037	0.401
最大株主持株比率(%)	0.062	0.009	7.264 ***	0.050	0.008	5.950 ***	0.047	0.009	5.321 ***
役員持株比率(%)	-0.097	0.050	-1.923 *	-0.008	0.017	-0.460	-0.013	0.019	-0.682
売上高規模(千円、正規化)	-0.574	0.612	-0.938	0.130	0.126	1.031	-0.144	0.283	-0.510
製造業	4.067	7.985	0.509	4.169	8.604	0.485	-0.389	1.157	-0.336
農林水産業・鉱業	-0.313	21.027	-0.015	-0.070	19.797	-0.004	-5.191	19.272	-0.269
建設・不動産業	4.039	7.999	0.505	4.806	8.612	0.558	-0.358	1.263	-0.284
商業	4.313	7.990	0.540	3.798	8.615	0.441	-1.453	1.250	-1.163
運輸通信業	3.383	8.042	0.421	4.324	8.629	0.501	-1.428	1.493	-0.956
サービス業	4.366	7.988	0.547	4.420	8.611	0.513	-0.648	1.178	-0.550

表 3-6 各指標の相関

2009年データ																								
Variable	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12	X13	X14	X15	X16	X17	X18	X19	X20	X21	X22	X23	
売上債権回転期間(月)	X1	1.00																						
棚卸資産回転期間(月)	X2	0.24	1.00																					
総資産回転率(%)	X3	-0.27	-0.30	1.00																				
ROE(%)	X4	-0.11	-0.13	0.21	1.00																			
売上高現預金比率(%)	X5	0.01	0.04	-0.36	0.01	1.00																		
有利子負債依存度(%)	X6	-0.15	0.05	-0.07	0.03	-0.17	1.00																	
留保利益配当比率(%)	X7	-0.08	-0.08	-0.12	0.05	0.01	0.29	1.00																
キャッシュフロー総資産比率(%)	X8	-0.21	-0.21	0.07	0.66	0.00	-0.12	-0.03	1.00															
PBR(倍)	X9	-0.14	-0.13	-0.02	0.50	0.02	0.10	0.22	0.46	1.00														
PER(倍)	X10	0.02	0.06	-0.08	-0.20	-0.02	-0.02	-0.04	-0.15	-0.02	1.00													
売上高成長率(%)	X11	-0.10	0.00	0.17	0.30	-0.12	0.12	-0.03	0.13	0.09	0.08	1.00												
営業利益率(%)	X12	-0.16	-0.11	-0.31	0.40	0.42	0.00	0.15	0.37	0.39	-0.05	0.08	1.00											
売上高物件費率(%)	X13	-0.25	-0.14	-0.05	-0.06	0.04	0.01	-0.04	0.05	0.14	-0.02	0.02	0.07	1.00										
売上高研究開発費率(%)	X14	0.14	0.02	-0.37	-0.01	0.13	-0.06	0.12	0.05	0.18	-0.02	-0.10	0.23	0.08	1.00									
配当性向(%)	X15	-0.03	-0.05	-0.01	0.03	0.05	-0.10	0.00	0.05	0.09	0.06	-0.09	0.02	0.04	0.07	1.00								
金融機関持株比率(%)	X16	0.05	-0.01	-0.16	-0.11	-0.12	0.15	0.07	-0.11	0.06	0.01	-0.07	0.01	0.04	0.17	0.02	1.00							
その他の法人持株比率(%)	X17	-0.10	-0.06	0.25	0.02	-0.14	-0.10	-0.13	0.07	-0.11	0.00	0.10	-0.13	-0.02	-0.19	-0.01	-0.51	1.00						
海外法人持株比率(%)	X18	0.00	0.01	-0.23	0.18	0.11	-0.11	0.10	0.19	0.36	0.00	-0.09	0.23	0.01	0.27	0.08	0.29	-0.37	1.00					
個人その他持株比率(%)	X19	0.07	0.05	0.03	-0.06	0.17	0.04	0.01	-0.12	-0.17	-0.01	0.02	-0.02	-0.01	-0.10	-0.05	-0.41	-0.37	-0.49	1.00				
最大株主持株比率(%)	X20	-0.08	0.00	0.21	0.10	-0.03	-0.15	-0.08	0.11	-0.02	-0.04	0.05	-0.03	-0.11	-0.05	0.02	-0.54	0.70	-0.10	-0.24	1.00			
役員持株比率(%)	X21	-0.12	0.02	-0.01	0.06	0.36	-0.01	-0.05	0.08	0.02	0.00	0.07	0.17	0.02	0.02	0.03	-0.34	-0.21	-0.14	0.56	0.05	1.00		
売上高規模(千円、正規化)	X22	-0.16	-0.02	0.18	-0.01	-0.14	0.10	0.09	-0.07	0.13	-0.02	-0.03	-0.07	-0.03	-0.02	0.00	0.20	-0.06	0.28	-0.30	0.00	-0.14	1.00	
役員数(名、正規化)	X23	-0.05	-0.01	-0.03	-0.09	-0.13	0.07	-0.01	-0.10	0.10	-0.03	-0.07	-0.12	0.09	0.01	0.15	0.32	0.01	0.23	-0.39	-0.07	-0.22	0.33	1.00
2010年データ																								
Variable	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12	X13	X14	X15	X16	X17	X18	X19	X20	X21	X22	X23	
売上債権回転期間(月)	X1	1.00																						
棚卸資産回転期間(月)	X2	0.29	1.00																					
総資産回転率(%)	X3	-0.26	-0.29	1.00																				
ROE(%)	X4	-0.12	-0.10	0.10	1.00																			
売上高現預金比率(%)	X5	0.00	0.01	-0.35	-0.01	1.00																		
有利子負債依存度(%)	X6	-0.13	0.06	-0.11	0.12	0.00	1.00																	
留保利益配当比率(%)	X7	-0.10	-0.11	-0.01	0.14	-0.01	0.21	1.00																
キャッシュフロー総資産比率(%)	X8	-0.23	-0.18	0.07	0.73	-0.06	-0.06	0.05	1.00															
PBR(倍)	X9	-0.10	-0.06	0.16	0.12	-0.01	0.00	0.00	0.18	1.00														
PER(倍)	X10	0.00	0.04	0.03	-0.15	0.04	0.02	0.03	-0.10	0.67	1.00													
売上高成長率(%)	X11	-0.09	0.04	-0.01	0.20	0.00	-0.04	0.01	0.27	0.01	-0.04	1.00												
営業利益率(%)	X12	-0.16	-0.10	-0.30	0.24	0.35	0.02	0.24	0.30	0.03	-0.10	0.07	1.00											
売上高物件費率(%)	X13	-0.22	-0.07	-0.06	0.03	0.06	0.01	-0.03	0.11	0.04	0.07	-0.02	0.12	1.00										
売上高研究開発費率(%)	X14	0.05	0.05	-0.38	0.06	0.21	0.00	-0.09	0.08	-0.01	0.04	-0.02	0.17	0.20	1.00									
配当性向(%)	X15	0.01	0.01	0.04	-0.03	0.30	-0.04	0.01	-0.04	-0.01	0.00	-0.03	0.05	0.05	0.07	1.00								
金融機関持株比率(%)	X16	0.07	0.01	-0.21	-0.07	-0.03	0.29	0.05	-0.07	-0.03	-0.01	-0.07	-0.05	0.06	0.21	0.03	1.00							
その他の法人持株比率(%)	X17	0.06	-0.05	0.24	-0.07	-0.09	-0.22	-0.12	-0.03	-0.03	0.02	-0.01	-0.09	-0.04	-0.19	0.01	-0.53	1.00						
海外法人持株比率(%)	X18	-0.05	0.01	-0.22	0.23	0.06	0.03	0.12	0.23	0.02	0.02	-0.04	0.22	0.03	0.30	0.04	0.30	-0.42	1.00					
個人その他持株比率(%)	X19	-0.06	0.04	0.08	-0.05	0.06	-0.03	-0.01	-0.08	0.03	-0.02	0.10	-0.03	-0.01	-0.18	-0.06	-0.43	-0.30	-0.52	1.00				
最大株主持株比率(%)	X20	-0.02	-0.03	0.22	0.02	-0.04	-0.26	-0.05	0.05	0.01	0.04	-0.01	0.01	-0.08	-0.09	0.05	-0.56	0.71	-0.12	-0.21	1.00			
役員持株比率(%)	X21	-0.14	-0.02	0.02	0.07	0.19	-0.04	-0.03	0.14	0.09	0.01	0.02	0.18	0.04	-0.04	-0.06	-0.35	-0.17	-0.13	0.54	0.07	1.00		
売上高規模(千円、正規化)	X22	-0.14	-0.06	0.15	0.01	-0.11	0.14	0.02	-0.02	0.00	0.05	-0.04	-0.10	-0.07	0.01	0.00	0.17	-0.12	0.36	-0.29	-0.03	-0.13	1.00	
役員数(名、正規化)	X23	0.01	0.01	-0.02	-0.11	-0.10	0.09	-0.02	-0.11	-0.03	0.07	-0.06	-0.12	0.09	0.06	0.04	0.29	0.01	0.19	-0.36	-0.05	-0.20	0.33	1.00
2011年データ																								
Variable	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12	X13	X14	X15	X16	X17	X18	X19	X20	X21	X22	X23	
売上債権回転期間(月)	X1	1.00																						
棚卸資産回転期間(月)	X2	0.21	1.00																					
総資産回転率(%)	X3	-0.06	-0.04	1.00																				
ROE(%)	X4	-0.12	-0.11	-0.03	1.00																			
売上高現預金比率(%)	X5	-0.01	-0.02	0.08	-0.05	1.00																		
有利子負債依存度(%)	X6	-0.14	0.09	-0.08	0.08	-0.15	1.00																	
留保利益配当比率(%)	X7	-0.06	-0.01	0.00	-0.01	-0.02	0.03	1.00																
キャッシュフロー総資産比率(%)	X8	-0.21	-0.15	-0.01	0.72	-0.05	-0.11	-0.01	1.00															
PBR(倍)	X9	-0.04	-0.06	-0.06	0.19	0.01	0.07	0.03	0.16	1.00														
PER(倍)	X10	0.05	-0.01	-0.04	-0.20	0.06	-0.01	0.02	-0.16	0.27	1.00													
売上高成長率(%)	X11	-0.06	0.08	-0.01	0.16	-0.01	0.01	-0.02	0.18	0.01	-0.03	1.00												
営業利益率(%)	X12	-0.16	-0.09	0.00	0.29	0.33	-0.13	0.03	0.36	0.10	-0.09	0.11	1.00											
売上高物件費率(%)	X13	-0.23	-0.02	0.10	0.00	0.07	-0.03	0.01	0.11	0.13	0.06	-0.07	0.11	1.00										
売上高研究開発費率(%)	X14	0.03	0.02	0.01	0.04	0.14	-0.02	0.04	0.06	0.10	0.00	0.06	0.21	0.07	1.00									
配当性向(%)	X15	0.01	0.03	-0.05	0.00	0.17	-0.11	0.01	-0.03	-0.01	-0.02	-0.01	0.16	0.01	0.15	1.00								
金融機関持株比率(%)	X16	0.07	0.05	-0.19	-0.05	-0.11	0.29	0.01	-0.09	0.02	0.00	0.08	-0.01	-0.04	0.11	-0.02	1.00							
その他の法人持株比率(%)	X17	0.02	-0.05	0.10	0.00	-0.08	-0.14	-0.06	0.05	-0.02	0.02	-0.12	-0.11	-0.01	-0.17	-0.09	-0.53	1.00						
海外法人持株比率(%)	X18	-0.08	-0.03	-0.07	0.13	0.10	-0.02	0.04	0.14	0.18	0.03	0.10	0.21	-0.05	0.29	0.06	0.33	-0.42	1.00					
個人その他持株比率(%)	X19	0.00	0.05	0.09	-0.06	0.10	-0.06	0.01	-0.08	-0.12	-0.04	-0.01	-0.05	0.07	-0.12	0.06	-0.40	-0.34	-0.50	1.00				
最大株主持株比率(%)	X20	-0.04	-0.07	0.14	0.06	0.00	-0.19	-0.01	0.08	0.06	0.02	-0.08	-0.02	-0.06	-0.05	0.00	-0.58	0.72	-0.17	-0.21	1.00			
役員持株比率(%)	X21	-0.13	-0.04	0.12	0.08	0.18	-0.06	-0.01	0.12	0.02	-0.04	-0.01	0.13	0.17	0.02	0.13	-0.33	-0.20	-0.15	0.56	0.07	1.00		
売上高規模(千円、正規化)	X22	-0.18																						

同分析では、最大株主持株比率が三年間を通じて強い正の有意性を示した。これは価値移転仮説を支持するものであるが、一方で役員持株比率は非上場企業群において低い傾向にあり、これは同仮説とは逆の結果である。第2章でみた通り、先行研究においても持株比率の集中度が高いほど非上場化しやすいといった結果は多く報告されているため、この点については我が国の状況も米国をはじめとする海外と同様であることが明らかになった。一方で、持株比率の集中先を見た場合には役員持株比率が多いことが海外では指摘されているが、本章では逆の結果となっており、非上場化企業の日本における地域的特性を示すものとも考えられる。また、最大株主持株比率はその他法人持株比率と高い相関を示しているため、この結果は日本における非上場化の多くが親子上場の解消によるものであることと関連しており、親子上場解消企業を抽出して分析することの必要性を示しているとも考えられる。その他の指標に関して有意性は確認できず、業種に関しても大きな特徴は見られなかった。

### 3.5 まとめ

本章において明らかになった、非上場企業に特有な財務の傾向としては、上場維持企業に比べて営業利益率が低く、売掛債権や棚卸資産の回転期間が長く、キャッシュフロー総資産比率が低く、ROEが低いといった点が挙げられる。これらはいずれもリスク回避仮説（効率性）を支持する結果である。また、役員数は多い傾向にあり業務効率も劣るとみられることから、リスク回避仮説（効率性）の成り立つ余地が明らかになったと考えられる。このことは、相対的に収益性が低く資産・業務効率の悪い企業が業況改善への株主の圧力を恐れるなどで自主的に株式市場から退出していることを意味する。非上場化企業の増大は、投資家にとって魅力ある企業の減少にはつながらず、むしろ株式市場が健全なスクリーニング能力を発揮して、強制的な上場廃止などの事態に至る前に、企業の自主的な退出を促しているともみることができる。

一方、他の既存仮説およびリスク回避仮説（株主構成）に関しては、いずれも支持が得られなかった。この理由としては、アンダーバリュ解消仮説や価値移転仮説においては、財務指標よりもむしろ株価動向などにその特徴が表れるのではないかと考えたことが考えられる。また、非上場化企業全般に通じる特徴とは別に、それらを属性別に分析した場合に異なる結果が出ることも考えられる。例えば、MBOと親子上場の解消では、その意思決定の要因は異なる可能性がある。さらに、日本特有の事情が海外の先行研究において設

定された既存仮説において考えられていたのとは異なる結果を導き出していることもあり得る。特に、役員持株比率など株主構成に関する指標は、海外での先行研究とは逆の傾向を見せており、日本特有の企業統治の状況が関係しているとも思われる。海外では少ないが、日本では従来一般的であった親子上場企業の存在などはその典型的な事例であろう。

したがって、今後の課題としては、ひとつには非上場化企業を属性別に分類してその傾向を見ることも必要であることが挙げられる。自主的な非上場化企業には大別して、MBO、親子上場の解消、他社による買収、持株会社化などがあるが、他社による買収は非上場化する企業もしくはグループの意思によるものではないこと、持株会社化については全ての企業がいったん上場企業を非上場化した後設立した持株会社を上場させており、実質的な非上場化とはいえないことから、今後の分析の主眼は、経営陣自体が意思決定を行い非上場化する MBO 実施企業と、グループ内、主として親会社の意思決定により非上場化が行われる親子上場の解消に置かれるべきと考える。

また、その際には株価動向といった指標や、株主構成およびそれが表す我が国における企業統治の特徴などにも留意する必要があると考えられる。したがって、次章ではまず MBO 実施企業を採り上げ、株価動向や企業統治の特徴なども分析対象としながら、さらに研究を進めることとしたい。

## 第4章 MBO 実施企業における特性

本章では、前章において設定した「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）」を含めてすべての既存仮説を、非上場化の典型的なパターンである MBO 案件において検証する。資本主義経済の根幹にある株式市場という存在から、経営者自身の意思決定によって敢えて離脱しようとする企業にはどのような背景があるのか、そのような企業がどのような特性を持つのかを明らかにすることによって、我が国における資本市場の社会的・経済的な意義と機能に関する示唆を得るとともに、MBO という利害対立が問題になりがちな取引において、経営者や株主をはじめとする利害関係者の意思決定に資するような貢献を行うことが本章の目的である。

我が国において、MBO が増加し始めたのは 1990 年代後半から 2000 年代初めにかけてであったとされている（北川[2007]）。しかし、この時期に行われた MBO の多くは、景気低迷を背景とした事業の取捨選択の中で、親会社が傘下の事業部門を切り離して独立させる<sup>39</sup>といった類の案件であった。また、事業不振に陥った親会社の再生策の一環としてこうした MBO が行われたり、MBO を実施する企業自身が株式市場での資金調達が困難となりファンドや銀行などの支援を受けて事業再生を図ろうとしたり、といった案件もみられた<sup>40</sup>。

一方、これらとは様相を異にした MBO も徐々に目立つようになってきた。親会社からの分離・独立や、事業不振からの脱出を図るのではなく、上場企業が自らの意思で株式市場を退出するといったケースである<sup>41</sup>。この中には、もともと同族経営の企業が一族の手に株を買い戻すといった案件も存在する<sup>42</sup>が、株式保有も比較的分散された優良企業が、自発的に非上場化を行うという動きもみられるようになってきた。これは、我が国の株式市場にとっては新しい動きであり、学術的に見ても、欧米で先行してみられた自発的な非

---

<sup>39</sup> 2001 年、日産自動車の物流会社バンテックが、親会社の経営再建の影響を受けて分離・独立し、当時最大の MBO とされた。

<sup>40</sup> 1998 年、プリント基板製造を行っていた富士機工電子が会社更生に陥った際、丸紅とアドバンテッジ・パートナーズが共同で設立したファンドを利用して MBO の形で経営権を取得し事業再生を行った例などがある。

<sup>41</sup> 2005 年に東京、大阪両証券所（当時）に上場していたアパレル大手ワールドの非上場化は、事業再生を目的としない優良企業の MBO であり、案件金額も MBO としては過去最大の 2,200 億円であった。また、ファンドの支援を伴わない、経営陣のみによる純粋な MBO でもあったことから、非公開型 MBO の典型的事例として有名となった。

<sup>42</sup> 2009 年、中堅スーパーオオゼキの創業家が 100% 出資するファンドが、上場企業であった同社を MBO により非上場化した事例などがある。

上場化が我が国株式市場においてはどのような特性をみせるのか、分析する意義があると考えられる。したがって、本章においては主としてこのタイプの MBO を取り扱うこととする。

なお、MBO 案件の種類に関しては、国際的な MBO 調査機関である CMBOR (Centre for Management Buy-Out Research)<sup>43</sup>がベンチマークを提供しており、これを基に齋藤/川本[2008]が(1)親会社が傘下の事業部門を切り離して独立させるタイプの「ダイベストメント型」<sup>44</sup>、(2)同族経営企業により行われる「事業承継型」、(3)抜本的な経営戦略の転換や長期視野での経営を実現するため株式市場からの退出を選択する「非公開型」、(4)事業不振に陥った親会社もしくは当該企業の再生策の一環として行われる「事業再生型」、の4つのタイプに分類を行っている。上場企業の自主的な非上場化に焦点を当てようとする本章においては、(3)の「非公開型」を対象として、自主的に株式市場を去る企業の動機や特徴を説明することを主眼とする<sup>45</sup>。

#### 4.1 検証仮説

本章では、先行研究で掲げた各種の非上場化に関する仮説、および第3章にて設定した「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)」が MBO 案件にどのようなあたはまるのかという点を検証し、経営者が MBO を行う動機と、そうした取引がなされる企業の特徴を明らかにする。仮説の設定は以下の通りである。また、仮説の検証に用いる代理変数は、第3章における研究結果および各仮説の説明で採り上げた国内外先行研究を参考にし、本章において独自に設定した代理変数においてはその理由について説明を付した。

##### 4.1.1 エージェンシーコスト削減仮説

Jensen[1986]や Kaplan[1989a]が指摘した通り、フリー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に伴うコストが非上場化によって削減されることが考えられる。杉

---

<sup>43</sup>1986年3月にノッティンガム大学ビジネススクール内に設置された研究機関。英国、欧州を中心とした MBO などに関する調査研究を行っている。

<sup>44</sup> MBO の多くはこのタイプであるとされる (Wright et al. [2006])

<sup>45</sup> ただし、我が国株式市場の現状をみると、同族支配であっても上場している企業が経営の転換を目指して非上場化するといった例も目立つなど、必ずしもこれら4類型は互いに排他的ではない部分もある。この点については、上記の(3)に該当するような公表事実の有無を基準に、各案件を個別に吟味したうえで分析対象を決定することとした。

浦[2008]の研究にもみられる通り、我が国の MBO においては中長期的な視点に基づく経営者と短期的なリターンの実現を求める株主との間でエージェンシーコストが高まり、経営者がその解消を狙って MBO を企図するといった可能性が指摘される。特に、資金を多く抱えているにもかかわらず目先では有望な投資先を見つけにくい状態にある場合に、こうした可能性は高まるだろう。また、経営者と株主の乖離が著しい場合にも同様であると考えられる。したがって、この検証にあたっては、「キャッシュフロー総資産比率」、「売上高現預金比率」および「役員持株比率」を代理変数として用いる。また、エージェンシーコストが増大している可能性を検証する代理変数としては、第3章に述べた理由により「留保利益配当比率」および「配当性向」を用いる。

#### 4.1.2 節税効果仮説

Kaplan[1989b]の研究などにみられるように、MBO を行うにあたって借入を行った場合、それによる節税効果が株主価値を向上させるという主張がなされており、こうした効果を狙って経営陣が MBO を行うといった動機が考えられる。有利子負債への依存が少なく、借入余力が大きい場合にはこの手法がとりやすいだろう。したがって、この検証にあたっては、「有利子負債依存度」を代理変数として用いる。

また、MBO 実施企業の財務特性に関する分析を行った Maupin[1987]は、償却可能な固定資産が多いほど買収後の節税効果が見込まれるため MBO の誘因となりやすいと述べている。したがって、第3章において採り上げた節税効果仮説の代理変数は有利子負債依存度のみであったが、MBO 実施企業を扱う本章では、「固定資産償却率」を代理変数として、この点についても合わせて検証を行う。

#### 4.1.3 価値移転仮説

多数株主となる経営陣が、少数株主から、あるいは他の利害関係者からの価値の移転を狙って MBO を行う可能性がある (Shleifer and Vishny[1987]など)。少数株主への分配を避けている企業ほど、少数株主への強圧性を発揮しやすい状況にあり、こうした価値の移転を動機としやすいことが考えられる。また、少数株主がより少数であり、経営陣がより多くの株式を保有しているほど、経営陣は少数株主への強圧性を発揮しやすい状況にあると考えられる。さらに、こうした場合には経営陣は少数株主から株式を安く取得しようとするインセンティブが働きやすいだろう。

したがって、この検証にあたっての代理変数は、分配に関して「留保利益配当比率」および「配当性向」、株主構成に関して大株主の持株比率および「役員持株比率」を用いる。大株主については、「最大株主持株比率」と、「上位 10 位株主持株比率」の双方を検討する。この理由は、非上場企業全体では最大株主持株比率が上場維持企業と比べて有意に高いという結果が第 3 章でもたらされているが、その原因として親子上場解消企業が多く含まれていることが考えられ、MBO の場合には親子上場企業のように特定の一社が多数株主になるという状況よりも、様々な会社関係者の持株割合を総合した場合に、経営陣の意向が通りやすい多数株主が形成されるのではないかと推定されるためである。

株式の取得に関しては、TOB 時の買収プレミアムが、他社による企業買収と比べて低い可能性を分析する。

#### 4.1.4 アンダーバリュー解消仮説

経営陣が、自社の株価が市場で不当に低く評価されていると感じる場合、本来的な価値と市場評価との差額を得ようとするのが MBO の動機となる可能性がある (Khan et al. [2011]など)。MBO 実施の公表により市場がアンダーバリューの状態を認識したならば、公表直後の株主価値は上昇すると考えられる。したがって、MBO 公表前後における株価をイベントスタディの手法で分析することにより本仮説を分析する。また、アンダーバリューの状態に置かれる企業は一般的に規模が小さく見落とされやすい可能性があり、バリュエーションも低く抑えられていると考えられる。したがって、「売上高規模」、「PER」および「PBR」について代理変数として用いて本仮説を検証する。

#### 4.1.5 上場コスト削減仮説

上場コストの負担が過重である場合、経営陣はその負担の軽減を求めて MBO を行うことが考えられる。Block[2004]が指摘している通り、こうした企業の規模はそれほど大きくない可能性がある。また、追加的なコスト負担に耐えられないような高コスト構造となっていることも考えられる。Block[2004]や Boulton et al.[ 2007]などの先行研究においては、影響の大きい上場コスト負担として監査費用が挙げられていることが多い。また、第 3 章でみたように、上場企業に課される情報開示や内部統制などの義務に関してコンサルティングなどの専門サービスを利用することの負担も指摘されるところであるが、こうした費用は企業会計上、主として販売管理費（物件費）として処理される。したがって、本仮説

に関する代理変数としては、企業規模に関して「売上高規模」、コスト負担に関して「売上高物件費率」を用いることとする。

#### 4.1.6 上場リスク回避仮説（効率性）

上場により享受できる広範な投資家からの資金調達がもはや必要ないほど成長機会に乏しい状態にある場合、経営陣は上場し続けることのメリットをもはやあまり感じていない可能性がある。一方、事業の成長が見込めないような分野においては抜本的なコスト構造改革や効率性向上といった施策によって収益性や効率性を維持向上させることが必要だが、そうした取組に成功していない場合、改善に向けた株主の圧力も強まり、経営陣には上場がむしろデメリットもしくはリスクの多いものとして感じられ、MBOによる市場からの退出を図る可能性がある。したがって、成長性の乏しさに関して「売上高成長率」、収益性に関して「営業利益率」、効率性に関して「売上債権回転期間」、「棚卸資産回転期間」、「キャッシュフロー総資産比率」および「ROE」の各指標を代理変数として、それぞれ営業債権、総資産、および株主資本の効率性を検証する。なお、収益性に関しては、研究開発費率を意図的に増やして利益率を下げている可能性を考慮して、「売上高研究開発費率」に関しても確認する。また、財務数値に表れる以外の効率性の悪さとして、第3章に掲げたのと同様の理由により「役員数」を代理変数として用いる。

#### 4.1.7 上場リスク回避仮説（株主構成）

上場を続けている限り広範な株主への対応といった負担は避けられないが、敵対的買収や株主代表訴訟など、株主の積極的な行動が経営陣の地位を脅かしかねないリスクを持つ場合、経営陣は上場廃止を選択することでリスクの具現化を避けようとし、これがMBOの動機となる可能性がある。経営陣がこれらの行動をリスクと感じる程度は、持株構成は不安定的であるほど強まるだろう。特に「物言う株主」とされる海外法人の持株比率が高い場合に経営陣はよりリスクを身近に感じる事が考えられる。一方、こうした場合経営陣の持株比率は低だろう。また、我が国では従来、金融機関や取引先などが安定した「物言わぬ株主」として存在してきた。こうした株主が依然として多ければ、経営陣が感じるリスクは減じる可能性がある。したがって、「海外法人持株比率」および「役員持株比率」に加えて、「金融機関持株比率」と「上位10位株主持株比率」を代理変数として本仮説を検証する。また、こうしたリスクにさらされていると感じる場合、経営陣は高いプレミア

ムを払ってでも、早期に上場廃止を行うことを優先するだろう。したがって、TOB 時の買収プレミアムは高いものとなる可能性が考えられ、この点についても検証を行う。

なお、上場リスク回避仮説（効率性）と上場リスク回避仮説（株主構成）は、本研究で新たに設定した仮説である。これらは相互に関係性が高い可能性もある一方、経営陣が何を原因として上場のメリットよりもデメリットを多く感じることになるのかといった点に違いがあるため、別々の仮説として設定しているものである。

これらの仮説とその代理変数をまとめると、表 4-1 の通りとなる。括弧内の正負符号は、仮説で予測する結果を示す。

表 4-1 本章における仮説と代理変数

仮説	内容	代理変数	株主価値
エージェンシーコスト削減仮説	エージェンシーコストの高まりから、有望な投資先が見つけれず、資金を多く抱えている場合、経営陣は MBO を行う	キャッシュフロー総資産比率 (+) 売上高現預金比率 (+) 留保利益配当比率 (+) 配当性向 (+)	
	経営陣と株主の乖離が著しい場合、経営陣はそれを取り除いてエージェンシーコストの削減を行おうと MBO を行う	役員持株比率 (-)	
節税効果仮説	借入による節税効果を狙う場合に、経営陣は MBO を行う	有利子負債依存度 (-)	
	償却可能な固定資産が多い場合に、経営陣は節税効果を狙って MBO を行う	固定資産償却率 (-)	
価値移転仮説	経営陣は MBO を行い、少数株主から安い値段で株式を取得しようとする		買収プレミアム (-)
	経営陣が少数株主に対しての分配を避けている企業ほど MBO を行いやすい	留保利益配当比率 (-) 配当性向 (-)	
	経営陣が多くの株式を保有しているほど、経営陣は少数株主への強圧性を発揮しやすい	役員持株比率 (+)	
	少数株主がより少数であるほど、多数株主による強圧性が発揮されやすい	上位 10 位株主持株比率 (+) 最大株主持株比率 (+)	
アンダーバリュ解消仮説	株価が市場において過小評価されている場合に経営陣は MBO を行いその解消を図る		公表時超過収益率 (+)
	過小評価に陥った企業の株式は売買されにくく、バリュエーションも低い	PER (-) PBR (-)	
	規模の小さい企業は市場において見逃されやすく過小評価に陥りやすい	売上高規模 (-)	
上場コスト削減仮説	上場コストの負担が過重に感じられる場合経営陣は市場からの退出を目指す	売上高物件費率 (+)	
	上場コストの負担は、企業規模が小さいほど過重に感じられやすい	売上高規模 (-)	
上場リスク回避仮説 (効率性)	成長機会の少ない企業ほど上場のメリットを感じられにくい	売上高成長率 (-)	
	コスト構造改革などで収益性向上に成功していない場合、経営陣は株主の業況改善圧力をリスクと感じ MBO を行いやすい	営業利益率 (-) 研究開発費率	
	効率性向上などの取組に成功していない場合、経営陣は株主の業況改善圧力をリスクと感じ MBO を行いやすい	売上債権回転期間 (+) 棚卸資産回転期間 (+) キャッシュフロー総資産比率 (-) ROE (-) 役員数 (+)	
上場リスク回避仮説 (株主構成)	安定株主が少なく、物言う株主からの圧力をリスクと感じる場合、経営陣は圧力を嫌って市場からの退出を図る	役員持株比率 (-) 海外法人持株比率 (-) 金融機関持株比率 (+) 上位 10 位株主持株比率 (+)	
	経営陣は、リスク回避のためには高いプレミアムを支払うことを厭わない		買収プレミアム (+)

## 4.2 分析対象と手順

### 4.2.1 分析対象

本章においては、東京証券取引所における年別非上場銘柄情報を用いて、2000年から2012年（暦年）に発生した金融業を除く東京証券取引所第一部・第二部上場企業（内国法人）におけるMBO案件を特定する。金融業のデータや、地方証券取引所の情報に関しては、第3章で示した方針と同様に取り扱う。

東京証券取引所は、非上場化事由について独自の分類を行っているが、取引形態のみを踏まえた形式的な分類も散見される。そのため、対象となるすべての案件に関して、改めてレコフM&Aデータを基に再分類を行い、MBOに該当するものを抽出する。これにより、本章で扱うMBO案件は合計34件となる。これらの案件を対象に、仮説のあてはまり具合を検討すべく、株価分析および財務分析を行う。

株価に関する分析において用いるデータについては、日経Needs Financial Quest、およびレコフM&Aデータより取得する。イベントスタディに関しては、分析対象となるMBO案件につき、日経Needs Financial Questから得た配当調整済み株価および配当調整済みTOPIXを用いて分析を実施する。買収プレミアムに関するデータは、レコフM&Aデータより取得する。非上場化公表日については各社プレスリリース発表日およびレコフM&Aデータベース収載の公表日情報を利用する。

また、株価に関する分析では、上記で特定されたMBO実施企業と比較するために、同時期に他社による買収で非上場化された企業のデータが必要となる。これらについてもMBO実施企業と同様に、2000年から2012年（暦年）に発生した金融業を除く東京証券取引所第一部・第二部上場企業（内国法人）に関する東京証券取引所における年別非上場銘柄情報およびレコフM&Aデータを用いて抽出を行い、これにより得た21件の他社買収による非上場化企業データを分析に用いる。

財務指標に関する分析では、日本政策投資銀行設備投資研究所企業財務データ（日本の全企業上場企業に関する1968年以降の全財務数値）における決算財務情報を用いる。ここから、分析に用いる財務指標を個別に算出する。そのうえで、各指標間の相関などに関する検討や会計基準変更などの影響の調整を行い、使用する指標を特定する。

なお、値が絶対値（金額や社数）となる売上高規模、役員数に関しては正規化措置を取る。使用する指標に関する記述統計量を表4-2に示す。

表 4-2 記述統計量

MBO実施非上場化企業 ダミー: 1								
	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu.	Max	Std Dev.
売上高成長率(%)	68.00	-48.42	-5.13	-0.67	0.07	6.29	30.18	13.26
営業利益率(%)	68.00	-1.12	4.22	8.99	6.68	9.33	59.71	10.39
売上高物件費率(%)	58.00	0.02	3.46	8.38	5.17	11.19	31.03	7.82
売上高研究開発費率(%)	26.00	0.12	0.57	1.95	1.44	3.39	4.88	1.63
売上債権回転期間(月)	68.00	0.00	1.02	1.88	1.78	2.69	6.35	1.32
棚卸資産回転期間(月)	68.00	0.00	0.12	1.20	0.81	1.93	5.24	1.30
総資産回転率(%)	68.00	12.10	67.20	112.30	101.80	154.40	330.40	66.80
売上高現預金比率(%)	68.00	1.44	6.06	30.57	14.44	29.49	334.20	56.22
キャッシュフロー総資産比率(%)	68.00	-3.39	5.25	7.74	7.03	9.76	27.86	4.66
ROE(%)	66.00	-14.18	3.30	8.03	5.96	10.65	74.13	10.86
留保利益配当比率(%)	68.00	-18.91	1.66	2.75	2.52	4.15	20.49	5.02
配当性向(%)	60.00	0.00	20.70	72.40	32.20	47.40	877.80	138.40
有利子負債依存度(%)	68.00	0.00	0.27	17.22	8.62	31.33	66.32	19.62
有形固定資産償却率(%)	44.00	1.10	1.36	2.62	1.48	1.56	35.05	5.66
金融機関持株比率(%)	67.00	0.00	5.81	13.45	12.00	18.12	45.40	9.76
その他法人持株比率(%)	68.00	0.89	10.63	35.61	31.68	52.56	98.28	27.35
海外法人持株比率(%)	68.00	0.06	1.60	9.92	5.63	17.85	39.94	10.06
個人その他持株比率(%)	68.00	0.82	28.81	40.50	39.27	54.93	86.77	21.97
最大株主持株比率(%)	68.00	6.70	13.40	29.50	21.80	36.80	96.80	23.80
上位10位株主持株累計率(%)	68.00	21.90	46.90	61.80	60.40	74.70	98.90	18.50
役員持株比率(%)	68.00	0.00	0.16	7.16	1.73	5.35	53.94	11.82
PBR(倍)	68.00	0.23	0.57	1.19	0.89	1.49	5.85	0.94
PER(倍)	52.00	5.65	10.25	46.52	16.16	39.70	296.96	72.34
売上高規模(百万円)	68.00	2,513.06	17,805.89	55,493.18	33,422.52	60,288.27	383,448.00	74,930.79
役員数(名)	68.00	6.00	9.00	10.75	11.00	12.25	18.00	2.44

MBO非実施上場維持企業 ダミー: 0								
	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu.	Max	Std Dev.
売上高成長率(%)	68.00	-63.90	-3.26	2.12	2.04	8.71	62.89	16.59
営業利益率(%)	68.00	-7.49	1.45	4.23	3.41	5.45	39.62	7.05
売上高物件費率(%)	61.00	0.02	1.60	6.73	3.54	9.23	28.09	7.13
売上高研究開発費率(%)	31.00	0.06	0.51	2.01	1.87	2.91	6.09	1.70
売上債権回転期間(月)	68.00	0.00	0.52	1.74	1.49	3.10	4.79	1.39
棚卸資産回転期間(月)	68.00	0.00	0.42	1.95	1.24	2.15	30.24	3.88
総資産回転率(%)	68.00	6.51	80.92	123.63	103.54	160.02	302.09	64.81
売上高現預金比率(%)	68.00	2.18	5.33	16.02	12.13	24.22	51.66	12.69
キャッシュフロー総資産比率(%)	68.00	-14.51	1.97	3.97	4.29	6.58	13.08	4.99
ROE(%)	68.00	-303.51	0.32	-2.29	3.89	7.52	22.98	39.72
留保利益配当比率(%)	63.00	-142.90	1.72	0.92	2.73	4.64	9.20	18.55
配当性向(%)	49.00	0.02	21.18	168.69	39.79	92.98	3,360.71	492.12
有利子負債依存度(%)	68.00	0.00	5.85	27.15	22.98	45.60	72.83	21.97
有形固定資産償却率(%)	48.00	1.12	1.45	1.78	1.62	2.00	3.15	0.44
金融機関持株比率(%)	68.00	0.04	6.66	15.44	13.46	18.41	53.50	11.96
その他法人持株比率(%)	68.00	1.48	12.80	28.07	28.35	38.11	67.98	17.97
海外法人持株比率(%)	68.00	0.01	0.24	8.19	2.97	11.98	44.00	10.72
個人その他持株比率(%)	68.00	8.27	33.02	47.51	47.67	64.22	84.56	19.73
最大株主持株比率(%)	68.00	4.36	9.46	22.47	22.57	32.66	61.01	14.37
上位10位株主持株累計率(%)	68.00	19.60	39.30	51.40	48.80	63.30	77.30	15.40
役員持株比率(%)	68.00	0.02	0.44	9.91	3.77	14.41	50.37	12.71
PBR(倍)	68.00	0.26	0.66	1.30	0.95	1.30	8.73	1.33
PER(倍)	61.00	2.19	10.76	19.62	15.56	22.75	72.61	14.64
売上高規模(百万円)	68.00	969.09	25,498.20	60,556.38	29,862.59	62,776.18	349,097.00	71,865.49
役員数(名)	68.00	6.00	10.00	11.99	11.00	13.25	24.00	3.98

## 4.2.2 分析手順

### 4.2.2.1 財務指標に関する分析

財務指標に関する分析に際しては、ペアードサンプリングを行い、MBO 実施企業をサンプル企業群とし、同時期に上場維持状態にある企業をコントロール企業として同数抽出する。Kaplan[1989a], 野瀬/伊藤[2011b]などを参考に、サンプル企業と業種分類が同一で、かつ総資産額が近い企業をコントロール企業とする。総資産額については、非上場化5期前から3期前までの三カ年平均の数字を用いている。そのうえで、サンプル企業の非上場化直前期およびその前期、あわせて二決算期の決算数値と、コントロール企業の同時期の二決算期の数値を比較する。MBO に至る直前期に加えてその前年の決算数値を対象にするのは、自社株式の買収による非上場化という重要な意思決定が行われるのには時間がかかり、実際に非上場化がなされた年の直前期からさらに一年さかのぼった期の決算数値が意思決定に影響を及ぼしている(大坪/三好[2008])可能性があることを考慮したためである。但し、前年の決算数値だけではなく、直前期の決算数値も意思決定の根拠となると考えられるため、本章ではその双方を対象とする。したがって、本章で選択された2000年から2012年におけるMBO企業数は34社であるが、データ数は二期間分の68件となる。サンプル企業およびコントロール企業の一覧は表4-3に示した。サンプル企業およびコントロール企業の総資産額の平均値および中央値に有意な差はない。

表 4-3 サンプル企業とコントロール企業

サンプル企業	株式 コード	非上場化 年月日	コントロール企業	株式 コード
(株) キリウ	6204	2002/4/24	自動車部品工業 (株)	7233
東芝タンガロイ (株)	6139	2004/2/15	旭ダイヤモンド工業 (株)	6140
(株) ワールド	3596	2005/11/15	(株) オンワードホールディングス	8016
(株) ポッカコーポレーション	2592	2005/12/5	三国コカ・コーラボトリング (株)	2572
(株) すかいらーく	8180	2006/9/19	(株) ゼンショーホールディングス	7550
東芝セラミックス (株)	5213	2007/3/16	品川リフラクトリーズ (株)	5351
キューサイ (株)	2596	2007/3/23	佐藤食品工業 (株)	2923
(株) ツバキ・ナカシマ	6477	2007/5/17	澁谷工業 (株)	6340
サンテレホン (株)	8083	2007/5/24	都築電気 (株)	8157
(株) オークネット	9669	2008/10/26	(株) トップカルチャー	7640
(株) あきんどスシロー	2781	2009/4/1	(株) アトム	7412
ウェーブロックホールディングス (株)	7940	2009/7/20	(株) パーカーコーポレーション	9845
(株) オオゼキ	7617	2010/1/5	(株) 丸久	8167
チムニー (株)	3362	2010/4/22	(株) 梅の花	7604
(株) ユニマットライフ	7560	2010/7/29	イオンディライト (株)	9787
(株) ジェイ・エー・エー	2394	2010/8/17	E・Jホールディングス (株)	2153
東京美装興業 (株)	9615	2010/9/6	日本上下水道設計 (株)	2325
JST (株)	5919	2011/1/27	那須電機鉄工 (株)	5922
セキユアード・キャピタル・ジャパン (株)	2392	2011/3/16	(株) リロ・ホールディング	8876

コンビ (株)	7935	2011/3/16	(株) キングジム	7962
(株) インボイス	9448	2011/4/30	(株) 光通信	9435
アートコーポレーション (株)	9030	2011/6/27	(株) 丸運	9067
(株) イマージュホールディングス	9947	2011/6/28	京都きもの友禅 (株)	7615
カルチュア・コンビニエンス・クラブ (株)	4756	2011/7/22	(株) ユー・エス・エス	4732
エノテカ (株)	3049	2011/8/1	アシードホールディングス (株)	9959
マスプロ電工 (株)	6749	2011/12/16	アイホン (株)	6718
立飛企業 (株)	8821	2012/1/12	(株) エフ・ジェー・ネクスト	8935
(株) パルス	2738	2012/1/17	(株) ダイユーエイト	2662
(株) 日本医療事務センター	9652	2012/2/8	(株) ビケンテクノ	9791
(株) 三條機械製作所	6437	2012/4/23	(株) 石井表記	6336
(株) ホリプロ	9667	2012/5/1	(株) アミューズ	4301
ソントン食品工業 (株)	2898	2012/12/10	日本食品化工 (株)	2892
新立川航空機 (株)	5996	2012/1/12	価値開発 (株)	3010
(株) 野田スクリーン	6790	2013/4/24	東京コスモス電機 (株)	6772

こうして準備されたデータに関し、まずサンプル企業とコントロール企業との財務数値に関する平均値の差をみるために t 検定を実施する。また、頑健性をみるため、中央値についてウィルコクソン符号付順位検定も行う。

次に、上記の検定によって得られた、二群の差を有意に表す指標を用いて、MBO 実施企業群（サンプル企業）をダミー変数 1、上場維持企業群（コントロール企業）をダミー変数 0 としてロジット分析を行い、第 4 章で構築した仮説の当てはまり状況を確認する。

#### 4.2.2.2 株価に関する分析

株価に関する分析に関しては、まず、アンダーバリュー解消仮説における代理変数として設定した MBO 公表時超過収益率の状況を明らかにするため、Campbell et al.[1996]を参考にイベントスタディを実施する。下記のマーケットモデルを構築し、発表日の 150 営業日前から 31 営業日前を推定ウインドウとして  $\alpha_i$ ,  $\beta_i$  を推定する。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (4-1)$$

ただし、 $R_{it}$  は対象企業 i の t 日における日次株式リターン、 $R_{mt}$  は TOPIX の t 日における日次リターン、 $\epsilon_{it}$  は誤差項を示す。

上記マーケットモデル式から、MBO 公表日とその前後の計 3 日間をイベントウインドウとして正常リターン（イベントがなかった場合の期待リターン）を推定し、実際のリターンとの差を求めることでイベントによって生じた超過リターン（Abnormal Return : AR）を推定する。この 3 日間の超過リターンを合計し、累積超過リターン（Cumulative Abnormal

Return : CAR) を算出する。そのうえで、最初に、公表日前後 3 日間の AR、およびその CAR に関する平均値がゼロであることを帰無仮説とする t 検定を実施する。また、頑健性を見るために中央値に対するウィルコクソン符号付順位検定についてもあわせて行う。

次に、MBO を実施して非上場化した企業群と、他社による買収により非上場化した企業群に関し、それぞれの非上場化公表前後 3 日間の AR、およびその CAR を比較する。両群に有意な差はないことを帰無仮説とし、上記と同様に、平均値に関する t 検定および中央値に関するウィルコクソン符号付順位検定を行う。

また、価値移転仮説および上場リスク回避仮説における代理変数である、TOB 時点における買収プレミアムについては、TOB 直近時株価、TOB 前それぞれ 1, 3, 6 カ月平均株価について、MBO を実施して非上場化した企業群と、他社による買収により非上場化した企業群の数値を、両群に有意な差はないことを帰無仮説とし、平均値に関する t 検定および中央値に関するウィルコクソン符号付順位検定により比較する。

## **4.3 分析結果**

### **4.3.1 財務指標に関する分析結果**

#### **4.3.1.1 財務指標に関する二群の差の分析結果**

次に、各種の財務関連指標に関する分析を行った結果を表 4-4 に示す。表中、\*\*\*は 1% 水準で有意、\*\*は 5% 水準で有意、\*は 10% 水準で有意であり、以下の表においても同様である。

表 4-4 財務指標に関する二群の差の分析

指標	平均値		t検定		中央値		ウィルコクソン符号付 順位検定	
	MBO実施	上場維持	t値	p値	MBO実施	上場維持	z値	p値
売上高成長率(%)	-0.675	2.120	-1.086	0.280	0.065	2.040	-1.017	0.309
営業利益率(%)	8.990	4.230	3.124 ***	0.002	6.680	3.410	4.189 ***	0.000
売上高物件費率(%)	8.383	6.732	1.202	0.232	5.170	3.537	1.817 *	0.069
売上高研究開発費率(%)	1.949	2.008	-0.136	0.893	1.441	1.871	-0.323	0.747
売上債権回転期間(月)	1.880	1.739	0.616	0.539	1.780	1.490	0.541	0.589
棚卸資産回転期間(月)	1.204	1.950	-1.505	0.136	0.812	1.245	-1.030	0.303
総資産回転率(%)	112.300	123.630	-1.000	0.319	101.800	103.540	-1.080	0.281
売上高現預金比率(%)	30.570	16.020	2.082 **	0.041	14.440	12.130	1.726 *	0.084
キャッシュフロー総資産比率(%)	7.740	3.970	4.553 ***	0.000	7.030	4.290	4.238 ***	0.000
ROE(%)	8.030	-2.290	2.065 **	0.042	5.960	3.887	2.491 **	0.013
留保利益配当比率(%)	2.750	0.917	0.757	0.452	2.520	2.725	0.599	0.549
配当性向(%)	72.400	168.689	-1.330	0.190	32.200	39.786	-1.350	0.178
有利子負債依存度(%)	17.220	27.150	-2.781 ***	0.006	8.620	22.980	-2.441 **	0.015
有形固定資産償却率(%)	2.620	1.776	0.989	0.328	1.480	1.615	-1.607	0.108
金融機関持株比率(%)	13.450	15.440	-1.060	0.291	12.000	13.460	-1.434	0.152
その他法人持株比率(%)	35.610	28.070	1.900 *	0.060	31.680	28.350	1.500	0.134
海外法人持株比率(%)	9.920	8.189	0.969	0.334	5.630	2.965	1.506	0.132
個人その他持株比率(%)	40.500	47.510	-1.960 *	0.052	39.270	47.670	-1.350	0.176
最大株主持株比率(%)	29.500	22.470	2.090 **	0.039	21.800	22.570	1.189	0.235
上位10位株主持株累計率(%)	61.800	51.400	3.552 ***	0.001	60.400	48.800	3.510 ***	0.000
役員持株比率(%)	7.161	9.905	-1.304	0.195	1.725	3.765	-1.662 *	0.097
PBR(倍)	1.185	1.302	-0.593	0.554	0.893	0.950	-0.296	0.767
PER(倍)	46.520	19.620	2.640 **	0.011	16.160	15.560	1.640	0.101
売上高規模(百万円、正規化)	-0.035	0.0347	-0.402	0.688	-0.337	-0.386	-1.677 *	0.094
役員数(名、正規化)	-0.185	0.185	-2.180 **	0.031	-0.110	-0.110	-1.940 *	0.052

MBO による非上場化を行った企業群（サンプル企業）と、その間に上場を維持していた企業群（コントロール企業）の財務指標に関する平均値および中央値の差を比較した結果、いくつかの指標において有意な差が見られた。

売上高現預金比率およびキャッシュフロー総資産比率に関しては MBO 実施企業群の方が有意に高く、また役員持株比率の中央値についても有意に MBO 実施企業群の方が低かった。これはエージェンシーコスト削減仮説を支持するものである。ただし、留保利益配当比率および配当性向については有意な結果は得られなかった。

また、有利子負債依存度は MBO 実施企業群の方が有意に低かったが、固定資産償却率についてはそうした傾向は見られず、節税効果仮説に関しては相反する結果にとどまった。

価値移転仮説に関しては、留保利益配当比率および配当性向に関しては有意な差がみられなかったものの、上位 10 位株主持株累計率に関しては MBO 実施企業群の方が有意に高く、持株比率集中度が高い企業ほど MBO が行いやすいことが示された。一方、最大株主持株比率は平均値において有意に高かったものの、中央値に関しては有意ではなく、非上

場企業全体においては高い有意性を示していたのとは異なる結果となった。このことは、MBO 実施企業の場合には、親子上場企業のような単一の株主ではなく、幾つかの安定株主が経営陣の意向を受け入れやすい安定株主として機能していると推測され、非上場企業といっても属性別にみた場合の違いがあることを示すものである。

PER については平均値において有意に高く、PBR に関しては有意な差は見られなかったことから、財務指標に関してアンダーバリュー解消仮説は支持されなかった。ただし、売上高規模に関しては、中央値について弱いながらも有意に低い傾向が見られた。このことは上場コスト削減仮説の当てはまり状況にも関連する結果である。同仮説に関しては売上高物件費率についても中央値について弱い有意性を示しており、強い支持とは言えないながらも成り立つ可能性については支持がみられるといえる。

一方、上場リスク回避仮説（効率性）に関しては、営業利益率はむしろ有意に高く、売上債権回転期間、棚卸資産回転期間、総資産回転率に有意な差は見られず、売上高現預金比率、キャッシュフロー総資産比率や ROE、さらには役員数も同様に仮説とは逆の結果となった。第3章において、非上場化企業全体についてはこれらの数値が有意に低かったことを考えると、MBO 実施企業は、他の要因による非上場化企業とは明らかに異なる特性を持っていると考えられる。また、上場リスク回避仮説（株主構成）に関しては、傾向としては役員持株比率および金融機関持株比率が低く、海外法人持株比率が高いという結果が得られたものの、それらはいずれも有意な差を示すまでには至らなかった。

#### 4.3.1.2 財務指標に関するロジット分析

二群の差を分析して得た結果を基に、有意な差を持つ財務指標が MBO 企業の特徴をどの程度説明しているのかを調べるために、サンプル企業（MBO を行い非上場化した企業群）、コントロール企業（同時期に上場を維持していた企業群）について、MBO の実施をダミー変数 1、非実施（上場維持）を 0 とするロジット分析を行った。結果は表 4-5 の通りである。また、同分析において使用した指標間の相関は表 4-6 に示した。なお、キャッシュフロー総資産比率と相関係数の比較的高かった ROE については、第3章での取り扱いと同様、ロジット分析から除外している。

表 4-5 ロジット分析の結果

Coefficients	Value	Std. Error	t value
(Intercept)	-3.440	1.110	-3.098
営業利益率(%)	-0.017	0.055	-0.317
売上高物件費率(%)	0.010	0.033	0.289
売上高現預金比率(%)	0.028	0.023	1.237
キャッシュフロー総資産比率(%)	0.203	0.088	2.305 **
有利子負債依存度(%)	-0.010	0.012	-0.851
上位10位株主持株累計率(%)	0.038	0.015	2.510 **
売上高規模(千円、正規化)	0.066	0.209	0.314
役員数(名、正規化)	-0.324	0.314	-1.033
役員持株比率(%)	-0.023	0.019	-1.212

表 4-6 指標間の相関状況

指標	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	
営業利益率(%)	X1	1.00									
売上高物件費率(%)	X2	-0.04	1.00								
売上高現預金比率(%)	X3	0.46	-0.21	1.00							
ROE(%)	X4	0.18	0.10	0.02	1.00						
キャッシュフロー総資産比率(%)	X5	0.46	0.14	-0.06	0.55	1.00					
有利子負債依存度(%)	X6	-0.33	0.03	-0.23	-0.13	-0.29	1.00				
上位10位株主持株累計率(%)	X7	0.13	0.16	0.20	0.02	0.18	-0.04	1.00			
役員持株比率(%)	X8	-0.13	0.02	-0.11	0.05	-0.18	0.22	0.24	1.00		
売上高規模(千円)	X9	-0.03	0.28	-0.18	0.07	0.10	0.02	-0.13	0.09	1.00	
役員数(名)	X10	0.34	-0.35	-0.04	-0.09	0.10	-0.16	-0.20	-0.06	0.06	1.00

表 4-5 に示した結果からは、キャッシュフロー総資産比率と上位 10 位株主持株比率が正の有意を示していることが分かる。ここからさらに、AIC（赤池情報量規準）を基準として変数を絞り込んだ。その結果、表 4-5 においては AIC が 150.0 であったところ、AIC が 140.0 と最小の値を取る結果を得たのが表 4-7 である。

表 4-7 ロジット分析における変数の絞り込み

Coefficients	Value	Std. Error	t value
(Intercept)	-3.295	0.846	-3.890
売上高現預金比率(%)	0.033	0.015	2.230 **
キャッシュフロー総資産比率(%)	0.241	0.060	4.010 ***
上位10位株主持株累計率(%)	0.023	0.012	1.870 *
役員数(名、正規化)	-0.599	0.226	-2.650 ***

これによると、キャッシュフロー総資産比率と売上高現預金比率が、MBO を実施して非上場化した企業と上場維持企業を分ける特性となっており、特にキャッシュフロー総資

産比率については強い正の有意性を示している。このことは、MBO 実施企業が有望な投資先を見いだせずに、得られたキャッシュフローを再投資できずにいるとするエージェンシーコスト削減仮説を支持するものである。ただし、同様にエージェンシーコスト削減仮説の代理変数として用いられた役員持株比率については、表 4-5 において仮説通り負の方向性を示したものの、有意な結果までは得られなかった。

また、価値移転仮説における代理変数として用いられた上位 10 位株主持株比率に関しても、弱いながらも正で有意だった。一方、最大株主持株比率や、その他法人持株比率に関しては有意な結果を得られなかったことから、MBO 実施企業の場合には、親子上場企業のような単一の株主ではなく、幾つかの安定株主が経営陣の意向を受け入れやすい安定株主として機能している可能性がここでも確認された。さらに、上場リスク回避仮説（効率性）の代理変数として用いられた役員数に関しては強い負の有意性を示した。上場維持企業に比べて、少ない役員数で意思決定を行っている企業が MBO を行いやすいということが明らかとなった。これらの結果は、他の代理変数が有意な結果を示さなかったことや仮説とは逆の結果を示したことから、価値移転仮説や上場リスク回避仮説（効率性）を支持するものではないが、いずれも株主構成や役員の状況としては顕著な傾向を示しており、我が国特有の企業統治の状況を示していると考えられる。

### 4.3.2 株価に関する分析結果

#### 4.3.2.1 イベントスタディの結果

MBO が公表された場合の超過収益率の状況を分析した結果は表 4-8 の通りである。この結果からは、MBO の公表は当該企業の株価に有意な正の超過リターンをもたらすことが見て取れる。

表 4-8 MBO 公表時の超過収益率の状況

	MBO 実施企業		t検定		MBO 実施企業		ウィルコクソン符号付順位検定	
	平均値	t値	p値	中央値	z値	p値		
Day-1	0.301	0.903	0.373	0.083	0.598	0.550		
Day-0	11.651	7.829 ***	0.000	13.943	4.753 ***	0.000		
Day+1	13.858	8.355 ***	0.000	15.480	4.616 ***	0.000		
CAR	25.810	11.151 ***	0.000	25.684	5.061 ***	0.000		

一方、この MBO 実施公表時の超過リターンを、他社による買収による非上場化公表時と比較した場合には、表 4-9 に示した通り、発表当日において AR が有意に少なく、翌日において有意に多かった。ただし、いずれも結果としては弱く、CAR については有意な差が見られなかった。したがって、アンダーバリュー解消仮説を強く支持するには至らない結果となった。

表 4-9 MBO 時と他社による買収時の超過収益率の状況

	平均値		t検定		中央値		ウィルコクソン符号付順位検定	
	MBO 実施企業	他社買収 実施企業	t値	p値	MBO 実施企業	他社買収 実施企業	z値	p値
Day-1	0.301	1.608	-1.166	0.255	0.083	0.453	-0.684	0.494
Day-0	11.651	13.521	-0.573	0.571	13.943	17.065	-1.689 *	0.091
Day+1	13.858	8.987	1.748 *	0.088	15.480	7.445	1.810 *	0.070
CAR	25.810	24.116	0.350	0.728	25.684	29.951	-0.199	0.842

#### 4.3.2.2 買収プレミアムの分析結果

TOB 時点における買収プレミアムについて、TOB 直近時株価、TOB 前それぞれ 1, 3, 6 カ月平均株価を用い、MBO による非上場化を行った企業と、他社による買収で非上場化された企業を比較した結果は表 4-10 の通りである。MBO による非上場化の際の買収プレミアムは、他社による買収が行われた場合と比較して有意な差は見られなかった。したがって、買収プレミアムが通常より低いとした価値移転仮説、高いとした上場リスク回避仮説（株主構成）のいずれも支持されない結果となった。

本章の結果からは、価値移転仮説における経営者の利害相反の弊害（経営者＝買収者であることから不当に価格を低く設定する）についても、その存在は確認できなかった。

表 4-10 買収プレミアムの比較

	平均値		t検定		中央値		ウィルコクソン符号付 順位検定	
	MBO 実施企業	他社買収 実施企業	t値	p値	MBO 実施企業	他社買収 実施企業	z値	p値
	直近時買収プレミアム	44.797	42.586	0.211	0.834	44.250	35.600	0.528
1か月平均買収プレミアム	47.171	42.495	0.439	0.664	48.700	34.700	0.554	0.579
3か月平均買収プレミアム	46.938	43.810	0.318	0.753	44.450	32.000	0.407	0.684
6か月平均買収プレミアム	43.882	43.043	0.087	0.932	44.800	32.400	0.173	0.863

#### 4.4 まとめ

本章は、我が国における非上場化企業の特徴を考えるにあたって、近年増加傾向にあるMBO実施企業に着目し、その財務的特性と、MBOを行った場合の株主価値の増減に関する実証分析を実施したものである。MBOに踏み切る経営陣の動機として、エージェンシーコスト削減仮説、節税効果仮説、価値移転仮説、アンダーバリュー解消仮説、上場コスト削減仮説、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）の7つの仮説に関し検証を行った。財務数値に関して、MBOを実施したサンプル群と、同時期に上場を維持していたコントロール群との平均値および中央値の差を分析し、有意な差を得た指標を抽出して、ロジット分析を適用した。株主価値に関してはイベントスタディを実施して、MBO公表時の株価の状況を分析するとともに、他社による買収公表時の株価の状況との差を分析した。また買収プレミアムについて、同じく他社による買収の場合との差の分析を行った。

これらの分析の結果、設定した7つの仮説のうちもっとも支持されたのはエージェンシーコスト削減仮説であった。潤沢な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に伴うコストが非上場化によって削減されるという同仮説の代理変数として設定したキャッシュフロー総資産比率、売上高現預金比率の二つの財務指標は、サンプル企業群の値がコントロール群と比べていずれも有意に高く、ロジット分析においても正で有意だった。留保利益配当比率に関しては有意な結果を得られなかったが、平均値および中央値のいずれもサンプル企業群の値がコントロール企業群に比べて高い傾向を示したのは、同仮説に反しない結果である。また、役員持株比率を用いて、経営陣と株主の乖離が著しい場合に経営陣はMBOによりそれを取り除いてエージェンシーコストの削減を行おうとする可能性を検証したが、ロジット分析では有意な結果は得られなかったものの、平均値および中

中央値の傾向はエージェンシーコスト削減仮説と整合性のある結果となった。

一方、他の仮説に関しては、それらを強く支持する結果はみられなかった。節税効果仮説に関しては、有利子負債依存度の平均値および中央値は、サンプル企業群がコントロール企業群に比べて有意に低かったものの、固定資産償却率にはそうした傾向は見られず、ロジット分析ではいずれの指標も有意な結果とはならなかった。

価値移転仮説に関しては、上位 10 位株主持株比率が平均値と中央値の両方で有意に高く、ロジット分析でも正の有意性を示したが、留保利益配当比率や役員持株比率は同仮説とはむしろ逆の傾向を示した。買収プレミアムに関しても、MBO と他社による買収を比べた場合の有意な差はみられず、同仮説に関しては支持する結果を得ることができなかった。

買収プレミアムに関しては、価値移転仮説においては他社による買収に比べて低くなると予想したが、上場リスク回避仮説（株主構成）においては逆に高くなると予想していた。したがって、有意な差が見られないという結果は、上場リスク回避仮説（株主構成）に関しても支持がみられなかったことを意味する。同仮説を検証するために用いた役員持株比率および海外法人持株比率についても、強い支持は得られなかった。また、非上場化全体については最も説明力を持った上場リスク回避仮説（効率性）については、代理変数として設定した営業利益率、キャッシュフロー総資産比率、および ROE の平均値および中央値は、サンプル企業群の数値がコントロール企業群よりもむしろ有意に高いという、同仮説とは逆の結果となった。また、売上高成長率と棚卸資産回転期間については有意な結果は得られなかった。同仮説においては、業務効率の悪さを示す代理変数として役員数を採り上げたが、これについては仮説とは逆に、サンプル企業群の平均値および中央値がコントロール企業群より有意に少なく、ロジット分析でも強い負の有意性を示した。

MBO を公表した際の超過収益率の状況に関しては、有意な正の超過リターンを観測することができ、MBO の実施が株主価値を高める効果を持つことが確認された。一方、この超過リターンは他社買収の場合に比べて有意な差を持つものではなく、アンダーバリュ一解消仮説を支持するものとはならなかった。同仮説については、PBR や PER を用いて財務指標の面からも検証を行ったが、同様に支持する結果を得られなかった。

エージェンシーコスト削減仮説以外の仮説が支持されなかったという結果からは、MBO を実施する企業が置かれた状況に関して幾つかの示唆が得られる。エージェンシーコスト削減仮説が成り立つ場合、上場リスク削減仮説（効率性）が想定するほどの業況改善が必要な状況に企業は陥っていないといえる。非上場化企業全体の特性を表すうえで最も説明

力を有していたのは上場リスク削減仮説（効率性）であるため、このことは、MBO 実施企業は他の非上場化企業とは異なる特性を持ち、第3章でみたような、業績改善が必要な企業が強制的な上場廃止になる前に自主的に株式市場から退出していくというよりも、潤沢なキャッシュフローを抱えた企業の経営陣が自らの利益のために企業を所有しようとして非上場化を行っている可能性を示唆するものである。

また、価値移転仮説は成り立たなかったものの、上位10位株主の持株比率が有意に高い状況や、上場リスク削減仮説（株主構成）が支持されなかった状況は、我が国におけるMBO 実施企業における経営陣と株主の状態を表しているとも考えられる。エージェンシーコスト削減仮説では経営陣と株主との乖離が大きい状態を想定しているが、その乖離は株主の脅威に常時さらされるような不安定な状況にまでは至っておらず、比較的集中度の高い株主構成の中で、役員持株比率の低い経営陣が、少ない役員数での意思決定により、所有と経営を一致させようとしてMBOを実施していると考えられる。

本章で得られた知見をまとめると以下の三点である。

第一に、我が国のMBO企業では、キャッシュフローが潤沢でキャッシュリッチであり、経営陣と株主の乖離がみられることが示された。これらは、既存仮説のうち「エージェンシーコスト削減仮説」を支持するものであり、我が国においてMBOが行われる動機は、潤沢なキャッシュフローの配分を巡って乖離状況が顕著な経営者と株主のコンフリクトが予想される場合、経営者はMBOを通じてその解消を図る、すなわち自らがそのキャッシュフローの所有者となろうとする可能性があることを示唆している。一方、先行研究で提示されていた他の仮説、すなわち「節税効果仮説」「価値移転仮説」「アンダーバリュー解消仮説」「上場コスト削減仮説」および「上場リスク削減仮説（効率性）」「上場リスク削減仮説（株主構成）」については、MBO実施企業に関しては支持されなかった。MBO実施企業とコントロール企業の二群の差を検定して得た結果では、節税効果仮説に関して設定した代理変数である有利子負債依存度は有意に低く、上場コスト削減仮説の代理変数である営業利益率、および上場リスク回避仮説の代理変数であるROEは有意に高かった。キャッシュフローが潤沢であるような企業の場合、営業利益率やROEといった営業キャッシュフローと関係ある指標が良好である可能性は高く、潤沢なキャッシュフローを投資する有望な機会を見つけれない企業は、投資のためにレバレッジをかけることも少ないと思われることから、これらの結果はいずれもエージェンシーコスト削減仮説と整合性のあるも

のと考えられる。

第二に、海外、特に米国市場を対象として行われた先行研究とは異なる財務的特性を、我が国の MBO 実施企業が持っていることが明らかとなった。具体的には、Maupin[1987]などが米国の MBO 案件に関して指摘した、配当性向が高い、役員持株比率が高い、PBR が低い、固定資産償却率が低い、といった特性はいずれも我が国においては該当しなかった。特に、海外の先行研究では MBO 企業において有意に高い結果となっている役員持株比率が本章においてはむしろ低い傾向を示していることは、我が国の企業統治における特性を示している可能性もある。また、第3章でみた通り、我が国の非上場化企業全体に関しては上場リスク回避仮説（効率性）がもっとも当てはまりが良かったが、MBO 実施企業については異なる結果となり、MBO 実施企業に関しては、業績改善が必要な企業が強制的な上場廃止になる前に自主的に株式市場から退出していくというよりも、潤沢なキャッシュフローを抱えた企業の経営陣が自らの利益のために企業を所有しようとして非上場化を行っている可能性が明らかとなった。

第三に、アンダーバリュ解消仮説、価値移転仮説、上場リスク解消仮説を検証するために行っ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 の公表は当該企業の株価に有意な正の超過リターンをもたらすものの、MBO 以外の他社による買収と比べてその差は有意ではなく、また買収プレミアムについても同様に、MBO 以外の他社による買収と比べて有意な差は見られないことが明らかとなった。このことは、アンダーバリュ解消仮説、価値移転仮説、上場リスク回避仮説のいずれも支持されなかったことを示すとともに、我が国で MBO に関する重要な論点とされている経営者の利害相反の可能性についても、その弊害（経営者＝買収者であることから不当に価格を低く設定する）は確認できなかったことを示している。買収プレミアム算定に用いられる期間の株価も有意に下落しておらず、MBO を行うにあたって故意に株価が操作されたような現象は見当たらなかった。本章では、長期的な会計面での利益操作の可能性については研究目的から逸れるため対象としていないが、買収プレミアムや株価の状況に関するこれらの結果は、川西他[2010]の研究とも整合するものである。また、こうした結果の背景には、上述したように 2000 年代中盤から MBO における利害相反が注目を浴びたために、株式市場において様々なルール整備やガイドラインの設定などが行われ、それらが功を奏している可能性がある。

今後の課題としては、本章で挙げられた動機は MBO 後に実際に満たされたのか、それ

によって MBO 実施企業の特性はどのように変化したのか、という点を明らかにすることが挙げられる。この点については非上場化後であるため株価分析の余地は限られ、財務情報も非常に少なくなるものの、利害関係者にとっては関心の高い要素であると思われる。また、本章では東証第一部、第二部上場企業を対象に分析を行ったが、地方市場や新興市場などもあわせると、現状では MBO の事例はより増える。やはり情報の制約はあるものの、これらの事例においても本章と同様の結果が得られるのかといった点も、今後の課題としたい。

本章においては、非上場化案件の中でも、経営陣自体が意思決定を行い非上場化する MBO 実施案件を採り上げてその特性を分析した。次章においては、我が国に多い非上場化の形態であり、主として親会社の意思決定に基づいて非上場化が行われる親子上場解消に焦点をあてることとしたい。

## 第5章 親子上場解消企業における特性

前章において採り上げた MBO は、グローバルに見ても非上場化の典型的な事例である。一方、本章では我が国株式市場において特徴的にみられる親子上場解消による非上場化を扱う。親子上場<sup>46</sup>とは、親会社と傘下の子会社がともに株式を上場している状態を指すが、この慣行は遅くとも高度成長期半ばにはほぼ形成され、その後長期安定的に維持されてきた、我が国資本市場においては広範に観察できる事象の一つである(新田[2010])。しかし、近年その数は減少を続けている<sup>47</sup>。理由としては、第3章にあるような制度上の変化や投資家の意識変化などが親子上場の解消を容易にしていること、あるいは解消に向けた圧力となっていることが挙げられるが、実際にはどのような要因が、親子上場の解消という意思決定につながっているのかは必ずしも明らかでない。また、我が国において自主的に上場を廃止する企業の大半を占める親子上場解消により退出する企業が増えることは、株式市場にどのような影響を与えるのだろうかといった疑問も生じる。業績が不振であったり、親会社が少数株主に対して強圧性を発揮していたりするような上場子会社が非上場化へと向かうのであれば、親子上場の解消は株式市場にとってむしろ望ましいものとも捉えられるが、将来の成長を担うような企業が市場から退出していくようであれば、その影響は少なくない。親子上場解消の理由が「親会社の経営の自由度を高める」(菊池/齋藤[2006])といった効果を期待して行われ、組織改編や事業再編などのリストラクチャリングが推進された結果としてグループ全体の企業価値を上げることにつながるのであれば、それは我が国経済全体への好影響をもたらすことにもなる。以上を背景として、本章では、親子上場解消に至る要因および親子上場解消の意思決定を行う企業の特性を分析し、我が国資本市場の社会的・経済的な意義と機能に関する示唆を得ることを目的とする。また、その中でも特に、先行研究では限定的にしか示されていない、業績不振企業の自主的な退出、および親子上場解消という事象と組織改編や事業再編などのリストラクチャリングとの関係について焦点を当てる。

<sup>46</sup>親子上場の定義については、現状十分なコンセンサスがない(新田[2010])とされている。先行研究においては、持株比率が拒否権を有する33%以上である場合に当該株主を親会社と認定しているケース(新田[2010])などが見られるが、本研究では企業が自ら開示した情報である有価証券報告書の記載に従った。なお、同記載に関するデータは、日本政策投資銀行設備投資研究所企業財務データより入手した。

<sup>47</sup>西山[2012]によれば我が国における親子上場企業数は2006年度末に417社とピークを迎えたのち減少の一途を辿っており、2011年度末には304社であるとされている。

本論文の構成は以下の通りである。第1節で検証する仮説について整理したうえで、第2節において分析の手法を説明し、第3節で実証分析を行い、第4節では、まとめと今後の課題を述べる。

## 5.1 検証仮説

本章では、まず親子上場解消企業の全サンプルに関して、既存仮説であり、非上場化案件全体としては先行研究において当てはまりが良いとされている「エージェンシーコスト削減仮説」「アンダーバリュー解消仮説」のいずれかが、我が国に特徴的な親子上場解消にもあてはまるのではないかと考えて分析を行う。また、前章までで扱った「上場リスク回避仮説（効率性）」および「上場リスク回避仮説（株主構成）」を本章においても検証する。親子上場解消においては、小本[2001]が、子会社公開は親会社の株主価値の増加につながっていると評価されるが、公開後の子会社のパフォーマンスは必ずしも公開時の投資家の期待を満たす内容となっていないものが多いと指摘しており、親子上場解消の動機として少数株主との利害対立や利益相反問題を回避するという「利害対立解消仮説」を述べている。少数株主との利害対立や利益相反問題をリスクと感じているという点では上場リスク回避ととらえられるが、上場リスク回避仮説（株主構成）においては明示的な利害対立や利益相反のみならず、その潜在的な可能性も含めて、経営者や親会社によるリスク回避的な意思決定がなされることが非上場化につながるとしている。したがって、利害対立解消仮説を同仮説に含めて検証を行う。また、経営者や親会社が少数株主とのコンフリクトを抱えており、少数株主に強圧性を発揮して少数株主が得るべき価値を親会社に移転するといった「価値移転仮説」が成り立つ可能性も考えられるため、その点も検証する。

先行研究では、親子上場解消などの非上場化を単一の仮説によって説明しようとすることが多い。また、親子上場解消を行った企業は単一の群として取り扱われていることも共通している。しかし、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、リストラクチャリングに関しては、第3章でみた通り、Slovin/Sushka[1998]が指摘した「リストラクチャリング仮説」をもとに、大坪/三好[2008]がリストラクチャリングを推進したいという動機が親会社による上場子会社の非上場化の要因となると報告しているが、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。例えば、業績不振子会社の非上場化であれば、そのリストラクチャリングは緊急避難的な要素が強くなるだろうし、そうでない場合には親会社が前向きな意図をもってグループ全体のリストラクチャリングを企図した可能性も考えられる。リストラクチャリングの種類も、親会社や兄弟会社との合併などを目指したものなのか、子会社への梃入れなどを目指したものなのかといった違いがある。したがって、リストラクチャリング仮説を検証するにあたっては、親子上場解消というリストラクチャリングを行った企業群とそれを行わなかった企業群の違いを、外的要件からも明らかな業績不振企業とそうではない企業に層別して分析する必要があると同時に、親子上場解消を行った企業群の中でさらなるリストラクチャリングを行った企業群と行わなかった企業群を、リストラクチャリングの種類にも留意したうえで比較すべきである。すなわち、親子上場解消に該当する企業を、業績不振の有無、およびリストラクチャリングの有無や種類によって層別することによって、親子上場解消の要因を明らかにする必要があるといえる。大坪/三好[2008]では、親子上場に関して対象となる企業の層別分析は行っておらず、リストラクチャリングの形態についても分類されているわけではない。

本章では、親子上場企業を属性別に分け、業績不振の有無やリストラクチャリングの種類などによって層別分析を行う。業績不振の場合には、緊急避難的な救済を親会社が企図することが親子上場解消の理由となると考え、これを「業績不振企業救済仮説」として検証する。また、親会社がリストラクチャリングを促進しようとするために親子上場解消を行うとする「リストラクチャリング仮説」については、リストラクチャリングの有無および形態に着目して分析を行う。大坪/三好[2008]では、「非上場化一年以内に親会社もしくは兄弟会社との合併、事業移転、会社分割が行われた場合」を採り上げてリストラクチャリングと定義しているが、実際にはこうした組織の改編を伴うようなリストラクチャリングばかりではなく、人員の異動など組織の改編を伴わずに親会社の経営資源を子会社が使いやすくすることを目的とした事業再編が行われる場合もある。したがって本章では、大坪/三好[2008]で採り上げられた上記のリストラクチャリングを「組織改編」と定義し、組織改編を伴わない「親会社・兄弟会社との事業統合もしくは整理」「子会社事業の新規開始もしくは撤退」「親会社・兄弟会社との間での人員など経営資源の移動」を「事業再編」と定義して、その違いを検証する。組織改編の場合には、上場子会社の消滅といった事態が想定される。親会社の上場子会社に対するコントロールは比較的弱く、それゆえ非上場化に

より上場子会社が持つ価値を自社に移転しようとしている可能性がある。これを「組織改編仮説」として検証する。一方、そうした組織の改編を伴わず、たとえば親会社の経営資源を子会社が使いやすくするような事業再編が行われる場合もあり得る。この場合には、親会社のリストラクチャリング意欲はむしろグループ全体の企業価値向上にあることが想定される。したがって、これを「事業再編仮説」として検証する。

なお、これらの仮説が、親会社のニーズと子会社のニーズに基づきモザイク状に存在しているのではないかという点に関する考え方を、図 5-1 に示した。

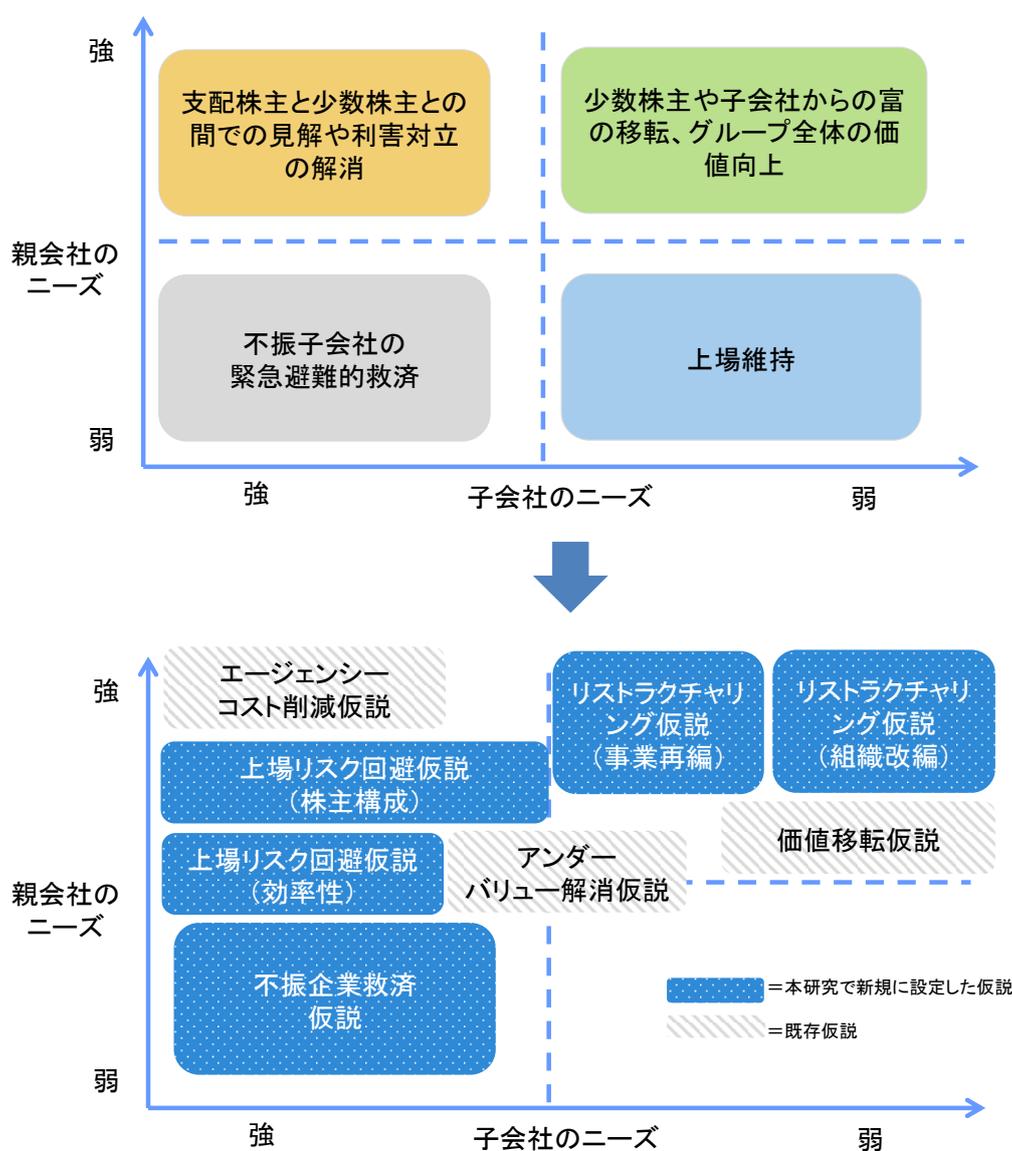


図 5-1 親子上場解消に関する仮説の設定

本章における仮説の検証は以下のように行われる。2000年から2012年までに、東証第一部および第二部において親子上場解消による非上場化を行った企業全体に関し、同時期に上場を維持していた親子上場企業との比較を行う。既存仮説および上場リスク回避仮説（効率性）および上場リスク回避仮説（株主構成）に対する検証を行った上で、親子上場解消企業を業績維持企業群と業績不振企業群とに層別し、親会社が業績不振の子会社を緊急避難的に救済することを目的に非上場化を行うとする「業績不振企業救済仮説」を検証する。リストラクチャリングに関しては、親子上場解消後に追加的なリストラクチャリングを実施した企業と行わなかった企業とを比較する。この時、追加的に行った企業のリストラクチャリングの内容を、組織改編と事業再編とに分ける。組織改編を行った企業群と組織改編を伴わない事業再編を行った企業群ではどのような特性がみられるのかについて検証し、リストラクチャリング仮説が、「組織改編仮説」と「事業再編仮説」に分かれるのではないかという可能性を検証する。各仮説の内容は下記の通りである。

### **5.1.1 上場リスク回避仮説**

親子上場の状態からの子会社の非上場化という意思決定の主体は、親会社にあると考えられる。したがって、親子上場の解消という行為は、親会社が子会社上場を継続するということに関して、何らかの不都合を感じてそれを解消しようとしているということになる。不都合の要因としてまず考えられるのは、業績改善の必要があり、それについて株主の圧力がかかっている場合である。また、上場子会社の少数株主と親会社との間に何らかの対立なり潜在的な脅威が存在し、非上場化を以てその状況を回避しようとしている場合も考えられる。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、仮説の当てはまり状況を検証する。

#### **5.1.1.1 上場リスク回避仮説（効率性）**

子会社が、上場により享受できる広範な投資家からの資金調達がもはや必要ないほど成長機会に乏しい状態にあり、事業の成長が見込めない以上は抜本的なコスト構造改革や効率性向上といった施策によって収益性や効率性を維持向上させることが必要と考えられていながら、そうした取組に成功していない場合、改善に向けた株主の圧力も強まり、上場

を維持していることがむしろデメリットもしくはリスクの多いものとして感じられる可能性がある。もし、こうした業況がより悪化の方向に向かえば、親会社は緊急避難的に子会社を救済せざるを得なくなるかもしれない。一方でこうした状況を親会社が主導して改革しようとするれば何らかのリスラクチャリングといった手段に出るだろう。しかし、いずれの状況にもない場合でも、親会社は事前予防的に当該子会社を株式市場から退出させようとするのが考えられる。したがって、成長性の乏しさに関して「売上高成長率」、収益性に関して「営業利益率」、効率性に関して「総資産回転率」と「投融資効率」<sup>48</sup>、および「キャッシュフロー総資産比率」を用いて同仮説を検証する。また、財務数値に表れる以外の効率性の悪さとして、第3章に掲げたのと同様の理由により「役員数」を代理変数として用いる。

こうした場合、非上場化の公表は上場子会社の低収益性や非効率性を知らしめる結果となり、子会社における株主価値を減少させることが考えられる。また、親会社にとってもそうした子会社の抱え込みは株主価値を減少する結果を招きかねない。グループ全体の株主価値も同様と思われる。

#### 5.1.1.2 上場リスク回避仮説（株主構成）

小本[2001]が述べるように、親会社の子会社の少数株主との利害対立を強く感じている場合、親子上場を解消して子会社を非上場化させようという要求は強まる。それが明白な利害対立の形を取らずに潜在的な可能性であったとしても、親会社がリスク回避的な意思決定を行う傾向にある場合には非上場化につながるだろう。

こうした上場リスク回避仮説（株主構成）が成り立つ場合、役員やメインバンクなど「物言わぬ」安定的な株主は少ない一方で、外国人投資家などいわゆる「物言う株主」が多く存在していることが想定される。したがって、上場リスク回避仮説（株主構成）を検証するために「役員持株比率」「金融機関持株比率」および「海外法人持株比率」を代理変数として用いる。

また、利害対立のリスクにさらされていると感じる場合、経営陣は高いプレミアムを払ってでも、早期に上場廃止を行うことを優先するだろう。したがって、TOB 時の買収プレ

---

<sup>48</sup> 第3章、第4章においては効率性に関する検証に売掛債権や棚卸資産などの営業債権回転期間を用いているが、親子上場の状態にある場合、親子間の営業取引関係がこうした指標に影響を与えられため使用を避ける。また、第3章、第4章においてキャッシュフロー総資産比率と相関の高かった ROE についても、効率性に関する他の指標で代替可能と考え、検討対象から外している。

ミアムは高いものとなる可能性が考えられ、この点についても検証を行う。

上場子会社の非上場化が行われれば、親会社は利害対立に悩まされず子会社の経営を行うことができ、親会社の株主価値は増大すると予測される。それによりグループ全体の株主価値も増大すると考えられる。一方、上場子会社の株式については、先行研究においてはその価値の増減は明らかではないとされている（大坪/三好[2008]）が、もし利害対立が子会社の迅速な意思決定を阻害するような影響を及ぼしているとするれば、その解消が図られることにより子会社の株主価値は上昇すると考えられる。

### 5.1.2 価値移転仮説

親会社が子会社の少数株主との利害対立を強く感じているだけでなく、さらに少数株主が得るべき価値を親会社に移転することを画策していると考えれば、Shleifer/Vishny[1987]などが唱えた価値移転仮説とも整合する動きと見ることができる。価値移転が試みられる典型的なパターンとしては、親会社はグループ内からの現金流出を押しえようとして子会社の配当性向を低めることを志向し、外部の少数株主は配当性向を上げることを要求するといったことが考えられる。配当を巡る状況は価値移転の試みを図る有力な指標となり得ると思われ、価値移転仮説を検証する代理変数として、「配当性向」および「留保利益配当比率」<sup>49</sup>を用いる。また、こうした動きは親会社が多数株主であるほど強まることが考えられる。したがって、「親会社持株比率」についても代理変数として用いる。

こうした場合には、経営陣は少数株主から株式を安く取得しようとするインセンティブが働きやすいだろう。したがって、TOB 時の買収プレミアムは低く抑えられる可能性が考えられ、この点についても検証を行う。

本仮説が成り立つ場合、非上場化の公表は上場子会社の少数株主にとってはネガティブな情報であり、子会社の株主価値を減少させることが考えられる。一方、親会社は少数株主の持つ価値を移転することで自らの価値を上昇させるだろう。グループ全体の株主価値についても同様と思われる。

### 5.1.3 アンダーバリュ解消仮説

---

<sup>49</sup> 留保利益配当比率を用いる理由は、第3章、第4章で述べた通りである。なお、本章においては業績不振企業を対象に分析を行う場合、配当性向に欠損値が多いことから同指標を外して検討を行っている場合がある。なお、PER など他の指標についても欠損値が多い時に同様の取り扱いをしている場合がある。

一方、親会社側よりも上場子会社側に主たる要因があり、それを改善することが親会社の意向となる場合もあり得る。上場子会社の株式が市場において不当に低く評価されている場合はこれにあてはまる。先行研究でもこうした傾向は、アンダーバリュー解消仮説あるいは情報の非対称性仮説として指摘されている。これらに従えば、上場子会社の株価が株式市場において不当にアンダーバリューの状態に放置されている場合、本来の価値を知る親会社により、この上場子会社の株式が再取得される可能性がある。アンダーバリューのまま上場し続けていけば、超過利潤の獲得を目論む敵対的買収者の標的となることも考えられ、グループ運営上不利益を被ることも考えられる。特に、親会社の子会社株式を相当程度保有していない場合には、こうした懸念は顕著となろう。

上場子会社がアンダーバリューの状態に置かれている場合、上場子会社の PER や PBR は低いことが考えられる。したがって、アンダーバリュー解消仮説の検証のため、「PER」および「PBR」を代理変数として用いる。また、先行研究で指摘されているように、規模の小さい企業が市場から見過ごされがちであり、その是正のために非上場化が行われる可能性を考えて、規模に関する代理変数として、「売上高規模」および「連結子会社数」を用いる。

この仮説が適合するならば、非上場化を公表することによってそれまでのアンダーバリュエーションが是正され、子会社の株主価値は増大することが考えられる。また、親会社は超過利潤を享受することとなり、親会社の株主価値もまた増大するであろう。結果として、グループ全体の株主価値の増大にも寄与すると考えられる。したがって、本仮説に関してこれらの株主価値の変動状況を検証する。

#### 5.1.4 エージェンシーコスト削減仮説

上場子会社の経営陣と、その子会社の支配株主である親会社との間にキャッシュフローの配分を巡る問題が存在しエージェンシーコストが顕著となっている場合、このような子会社を保有する親会社はエージェンシーコストを削減してより効率的な投資を行わせようとするため、親子上場の解消による非上場化を実施することが考えられる。

この仮説が成り立つ場合、非上場化する子会社においてはキャッシュリッチでありキャッシュフローの余剰が目立つような財務状況となっている可能性がある。この検証を行うにあたっての代理変数として、「売上高現預金比率」「キャッシュフロー総資産比率」を用いる。また、この場合上場子会社においては経営陣と株主の乖離が顕著となっていること

が想定されることから、その代理変数として「役員持株比率」を検証する。加えて、エージェンシーコストが増大している可能性を検証する代理変数として、第3章に述べた理由により「留保利益配当比率」および「配当性向」を用いる。

エージェンシーコスト削減仮説がなりたつ場合、親会社は経営と所有を一致させることにより効率的な投資ができることになり、親会社の株主価値は上昇するだろう。グループ全体の株主価値も同様と思われる。一方、子会社については、非上場化の公表はキャッシュフローの余剰を効率的に投資に向かわせていなかった状況を知らしめるものであり、株主価値にはマイナスの影響をもたらすと考えられる。

#### 5.1.5 リストラクチャリング仮説

組織改編や事業再編など、何らかの形でリストラクチャリングを行うことを企図して行われた非上場化の場合、これら再編を行った非上場化企業と、そうした動きが見られなかった非上場化企業では財務特性として何が異なるのだろうか。もし、親会社が子会社を巻き込んだリストラクチャリングまで踏み込もうとする場合、対象となる子会社は何らかの再編の必要があるほど収益性が低く、資産や業務における効率性も悪いことが考えられる。そうした業況が株価を押し下げている可能性もあり、再編を行うことが容易であるような持株状況であることも想定される。したがって、親会社が子会社のリストラクチャリングを容易にするために完全子会社化を行うというリストラクチャリング仮説は、エージェンシーコスト削減仮説に該当するような子会社の程度がより著しい場合に成り立つのではないかと考えられる。

一方、アンダーバリュ解消仮説が成り立つような場合には、親会社は低く見積もられていた子会社の株価を是正し、あるいはそれによって超過利潤を得ることで満足すると思われるため、非上場化後のリストラクチャリングには結びつかないのではないかと想定される。

また、上場リスク回避仮説が成り立つような場合には、親会社側の主たる問題は少数株主との対立もしくはその可能性であり、非上場化によってそれが解消されれば、同様にそれ以上のリストラクチャリングに踏み込む理由には乏しい。逆に、リストラクチャリングに踏み込むためには、場合によっては大規模な組織改編が株主の利益にも影響を与える可能性があるため、親会社に友好的な株主が多くいることが必要となってくる。

このように、親子上場というリストラクチャリングに加えてさらなるリストラクチャリ

ングを行う必要の有無は、上述の上場リスク回避仮説やアンダーバリュー解消仮説、あるいはエージェンシーコスト削減仮説と重層的に成り立つ可能性がある。したがって、本仮説の検証にあたっては、親子上場というリストラクチャリングに加えてさらなるリストラクチャリングを行った非上場化企業と、そうした動きが見られなかった非上場化企業における差の有無や程度を見ることによって、親子上場解消の要因とリストラクチャリングとの関係を考えることが適当と思われる。上記の各仮説で用いた財務指標を用いて、これらを検証する。

また、検証にあたっては、さらなるリストラクチャリングとしてどのような種類のリストラクチャリングが行われたかという点にも着目すべきである。したがって、以下のようにリストラクチャリング仮説を分類し、「組織再編仮説」と「事業再編仮説」に分けて検証を行う。

#### 5.1.5.1 リストラクチャリング仮説(1)―組織改編仮説

先に掲げた大坪/三好[2008]の研究では、リストラクチャリングの定義を「親会社・兄弟会社との事業部門の移転」「親会社・兄弟会社との合併」および「会社分割」を非上場化実施後一年以内に行ったこととして株主価値の変化を検証、リストラクチャリング仮説が親会社の株主価値を増大させることを主張している。一方、リストラクチャリングにより子会社の株主価値は逆に下がる結果となっており、その理由は明らかにされていない。本章では、この点の追究を試みる。同研究で定義されたリストラクチャリングはすべて組織改編を伴うものであり、もっぱら親会社の意図により行われる一方で、上場子会社にとっては自社の組織が消滅する可能性を示している。したがって、上場子会社の組織を非上場化後に消滅させる、もしくは抜本的に改編することにより、親会社はそれまで子会社の別のステークホルダーが得ていた価値を自社に移転している可能性がある。こうした要因が、親会社の株主価値を増大させる一方で、子会社の価値を下げているのではないだろうか。本章では、これを「組織改編仮説」として分析する。2000年から2004年までのサンプルを対象に行われた大坪/三好[2008]の研究対象をさらに広げ、2000年から2012年までの非上場化について、上記に定義されたリストラクチャリングを「組織改編」として定義し、それが行われた場合、子会社の株主価値が減少し、親会社においては増大しているのではないかという点を検証する。また、大坪/三好[2008]においては行われていなかったが、グループ全体の株主価値は親会社の意図が成功すれば増大するものと思われるため、これに

についても分析を行う。加えて、同仮説を支持するような財務状況がみられるかどうかに関しても分析を行う。

#### 5.1.5.2 リストラクチャリング仮説(2)―事業再編仮説

一方、上記に挙げられたリストラクチャリングの定義に含まれないものであっても、非上場化後に事業の再編を行ったりする例は存在する。例えば、親会社の事業の一部につき部門改変などを行うことなく子会社に移管したり、親会社と子会社との間で対象顧客を整理したりする場合である。これらの動きは開示されないこともあるが、非上場化を公表する際に、非上場化の目的として公表されることも多い。また、こうした事業再編の動きも親会社の意図によるものではあるが、実行したとしても、子会社を消滅させるといった明らかな価値の移転を伴うものではない。子会社やグループ全体の価値向上を企図するといった、全く異なる種類のリストラクチャリングが行われている可能性もあり、このような場合についても分析する必要があると思われる。本章では、企業によって非上場化公表時に公表された、組織の改編を伴わない「親会社・兄弟会社との事業統合もしくは整理」「子会社事業の新規開始もしくは撤退」「親会社・兄弟会社との間での人員など経営資源の移動」といったリストラクチャリングを「事業再編」と定義して、この場合には、グループ全体および親会社の価値が増大することは同じだが、子会社の価値の減少は見られないのではないかという「事業再編仮説」を検証する。加えて、同仮説を支持するような財務状況がみられるかどうかについても分析を行う。

#### 5.1.6 業績不振企業救済仮説

非上場化された上場子会社の中には、債務超過の状態にあったり、赤字が何期も連続していたりする企業もみられる。こうした場合、親会社が上場子会社を完全子会社化して支配力を強めたうえでそれを改善しようとするのが考えられる。菊谷/齋藤[2006]においても親会社による救済的な完全子会社化の存在が指摘されている。ただし、同研究においては、その際に企業価値がどのように変化するのか、どのような特徴を持つ子会社が救済され、別の子会社はされないのかといった点は明らかにされていない。したがって、本章ではこの点を検証することとする。

上場子会社で業績が不振である場合、親会社による完全子会社化を通じて救済されるかどうかは何によって決まるのだろうか。もし、子会社の状況がより悪い場合には、親会社

による救済は行われやすくなるだろう。また、子会社の規模が小さく非上場化に要する資金が少なくて済んだり、親会社の持株比率が高いなど親会社にとって非上場化しやすい持株状況であったりすれば、救済はより容易であろう。親会社が、上場子会社をそのまま倒産させるといった事態は考えにくく、支援を行うとなれば少数株主などの利害関係者はなるべく少ない方が効率的に物事を進めやすいからである。

業績不振企業救済仮説の検証にあたっては、以下の分析を行う。まず、外的要件のみで不振が明らかである状態、具体的には債務超過または二期連続赤字に陥っている状態にある企業を業績不振企業と定義し、研究対象期間中に非上場化された業績不振企業に該当する子会社および親会社と、同期間中に上場を維持している業績不振企業に該当する子会社および親会社の業況に関する比較を行う。業績不振企業救済仮説があてはまるのであれば、非上場化された業績不振子会社の損益や財務状況はより悪く、規模はより小さく、親会社の持株比率が高いなど非上場化しやすい持株状況となっているだろう。一方、非上場化を行った親会社の財務状況はより健全で、規模はより大きいだろう。

損益状況を示す代理変数として、成長性を示す「売上高成長率」、収益性を示す「営業利益率」、財務状況を示す代理変数として「有利子負債依存度」を用いる。また、規模を示す代理変数としては「売上高規模」「連結子会社数」を用いる。子会社ではいずれもより小さいことが考えられる。さらに、子会社の持株状況を示す代理変数として「親会社持株比率」「役員持株比率」および「金融機関持株比率」を用いる。子会社の株主が親会社の意向を受け入れやすく、また業況不振の影響を受けやすい（株主であるうえに融資を行っているなど）のであれば親会社の救済をより求めやすいと思われるからである。

業績不振企業群の非上場化とそれ以外の企業群の非上場化では、子会社、親会社およびグループ全体における株主価値の増減が異なるかどうかについても分析を行う。非上場化の実施は救済される子会社の株主価値の増大に寄与する一方、親会社にとってはマイナスに働く可能性がある。企業グループ全体としても、少数株主が負っていた業績不振企業の持分を取り込むこととなり、グループの株主価値にはマイナスに働くだろう。

各仮説の検証に際して使用する代理変数および予想される株主価値の変動を表 5-1 に示した。

表 5-1 各仮説の検証に際して使用する代理変数および  
親子上場解消公表時に予想される株主価値の変動

仮説	内容	代理変数	株主価値
上場リスク回避仮説 (効率性)	成長機会の少ない企業ほど上場メリットを感じられにくい	売上高成長率 (-)	グループ株主価値 (-) 親会社株主価値 (-) 子会社株主価値 (-)
	収益性向上に成功していない場合、親会社は株主の業況改善圧力をリスクと感じ子会社の退出を図りやすい	営業利益率 (-)	
	効率性向上などの取組に成功していない場合、親会社は株主の業況改善圧力をリスクと感じ子会社を退出させやすい	総資産回転率 (-) 投融資効率 (-) 役員数 (+)	
上場リスク回避仮説 (株主構成)	親会社と少数株主との対立が厳しいほど子会社上場解消が図られる	役員持株比率 (-) 金融機関持株比率 (-) 海外法人持株比率 (+) 買収プレミアム (+)	グループ株主価値 (+) 親会社株主価値 (+) 子会社株主価値 (+)
価値移転仮説	親会社は、対立する少数株主への現金流出を抑制する	配当性向 (-) 留保利益配当比率 (-)	グループ株主価値 (+) 親会社株主価値 (+) 子会社株主価値 (-)
	親会社の持株比率が多いほど、少数株主への強圧性が発揮される	親会社持株比率 (+) 買収プレミアム (-)	
アンダーバリュ 解消仮説	株価がアンダーバリュの状態にある上場子会社ほど上場解消が図られる	PBR (-) PER (-)	グループ株主価値 (+) 親会社株主価値 (+) 子会社株主価値 (+)
	規模が小さい上場子会社ほど市場から見過ごされてアンダーバリュになる	売上高規模 (-) 連結子会社数 (-)	
エージェンシーコス ト削減仮説	エージェンシーコストの高まりから有望な投資先が見つけられず、資金を多く抱えている場合、親会社は子会社の非上場化を行う	売上高現預金比率 (+) キャッシュフロー総資産比率 (+) 配当性向 (+) 留保利益配当比率 (+)	グループ株主価値 (+) 親会社株主価値 (+) 子会社株主価値 (-)
	経営陣と株主の乖離が著しい場合、経営陣はそれを取り除いてエージェンシーコストの削減を図ろうとする	役員持株比率 (-)	
リストラクチャリ ング仮説	リストラクチャリングを企図しない親子上場解消企業よりもさらに低収益である	売上高成長率 (-) 営業利益率 (-)	(組織改編の場合) グループ株主価値 (+) 親会社株主価値 (+) 子会社株主価値 (-)
	リストラクチャリングを企図しない親子上場解消企業よりも資産や業務の効率が悪い	売上高現預金比率 (-) 総資産回転率 (-) 投融資効率 (-) 連結子会社数 (+) 役員数 (+)	(事業再編の場合) グループ株主価値 (+) 親会社株主価値 (+) 子会社株主価値 (+)
	リストラクチャリングを企図しない親子上場解消企業より財務状況が悪い	有利子負債依存度 (+)	
	リストラクチャリングを企図しない親子上場解消企業より再編しやすい株主構成である	親会社持株比率 (+) 役員持株比率 (+) 金融機関持株比率 (+)	
業績不振企業救済 仮説	上場維持する業績不振企業よりも損益状況が悪い	売上高成長率 (-) 営業利益率 (-)	グループ株主価値 (-) 親会社株主価値 (-) 子会社株主価値 (+)
	上場維持する業績不振企業よりも財務状況が悪い	有利子負債依存度 (+)	
	上場維持する業績不振企業よりも規模が小さい	売上高規模 (-) 連結子会社数 (-)	
	上場維持する業績不振企業よりも救済を行いやすい株主構成である	親会社持株比率 (+) 役員持株比率 (+) 金融機関持株比率 (+)	

## 5.2 分析対象と手順

### 5.2.1 分析対象

上記の仮説を検証するため、本章では2000年から2012年までの暦年に親子上場解消を行った企業201社を採り上げた。親子上場を含む非上場化案件の特定については、東京証券取引所における年別非上場銘柄情報を用いた。なお、抽出したのは金融業を除く東京証券取引所第一部・第二部上場企業（内国法人）である。金融業を除く理由、および地方証券取引所における情報の取り扱いは第3章に述べた通りである。また、非上場化企業全体およびMBO実施企業と同様に、親子上場解消企業に関しても、東京証券取引所の開示情報に基づき、改めてレコフM&Aデータを用いて個別案件の内容を確認して再分類を行い、親子上場の解消に該当する案件を抽出する。なお、親子上場の定義に関しては、有価証券報告書の関連当事者情報において親会社が明記されている企業を抽出し、これを対象とする。

親子上場解消を行った201社のうち、親会社が非上場企業となっていたり、必要な数値を取ることができなかつたりした企業を外し、残った171社を対象に、財務諸表および株価に関する分析を行う。

上述した仮説の検証においては、これら171社を業績不振の有無、および組織改編や事業再編の有無により層別することが必要になる。層別分析にあたっては、日本政策投資銀行設備投資研究所企業財務データ（日本の全企業上場企業に関する1968年以降の全財務数値）における決算財務情報を使用し、親子上場解消公表時点で債務超過もしくは二期連続赤字に陥っていた企業を「業績不振企業群」として分類する。非上場化公表日については各社プレスリリース発表日およびレコフM&Aデータベース掲載の公表日情報を利用する。また、組織改編や事業再編といったリストラクチャリングを行った企業を分類するため、各社プレスリリース発表およびレコフM&Aデータベースより当該情報を取得する。そのうえで、「親会社・兄弟会社との事業部門の移転」「親会社・兄弟会社との合併」および「会社分割」を非上場化実施後一年以内に行った非上場化企業を「組織改編企業」、組織改編を伴わない「親会社・兄弟会社との事業統合もしくは整理」「子会社事業の新規開始もしくは撤退」「その他人員など経営資源の移動」といった事業再編を非上場化公表時に発表した非上場化企業を「事業再編企業」とし、これらをあわせて「リストラクチャリング企業群」として分類する。これ以外の企業は、非上場化は行っているが外的要件に表れるような業績不振や、正式に発表し、あるいは組織の変更を伴うようなリストラクチャリングを行っ

ていない企業群であり，これを「業績維持企業群」とする．それぞれの群をより分かりやすくするため，A～C の記号を付し，下記のように取り扱う．それぞれの群に属する企業数についても記載した．

#### (1) A 群

「業績維持企業群」．業績不振に該当しない上場子会社で，研究対象期間中に親子上場を解消して非上場化した企業．該当企業は 131 社である．

#### (2) B 群

「リストラクチャリング企業群」．上記 A 群のうち，組織改編もしくは事業再編を行った企業群．該当企業は 57 社であり，うち 32 社が組織改編企業，25 社が事業再編企業である．したがって，親子上場解消のほかにリストラクチャリングを行わなかった業績維持企業群は 74 社となる．

#### (3) C 群

「業績不振企業群」．研究対象期間中に親子上場を解消して非上場化した上場子会社のうち，上述した業績不振の定義に該当する企業群．該当企業は 40 社である．

親子上場解消企業全サンプルの分析を行うとともに，これらの群に分けて層別分析を実施する．分析は，財務指標に関する分析と，株主価値に関する分析からなる．それぞれの手順は次の通りである．

### 5.2.2 分析手順

#### 5.2.2.1 財務指標に関する分析

財務指標に関する分析では，前述の日本政策投資銀行設備投資研究所企業財務データにおける決算財務情報を使用し，代理変数として用いる財務指標を個別に算出する．仮説の設定において示した代理変数の設定にあたっては，先行研究で用いられている指標を参照した．ただし，研究によって様々な指標が用いられており，それらの定義も一律ではないことから，先行研究で用いられた主要な指標を抽出したうえで，各指標間の相関や会計基準変更などの影響を慎重に吟味し，本章において仮説を検証できる財務指標を選択した．

値が絶対値（金額や社数）となる売上高規模や連結子会社数といった指標に関しては正規化措置を取っている。

まず、親子上場解消を行った企業すべてを対象とした分析を行う。親子上場を解消して非上場化した上場子会社をサンプル企業群とし、同時期に上場を維持していた親子上場状態にある上場子会社をコントロール企業群とする。コントロール企業群の設定にあたっては、Kaplan[1989]、野瀬/伊藤[2011b]などを参考に、業種分類が同一で、かつ総資産額が近い企業を選択する。総資産額については、非上場化5期前から3期前までの三カ年平均の数字を用いる。サンプル企業群とコントロール企業群の総資産額の平均値および中央値に有意な差はない。企業群の一覧を表5-2に、記述統計量を表5-3に記載した。

表 5-2 親子上場解消に関するサンプル企業群とコントロール企業群

株式 コード	非上場化企業(サンプル企業群)	非上場化 年月日	株式 コード	上場維持企業 (コントロール企業群)
1752	富士通システムストラクシオン (株)	2001/7/26	1850	南海辰村建設 (株)
6936	東洋高砂乾電池 (株)	2002/2/25	6938	双信電機 (株)
8239	(株) 横浜松坂屋	2002/2/25	8261	(株) 名鉄百貨店
8865	神鋼興産 (株)	2002/3/1	8855	全日空ビルディング (株)
3868	高崎三興 (株)	2002/3/26	3865	北越紀州製紙 (株)
3887	中央板紙 (株)	2002/3/26	3877	中越パルプ工業 (株)
3886	(株) チューエツ	2002/3/26	7961	兼松日産農林 (株)
5266	テイビュー (株)	2002/4/24	5282	ジオスター (株)
4050	鶴見曹達 (株)	2002/6/25	5358	イソライト工業 (株)
7237	ボッシュプレーキシステム (株)	2002/6/25	6816	アルバイン (株)
3601	(株) ニチメンインフィニティ	2002/7/25	3411	(株) オートリ
5810	第一電工 (株)	2002/7/26	5807	東京特殊電線 (株)
4232	東芝ケミカル (株)	2002/7/26	7970	信越ポリマー (株)
9151	東京船舶 (株)	2002/7/26	9179	川崎近海汽船 (株)
1796	トヨタウッドユーホーム (株)	2002/9/25	1865	青木あすなる建設 (株)
3869	日本板紙 (株)	2002/9/25	3877	中越パルプ工業 (株)
4210	東洋化学 (株)	2002/9/25	4550	日水製薬 (株)
6781	松下通信工業 (株)	2002/9/25	5812	日立電線 (株)
6873	日立電子エンジニアリング (株)	2002/9/25	6344	キヤノンマシナリー (株)
7204	小松ゼノア (株)	2002/9/25	6345	(株) アイチコーポレーション
7225	小松フォークリフト (株)	2002/9/25	6355	住友精密工業 (株)
6847	安藤電気 (株)	2002/9/25	6590	芝浦メカトロニクス (株)
6783	松下寿電子工業 (株)	2002/9/25	6755	(株) 富士通ゼネラル
6587	松下精工 (株)	2002/9/25	6796	クラリオン (株)
6761	アイワ (株)	2002/9/25	6796	クラリオン (株)
7275	(株) ユニシアジェックス	2002/9/25	6948	住友電装 (株)
7123	東急車輛製造 (株)	2002/9/25	7122	近畿車輛 (株)
6782	九州松下電器 (株)	2002/9/25	7222	日産車体 (株)
8857	三井不動産販売 (株)	2002/9/25	8870	住友不動産販売 (株)
6431	キヤノン・エヌ・ティール・シー (株)	2002/10/28	6945	富士通フロンテック (株)
8295	キヤノンシステムアンドサポート (株)	2002/10/28	7558	(株) トーメンエレクトロニクス
8280	富士電機冷機 (株)	2002/12/25	8084	菱電商事 (株)
4209	フドー (株)	2003/3/26	4113	田岡化学工業 (株)
9649	明電エンジニアリング (株)	2003/3/26	4342	セコム上信越 (株)
6350	新日本造機 (株)	2003/3/26	6382	トリニティ工業 (株)
6427	東北リコー (株)	2003/3/26	6443	(株) 東洋製作所
7407	日本飛行機 (株)	2003/3/26	6883	日本電産コパル電子 (株)

8212	オーク (株)	2003/3/26	9860	岐阜日野自動車 (株)
4796	シーエスケイネットワークシステムズ (株)	2003/4/24	2665	三井情報 (株)
4844	(株) サービスウェア・コーポレーション	2003/4/24	4726	ソフトバンク・テクノロジー (株)
8240	(株) サッポロライオン	2003/6/25	7412	(株) アトム
4363	新日鐵化学 (株)	2003/7/23	4201	日本合成化学工業 (株)
8010	新興産業 (株)	2003/7/28	2729	(株) ジャルックス
6949	キンセキ (株)	2003/7/28	6955	F D K (株)
9004	箱根登山鉄道 (株)	2003/7/28	9049	京福電気鉄道 (株)
9618	エームサービス (株)	2003/8/1	4654	(株) ニチブウテック
5633	関東特殊製鋼 (株)	2003/8/26	6581	日立工機 (株)
7892	宇部日東化成 (株)	2003/9/25	4107	伊勢化学工業 (株)
5691	東京シヤリング (株)	2003/9/25	5934	(株) 日本アルミ
7423	フォンテース (株)	2003/11/25	8201	(株) さが美
9727	東急観光 (株)	2003/12/25	9787	イオンディライト (株)
1755	J F E 工建 (株)	2004/1/27	1924	パナホーム (株)
1922	大成ユーレック (株)	2004/2/24	1896	大林道路 (株)
5728	(株) アライドマテリアル	2004/7/26	5727	東邦チタニウム (株)
5454	日鉄鋼板 (株)	2004/7/27	5457	住友鋼管 (株)
5462	日鉄鋼管 (株)	2004/7/27	5659	日本精線 (株)
7257	自動車電機工業 (株)	2004/7/28	7728	日本電産トーンク (株)
4706	富士通サポートアンドサービス (株)	2004/9/27	2322	N E C フィールドイング (株)
9019	伊豆急行 (株)	2004/9/27	9049	京福電気鉄道 (株)
6221	大東製機 (株)	2004/10/26	6344	キヤノンマシナリー (株)
8846	積和不動産 (株)	2005/1/26	4711	(株) 東急コミュニティー
8863	積和不動産中部 (株)	2005/1/26	8851	アーバンライフ (株)
8873	積和不動産中国 (株)	2005/1/26	9320	三和倉庫 (株)
8232	(株) 東急百貨店	2005/3/28	8244	(株) 近鉄百貨店
3533	ダイオ化成 (株)	2005/4/22	3552	東洋クロス (株)
4774	エヌイーシーソフト (株)	2005/5/26	2327	新日鉄ソリューションズ (株)
3717	N E C システムテクノロジー (株)	2005/5/26	9719	S C S K (株)
5215	旭テクノグラス (株)	2005/6/27	5390	宇部マテリアルズ (株)
8259	(株) 十字屋	2005/6/27	8229	(株) C F S コーポレーション
4660	(株) ニッポン放送	2005/7/28	4689	ヤフー (株)
4292	日本タイムシェア (株)	2005/9/27	2354	安川情報システム (株)
6385	(株) 東精エンジニアリング	2005/9/27	6487	(株) 積水工機製作所
9178	日鐵物流 (株)	2005/12/20	9311	アサガミ (株)
4643	コナミスポーツ (株)	2006/2/23	9787	イオンディライト (株)
9429	(株) 日立モバイル	2006/3/28	9422	アイ・ティール・シーネットワーク (株)
6705	エヌイーシーインフロンティア (株)	2006/4/25	6955	F D K (株)
7854	(株) バンプレスト	2006/5/15	7991	マミヤ・オービー (株)
5361	東海高熱工業 (株)	2006/6/27	6280	(株) 名機製作所
6483	川重防災工業 (株)	2006/7/28	6646	エナジーサポート (株)
2595	キリンビバレッジ (株)	2006/8/28	2573	北海道コカ・コーラボトリング (株)
4214	昭和高分子 (株)	2006/8/28	5476	日本高周波鋼業 (株)
1877	川田建設 (株)	2007/1/26	1776	三井住建道路 (株)
4225	筒中プラスチック工業 (株)	2007/2/23	4367	廣栄化学工業 (株)
7498	(株) ジャパン	2007/2/23	9873	日本ケンタッキー・フライド・チキン (株)
6975	(株) N E O M A X	2007/3/27	6641	日新電機 (株)
9732	東映ラボ・テック (株)	2007/3/27	9632	スバル興業 (株)
5908	日鐵ドラム (株)	2007/7/25	5907	J F E コンテナ (株)
6386	扶桑レクセル (株)	2007/7/26	6946	日本アビオニクス (株)
6717	富士通アクセス (株)	2007/7/26	6946	日本アビオニクス (株)
7582	富士通デバイス (株)	2007/7/26	7558	(株) トーメンエレクトロニクス
4213	三菱樹脂	2007/7/29	7970	信越ポリマー (株)
3403	東邦テナックス (株)	2007/8/28	5390	宇部マテリアルズ (株)
8832	小田急不動産 (株)	2007/8/28	8833	東宝不動産 (株)
1862	横河工事 (株)	2007/9/25	1978	アタカ大機 (株)
6827	東北パイオニア (株)	2007/9/25	6796	クラリオン (株)
7584	丸紅インフォテック (株)	2007/11/27	8014	蝶理 (株)
8164	(株) キャビン	2007/12/25	8201	(株) さが美
5771	三菱伸銅 (株)	2008/1/28	5605	(株) アイメタルテクノロジー

4325	バンダイビジュアル (株)	2008/2/24	3789	ソネットエンタテインメント (株)
6917	デンセイ・ラムダ (株)	2008/2/26	6719	富士通コンポーネント (株)
9447	丸紅テレコム (株)	2008/3/9	4812	(株) 電通国際情報サービス
8064	金商 (株)	2008/3/21	2737	(株) トーメンデバイス
5808	理研電線 (株)	2008/3/26	5807	東京特殊電線 (株)
7724	(株) 金門製作所	2008/3/26	7756	日本電産コバル (株)
5944	日立粉末冶金 (株)	2008/3/26	9922	日立機材 (株)
2598	アサヒ飲料 (株)	2008/4/22	2573	北海道コカ・コーラボトリング (株)
2057	雪印種苗 (株)	2008/5/9	2112	塩水港精糖 (株)
5977	SUMCO TECHXIV (株)	2008/5/26	5727	東邦チタニウム (株)
8197	(株) 東急ストア	2008/6/25	7512	イオン北海道 (株)
4065	(株) 紀文フードケミファ	2008/7/28	2003	日東富士製粉 (株)
7765	リコーエレメックス (株)	2008/7/28	7739	キヤノン電子 (株)
6519	エネサーブ (株)	2008/11/21	6591	西芝電機 (株)
3971	東セロ (株)	2009/3/26	4008	住友精化 (株)
8211	相鉄ローゼン (株)	2009/4/2	8245	(株) 丸栄
8834	藤和不動産 (株)	2009/4/23	8840	(株) 大京
6708	エプソントヨコム (株)	2009/5/26	6744	能美防災 (株)
7909	シーアイ化成 (株)	2009/6/17	4007	日本化成 (株)
9321	(株) アイ・ロジスティクス	2009/7/10	9055	(株) アルプス物流
6759	NECトーキン (株)	2009/7/27	6756	(株) 日立国際電気
8092	(株) 富士通ビジネスシステム	2009/7/28	2327	新日鉄ソリューションズ (株)
7301	宮田工業 (株)	2009/7/28	7299	フジオーゼックス (株)
8993	(株) アトリウム	2009/7/28	8870	住友不動産販売 (株)
7428	(株) グローバルアクト	2009/7/28	9870	(株) ハナテン
3216	御幸ホールディングス (株)	2009/8/26	3411	(株) オートリ
9865	日商エレクトロニクス (株)	2009/8/29	8096	兼松エレクトロニクス (株)
1895	大成ロテック (株)	2009/9/25	1896	大林道路 (株)
2578	四国コカ・コーラボトリング (株)	2009/9/25	2573	北海道コカ・コーラボトリング (株)
5739	日本製箔 (株)	2009/10/9	7235	東京ラヂエーター製造 (株)
5345	(株) 日本セラテック	2009/10/27	1702	共立マテリアル (株)
2051	日本農産工業 (株)	2009/12/14	2003	日東富士製粉 (株)
6374	ティール・シー・エム (株)	2009/12/17	6470	大豊工業 (株)
4096	昭和炭酸 (株)	2009/12/18	4963	星光PMC (株)
9741	(株) 日立情報システムズ	2010/1/26	1973	NECネットエスアイ (株)
2690	(株) ソフマップ	2010/1/26	4283	パナソニック電工インフォメーションシステムズ (株)
9694	日立ソフトウェアエンジニアリング (株)	2010/1/26	4739	伊藤忠テクノソリューションズ (株)
3735	(株) 日立システムアンドサービス	2010/1/26	9719	S C S K (株)
1970	(株) 日立プラントテクノロジー	2010/3/29	1983	東芝プラントシステム (株)
6818	島田理化学工業 (株)	2010/3/29	6950	(株) ワイ・イー・データ
6810	日立マクセル (株)	2010/3/29	6967	新光電気工業 (株)
8838	有楽土地 (株)	2010/3/29	8806	ダイビル (株)
9623	キヤノンソフトウェア (株)	2010/4/27	4312	サイバネットシステム (株)
6421	キヤノンファインテック (株)	2010/4/27	6588	東芝テック (株)
1767	沖ウィンテック (株)	2010/5/27	1775	富士古河E&C (株)
1907	東北ミサワホーム (株)	2010/6/15	1978	アタカ大機 (株)
2059	ユニ・チャーム ペットケア (株)	2010/7/25	2211	(株) 不二家
3713	(株) ネットマークス	2010/7/28	4832	J F Eシステムズ (株)
1701	昭和K D E (株)	2010/8/3	6639	(株) コンテック
6242	日本スピンドル製造 (株)	2010/9/28	6345	(株) アイチコーポレーション
6585	日本電産サーボ (株)	2010/9/28	6878	長野日本無線 (株)
6162	(株) ミヤノ	2010/9/28	7728	日本電産トーソク (株)
2536	メルシャン (株)	2010/11/26	2211	(株) 不二家
9884	都築電産 (株)	2010/11/26	9814	アシックス商事 (株)
2891	オリエンタル酵母工業 (株)	2010/12/17	2892	日本食品化工 (株)
3534	(株) N B Cメッシュテック	2010/12/17	4963	星光PMC (株)
6764	三洋電機 (株)	2011/3/29	6796	クラリオン (株)
6991	パナソニック電工 (株)	2011/3/29	7262	ダイハツ工業 (株)
6211	倉敷機械 (株)	2011/4/27	6487	(株) 積水工機製作所
1742	セコムテクノサービス (株)	2011/6/28	1948	(株) 弘電社
7882	アロン化成 (株)	2011/6/28	7825	S R Iスポーツ (株)

7223	関東自動車工業 (株)	2011/12/28	7222	日産車体 (株)
7221	トヨタ車体 (株)	2011/12/28	7248	カルソニックカンセイ (株)
7263	愛知機械工業 (株)	2012/3/16	7102	日本車輛製造 (株)
6934	新神戸電機 (株)	2012/3/27	6911	新日本無線 (株)
7563	日発販売 (株)	2012/3/28	2760	東京エレクトロン デバイス (株)
9234	国際航業ホールディングス (株)	2012/3/28	9232	(株) パスコ
5276	石川島建材工業 (株)	2012/6/18	5282	ジオスター (株)
6321	I H I 運搬機械 (株)	2012/6/19	6299	(株) 神鋼環境ソリューション
3337	(株) サークルKサンクス	2012/7/19	9946	ミニストップ (株)
2893	ローマイヤ (株)	2012/7/27	2611	攝津製油 (株)
7757	日本電産サンキョー (株)	2012/9/26	6910	(株) 日立メディコ
5963	日立ツール (株)	2012/10/29	6860	パナソニック電工SUNX (株)

表 5-3 親子上場解消企業と上場維持企業に関する記述統計量

親子上場解消実施企業(ダミー変数1)								
Variable	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu	Max	Std Dev.
売上高成長率(%)	336	-70.99	-9.17	-1.37	-0.63	6.43	68.22	16.37
営業利益率(%)	340	-63.26	0.65	2.57	2.55	5.49	22.10	7.38
投融資効率(%)	336	0.00	0.33	1.16	0.72	1.52	14.99	1.57
総資産回転率(%)	336	18.20	79.20	125.60	110.20	150.30	470.00	72.50
売上高現預金比率(%)	336	-0.11	2.79	11.30	6.25	14.81	132.61	14.44
キャッシュフロー総資産比率(%)	340	-62.65	0.67	2.69	4.08	7.24	20.41	8.76
留保利益配当比率(%)	266	-68.06	0.07	2.82	1.88	4.69	142.16	12.37
配当性向(%)	170	0.00	14.40	65.90	25.90	53.70	891.60	128.30
有利子負債依存度(%)	336	0.00	1.72	20.84	12.71	36.11	107.02	21.87
親会社持株比率(%)	304	20.60	46.40	53.20	52.40	59.40	97.50	14.10
金融機関持株比率(%)	339	0.00	5.45	10.10	8.94	13.66	44.70	6.87
海外法人持株比率(%)	340	0.00	0.75	5.89	2.95	8.13	65.92	8.86
役員持株比率(%)	328	0.00	0.06	0.39	0.15	0.38	5.89	0.81
PBR(倍)	229	0.21	0.66	4.86	0.99	1.66	142.59	15.62
PER(倍)	242	0.18	6.00	23.18	14.81	24.40	712.50	51.04
売上高規模(百万円、正規化)	340	-0.52	-0.41	-0.01	-0.28	0.00	7.83	1.01
連結子会社数(社、正規化)	340	-0.65	-0.60	-0.18	-0.41	-0.10	10.56	0.97
役員数(名、正規化)	340	-1.99	-0.89	-0.12	-0.34	0.49	4.07	0.99
売上高規模(百万円)	340	3,730.00	21,200.00	95,400.00	44,400.00	93,900.00	1,560,000.00	187,000.00
連結子会社数(社)	249	0.00	3.00	9.08	5.00	9.00	180.00	17.30
役員数(名)	340	5.00	9.00	11.79	11.00	14.00	27.00	3.59

親子上場維持企業(ダミー変数0)								
Variable	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu	Max	Std Dev.
売上高成長率(%)	338	-70.54	-5.92	2.02	0.71	7.84	154.18	19.65
営業利益率(%)	340	-21.77	1.58	4.55	3.56	6.74	54.39	7.15
投融資効率(%)	337	0.00	0.35	1.04	0.69	1.31	11.25	1.33
総資産回転率(%)	337	9.65	85.33	122.11	109.76	145.94	537.75	59.79
売上高現預金比率(%)	337	0.03	4.02	10.30	7.41	12.99	81.24	10.05
キャッシュフロー総資産比率(%)	339	-49.97	2.47	5.05	5.51	7.84	42.81	6.76
留保利益配当比率(%)	324	-137.45	1.21	2.86	2.76	4.39	92.89	10.42
配当性向(%)	259	0.00	16.30	44.10	27.50	46.40	747.70	73.70
有利子負債依存度(%)	337	0.00	3.52	21.72	15.54	34.15	93.13	21.25
親会社持株比率(%)	318	22.90	41.60	50.20	51.60	57.90	97.40	12.40
金融機関持株比率(%)	339	0.45	5.88	12.73	10.60	17.49	68.31	9.46
海外法人持株比率(%)	337	0.00	0.74	4.47	2.10	6.27	38.80	5.87
役員持株比率(%)	338	0.00	0.11	0.89	0.25	0.57	30.82	2.72
PBR(倍)	300	0.17	0.72	5.76	1.11	2.23	128.07	14.59
PER(倍)	302	0.32	4.76	42.13	13.50	23.73	3,075.00	235.02
売上高規模(百万円、正規化)	340	-0.52	-0.39	-0.03	-0.26	0.01	7.89	0.81
連結子会社数(社、正規化)	340	-0.65	-0.45	-0.04	-0.29	0.02	4.30	0.70
役員数(名、正規化)	340	-3.37	-0.61	0.11	-0.06	0.76	3.80	1.02
売上高規模(百万円)	340	4,410.00	24,900.00	90,500.00	48,200.00	98,400.00	1,570,000.00	150,000.00
連結子会社数(社)	324	1.00	3.00	9.17	6.00	10.00	79.00	10.87
役員数(名)	339	5.00	10.00	12.66	12.00	15.00	26.00	3.65

分析に際しては、サンプル企業群の非上場化直前期およびその前期の決算数値と、コントロール企業群の同時期の決算数値を比較する。非上場に至る直前期に加えてその前年の決算数値を対象にするのは、親子上場の解消という重要な意思決定が行われるのには時間がかかり、実際に非上場化がなされた年の直前期からさらに一年さかのぼった期の決算数値が意思決定に影響を及ぼしている(大坪/三好[2008])可能性があることを考慮したためである。但し、前年の決算数値だけではなく、直前期の決算数値も意思決定の根拠となる

と考えられるため、本章ではその双方を対象とする。これは、他の群に関しても同様である。したがって、本章で選択された2000年から2012年における親子上場解消企業数はすべての群をあわせると171社であるが、データ数は2期間分の342件となる。ただし、このうち一社に関しては適当なコントロール企業が得られなかったため、財務指標に関する分析の一部では合計170社、340件のデータを扱う。

これらのデータに関し、サンプル企業群とコントロール企業群との間での「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）」「価値移転仮説」「アンダーバリュ一解消仮説」「エージェンシーコスト削減仮説」における各代理変数に関する平均値に関するt検定、および頑健性をみるために中央値に関するウィルコクソン符号付順位検定を行ったうえで、各仮説の代理変数として選択した財務指標を説明変数とし、サンプル企業群をダミー変数1、コントロール企業群をダミー変数0として親子上場解消を被説明変数とするロジット分析を適用し、上記仮説の当てはまり状況を確認する。

次に、業績維持企業群（A群）を抽出し、同群を対象に同様の分析を行う。その後、同群を、親子上場以外にリストラクチャリングを行わなかった企業と、それ以外にもリストラクチャリングを行った企業（B群）とに分類し、前者と後者の違いについても同様に分析する。また、B群のうち組織改編を行った企業と、事業再編を行った企業では傾向に違いがみられると考えると、これらを別々の群として、組織改編もしくは事業再編を行った企業群をダミー変数1、行わなかった群をダミー変数0として組織改編もしくは事業再編を被説明変数とするロジット分析を適用する。

業績不振企業群（C群）に関しては、上記と同様にサンプル企業群とコントロール企業群との間での分析を行うことに加えて、同時期に業績不振であったにもかかわらず、親子上場というリストラクチャリングを行わずに上場を維持していた企業を業績不振上場維持企業群とし、上記同様に平均値および中央値の差を検定したうえで、各仮説の代理変数として選択した財務指標を説明変数とし、業績不振サンプル企業群をダミー変数1、業績不振コントロール企業群をダミー変数0として親子上場解消を被説明変数とするロジット分析を適用し、業績不振の子会社を緊急避難的に救済しようとすることから非上場化が行われるとする「業績不振企業救済仮説」を検証する。業績不振企業を層別して分析するのは、業績が不振であるからといって親会社が上場子会社をそのまま倒産させるといった事態は考えにくく、業績不振企業の非上場化は利害対立やアンダーバリュ一、あるいはエージェンシーコストの削減といった目的よりも緊急避難的な救済を優先して行われると考えられ

るからである。そうした救済措置に該当するような企業群を別個に分析することにより、親子上場解消企業の多くを占める業績維持企業群における非上場化の要因は、より明確に特定できると考えられる。また、業績不振企業を救済するにあたっては親会社の体力も考慮に入れるべきことから、これらの親会社どうしの比較も行う。先述した業績不振の定義に該当する非上場化企業およびその親会社、および業績不振に該当しながらも分析対象期間に上場を維持し続けた業績不振企業とその親会社に関する一覧表を表 5-4 に、記述統計量を表に記載した。

表 5-4 業績不振に該当する非上場化企業群と上場維持企業群

業績不振非上場化企業（子会社）		業績不振非上場化企業（親会社）	
株式コード*	会社名	株式コード*	会社名
7237	ボッシュブレーキシステム（株）	6041	ボッシュ（株）
3887	中央板紙（株）	3861	王子製紙（株）
6783	松下寿電子工業（株）	6752	パナソニック（株）
1796	トヨタウッドユーホーム（株）	7203	トヨタ自動車（株）
6761	アイワ（株）	6758	ソニー（株）
6873	日立電子エンジニアリング（株）	6501	（株）日立製作所
7123	東急車輛製造（株）	9005	東京急行電鉄（株）
6847	安藤電気（株）	6841	横河電機（株）
5810	第一電工（株）	5711	三菱マテリアル（株）
8239	（株）横浜松坂屋	8235	（株）松坂屋
5633	関東特殊製鋼（株）	5405	住友金属工業（株）
4363	新日鐵化学（株）	5401	新日本製鐵（株）
9004	箱根登山鉄道（株）	9007	小田急電鉄（株）
1922	大成ユーレック（株）	1801	大成建設（株）
6949	キンセキ（株）	6971	京セラ（株）
9727	東急観光（株）	9005	東京急行電鉄（株）
1755	JFE工建（株）	5411	ジェイ エフ イー ホールディングス（株）
9019	伊豆急行（株）	9005	東京急行電鉄（株）
7257	自動車電機工業（株）	7280	（株）ミツバ
8259	（株）十字屋	8263	（株）ダイエー
6717	富士通アクセス（株）	6702	富士通（株）
8164	（株）キャビン	9983	（株）ファーストリテイリング
7584	丸紅インフォテック（株）	8002	丸紅（株）
6917	デンセイ・ラムダ（株）	6762	TDK（株）
7724	（株）金門製作所	6845	（株）山武
8211	相鉄ローゼン（株）	9003	相鉄ホールディングス（株）
8834	藤和不動産（株）	4201	三菱地所（株）
6759	NECトーキン（株）	6701	日本電気（株）
8993	（株）アトリウム	8253	（株）クレディセゾン <sup>50</sup>
3216	御幸ホールディングス（株）	3101	東洋紡績（株）
6810	日立マクセル（株）	6501	（株）日立製作所
6818	島田理化学工業（株）	6503	三菱電機（株）
1907	東北ミサワホーム（株）	1722	ミサワホーム（株）
6764	三洋電機（株）	6752	パナソニック（株）
3534	（株）NBCメッシュテック	2002	（株）日清製粉グループ本社
2536	メルシャン（株）	2503	キリンホールディングス（株）
6211	倉敷機械（株）	3106	倉敷紡績（株）
7223	関東自動車工業（株）	7203	トヨタ自動車（株）
9234	国際航業ホールディングス（株）	3751	日本アジアグループ（株） <sup>51</sup>
2893	ローマイヤ（株）	8043	スターゼン（株）

<sup>50</sup> 金融関連の親会社に関しては、分析対象から外している。

<sup>51</sup> 上記同様である。

業績不振上場維持企業（子会社）		業績不振上場維持企業（親会社）	
株式コード*	会社名	株式コード*	会社名
7018	内海造船（株）	7004	日立造船（株）
6280	（株）名機製作所	5631	（株）日本製鋼所
7248	カルソニックカンセイ（株）	7201	日産自動車（株）
6588	東芝テック（株）	6502	（株）東芝
4367	廣栄化学工業（株）	4005	住友化学（株）
1720	東急建設（株）	9005	東京急行電鉄（株）
3125	新内外綿（株）	3109	シキボウ（株）
7913	図書印刷（株）	7911	凸版印刷（株）
5727	東邦チタニウム（株）	5020	J Xホールディングス（株）
6955	F D K（株）	6702	富士通（株）
5476	日本高周波鋼業（株）	5406	（株）神戸製鋼所
7205	日野自動車（株）	7203	トヨタ自動車（株）
6305	日立建機（株）	6501	（株）日立製作所
5358	イソライト工業（株）	5202	日本板硝子（株）
6756	（株）日立国際電気	6501	（株）日立製作所
1948	（株）弘電社	6503	三菱電機（株）
6590	芝浦メカトロニクス（株）	6502	（株）東芝
8044	大都魚類（株）	1334	（株）マルハニチロホールディングス
1949	住友電設（株）	5802	住友電気工業（株）
1896	大林道路（株）	1802	（株）大林組
1850	南海辰村建設（株）	9044	南海電気鉄道（株）
9232	（株）パスコ	9735	セコム（株）
1352	（株）ハウスイ	1332	日本水産（株）
9077	名鉄運輸（株）	9048	名古屋鉄道（株）
1934	（株）ユアテック	9506	東北電力（株）
6911	新日本無線（株）	3105	日清紡ホールディングス（株）
1983	東芝プラントシステム（株）	6502	（株）東芝
5449	大阪製鐵（株）	5401	新日本製鐵（株）
6946	日本アビオニクス（株）	6701	日本電気（株）
8201	（株）さが美	8270	ユニー（株）
6950	（株）ワイ・イー・データ	6506	（株）安川電機
6860	パナソニック電工SUNX（株）	6991	パナソニック電工（株）
6816	アルパイン（株）	6770	アルプス電気（株）
6747	K Iホールディングス（株）	7276	（株）小糸製作所
4812	（株）電通国際情報サービス	4324	（株）電通
6487	（株）積水工機製作所	4204	積水化学工業（株）
6910	（株）日立メディコ	6501	（株）日立製作所
9922	日立機材（株）	5486	日立金属（株）
1868	三井ホーム（株）	8801	三井不動産（株）
6299	（株）神鋼環境ソリューション	5406	（株）神戸製鋼所
5907	J F Eコンテナ（株）	5403	川崎製鉄（株）
6938	双信電機（株）	5333	日本碍子（株）
5446	北越メタル（株）	7231	トビー工業（株）
1750	（株）カナック	1951	（株）協和エクシオ
6719	富士通コンポーネント（株）	6702	富士通（株）
6723	ルネサス エレクトロニクス（株）	6701	日本電気（株）
2354	安川情報システム（株）	6506	（株）安川電機
5741	古河スカイ（株）	5801	古河電気工業（株）
6639	（株）コンテック	6383	（株）ダイフク
3159	丸善CHIホールディングス（株）	7912	大日本印刷（株）

表 5-5 業績不振企業群に関する記述統計量

業績不振非上場化企業(子会社) (ダミー変数1)								
	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu.	Max	Std Dev.
売上高成長率(%)	80	-51.80	-17.65	-6.23	-8.22	3.86	68.22	19.15
営業利益率(%)	80	-34.29	-2.14	-0.63	0.23	1.77	22.10	6.67
投融資効率(%)	80	0.05	0.28	0.92	0.68	1.28	3.81	0.84
総資産回転率(%)	80	21.90	60.80	104.50	101.90	122.70	314.20	62.30
売上高現預金比率(%)	80	0.45	3.93	14.78	8.88	16.37	72.35	16.16
キャッシュフロー総資産比率(%)	80	-62.65	-6.39	-4.97	-1.02	2.25	7.84	12.21
留保利益配当比率(%)	80	-68.06	-0.37	49.84	0.00	1.17	4,117.49	460.70
配当性向(%)	13	0.00	0.00	75.74	8.18	25.22	474.49	156.87
有利子負債依存度(%)	80	0.00	14.40	36.60	36.70	54.80	107.00	26.10
最大株主持株比率(%)	80	17.10	42.30	52.50	50.80	60.90	96.90	15.70
金融機関持株比率(%)	80	0.00	6.40	11.09	10.22	14.65	30.72	6.58
海外法人持株比率(%)	80	0.02	0.46	5.31	2.04	5.46	65.92	10.69
役員持株比率(%)	80	0.00	0.03	0.42	0.08	0.18	5.89	1.21
PBR(倍)	68	0.18	0.66	3.69	1.11	3.06	31.48	6.10
PER(倍)	17	4.29	11.49	45.48	35.60	68.14	142.59	38.42
売上高規模(百万円、正規化)	80	-0.53	-0.47	-0.02	-0.36	-0.10	6.81	1.15
役員数(名、正規化)	80	-1.79	-0.83	-0.25	-0.36	0.12	2.04	0.80
連結子会社数(社、正規化)	80	-0.63	-0.47	0.02	-0.34	0.00	7.71	1.27
売上高規模(百万円)	80	4,250.00	17,900.00	120,000.00	42,200.00	99,700.00	1,660,000.00	259,000.00
役員数(名)	80	5.00	9.00	11.45	11.00	13.00	21.00	3.33
連結子会社数(社)	80	0.00	3.00	12.30	5.50	12.00	157.00	23.80

業績不振上場維持企業(子会社) (ダミー変数0)								
	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu.	Max	Std Dev.
売上高成長率(%)	97	-61.41	-15.60	-6.77	-7.86	0.36	73.07	18.48
営業利益率(%)	100	-37.70	-3.58	-2.01	-0.80	0.93	5.30	5.45
投融資効率(%)	94	0.00	0.44	1.14	0.86	1.54	4.87	1.01
総資産回転率(%)	94	25.70	77.90	108.90	96.30	124.20	429.60	59.10
売上高現預金比率(%)	94	0.36	4.52	10.76	8.30	13.73	52.07	9.03
キャッシュフロー総資産比率(%)	94	-27.53	-2.27	-1.26	0.11	2.15	6.57	5.70
留保利益配当比率(%)	94	0.00	0.00	4.28	1.14	2.83	213.21	22.00
配当性向(%)	2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
有利子負債依存度(%)	94	0.00	5.85	25.29	22.33	40.11	74.51	19.93
最大株主持株比率(%)	100	32.80	50.00	53.34	52.55	59.60	75.80	8.79
金融機関持株比率(%)	100	0.20	5.36	9.80	8.89	13.07	33.64	6.33
海外法人持株比率(%)	100	0.00	0.14	3.87	0.94	5.10	37.95	6.60
役員持株比率(%)	100	0.00	0.10	0.67	0.28	0.45	14.59	1.87
PBR(倍)	94	0.27	0.55	1.48	0.71	1.04	35.03	3.79
PER(倍)	2	14.24	14.88	15.52	15.52	16.16	16.80	1.81
売上高規模(百万円、正規化)	100	-0.53	-0.46	0.01	-0.33	0.04	4.20	0.88
連結子会社数(社、正規化)	100	-0.58	-0.47	-0.02	-0.37	0.24	3.46	0.73
役員数(名、正規化)	100	-1.55	-0.60	0.20	0.12	0.84	4.20	1.11
売上高規模(百万円)	100	3,290.00	20,300.00	126,000.00	48,400.00	131,000.00	1,070,000.00	198,000.00
役員数(名)	100	6.00	10.00	13.31	13.00	16.00	30.00	4.62
連結子会社数(社)	100	1.00	3.00	11.60	5.00	16.50	77.00	13.80

業績不振非上場化企業(親会社)(ダミー変数1)								
	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu.	Max	Std Dev.
売上高成長率 (%)	75	-19.49	-7.85	0.51	-0.76	5.22	30.93	10.61
営業利益率 (%)	76	-3.08	2.34	4.29	3.67	5.78	22.60	3.84
投融資効率 (%)	75	0.10	0.82	1.30	1.20	1.53	3.08	0.65
総資産回転率 (%)	75	20.30	63.50	92.30	83.10	106.00	300.80	48.50
売上高現預金比率 (%)	75	2.72	5.52	9.99	9.08	12.72	32.49	5.94
キャッシュフロー総資産比率 (%)	75	-23.79	2.34	4.06	4.52	6.58	14.04	4.60
留保利益配当比率 (%)	74	-51.36	0.00	4.73	1.73	4.76	179.31	23.93
配当性向 (%)	51	0.00	20.70	40.10	32.70	47.80	150.40	30.50
有利子負債依存度 (%)	75	0.00	18.30	36.00	31.70	53.50	88.00	20.70
最大株主持株比率 (%)	76	3.47	5.19	8.40	6.59	8.71	33.31	5.96
金融機関持株比率 (%)	76	16.90	31.00	39.60	38.60	49.50	64.10	12.10
海外法人持株比率 (%)	76	0.66	8.81	18.82	16.85	26.36	57.35	13.17
役員持株比率 (%)	76	0.01	0.02	1.09	0.08	0.39	26.70	4.34
PBR (倍)	56	0.40	1.05	1.87	1.46	2.47	4.50	1.18
PER (倍)	54	4.21	17.70	55.09	28.76	51.43	616.75	99.33
売上高規模 (百万円、正規化)	76	-0.69	-0.62	0.05	-0.42	0.22	4.16	1.08
連結子会社数 (社、正規化)	76	-0.86	-0.69	0.07	-0.41	0.41	3.39	1.11
役員数 (名、正規化)	76	-0.99	-0.68	-0.05	-0.37	-0.06	4.60	1.11
売上高規模	76	131,000.00	397,000.00	3,010,000.00	1,170,000.00	3,660,000.00	19,000,000.00	4,180,000.00
連結子会社数 (社)	74	18.00	43.50	242.60	126.50	326.30	1,078.00	283.10
役員数 (名)	76	10.00	13.00	19.10	16.00	19.00	64.00	10.70

業績不振非上場化企業(親会社)(ダミー変数0)								
	Obs	Min	1st Qu.	Mean	Median	3rd Qu.	Max	Std Dev.
売上高成長率 (%)	99	-36.33	-9.07	-2.34	-2.77	4.98	73.56	13.93
営業利益率 (%)	100	-8.43	1.54	3.47	3.09	5.62	15.96	4.00
投融資効率 (%)	96	0.00	0.97	1.37	1.22	1.78	2.85	0.58
総資産回転率 (%)	96	25.90	65.90	92.10	92.90	112.00	173.20	34.40
売上高現預金比率 (%)	96	1.35	5.82	9.26	7.95	10.83	35.87	6.21
キャッシュフロー総資産比率 (%)	96	-9.22	2.45	4.36	4.89	6.43	11.03	3.14
留保利益配当比率 (%)	96	-76.88	1.34	2.49	2.71	3.99	23.90	9.72
配当性向 (%)	65	0.00	22.50	72.80	32.90	71.60	900.80	124.50
有利子負債依存度 (%)	96	8.80	21.00	34.90	32.90	46.00	66.70	15.90
最大株主持株比率 (%)	100	3.74	5.24	9.67	6.93	8.63	54.11	10.62
金融機関持株比率 (%)	100	17.00	33.00	39.10	40.00	46.40	54.30	9.80
海外法人持株比率 (%)	100	0.15	11.62	19.88	20.70	26.93	68.54	11.93
役員持株比率 (%)	100	0.00	0.02	0.27	0.06	0.12	8.82	0.99
PBR (倍)	80	0.23	0.91	1.39	1.27	1.83	3.77	0.65
PER (倍)	64	4.02	21.43	64.67	31.64	68.11	646.50	97.02
売上高規模 (百万円、正規化)	100	-0.71	-0.61	-0.04	-0.41	0.32	4.56	0.95
連結子会社数 (社、正規化)	100	-0.80	-0.61	-0.07	-0.35	-0.07	3.35	0.91
役員数 (名、正規化)	100	-1.40	-0.58	0.04	-0.16	0.36	3.36	0.92
売上高規模	100	49,300.00	432,000.00	2,680,000.00	1,210,000.00	4,050,000.00	20,500,000.00	3,680,000.00
連結子会社数 (社)	100	14.00	62.80	198.90	127.50	200.50	1,069.00	231.30
役員数 (名)	100	6.00	14.00	19.92	18.00	23.00	52.00	8.89

### 5.2.2.2 株主価値に関する分析

株主価値に関する分析に関しては、イベントスタディを実施する。イベントスタディに際しては、第4章と同様に下記のマーケットモデルを構築し、発表日の150営業日前から31営業日前を推定ウィンドウとして $\alpha_i$ 、 $\beta_i$ を推定する。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (5-1)$$

ただし、 $R_{it}$ は対象企業  $i$  の  $t$  日における日次株式リターン、 $R_{mt}$ は TOPIX の  $t$  日における日次リターン、 $\epsilon_{it}$ は誤差項を示す。

上記マーケットモデル式から、非上場化公表日とその前後の計3日間をイベントウィンドウとして正常リターン（イベントがなかった場合の期待リターン）を推定し、実際のリターンとの差を求めることでイベントによって生じた超過リターン（Abnormal Return: AR）を推定する。この3日間の超過リターンを合計し、累積超過リターン（Cumulative Abnormal Return: CAR）を算出する。また、より長期の株式動向をみるため、イベントウィンドウを前後10日間に拡大し、イベント前10日間およびイベント後10日間のCARについても測定する。

イベントスタディの対象としたのは、上記に掲げた財務指標に関する分析を行った171社およびその親会社、さらにそれらを合計したグループの株式時価総額である。親会社および子会社の株式時価総額のデータは日経 Needs Financial Quest から取得する。これらについて、非上場化を公表した時点における子会社の株式時価総額動向、同じく親会社の株式時価総額動向、および両者を合計した株式時価総額動向をグループ株式時価総額動向として分析を行う。

最初に、親子上場解消を伴う非上場化のアナウンスメント効果を見るために、全サンプルについて公表日前後3日間のAR、およびそのCARに関する平均値がゼロであることを帰無仮説とする  $t$  検定を実施する。また、頑健性を見るために中央値に対するウィルコクソン符号付順位検定についてもあわせて行う。また、第3章でみたような我が国の様々な環境変化を考えると、今回対象とした2000年から2012年という長期間に、親子上場の解消というイベントに対する反応が変化していることも考えられる。したがって、ここでは会社法の制定があった2005年を境として株式市場の反応に変化がみられるかどうかについても検証する。ここでは、2005年以降の企業群（105社）と2004年以前の企業群（66社）の二群の差について、両群に差はないことを帰無仮説とし、平均値に関する  $t$  検定に加えて中央値に関するウィルコクソン符号付順位検定を行う。

次に、業況維持企業群（A群）のうちB群以外の企業群、リストラクチャリング企業群（B群）、業績不振企業群（C群）に関し、それぞれの非上場化公表前後3日間のAR、およびそのCARに関する平均値がゼロであることを帰無仮説とする  $t$  検定を実施する。なお、リストラクチャリング企業群については組織改編企業と事業再編企業に分けて実施し、ま

たそれらの企業群と、親子上場解消以外のリストラクチャリングを行わなかった企業群との間についても、それぞれの非上場化公表前後3日間のAR、およびそのCARに関し、両群に有意な差はないことを帰無仮説として平均値に関するt検定および中央値に関するウィルコクソン符号付順位検定を行う。

### 5.3 分析結果

#### 5.3.1 財務指標に関する分析

##### 5.3.1.1 親子上場解消企業全般に見られる特性

全サンプルに関し、研究対象期間中に親子上場を解消したサンプル企業群と、同時期に上場を維持していたコントロール企業群との間で、「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）」「価値移転仮説」「アンダーバリュース解消仮説」「エージェンシーコスト解消仮説」の各仮説を表す代理変数の平均値および中央値に関するt検定およびウィルコクソン符号付順位検定を行った結果を表5-6に示す。また、サンプル企業群をダミー変数1、コントロール企業群をダミー変数0としてロジット分析を適用した結果を表5-7に示す。なお、\*\*\*は1%水準で有意、\*\*は5%水準で有意、\*は10%水準で有意を示し、以下の図表も同様である。

表 5-6 親子上場解消企業と上場維持企業との財務指標比較 (全体)

指標	t検定				ウィルコクソン符号付順位検定			
	平均値		t値	p値	中央値		z値	p値
	親子上場解消	上場維持			親子上場解消	上場維持		
売上高成長率 (%)	-1.365	2.024	-2.434 **	0.015	-0.629	0.711	-2.044 **	0.041
営業利益率 (%)	2.574	4.550	-3.548 ***	0.000	2.553	3.560	-3.500 ***	0.001
投融資効率 (%)	1.164	1.042	1.090	0.276	0.724	0.686	0.701	0.483
総資産回転率 (%)	125.600	122.110	0.677	0.499	110.200	109.760	-0.052	0.959
売上高現預金比率 (%)	11.303	10.302	1.044	0.297	6.251	7.405	-1.521	0.128
キャッシュフロー総資産比率 (%)	2.694	5.050	-3.930 ***	0.000	4.075	5.510	-3.550 ***	0.000
留保利益配当比率 (%)	2.822	2.860	0.995	0.321	1.885	2.760	-2.225 **	0.026
配当性向 (%)	65.900	44.100	1.496	0.137	25.900	27.500	0.274	0.784
有利子負債依存度 (%)	20.840	21.720	-0.532	0.595	12.710	15.540	-0.927	0.354
親会社持株比率 (%)	53.200	50.200	2.827 ***	0.005	52.400	51.600	2.155 **	0.031
金融機関持株比率 (%)	10.100	12.730	-4.130 ***	0.000	8.940	10.600	-3.279 ***	0.001
海外法人持株比率 (%)	5.890	4.470	2.450 **	0.015	2.950	2.100	2.269 **	0.023
役員持株比率 (%)	0.388	0.888	-3.234 ***	0.001	0.150	0.250	-5.638 ***	0.000
PBR (倍)	4.855	5.756	-0.676	0.499	0.987	1.107	0.091	0.928
PER (倍)	23.179	42.130	-1.360	0.174	14.806	13.500	0.056	0.955
売上高規模 (百万円、正規化)	-0.006	-0.030	0.337	0.736	-0.282	-0.262	-1.138	0.255
連結子会社数 (社、正規化)	-0.178	-0.043	-2.081 **	0.038	-0.411	-0.287	-5.895 ***	0.000
役員数 (名、正規化)	-0.120	0.110	-2.986 ***	0.003	-0.337	-0.061	-3.267 ***	0.001

表 5-7 親子上場解消企業に関するロジット分析 (全体)

Coefficient	Value	Std. Error	t value
(Intercept)	-1.235	0.786	-1.571
売上高成長率 (%)	-0.009	0.007	-1.272
営業利益率 (%)	-0.037	0.031	-1.206
投融資効率 (%)	0.058	0.068	0.861
総資産回転率 (%)	-0.002	0.002	-0.741
売上高現預金比率 (%)	0.000	0.013	-0.026
キャッシュフロー総資産比率 (%)	-0.044	0.036	-1.226
留保利益配当比率 (%)	0.010	0.011	0.959
配当性向 (%)	0.002	0.002	1.359
有利子負債依存度 (%)	-0.001	0.007	-0.127
親会社持株比率 (%)	0.033	0.010	3.211 ***
金融機関持株比率 (%)	-0.035	0.019	-1.859 *
海外法人持株比率 (%)	0.037	0.021	1.741 *
役員持株比率 (%)	-0.346	0.161	-2.155 **
PBR (倍)	-0.006	0.009	-0.671
PER (倍)	-0.003	0.004	-0.729
売上高規模 (百万円、正規化)	0.140	0.116	1.209
役員数 (名、正規化)	-0.153	0.121	-1.267

これらの分析の結果から、以下の点が裏付けられた。まず、持株割合に関して、いずれの分析においても海外法人持株比率が有意に高い一方で、金融機関と役員持株比率は有意に低かった。これは、上場リスク回避仮説（持株割合）を支持する結果である。一方、親会社の持株比率も有意に高かった。このことは、親会社が強いコントロール権を有する

一方、物言う株主との利害対立が存在し、その結果として非上場化を志向する可能性を示している。

売上高成長率や営業利益率に関する平均値および中央値は、サンプル企業群の方がコントロール企業群よりも有意に低く、親子上場解消企業全体では低成長、低収益な状況にあることが明らかとなった。第3章においてMBO実施企業においては上場リスク回避仮説（効率性）が成り立っていなかったものの、第2章において非上場化企業全般に関して説得力を持っていた原因は、これら親子上場企業の特徴が表れていたものとみることができる。ただし、ロジット分析の結果からは、売上高成長率や営業利益率に関して有意な結果は得られず、また投融資効率や総資産回転率に関してはいずれの分析においても有意性が示されなかったことから、上場リスク回避仮説（効率性）に対する支持は得られなかった。

キャッシュフロー総資産比率に関する平均値および中央値、留保利益配当比率に関する中央値は、サンプル企業群の方がコントロール企業群よりも有意に低く、また売上高現預金比率および配当性向に関しては有意な結果とならなかった。また、いずれの指標もロジット分析においては有意ではなかったことから、MBO案件では説明力を有したエージェンシーコスト削減仮説が、親子上場解消案件については成り立っていないことが明らかとなった。同様に、価値移転仮説に関しても、留保利益配当比率および配当性向は説明力を持たず、親会社持株比率のみが仮説と整合する結果となった。

PER、PBRに関してはいずれの分析でも有意な差は得られず、アンダーバリュ解消仮説を支持する結果とはならなかった。規模に関する変数については、売上高規模について有意な結果は得られなかったものの、連結子会社数では平均値および中央値ともに有意に低く、傾向としては親子上場解消企業の小ささを示した。役員数の平均値および中央値の有意な低さも考え合わせると、子会社の役員数が少なく会社の規模が小さい場合、親会社が意思決定に関与して親子上場解消を働きかけやすいといった可能性が考えられる。

### 5.3.1.2 業績維持企業における特性

親子上場解消企業の属性をより明確に分けて仮説の成り立ち具合を示すため、上記全サンプルの中から、業績維持企業群（A群）にあたる企業131社、262件を抜き出して同様の分析を行った。すなわち、業績不振群（C群）を除去して親子上場解消企業の特徴をみたものである。平均値および中央値の差を表5-8に、ロジット分析を行った結果を表5-9に示す。

表 5-8 親子上場解消企業と上場維持企業との財務指標比較（業績維持企業）

指標	t検定				ウィルコクソン符号付順位検定			
	平均値		t値	p値	中央値		z値	p値
	上場解消	上場維持			上場解消	上場維持		
売上高成長率(%)	0.075	3.210	-2.175 **	0.030	0.229	1.710	-2.164 **	0.031
営業利益率(%)	3.550	5.490	-3.102 ***	0.002	3.080	4.010	-3.125 ***	0.002
投融資効率(%)	1.236	1.040	1.440	0.151	0.735	0.667	1.178	0.239
総資産回転率(%)	132.100	122.600	1.604	0.109	115.300	110.700	1.437	0.151
売上高現預金比率(%)	10.244	9.942	0.288	0.773	5.612	7.114	-1.122	0.262
キャッシュフロー総資産比率(%)	5.030	5.680	-1.198	0.231	5.550	5.860	-1.672 *	0.095
留保利益配当比率(%)	4.660	2.910	1.559	0.120	2.710	2.850	-0.004	0.997
配当性向(%)	557.700	63.200	1.582	0.116	27.700	27.400	1.482	0.138
有利子負債依存度(%)	16.060	20.050	-2.334 **	0.020	9.050	13.870	-2.418 **	0.016
親会社持株比率(%)	53.300	50.700	2.104 **	0.036	53.100	52.400	2.178 **	0.029
金融機関持株比率(%)	9.780	12.100	-3.275 ***	0.001	8.480	9.940	-3.240 ***	0.001
海外法人持株比率(%)	6.040	4.590	2.318 **	0.021	3.370	2.280	3.296 ***	0.001
役員持株比率(%)	0.373	0.942	-2.973 ***	0.003	0.180	0.280	-4.231 ***	0.000
PBR(倍)	30.790	56.120	-1.360	0.176	17.570	17.300	-0.261	0.794
PER(倍)	1.597	1.975	-0.869	0.386	0.942	0.932	-0.258	0.796
売上高規模(百万円、正規化)	0.011	-0.048	0.688	0.492	-0.274	-0.290	-0.241	0.810
連結子会社数(社、正規化)	-0.225	-0.107	-1.584	0.114	-0.473	-0.287	-5.959 ***	0.000
役員数(名、正規化)	-0.092	0.142	-2.620 ***	0.009	-0.337	-0.061	-2.824 ***	0.005

表 5-9 業績維持企業に関するロジット分析

Coefficients	Value	Std. Error	t value
(Intercept)	-0.997	0.841	-1.185
売上高成長率(%)	-0.008	0.008	-0.927
営業利益率(%)	-0.071	0.036	-1.947 *
投融資効率(%)	0.087	0.072	1.199
総資産回転率(%)	-0.002	0.003	-0.879
売上高現預金比率(%)	0.009	0.015	0.631
キャッシュフロー総資産比率(%)	-0.030	0.037	-0.828
留保利益配当比率(%)	0.012	0.011	1.087
配当性向(%)	0.002	0.002	1.507
有利子負債依存度(%)	-0.005	0.008	-0.659
親会社持株比率(%)	0.032	0.011	2.930 ***
金融機関持株比率(%)	-0.034	0.020	-1.695
海外法人持株比率(%)	0.046	0.023	2.017 **
役員持株比率(%)	-0.384	0.196	-1.959 *
PBR(倍)	-0.009	0.005	-1.705 *
PER(倍)	0.032	0.045	0.711
売上高規模(百万円、正規化)	0.241	0.164	1.468
連結子会社数(社、正規化)	-0.143	0.168	-0.850
役員数(名、正規化)	-0.128	0.126	-1.014

親子上場解消企業全体において見られた低成長、低収益の傾向は、業績不振企業群を除いても引き続き確認された。業績維持企業群についても売上成長率や営業利益率の平均値および中央値が有意に低く、ロジット分析においても営業利益率が負の有意性を示した。

なお、親子上場解消企業群全体に関しては有意に低かったキャッシュフロー総資産比率は、業績維持企業群に関しては、平均値について弱い有意性を示したに留まった。

一方、財務状況に関しては、有利子負債依存度が有意に低いという傾向が業績維持企業群の特徴として認められた。これは、親子上場解消企業群全体に関しては認められなかった特徴である。このことは、全体から除去した業績不振企業群が相対的に高い有利子負債依存度を持つことを示唆しており、業績維持企業群と業績不振企業群を層別して分析する必要があることが確認された。

また、持株状況に関しては、親子上場解消企業群全体と同様に、平均値および中央値の分析とロジット分析の双方で親会社持株比率は有意に高く、役員持株比率については有意に低い結果となった。海外法人持株比率は、業績維持企業群においてはより強い正の有意性を示した。一方、金融機関持株比率は平均値および中央値の分析においては有意に低かったが、ロジット分析においては低い傾向を示したものの、親子上場解消企業群全体とは異なり、有意な結果までは得られなかった。また、親子上場解消企業群全体と同様に、配当性向や留保利益配当比率、PBR や PER に関しては有意な結果が得られなかった。

連結子会社数や役員数については、連結子会社数の平均値が親子上場解消企業群全体と異なり有意性を示さなかった一方、役員数は業績維持企業群に関しても同様に、平均値および中央値の分析において有意に低い結果が得られた。ただし、いずれもロジット分析では有意性は示されなかった。また、売上高規模についてはいずれの分析においても有意な結果を示さなかった。

これらの結果は、第4章でみた通りエージェンシーコスト削減仮説が当てはまりの良い状況を示した MBO 実施企業群とは異なる結果であり、同じ非上場化であっても、MBO の実施と親子上場の解消は異なる要因により、異なる特性を持つ企業が行っていることを示している。エージェンシーコスト削減仮説が、株主と経営者とのキャッシュフローを巡る対立によるエージェンシーコストの増大を背景とした仮説であることを考えると、MBO の実施は経営陣側が非上場化を通じてエージェンシーコストの削減を図ろうとするものである一方、親子上場の解消は多数株主である親会社側が非上場化の実質的な意思決定に関与していることが多いと思われることから、こうした違いは首肯できるものである。一方、これらの結果に最も当てはまりの良い仮説は上場リスク回避仮説（株主構成）であることが明らかになった。ただし、親子上場に関しては、業績維持企業であるか否かのほかに、リストラクチャリングを行っているかどうかについても層別を行ったうえで仮説の当ては

まり状況を考える必要があると思われる。

### 5.3.1.3 リストラクチャリングが行われる企業の特性

業績維持企業群の特徴をより明らかにするために、組織再編（事業再編を含む）もしくは事業再編（組織再編は含まない）のいずれかのリストラクチャリングを行った企業と、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企業とに分けて分析を行った。それぞれについて非上場化に関するサンプル企業群をダミー変数1、コントロール企業群をダミー変数0としてロジット分析を適用した結果を表5-10に示す。

表 5-10 非上場化に伴うリストラクチャリングの有無に関するロジット分析

組織改編・事業再編を伴わない非上場化				組織改編もしくは事業再編を伴う非上場化			
Coefficients	Value	Std. Error	t value	Coefficients	Value	Std. Error	t value
(Intercept)	-0.399	1.203	-0.332	(Intercept)	-1.557	1.581	-0.985
売上高成長率(%)	-0.002	0.010	-0.150	売上高成長率(%)	-0.021	0.016	-1.310
営業利益率(%)	-0.109	0.051	-2.152 **	営業利益率(%)	-0.056	0.068	-0.825
投融資効率(%)	0.136	0.087	1.566	投融資効率(%)	0.122	0.212	0.572
総資産回転率(%)	-0.005	0.004	-1.297	総資産回転率(%)	0.001	0.005	0.209
売上高現預金比率(%)	0.016	0.022	0.741	売上高現預金比率(%)	0.005	0.025	0.212
キャッシュフロー総資産比率(%)	-0.045	0.059	-0.763	キャッシュフロー総資産比率(%)	-0.029	0.051	-0.580
留保利益配当比率(%)	0.019	0.019	1.021	留保利益配当比率(%)	-0.002	0.024	-0.103
配当性向(%)	0.003	0.002	1.426	配当性向(%)	0.005	0.004	1.316
有利子負債依存度(%)	-0.009	0.012	-0.814	有利子負債依存度(%)	-0.008	0.012	-0.677
親会社持株比率(%)	0.022	0.015	1.485	親会社持株比率(%)	0.044	0.020	2.240 ***
金融機関持株比率(%)	-0.060	0.030	-1.969 **	金融機関持株比率(%)	-0.007	0.031	-0.209
海外法人持株比率(%)	0.131	0.040	3.281 ***	海外法人持株比率(%)	-0.035	0.039	-0.898
役員持株比率(%)	-0.242	0.209	-1.158	役員持株比率(%)	-1.071	0.688	-1.556
PBR(倍)	0.189	0.121	1.560	PBR(倍)	0.033	0.089	0.376
PER(倍)	-0.014	0.008	-1.802 *	PER(倍)	-0.007	0.008	-0.917
売上高規模(百万円、正規化)	0.581	0.333	1.743 *	売上高規模(百万円、正規化)	-0.009	0.230	-0.037
連結子会社数(社、正規化)	-0.771	0.392	-1.966 **	連結子会社数(社、正規化)	0.123	0.252	0.489
役員数(名、正規化)	-0.126	0.194	-0.651	役員数(名、正規化)	-0.210	0.203	-1.037

この結果からは、非上場化以外のリストラクチャリングを行わなかった企業と、組織改編・事業再編といったリストラクチャリングを伴う非上場化を行った企業とでは、その特性に顕著な違いがあることが見てとれる。前者においては、営業利益率が負で有意な結果を示しており、全般的に収益性が低いが、財務的な問題は多くないといった状況が推定できる。売上高規模が大きい一方で連結子会社数が有意に低いといった点も、バランスシート上に大きな問題がないシンプルな組織構造であることを示している可能性がある。ただし、これら損益状況や財務状況に関して有意となった代理変数は、仮説において設定したのとはまちまちな方向を示し、いずれの仮説に関しても支持する結果とはならなかった。

一方、持株比率に関しては顕著な傾向が表れた。海外法人持株比率が顕著に正の有意性を示している一方、金融機関の持株比率は負で有意であり、また役員持株比率も有意ではないながら低い傾向を示している。これらは上場リスク回避仮説（株主構成）を支持する結果であり、親子上場解消企業全体を見た際にも観察されたこれらの傾向は、業績維持企業のうち親子上場解消というリストラクチャリング以外に追加的なリストラクチャリングを行わなかった企業における特性であることが明らかとなった。このことは、業績不振によって子会社を緊急避難的に非上場化させる必要もなく、リストラクチャリングを行う意向もない場合に親子上場解消が企図される場合には、株主構成が不安定で金融機関など安定的な株主が少ない中で外国人投資家など物言う株主の圧力が強く、そうした圧力を嫌って上場子会社の非上場化が行われる可能性を示している。親子上場企業全体や業績維持企業全体では正で有意であった親会社持株比率が、この群に関しては有意でないことも、株主構成の不安定性を示しており、上場リスク回避仮説（株主構成）と整合的である。

一方、組織改編もしくは事業再編といったリストラクチャリングを行った企業では結果が異なった。親会社持株比率が正で有意である一方、海外法人持株比率、役員持株比率はともに低く、上場リスク回避仮説（株主構成）とは逆の結果となっている。すなわち、親子上場解消企業群は、物言う株主との利害対立が存在する不安定な株主構成の企業群（＝組織改編・事業再編を行っていない群）と、親会社のコントロール権が比較的強い企業群（＝組織改編もしくは事業再編を行った群）とに分けて考えるべきであったことが明らかとなった。前者に関しては、上場リスク回避仮説（株主構成）が支持される結果となり、親子上場解消以外にリストラクチャリングを行わない企業が非上場化するのには、株主構成の不安定さからくる上場リスクを逃れたいという意図がある可能性が示された。

一方、組織改編もしくは事業再編を行った群に関しては、表 5-10 の結果だけではその特徴が明らかではない。したがって、この群をさらに組織改編（事業再編を含む）を行った企業と、事業再編のみを行った企業に分け、これらを別々に分析した。結果は表 5-11 の通りである。

表 5-11 組織改編を行った企業と事業再編を行った企業に関するロジット分析

組織改編(事業再編を含む)を伴う非上場化				事業再編のみを伴う非上場化			
Coefficients	Value	Std. Error	t value	Coefficients	Value	Std. Error	t value
(Intercept)	-0.119	2.328	-0.051	(Intercept)	-9.785	4.395	-2.226
売上高成長率(%)	-0.042	0.029	-1.420	売上高成長率(%)	-0.005	0.024	-0.218
営業利益率(%)	-0.293	0.171	-1.716 *	営業利益率(%)	0.084	0.214	0.391
投融資効率(%)	-0.241	0.391	-0.617	投融資効率(%)	0.241	0.387	0.623
総資産回転率(%)	-0.010	0.009	-1.067	総資産回転率(%)	0.023	0.013	1.793 *
売上高現預金比率(%)	0.088	0.060	1.456	売上高現預金比率(%)	0.023	0.049	0.464
キャッシュフロー総資産比率(%)	0.246	0.164	1.500	キャッシュフロー総資産比率(%)	-0.232	0.178	-1.305
留保利益配当比率(%)	0.400	0.163	2.460 ***	留保利益配当比率(%)	-0.014	0.034	-0.418
配当性向(%)	-0.014	0.008	-1.630	配当性向(%)	0.012	0.016	0.800
有利子負債依存度(%)	-0.005	0.020	-0.263	有利子負債依存度(%)	-0.018	0.027	-0.677
親会社持株比率(%)	0.019	0.029	0.658	親会社持株比率(%)	0.169	0.059	2.845 ***
金融機関持株比率(%)	-0.064	0.058	-1.101	金融機関持株比率(%)	0.010	0.059	0.167
海外法人持株比率(%)	-0.065	0.074	-0.877	海外法人持株比率(%)	-0.142	0.093	-1.534
役員持株比率(%)	-1.080	0.588	-1.836 *	役員持株比率(%)	-4.383	2.071	-2.116 **
PBR(倍)	0.013	0.104	0.129	PBR(倍)	0.275	0.476	0.577
PER(倍)	0.009	0.012	0.760	PER(倍)	-0.019	0.026	-0.760
売上高規模(百万円、正規化)	-0.033	0.283	-0.115	売上高規模(百万円、正規化)	-1.319	1.544	-0.854
連結子会社数(社、正規化)	0.123	0.347	0.356	連結子会社数(社、正規化)	-1.416	1.262	-1.122
役員数(名、正規化)	1.085	0.465	2.331 ***	役員数(名、正規化)	-0.859	0.498	-1.725 *

組織再編を行った企業群では、営業利益率が負で有意であり、売上高成長率なども低い。このことは上場リスク削減仮説（効率性）と整合的である。投融資効率や総資産回転率については有意な結果が得られなかったものの、業務効率の悪さを示す役員数は正で有意であり、この点も同仮説を支持する結果となっている。一方で、リストラクチャリングを行っていない企業群に見られたような上場リスク回避仮説（株主構成）を支持するような結果は見られない。また、物言う株主からの圧力や利害対立も見られない一方で、親会社の持株比率も高いとは言えず、親会社のコントロールはそれほど強くない可能性がある。こうした中で留保利益配当率は正の有意性を示している。このことは、事業の成長性や収益性に大きな期待が見られない企業でありながら、内部に蓄積した利益を株主に還元することには積極的ではなく、しかも内部で役員数が多いなど効率の悪い状況にある子会社に対して、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といった可能性を示すものである。子会社にとっては、比較的独立性を保っていた、しかしそのために効率性が悪くなっていた状況を親会社によって変化させられる状況が生まれているといえよう。

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、収益性については有意な差は見られないもののむしろ好調さを示す傾向にあり、総資産回転率なども正で有意の値を示しており、コントロール群に比べても良好な結果となった。持株状況では親会社

の持株比率が突出して正の有意を示している。役員数が負で有意なことの影響もあってか役員持株比率も有意に低く、また海外法人持株比率も有意ではないものの低いことから、全般的に迅速に再編を進めやすい株主構成になっているといえる。事業再編を行った企業群では、上場リスク回避仮説（株主構成）で用いた変数が仮説とほぼ逆の動きを示しているが、このことは利害対立が無い、もしくは少ないことが、特に親会社持株比率が高いような企業において、企業の事業再編を促す結果になっていることを示す。親会社持株比率の高さは価値移転仮説と整合的であるが、事業再編のみを行った企業については、配当性向の低さや留保利益配当比率の高さといった兆候は見られなかった。これらの結果からは、比較的良好な状況にある子会社において、親会社が既に強いコントロール権を確立しており、スピーディーな意思決定が可能となっている状況下では、リストラクチャリングといっても、子会社の消滅を前提とするような組織改編ではなく、親会社からの経営資源の供与のような、グループ全体の価値向上につながる事業再編が実施されていることが考えられる。

総じて、親会社が何らかのリストラクチャリングを企図して非上場化を行うといったリストラクチャリング仮説が支持されたものの、その意図するところは組織再編を行うか、事業再編のみを進めるかによって大きく異なっていることが明らかとなった。前者の場合には子会社に蓄積された価値を、あまり支配権の強くない親会社が非上場化という事象を通じて移転しようとしている可能性がある。一方、後者の場合には、子会社の状況はより良好であり、強い支配力を持つ親会社がグループ全体のさらなる価値向上を目指して非上場化を行うといった、より前向きな意図が中心となっている可能性がある。

#### 5.3.1.4 業績不振企業が救済される場合

次に、業績不振企業群（C 群）に関して財務的特性を分析した結果を示す。サンプル企業群とコントロール企業群に関して、各代理変数の平均値および中央値に関する t 検定およびウィルコクソン符号付順位検定を行った結果を表 5-12 に示す。なお、業績不振企業に関しては、配当性向、PER および PBR に欠損値が多いため分析から省いた。

表 5-12 親子上場解消企業と上場維持企業との財務諸表比較（業績不振企業）

指標	t検定			ウィルコクソン符号付順位検定			p値	
	平均値		t値	中央値	z値	p値		
	上場解消	上場維持						
売上高成長率(%)	-6.130	-1.980	-1.150	0.251	-7.840	-1.850	-1.620	0.105
営業利益率(%)	-0.699	1.390	-1.960 *	0.052	0.179	1.870	-3.240 ***	0.001
投融資効率(%)	0.926	1.049	-0.715	0.476	0.649	0.753	-0.995	0.320
総資産回転率(%)	104.100	120.500	-1.650	0.101	99.500	103.700	-2.470 **	0.013
売上高現預金比率(%)	14.806	11.519	1.490	0.138	8.685	8.664	1.120	0.264
キャッシュフロー総資産比率(%)	-5.150	2.945	-5.220 ***	0.000	-1.100	3.904	-6.060 ***	0.000
留保利益配当比率(%)	51.116	2.720	0.916	0.362	0.000	2.430	-3.760 ***	0.000
有利子負債依存度(%)	36.600	27.400	2.390 **	0.018	36.600	23.600	2.350 **	0.019
親会社持株比率(%)	53.100	48.600	2.100 **	0.038	51.000	50.300	1.530	0.127
金融機関持株比率(%)	11.190	14.820	-2.620 ***	0.010	10.870	12.140	-2.560 **	0.011
海外法人持株比率(%)	5.360	4.073	0.934	0.352	1.940	1.595	0.233	0.816
役員持株比率(%)	0.434	0.707	-1.340	0.184	0.080	0.205	-3.140 ***	0.002
売上高規模(百万円、正規化)	-0.087	0.007	-1.030	0.304	-0.304	-0.173	-2.380 **	0.017
連結子会社数(社、正規化)	-0.036	0.119	-1.410	0.160	-0.256	-0.132	-0.624	0.532
役員数(名、正規化)	-0.217	0.006	-1.470	0.145	-0.337	-0.199	-2.130 **	0.033

親子上場解消企業全体において見られた低成長、低収益の傾向は、業績不振企業群においてはより顕著に表れた。売上高成長率は有意ではないものの低く、営業利益率やキャッシュフロー総資産比率は顕著に負の有意性を示した。また、有利子負債依存度は有意に高く、業績不振企業群における財務の困難さが親子上場解消企業全体を見た場合の結果に影響していることが改めて確認され、業績維持企業群と業績不振企業群を層別して分析する必要性があることが示された。このことは、留保利益配当比率についても同様であり、親子上場解消企業全体を見た場合の結果において同指標が負の有意性を示したのは、業績不振企業において株主に対する還元が十分にできていない可能性が影響していることが示された。一方、金融機関持株比率が有意に低く、役員数が有意に少ないといった特徴は、業況を問わず親子上場解消企業全体に共通することも確認された。

上記の結果からは、業績不振に該当する親子上場解消企業群が同一業種において資産規模が近い企業群と比較した場合にどのような特徴を持つのかということが示された。一方、同じ業績不振企業でありながら、ここで採り上げたように親子上場解消を通じて業績不振の子会社を非上場化させる親会社もある一方で、業績不振の子会社の上場を維持する親会社も存在する。この違いはどこからくるのだろうか。業績不振企業救済仮説が成り立つならば、業績不振企業のうち、より財務の柔軟性が失われた状態にあり、緊急避難が必要な子会社が非上場化されるだろう。また、その際には規模が小さく非上場化を実施するための資金が少なく済む方が非上場化は行いやすく、また親会社が健全であるほどその実行は容易だろう。この点を検証するためには、同じように外的要件で債務超過もしくは二期

連続赤字といった業績不振状態に該当しながら上場を維持している企業群との比較を行う必要がある。したがって、前掲の表 5-4 に掲げた企業群に関して、同様に各代理変数の平均値および中央値に関する t 検定およびウィルコクソン符号付順位検定を行った。結果を表 5-13 に示す。

表 5-13 業績不振の親子上場解消企業と上場維持企業との財務指標比較（子会社）

指標	t検定				ウィルコクソン符号付順位検定			
	平均値		t値	p値	中央値		z値	p値
	上場解消	上場維持			上場解消	上場維持		
売上高成長率(%)	-6.230	-6.772	0.192	0.848	-8.220	-7.863	0.345	0.730
営業利益率(%)	-0.629	-2.009	1.495	0.137	0.234	-0.796	1.154	0.249
投融資効率(%)	0.924	1.141	-1.548	0.124	0.676	0.856	-1.955 *	0.051
総資産回転率(%)	104.500	108.900	-0.482	0.630	101.900	96.300	-0.934	0.350
売上高現預金比率(%)	14.781	10.755	1.981 **	0.050	8.876	8.304	1.483	0.138
キャッシュフロー総資産比率(%)	-4.970	-1.256	-2.496 **	0.014	-1.020	0.111	-1.198	0.231
留保利益配当比率(%)	49.837	4.280	0.884	0.380	0.000	1.140	-3.490 ***	0.001
有利子負債依存度(%)	36.600	25.290	3.177 ***	0.002	36.700	22.330	2.975 ***	0.003
親会社持株比率(%)	52.500	53.340	-0.428	0.669	50.800	52.550	-0.468	0.640
金融機関持株比率(%)	11.090	9.800	1.330	0.185	10.220	8.890	0.010	0.992
海外法人持株比率(%)	5.310	3.868	1.059	0.292	2.040	0.935	0.803	0.422
役員持株比率(%)	0.423	0.666	-1.051	0.295	0.080	0.275	-3.689 ***	0.000
売上高規模(百万円、正規化)	-0.015	0.012	-0.173	0.863	-0.359	-0.331	-1.873 *	0.061
連結子会社数(社、正規化)	0.019	-0.015	0.212	0.833	-0.341	-0.368	-1.163	0.245
役員数(名、正規化)	-0.248	0.198	-3.138 ***	0.002	-0.355	0.124	-3.336 ***	0.001

業績不振である上場子会社のうち、非上場化によって救済される子会社は上場を維持し続ける業績不振企業に比べて、営業利益率に代表される収益性については有意ではないもののむしろ高く、売上高成長率も高い傾向にあり、損益状況は、上場を維持し続ける業績不振企業に比べて良好な結果であった。また、役員持株比率が中央値に関して有意に低い傾向を示すなどの傾向は見られたものの、株主構成において大きな特徴があるともいえない結果となった。

一方、有利子負債依存度に関しては非上場化を行った企業群の方が平均値および中央値のいずれにおいても有意に高く、業績不振の上場子会社の場合、非上場化を決定づけるのは損益的な要因や株価あるいは利害対立といった要素よりも、有利子負債の重さにより財務の柔軟性が失われた状況にあるかどうか依存することが明らかとなった。これは、緊急避難的な救済が行われることで企業が非上場化されるという業績不振企業救済仮説の存在を示すものである。キャッシュフロー総資産比率が平均値では有意に低く、中央値では

有意ではないが低い傾向を示していることも、有利子負債を返済するに足るキャッシュフローを生み出せていないという意味からは、同仮説に整合的な結果である。売上高現預金比率については平均値が有意に高い傾向を示しているが、このことは、相対的にキャッシュリッチであるほうが親会社の救済を受けやすいという可能性を示唆している一方で、業績が悪化し、借金返済のためのキャッシュを捻出しようと資産売却などを図った結果得た現金がたまたま手元にある状態を意味している可能性もある。

規模については、売上高規模が弱いながらも中央値について有意に低い傾向にある。これは、小規模であることが親会社における資金調達などの負担が少なく非上場化しやすいことを示しているといえる。役員数は平均値および中央値のいずれも有意に少ないが、このことも、非上場化にあたっての意思決定をスピードアップすることに影響している可能性がある。

総じて、業績不振企業については業績不振企業救済仮説を支持する結果が得られた。ついで、これらの変数に関して、サンプル企業群をダミー変数1、コントロール企業群をダミー変数0としてロジット分析を適用した。結果は表 5-14 の通りである。

表 5-14 業績不振企業に関するロジット分析（子会社）

Coefficients	Value	Std. Error	t value
(Intercept)	-1.274	1.371	-0.929
売上高成長率(%)	0.005	0.011	0.415
営業利益率(%)	0.131	0.045	2.938 ***
投融資効率(%)	-0.165	0.221	-0.746
総資産回転率(%)	0.003	0.003	0.969
売上高現預金比率(%)	0.045	0.017	2.627 ***
キャッシュフロー総資産比率(%)	-0.092	0.031	-2.977 ***
留保利益配当比率(%)	0.000	0.001	0.294
有利子負債依存度(%)	0.022	0.009	2.471 ***
最大株主持株比率(%)	-0.013	0.017	-0.755
金融機関持株比率(%)	0.037	0.034	1.118
海外法人持株比率(%)	0.020	0.021	0.954
役員持株比率(%)	-0.169	0.164	-1.030
売上高規模(百万円、正規化)	0.156	0.336	0.464
連結子会社数(社、正規化)	-0.008	0.017	-0.465
役員数(名、正規化)	-0.574	0.206	-2.788 ***

ロジット分析においては、営業利益率が正の有意性を示し、上場を維持し続ける業績不振企業に比べて、非上場化する業績不振企業の方が収益性において良好であることを裏付ける結果となった。また、株主構成において大きな特徴があるとはいえない結果も、平均

値および中央値の差の分析と同様であった。

また、有利子負債依存度に関しては正の有意性を示しており、キャッシュフロー総資産比率が負で有意、売上高現預金比率が正で有意といった結果と合わせていずれも平均値および中央値の差の分析と整合的な結果であった。非上場化を行った企業群について、有利子負債依存度が正で有意であるという結果がいずれの分析においても示されたということは、業績不振企業救済仮説への支持を裏付ける結果である。

規模については有意ではないものの、ロジット分析において連結子会社数は少ない傾向にあり、また役員数は負で有意である。シンプルな組織形態でさほど規模が大きくないことが、親会社に資金調達などの負担を大きくかけず、かつ子会社の役員数が少ないことが、親会社が救済を決める意思決定をスピードアップさせることに影響している可能性がある。

総じて、業績不振企業については業績不振企業救済仮説が顕著にあてはまったといえよう。本章で用いた各種の代理変数は、業績不振企業群については他のいずれの仮説も支持する結果とはならなかったが、業績不振企業救済仮説とは整合的な結果を見せた。

ただし、業績不振企業の救済を行うにあたっては、親会社側の状況も重要となる。そこで、救済を行う親会社側について同様の分析を行った。

まず、平均値および中央値の差の分析結果を表 5-15 に示す。

表 5-15 業績不振の親子上場解消企業と上場維持企業との財務指標比較（親会社）

指標	t検定				ウィルコクソン符号付順位検定			
	平均値		t値	p値	中央値		z値	p値
	上場解消	上場維持			上場解消	上場維持		
売上高成長率(%)	0.506	-2.340	1.531	0.128	-0.763	5.216	1.703 *	0.089
営業利益率(%)	4.290	3.470	1.374	0.171	3.670	5.780	1.349	0.177
投融資効率(%)	1.296	1.366	-0.724	0.470	1.202	1.533	-0.833	0.405
総資産回転率(%)	92.300	92.100	0.021	0.984	83.100	106.000	-0.250	0.803
売上高現預金比率(%)	9.990	9.260	0.780	0.437	9.080	12.720	0.025	0.980
キャッシュフロー総資産比率(%)	4.060	4.360	-0.472	0.638	4.520	6.580	-0.676	0.499
留保利益配当比率(%)	4.730	2.490	0.758	0.451	1.730	4.760	-0.819	0.413
配当性向(%)	40.100	72.800	-2.039 **	0.045	32.700	47.800	-2.037 **	0.042
有利子負債依存度(%)	36.000	34.900	0.370	0.712	31.700	53.500	0.177	0.860
最大株主持株比率(%)	8.400	9.670	-1.006	0.316	6.590	8.710	-0.432	0.666
金融機関持株比率(%)	39.600	39.100	0.318	0.751	38.600	49.500	0.422	0.673
海外法人持株比率(%)	18.820	19.880	-0.550	0.583	16.850	26.360	-1.085	0.278
役員持株比率(%)	1.085	0.273	1.601	0.113	0.075	0.392	2.732 ***	0.006
PBR(倍)	1.872	1.392	2.780 ***	0.007	1.460	2.465	1.870 *	0.062
PER(倍)	55.090	64.670	-0.528	0.599	28.760	51.430	-2.340 **	0.019
売上高規模(百万円、正規化)	0.048	-0.037	0.544	0.587	-0.424	0.217	-0.427	0.669
連結子会社数(社、正規化)	0.074	-0.073	0.939	0.349	-0.407	0.414	-0.329	0.742
役員数(名、正規化)	-0.049	0.037	-0.547	0.586	-0.369	-0.058	-0.415	0.679

親会社に関する財務数値の平均値および中央値の分析においては、業績不振企業を非上場化によって救済した親会社とそのまま上場維持させている親会社との間で、幾つかの有意な差が見られた。売上高成長率の中央値は非上場化を行った親会社の方が正で有意であり、営業利益率は有意な結果は得られなかったが高い傾向にある。すなわち、収益性が比較的高い親会社の子会社を救済する余裕を持っている可能性を示す。また、配当性向の平均値および中央値が有意に低く、役員持株比率の中央値が有意に高い状況は、物言う株主が少ない株主構成が、子会社救済を行いやすい状況を生んでいる可能性を示している。

このことを、さらにロジット分析を適用して分析した結果が表 5-16 である。

表 5-16 業績不振企業に関するロジット分析（親会社）

Coefficients	Value	Std. Error	t value
(Intercept)	4.872	3.805	1.280
売上高成長率(%)	0.064	0.040	1.609
営業利益率(%)	0.362	0.179	2.026 **
投融資効率(%)	0.151	0.979	0.155
総資産回転率(%)	-0.004	0.010	-0.411
売上高現預金比率(%)	-0.050	0.069	-0.726
キャッシュフロー総資産比率(%)	-0.224	0.226	-0.991
留保利益配当比率(%)	0.010	0.022	0.462
配当性向(%)	0.025	0.016	1.572
有利子負債依存度(%)	-0.079	0.035	-2.245 **
最大株主持株比率(%)	-0.710	0.246	-2.891 ***
金融機関持株比率(%)	0.181	0.057	3.193 ***
海外法人持株比率(%)	-0.260	0.085	-3.058 ***
役員持株比率(%)	0.558	0.248	2.245 **
PBR(倍)	1.449	0.659	2.198 **
PER(倍)	-0.064	0.025	-2.525 ***
売上高規模(百万円、正規化)	1.736	0.945	1.837 *
連結子会社数(社、正規化)	5.907	2.475	2.387 **
役員数(名、正規化)	-3.817	1.061	-3.599 ***

ロジット分析においては営業利益率が正の有意性を示し、成長性や収益性が比較的高い親会社が業績不振子会社を非上場化によって救済する立場をとりやすいことが明らかとなった。これは、健全な親会社ほど救済を行いやすいとする当初仮説と整合的な結果である。また、平均値および中央値の差の分析において想定した「物言う株主が少ない株主構成」は、ロジット分析においてよりはっきりと示された。役員持株比率は正で有意であり、安定株主と目される金融機関持株比率も正の有意性を示している一方、海外法人持株比率は

負で有意であり、物言う株主が少ない株主構成の存在を示唆している。こうした企業は市場からの評価はそれほど高くないことが多いが、PER が負で有意であることはそうした傾向を示している。

総じて、業績不振の上場子会社である場合には、有利子負債など財務的な負担がより重く、規模が小さいことで非上場化にあたっての親会社の資金的負担が小さいほど非上場化されやすい。また、その親会社が健全で、物言う株主が少ないほど救済が行われやすいことが示されたといえる。

## 5.3.2 株主価値に関する分析

### 5.3.2.1 親子上場解消のアナウンスメント効果

親子上場解消を行った全サンプルについて、親子上場解消による非上場化を公表した時点の株価動向についてイベントスタディを実施した。結果は表 5-17 の通りである。

表 5-17 非上場化アナウンスメント時の株式時価総額動向

子会社(全サンプル171社)							
AR		t検定			ウィルコクスン符号付順位検定		
		平均値	t値	p値	中央値	z値	p値
	Day -1	0.210	0.660	0.510	-0.016	-0.420	0.674
	Day -0	5.650	6.499 ***	0.000	1.864	5.715 ***	0.000
	Day 1	5.802	6.417 ***	0.000	0.946	4.799 ***	0.000
CAR							
	CAR.(Day-10:Day-2)	0.759	1.227	0.222	0.454	1.264	0.206
	CAR(Day-1:Day+1)	11.662	8.585 ***	0.000	11.303	7.699 ***	0.000
	CAR(Day+2:Day+10)	2.548	3.451 ***	0.001	1.011	3.282 ***	0.001
	CAR(Day-10:Day+10)	14.968	8.647 ***	0.000	12.945	7.776 ***	0.000
親会社(全サンプル171社)							
AR		t検定			ウィルコクスン符号付順位検定		
		平均値	t値	p値	中央値	z値	p値
	Day -1	-0.074	-0.395	0.694	-0.338	-0.787	0.431
	Day -0	0.022	0.100	0.920	-0.102	-0.245	0.807
	Day 1	0.518	2.045	0.042	0.153	1.522	0.128
CAR							
	CAR.(Day-10:Day-2)	0.533	1.183	0.239	0.785	1.054	0.292
	CAR(Day-1:Day+1)	0.466	1.263	0.208	-0.051	0.578	0.564
	CAR(Day+2:Day+10)	-0.203	-0.403	0.688	-0.175	-0.724	0.469
	CAR(Day-10:Day+10)	0.796	0.958	0.339	0.374	0.496	0.620
グループ(全サンプル171社)							
AR		t検定			ウィルコクスン符号付順位検定		
		平均値	t値	p値	中央値	z値	p値
	Day -1	-0.036	-0.210	0.834	-0.259	-0.934	0.350
	Day -0	0.109	0.294	0.769	-0.156	0.437	0.662
	Day 1	0.728	2.469 **	0.015	0.473	2.530 **	0.011
CAR							
	CAR.(Day-10:Day-2)	0.802	1.744 *	0.083	0.734	1.525	0.127
	CAR(Day-1:Day+1)	1.314	0.191	0.191	0.323	1.923 *	0.055
	CAR(Day+2:Day+10)	-0.294	-0.553	0.581	-0.024	-0.390	0.697
	CAR(Day-10:Day+10)	1.309	1.321	0.188	0.965	1.506	0.132

ここでは、全サンプル 171 件の子会社、親会社およびグループの株主価値について、公表日前後 3 日間の AR、およびアナウンスメント前後 10 日間の CAR に関する平均値がゼロであることを帰無仮説とする t 検定、および中央値に対するウィルコクスン符号付順位

検定を行った。その結果、子会社については、公表日前後 3 日間だけではなくその後 10 日間の CAR についても強い有意な正の超過リターンがみられ、非上場化により子会社の株主価値が上昇することが明らかになった。また、グループ全体についても、アナウンスメント直後の AR および公表日前後 3 日間の CAR は有意な正の超過リターンを示しており、同様に株主価値の上昇がみられた。一方、親会社の株主価値については有意な結果は得られなかった。このことは、非上場化の実施は、全体として対象となった上場子会社およびそれを行ったグループ全体の株主価値を高める方向に働くことを示している。

また、非上場化の時期に着目し、2005 年以降の企業群（105 社）と 2004 年以前の企業群（66 社）の二つの群について、両群に差はないことを帰無仮説とし、平均値に関する t 検定に加えて中央値に関するウィルコクソン符号付順位検定を行った。結果は表 5-18 の通りである。

表 5-18 時期別アナウンスメント効果の比較

	t検定				ウィルコクソン符号付順位検定				
	平均値				中央値				
	2005年 以降	2004年 以前	t値	p値	2005年 以降	2004年 以前	z値	p値	
<b>子会社</b>									
CAR.(Day-10:Day-2)	-0.132	2.175	-1.707 *	0.091	0.009	1.277	-1.616		0.106
CAR(Day-1:Day+1)	16.513	3.943	4.719 ***	0.000	15.247	2.610	3.430 ***		0.001
CAR(Day+2:Day+10)	3.022	1.793	0.812	0.418	1.006	1.024	1.284		0.199
CAR(Day-10:Day+10)	19.404	7.912	3.414 ***	0.001	20.308	7.004	2.734 ***		0.006
<b>親会社</b>									
CAR.(Day-10:Day-2)	0.462	0.646	-0.204	0.839	0.286	1.044	0.006		0.995
CAR(Day-1:Day+1)	0.595	0.261	0.471	0.638	-0.050	-0.067	0.192		0.848
CAR(Day+2:Day+10)	-0.429	0.157	-0.580	0.563	-0.402	-0.028	-0.415		0.678
CAR(Day-10:Day+10)	0.628	1.064	-0.269	0.788	-0.022	0.920	-0.332		0.740
<b>グループ</b>									
CAR.(Day-10:Day-2)	0.840	0.742	0.109	0.913	0.715	1.014	-0.319		0.749
CAR(Day-1:Day+1)	0.954	0.555	0.363	0.717	0.519	0.115	0.920		0.358
CAR(Day+2:Day+10)	-0.620	0.225	-0.810	0.419	-0.408	0.361	-0.928		0.353
CAR(Day-10:Day+10)	1.174	1.523	-0.187	0.852	0.965	1.467	-0.390		0.697

親会社およびグループに関しては、2005 年以降の群と 2004 年以前の群との間に有意な差は見られなかったものの、非上場化を行った当該子会社に関する株式市場の反応は大きく異なった。2005 年以降の群は、2004 年以前の群に比べて、CAR に顕著に有意な正の超

過リターンがみられる。すなわち、2005 年以降の非上場化は、2004 年以前のそれに比べて、明らかな子会社の株主価値の増大をもたらしていることが示された。これは、第 3 章で示した通り、2000 年代に入ってからには各種の法整備などが進み手続きなども標準化されて非上場化が一般的になってきたことで、株式市場においても評価が容易になってきたこと、一方では 2000 年代後半から親子上場への批判が徐々に強まってきており、その解消が株式市場から高く評価されるようになったことなどが背景にあると考えられる。

### 5.3.2.2 リストラクチャリング企業における株価の動向

次に、組織改編を行った企業と事業再編のみを行った企業に分けて、リストラクチャリング仮説を検証する。ここでは、全サンプル 171 社から業績不振企業（C 群）に分類された 40 社を除く 131 社のうち、親子上場解消以外にリストラクチャリングを行わなかった 74 社と、親子上場解消に加えて組織改編を行った 32 社および事業再編のみを行った 25 社における、親子上場解消公表日前後の株価の動きを比較している。

まず、組織改編実施企業に関する結果を表 5-19 に示す。パネル A は、組織改編実施企業 32 社と、親子上場解消以外にリストラクチャリングを行わなかった企業 74 社（未実施企業とする）における子会社、親会社およびグループの株主価値について、イベントウィンドウを公表日前 10 日から公表日後 10 日までとし、公表日前 2 日前まで、公表日前後 3 日間、以降 10 日後までに分けてイベントスタディを実施した結果である。それぞれの期間における CAR に関する平均値がゼロであることを帰無仮説とする t 検定、および中央値に対するウィルコクソン符号付順位検定を行っている。

また、パネル B では、組織改編実施企業 32 社と未実施企業 74 社の両群について、平均値および中央値に差はないことを帰無仮説として、同様に t 検定、およびウィルコクソン符号付順位検定を行っている。

表 5-19 組織改編を伴う非上場化のアナウンスメント効果

パネルA: 組織再編実施企業と未実施企業のCAR

	組織再編実施企業						未実施企業					
	t検定		ウィルコクソン符号付順位検定				t検定		ウィルコクソン符号付順位検定			
	平均値	t値	p値	中央値	z値	p値	平均値	t値	p値	中央値	z値	p値
<b>CAR:子会社</b>												
Day-10→Day-2	0.442	0.433	0.668	-0.198	0.795	0.427	0.282	0.354 ***	0.000	1.051	1.228	0.219
Day-1→Day+1	8.039	3.451 ***	0.002	6.520	3.113 ***	0.002	15.810	7.880 ***	0.000	14.427	6.287 ***	0.000
Day+2→Day+10	3.369	1.889 *	0.068	0.681	1.468	0.142	3.047	2.968 ***	0.004	1.930	3.012 ***	0.003
Day-10→Day+10	11.850	3.734 ***	0.001	10.676	3.525 ***	0.000	19.140	7.684 ***	0.000	18.674	6.115 ***	0.000
<b>CAR:親会社</b>												
Day-10→Day-2	1.526	1.518	0.139	1.209	1.318	0.187	-0.651	-1.070	0.288	-0.485	-1.072	0.284
Day-1→Day+1	0.803	1.069	0.294	0.059	0.776	0.438	0.162	0.283	0.778	-0.067	-0.232	0.817
Day+2→Day+10	-1.401	-1.338	0.191	-2.141	-1.244	0.214	-0.077	-0.096	0.924	-0.223	-0.620	0.536
Day-10→Day+10	0.929	0.530	0.600	0.785	0.402	0.688	-0.566	-0.435	0.665	-1.394	-0.851	0.395
<b>CAR:グループ</b>												
Day-10→Day-2	1.622	1.769	0.087	1.627	1.543	0.123	-0.163	-0.181	0.857	-0.373	0.108	0.914
Day-1→Day+1	1.249	1.475	0.150	0.435	1.281	0.200	0.341	-0.231	0.818	0.189	-0.673	0.501
Day+2→Day+10	-1.206	-1.151	0.258	-1.899	-1.057	0.291	-0.497	0.276	0.783	-0.250	0.975	0.330
Day-10→Day+10	1.665	0.893	0.379	0.700	0.813	0.416	-0.319	-0.546	0.587	0.288	-0.453	0.651

パネルB: 組織再編実施企業と未実施企業とのCAR比較

	t検定		ウィルコクソン符号付順位検定			
	平均値の差	t値	p値	中央値の差	Z値	p値
<b>CAR:子会社</b>						
Day-10→Day-2	0.159	0.123	0.903	-1.248	0.477	0.634
Day-1→Day+1	-7.771	-2.527 **	0.014	-7.907	-1.804 *	0.071
Day+2→Day+10	0.321	0.156	0.877	-1.249	-1.131	0.258
Day-10→Day+10	-7.290	-1.807 *	0.075	-7.998	-1.917 *	0.055
<b>CAR:親会社</b>						
Day-10→Day-2	2.177	1.852 **	0.069	1.694	1.954 **	0.051
Day-1→Day+1	0.642	0.679	0.499	0.126	1.374	0.169
Day+2→Day+10	-1.324	-1.004	0.319	-1.918	-1.244	0.214
Day-10→Day+10	1.494	0.685	0.496	2.179	0.813	0.416
<b>CAR:グループ</b>						
Day-10→Day-2	1.785	1.544	0.127	2.001	1.636	0.102
Day-1→Day+1	0.908	0.606	0.546	0.246	0.907	0.365
Day+2→Day+10	-0.709	-0.511	0.611	-1.650	-1.019	0.308
Day-10→Day+10	1.984	0.774	0.441	0.413	0.626	0.531

非上場化を公表した子会社については、いずれも正の超過リターンが長期にわたって見られるが、その大きさは組織改編未実施企業の方が大きく、組織改編を実施する非上場化子会社の超過リターンはそれに比べて有意に低いものとなっている。特に、公表日前後3日間のCARにおいて平均値および中央値の両方で負の有意性を示しており、また公表日前後10日間のCARを見ても、同様に平均値および中央値の両方が負で有意である。仮説において設定した通り、親会社によって企図される組織改編を伴うリストラクチャリングは、上場子会社にとっては自社の組織が消滅する可能性を示しかねないものであり、株式市場はそのことを認識し、非上場化による株主価値の向上効果を低く抑えている可能性が

ある。先に掲げた大坪/三好[2008]の研究では、組織改編<sup>52</sup>により子会社の株主価値は逆に下がる結果となっており、その理由は明らかにされていなかったが、本章では、組織改編を伴うリストラクチャリングの場合には、上場子会社の組織を非上場化後に消滅させる、もしくは抜本的に改編することにより、親会社はそれまで子会社の別のステークホルダーが得ていた価値を自社に移転している可能性があるという組織改編仮説を設定しており、同仮説が、前章での財務数値の分析に加えて、上記の株価の分析によっても支持されることが確認できた。なお、大坪/三好[2008]では、組織改編を伴うリストラクチャリングを行った上場子会社の超過リターンが負となっているが、本章ではそこまで顕著なマイナスの影響は見られなかった。これは、大坪/三好[2008]の研究が2000年から2004年までに行われた完全子会社化を対象にしているところ、先述したように株式市場の環境変化などを受けて、2004年までと2005年以降では非上場化を行った当該子会社に関する株式市場の反応は大きく異なっており、2005年以降の非上場化は2004年以前のそれに比べて顕著に有意な正の超過リターンをもたらしていることが影響しているとみられる。また、親会社の株価に関しては、公表日2日前までのCARが有意に正であるに留まった。この点も株式市場が親子上場の解消に対してサプライズを抱かなくなってきたことの表れかとも思われるが、公表日2日前までのCARが有意であることの分析などは今後の課題としたい。

一方、上記に挙げられた組織改編を伴わない、本章で定義した事業再編を行った企業は別に25社あり、これらに関する株価のアナウンスメント効果は表5-20の通りである。パネルAは、事業再編実施企業25社と、親子上場解消以外にリストラクチャリングを行わなかった企業74社（未実施企業とする）における子会社、親会社およびグループの株主価値について、イベントウィンドウを公表日前10日から公表日後10日までとし、公表日前2日前まで、公表日前後3日間、以降10日後までに分けてイベントスタディを実施した結果である。それぞれの期間におけるCARに関する平均値がゼロであることを帰無仮説とするt検定、および中央値に対するウィルコクソン符号付順位検定を行っている。

また、パネルBでは、事業再編実施企業25社と未実施企業74社の両群について、平均値および中央値に差はないことを帰無仮説として、同様にt検定、およびウィルコクソン符号付順位検定を行っている。

---

<sup>52</sup>既にみた通り、大坪/三好[2008]では「リストラクチャリング」として扱われている。

表 5-20 事業再編のみを伴う非上場化のアナウンスメント効果

パネルA:組織再編を伴わない事業再編実施企業と未実施企業のCAR

	事業再編実施企業						未実施企業					
	t検定		ウィルコクソン符号付順位検定				t検定		ウィルコクソン符号付順位検定			
	平均値	t値	p値	中央値	z値	p値	平均値	t値	p値	中央値	z値	p値
<b>CAR:子会社</b>												
Day-10→Day-2	0.786	0.657	0.517	-0.322	0.135	0.893	0.282	0.354 ***	0.000	1.051	1.228	0.219
Day-1→Day+1	14.144	4.797 ***	0.000	12.634	3.659 ***	0.000	15.810	7.880 ***	0.000	14.427	6.287 ***	0.000
Day+2→Day+10	0.705	0.536	0.597	-0.268	0.296	0.767	3.047	2.968 ***	0.004	1.930	3.012 ***	0.003
Day-10→Day+10	15.635	4.930 ***	0.000	9.513	3.659 ***	0.000	19.140	7.684 ***	0.000	18.674	6.115 ***	0.000
<b>CAR:親会社</b>												
Day-10→Day-2	0.811	0.740	0.466	1.354	0.673	0.501	-0.651	-1.070	0.288	-0.485	-1.072	0.284
Day-1→Day+1	2.320	2.845 ***	0.009	2.125	2.395 **	0.017	0.162	0.283	0.778	-0.067	-0.232	0.817
Day+2→Day+10	1.342	1.216	0.236	2.014	0.888	0.375	-0.077	-0.096	0.924	-0.223	-0.620	0.536
Day-10→Day+10	4.473	2.298 **	0.031	4.587	2.126 **	0.034	-0.566	-0.435	0.665	-1.394	-0.851	0.395
<b>CAR:グループ</b>												
Day-10→Day-2	0.890	0.821	0.420	1.325	0.942	0.346	-0.163	-0.181	0.857	-0.373	0.108	0.914
Day-1→Day+1	3.012	3.377 ***	0.003	1.857	2.798 ***	0.005	0.341	-0.231	0.818	0.189	-0.673	0.501
Day+2→Day+10	1.295	1.253	0.222	1.964	1.292	0.197	-0.497	0.276	0.783	-0.250	0.975	0.330
Day-10→Day+10	5.197	2.606 **	0.016	5.133	2.314 **	0.021	-0.319	-0.546	0.587	0.288	-0.453	0.651

パネルB:組織再編を伴わない事業再編実施企業と未実施企業とのCAR比較

	t検定		ウィルコクソン符号付順位検定			
	平均値の差	t値	p値	中央値の差	Z値	p値
<b>CAR:子会社</b>						
Day-10→Day-2	0.503	0.350	0.728	-1.373	-0.188	0.851
Day-1→Day+1	-1.666	-0.467	0.643	-1.793	-0.269	0.788
Day+2→Day+10	-2.343	-1.404	0.166	-2.197	-1.884 *	0.060
Day-10→Day+10	-3.505	-0.869	0.389	-9.161	-1.023	0.307
<b>CAR:親会社</b>						
Day-10→Day-2	1.462	1.167	0.250	1.839	0.323	0.747
Day-1→Day+1	2.158	2.167 **	0.035	2.192	2.072 **	0.038
Day+2→Day+10	1.419	1.040	0.303	2.237	1.372	0.170
Day-10→Day+10	5.039	2.152 **	0.037	5.982	1.857 *	0.063
<b>CAR:グループ</b>						
Day-10→Day-2	1.053	0.815	0.420	1.699	0.054	0.957
Day-1→Day+1	2.671	1.753 *	0.083	1.668	1.776 *	0.076
Day+2→Day+10	1.792	1.301	0.198	2.214	1.399	0.162
Day-10→Day+10	5.516	2.075 **	0.042	4.846	1.803 *	0.071

親会社と子会社の合併などの組織改編を伴わずにグループの事業再編を行う場合には、上場子会社にとって自社の組織が消滅するような懸念は生じない。分析結果もそのことを反映し、事業再編を実施する非上場化子会社と未実施の非上場化子会社との間では、公表日後2日から10日までのCARに関する中央値が弱い負の有意性を示した以外は、組織改編の場合と異なり、超過リターンに関して有意な差は見られなかった。一方、組織改編を行った場合には有意な差が見られなかった親会社およびグループについては、いずれも公表日前後3日間、および公表日前後10日間ともに、CARに関する平均値と中央値の双方

が正の有意を示し、株主価値の上昇が確認できた。これにより、事業再編のみのリストラクチャリングを行った場合には、グループ全体および親会社の価値が増大し、子会社の価値の減少は見られないとする事業再編仮説が裏付けられた。親会社がリストラクチャリングをやりやすくしようとして非上場化を行う場合でも、それが上場子会社の消滅を予想させるものである場合には上場子会社の株主価値の上昇は限定的であり、親会社およびグループ全体の株主価値の増大もみられない一方、組織の合併や分割などを伴わずに事業の再編が行われる場合には、上場子会社の株主価値は、非上場化全般と同様に上昇し、かつ非上場化全般や組織改編実施の場合には見られなかった親会社およびグループ会社の株主価値の増大にもつながることが明らかとなった。大坪/三好[2008]の研究では、リストラクチャリング実施時における子会社株主価値の動きの理由が今後の課題として残されていたが、本章では、その理由をリストラクチャリングの種類に求めることができた。

### 5.3.2.3 業況維持企業と業績不振企業との違い

業況維持企業群 131 社 (A 群) と、業績不振企業群 40 社 (C 群) に関し、それぞれの非上場化を公表した際のアナウンスメント効果を、CAR がゼロであることを帰無仮説として平均値に関する t 検定および中央値に関するウィルコクソン符号付順位検定を行った結果を表 5-21 パネル A に掲げた。A 群と C 群に属する子会社、親会社およびグループの株主価値について、イベントウインドウを公表日前 10 日から公表日後 10 日までとし、公表日前 2 日前まで、公表日前後 3 日間、以降 10 日後までに分けてイベントスタディを実施した結果である。

また、パネル B では、それぞれの期間の A 群と C 群の CAR に関する平均値および中央値に差はないことを帰無仮説として、同様に t 検定、およびウィルコクソン符号付順位検定を行っている。

表 5-21 業績不振企業、業績維持企業別のアナウンスメント効果

パネルA: 不振企業と健全企業のCAR

	不振企業					健全企業						
	t検定			ウィルコクソン符号付 順位検定		t検定			ウィルコクソン符号付 順位検定			
	平均値	t値	p値	中央値	z値	p値	平均値	t値	p値	中央値	z値	p値
<b>CAR:子会社</b>												
Day-10→Day-2	1.877	0.980	0.333	-0.212	0.222	0.825	0.417	0.746	0.457	0.824	1.352	0.176
Day-1→Day+1	5.333	1.577	0.123	8.429	1.593	0.111	13.594	9.663 ***	0.000	12.634	7.966 ***	0.000
Day+2→Day+10	2.120	1.097	0.279	1.008	1.082	0.279	2.679	3.494 ***	0.001	1.037	3.181 ***	0.002
Day-10→Day+10	9.330	1.979 *	0.055	5.739	1.835	0.067	16.690	9.667 ***	0.000	15.178	7.920 ***	0.000
<b>CAR:親会社</b>												
Day-10→Day-2	1.754	1.557	0.128	2.158	1.727 *	0.084	0.160	0.337	0.737	0.286	0.164	0.870
Day-1→Day+1	-0.401	-0.477	0.636	-0.899	-1.270	0.204	0.731	1.798 *	0.075	0.102	1.361	0.174
Day+2→Day+10	-0.443	-0.394	0.696	-0.095	-0.343	0.732	-0.129	-0.230	0.819	-0.272	-0.677	0.499
Day-10→Day+10	0.910	0.503	0.618	0.735	0.276	0.783	0.761	0.813	0.418	0.150	0.486	0.627
<b>CAR:グループ</b>												
Day-10→Day-2	1.878	1.749 *	0.088	1.844	1.956 *	0.051	0.474	0.944	0.347	0.606	0.596	0.551
Day-1→Day+1	-0.091	-0.105	0.917	-0.707	-0.813	0.416	1.073	1.431	0.155	0.596	2.655 ***	0.008
Day+2→Day+10	-0.182	-0.165	0.870	0.147	0.061	0.952	-0.328	-0.540	0.591	-0.258	-0.438	0.662
Day-10→Day+10	1.605	0.861	0.395	0.711	0.612	0.541	1.218	1.046	0.298	1.139	1.453	0.146

パネルB: 不振企業と健全企業のアナウンスメント効果の比較

	t検定			ウィルコクソン符号付 順位検定		
	平均値 の差	t値	p値	中央値 の差	Z値	p値
<b>CAR:子会社</b>						
Day-10→Day-2	1.460	0.732	0.468	-1.036	1.001	0.317
Day-1→Day+1	-8.261	-2.256 **	0.028	-4.205	-2.117 **	0.034
Day+2→Day+10	-0.559	-0.269	0.789	-0.029	-0.679	0.497
Day-10→Day+10	-7.360	-1.466	0.149	-9.439	-1.579	0.114
<b>CAR:親会社</b>						
Day-10→Day-2	1.594	1.304	0.198	1.871	1.297	0.195
Day-1→Day+1	-1.132	-1.212	0.231	-1.001	-0.383	0.702
Day+2→Day+10	-0.314	-0.249	0.804	0.176	-0.383	0.702
Day-10→Day+10	0.149	0.073	0.942	0.586	-0.114	0.909
<b>CAR:グループ</b>						
Day-10→Day-2	1.404	1.184	0.241	1.237	0.934	0.350
Day-1→Day+1	-1.164	-1.014	0.313	-1.303	-0.625	0.532
Day+2→Day+10	0.146	0.116	0.908	0.406	0.114	0.909
Day-10→Day+10	0.386	0.176	0.861	-0.428	0.101	0.920

パネル A において、業績維持企業群が有意な正の CAR を持つ傾向がみられる一方で、業績不振企業群においては殆どそれがみられず、若干の株主価値上昇がみられるにとどまっている。業績不振企業救済仮説においては、子会社の株主価値上昇を想定していたため、方向性は合致しているが、有意な差までは得られなかった。パネル B からは、親子上場解消公表日前後 3 日間における子会社の CAR が負の有意性を示しており、業績維持企業群に比べて業績不振企業群の場合には非上場化公表時における株主価値の上昇がわずかであることがみてとれる。このことは、通常の親子上場解消と比べて、業績不振企業における親子上場解消が子会社の緊急避難的な救済を目途としていることを考えれば妥当な結果といえる。また、親会社に関しても、パネル A において、有意な差はないものの同仮説で想

定した通り株主価値が減少する傾向がみられた。パネル B においても、健全企業群の株主価値の変動に比べて減少幅が大きい傾向が示されている。グループ全体においても傾向としては同様であり、株主価値に関しては、業績不振企業救済仮説は支持されるまでには至らなかったが、整合性のある結果となった。

一方、健全企業においては、パネル A にみるようにすべての期間で CAR は正の有意性を示し、親子上場解消の公表により子会社の株主価値は上昇することが確認できた。これは、表 5-19 および表 5-20 に示した、親子上場解消以外のリストラクチャリングを行わない企業 74 社、組織改編を実施した企業 32 社および事業再編を実施した企業 25 社についても同様の結果であり、子会社の株主価値の減少が起こるとしたエージェンシーコスト削減仮説、上場リスク回避仮説（効率性）、価値移転仮説は支持されず、アンダーバリュ解消仮説および上場リスク回避仮説（株主構成）が支持される結果となった。親会社およびグループ全体については、親会社について公表日前後 3 日間の CAR の平均値が正で有意、グループ全体について公表日前後 3 日間の CAR に関する中央値が正で有意な結果を示し、これらもアンダーバリュ解消仮説および上場リスク回避仮説（株主構成）が支持される結果となった。ただし、その傾向は強いものではなく、アンダーバリュ解消仮説に関しては前章の財務数値に関する分析において支持する結果が得られなかったため、全体として当てはまる結果とはならなかった。

#### 5.4 まとめ

本章は、我が国における非上場化企業の特徴を考えるにあたって、その多くを占める親子上場解消企業に着目し、親子上場を解消した完全子会社化企業と、親子上場を維持し続けている上場子会社の財務数値を比較する実証分析を実施したものである。先行研究においては、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、および各仮説が重層的に適用される可能性とその理由について言及されていない点に着目し、本章では、親子上場解消企業を幾つかの群に分けた層別分析を行った。具体的には、2000 年から 2012 年までに、東証第一部および第二部において親子上場解消による非上場化を行った企業を親子上場解消企業群として、「価値移転仮説」「アンダーバリュ解消仮説」および「エージェンシーコスト削減仮説」の各既存仮説、および本研究において新規に設定した「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）」に対する検証を行った上で、親子上場企業群を業績不振企業群、業績維持企業群に層別し、親会社が業績不振の子会社

を緊急避難的に救済することを目的に非上場化を行うとする「業績不振企業救済仮説」を検証した。また、業績維持企業群については、親子上場解消後にリストラクチャリングを実施した企業を、組織改編を行った企業群と組織改編を伴わない事業再編を行った企業群に分け、親会社がさらなるリストラクチャリングを企図して親子上場解消を行うとするリストラクチャリング仮説を、リストラクチャリングの種類によってその内容は異なると考え、組織改編、事業改編の見地から「組織改編仮説」「事業再編仮説」に分類できる可能性を検証した。

その結果、幾つかの新しい知見を得ることができた。まず、「上場リスク回避仮説（株主構成）」は、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に関して当てはまりが良かった。このことは、業績不振子会社の救済やリストラクチャリングの必要性がないとみられる状況で親子上場解消を行う企業においては、株主構成が不安定で物言う株主の圧力が強く、それを嫌って親会社が上場子会社の非上場化を行っている可能性を示す。第4章でみたようなMBO実施企業とは異なる動機の所在が明らかとなり、非上場化企業を属性別に分類してみることの必要性が示された。

一方で、同じように通常の業績を維持したまま非上場化を行った企業であっても、それに加えてリストラクチャリングをさらに行った企業においては異なる結果が見出された。ここでは、リストラクチャリングの種類によって非上場化の要因や対象子会社の特性が異なることが明らかとなり、本章で新たに想定した「組織改編仮説」と「事業再編仮説」がそれぞれ成り立つ可能性が示された。具体的には、リストラクチャリング実施企業のうち、親会社や兄弟会社と上場子会社との合併や吸収を伴う組織改編を行った企業では、上場リスク回避仮説（株主構成）を支持する結果は見られず、親会社が効率の悪い状況にある子会社に対して関与を強め、その価値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といった可能性が、財務指標による分析および株主価値の分析の双方において示された。また、先行研究では解明されていなかった、組織改編を行った非上場化子会社の株主価値の相対的な減少理由に関しても、当初仮説と整合的な結果を得ることができた。すなわち、親会社によって企図される組織改編を伴うリストラクチャリングは、低収益で効率性も悪い子会社にとっては自社の消滅をも意味する可能性を持ち、株式市場はそのことを認識し非上場化による子会社株主価値の向上を低く抑えている可能性が明らかとなった。

一方、子会社の消滅などの組織改編を伴わない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、むしろ業績が良好な傾向にあり、親会社の持株比率が高いなど全般的に迅速に再編を進めやすい株主構成になっている子会社が、グループ全体のさらなる価値向上を目指して非上場化を行うといった、より前向きな意図が中心となっている可能性が示された。株主価値の分析においては、事業再編の場合には子会社のみならず親会社およびグループ全体の株主価値も増大していることが明らかとなり、財務指標の分析で得た結果が支持された。

また、業績不振企業を層別して分析した結果では、既存仮説であるアンダーバリュー解消仮説、エージェンシーコスト削減仮説、価値移転仮説、および二つの上場リスク解消仮説はいずれも当てはまらず、非上場化を決定づけるのは損益的な要因や株価あるいは利害対立といった要素よりも、有利子負債の重さにより財務の柔軟性が失われた状況にあるかどうか依存することが明らかとなった。これは、本章において設定した、緊急避難的な救済が行われることで企業が非上場化されるという業績不振企業救済仮説が存在することを裏付ける結果である。この場合、有利子負債など財務的な負担がより重く、規模が小さいことで非上場化にあたっての親会社の資金的負担が小さいほど非上場化されやすい。また、その親会社が健全で、物言う株主が少ないほど救済が行われやすいことが明らかとなった。救済を行う側の親会社およびグループ全体としては、これまで少数株主が負担していた子会社の財務的困難を取り込むことになり、株主価値の減少につながる可能性があることも本章で示された。

これらの発見に関し、仮説間の関係を示すと図 5-2 の通りとなる。本章においては、幾つかの新しい仮説を設定し、その妥当性を明らかにすると同時に、先行研究で行われてきたような、非上場化企業を一律に扱い、個々の仮説が単独で成り立つ可能性を追求するような手法だけでは見出し得なかった親子上場解消企業の特徴を、層別分析で明らかにすることができた。

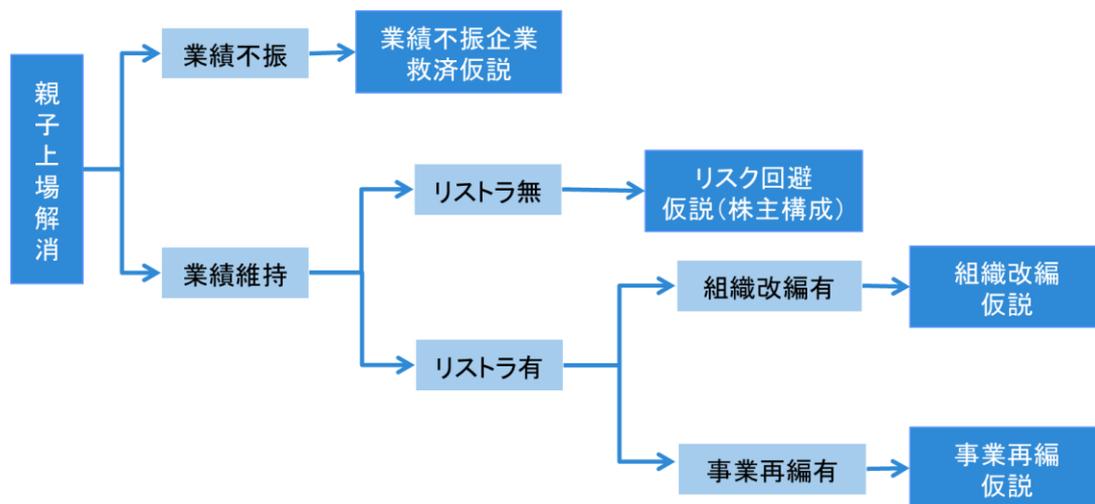


図 5-2 親子上場解消企業における属性と仮説の関係

このような発見を通じ、本章では下記の貢献を行い得たと考える。

第一に、我が国に特徴的な親子上場解消という非上場化の形態において、新たな発見も加えて実証結果を明らかにすることができた。特に、日本の株式市場において規制や投資家の意識が大きく変化した 2000 年から 2012 年という長期にわたる実証分析としては、本研究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行うことができた。米国をはじめとする海外の研究との比較も可能となり、非上場化案件がグローバルに持つ特性や、我が国における親子上場解消案件に特徴的な要素の抽出を行うことができた。また、長期にわたる分析を行ったことで、我が国株式市場における規制の変化が、親子上場解消の際の株式市場の反応に影響を与えている可能性も示すことができた。

第二に、企業の属性に着目した分析が、非上場化に至る動機を解明するために有効であることを示すことができた。先行研究においては、非上場化を選択する企業の属性の違いは殆ど分析対象となっていなかった。本研究では、企業が持つ属性によって親子上場解消に至る要素が異なることを明らかにし、幾つかのパターンにおいて、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分析に基づいて示すことができた。

第三に、既存仮説に加えて複数の新しい仮説を提示することで、既存仮説では説明しきれない親子上場解消の要因を明らかにすることができた。親子上場解消企業に関して、業績不振子会社を持つ親会社が緊急避難的な救済を行うとする「業績不振企業救済仮説」、およびリストラクチャリングの種類によって親子上場解消企業の特長や株価にみられる影響

が異なることから、子会社の消滅などが想定される場合に適用される「組織改編仮説」と、親会社がグループ全体の価値向上を企図して親子上場解消を行うとする「事業再編仮説」を提示し、その妥当性を実証分析によって示すことができた。このことは、親子上場企業を巡る利害関係者にとっても、その非上場化可能性を検討するにあたって総合的な判断材料がもたらされたことを意味し、社会的な貢献を十分に果たすものと考えられる。

第四に、親子上場解消が我が国の株式市場の意義や機能に関してどのような関係性を持つかという点に関する示唆が得られた。親子上場解消という事象は、株式市場にとって相反する影響を持つといえる。親会社と少数株主との利害対立や物言う株主からの逃避が親子上場の解消の理由として挙げられることは、親会社が少数株主に対して強圧性を発揮するような、あるいは株主の要求に対して正面から向き合うことのないような上場子会社の減少にもつながる。また、業績不振子会社が親子上場を解消して自ら非上場化に向かうのであれば、少数株主の負担を親会社が取り込むことにつながる。このような場合、親子上場の解消は株式市場にとってむしろ望ましいものとも捉えられる。一方で、事業再編などのリストラクチャリングが推進された結果、グループ全体の価値が増大することになれば、それは我が国経済全体への好影響をもたらすことにもつながる一方で、株式市場の投資家にとって魅力的な企業価値の向上が株式市場の枠外で行われる可能性も示す。本章における研究を通じてこのような示唆が得られたことは、株式市場の意義や機能を考える上でも意味ある貢献と考えられる。

一方、本章においては主として親子上場解消における子会社側の状況に焦点をあてたが、親子上場解消に関しては親会社側の意思による側面が大きいと考えられ、今回行った業績不振企業の救済や株主価値の変化などに関する検証に加えて、さらに業績維持子会社の親会社側の状況に関して精緻な分析が必要と思われる。この点は今後の課題としたい。

また、本章における研究結果は、先述の親子上場に対する批判に対してもひとつの課題を投げかける結果となった。すなわち、上場を維持し続けている子会社が、非上場化される子会社よりも収益性に優れているのであれば、親子上場という形式基準のみをもってその存在を望ましくないと言い切れるのかどうかということである。但し、この点については、上場を維持し続けている上場子会社と、独立企業との比較などを行っていく必要があること、また親子上場問題の焦点とされている利害相反について財務数値に現れる点以外にどのような問題があるのかを分析する必要があること、などから今後の課題としてとらえるべきであると考えられる。

## 第6章 おわりに

### 6.1 本研究の成果

本研究は、我が国における企業の非上場化を分析し、非上場化を選択する企業の特徴を明らかにすることを以て、我が国資本市場の社会的・経済的な意義と機能に関して考察し、経営者や株主をはじめとする利害関係者の意思決定に貢献することを目的とした実証研究である。本論文では、第2章において非上場化に関する先行研究のサーベイを行い、非上場化に関する研究が、1970年代から米国において増加してきたLBOやMBOなどの買収案件に伴う非上場化から始まったこと、非上場化の公表時には株価の上昇がみられるという研究結果に基づき、その超過リターンの源泉はどこにあるのかという研究が米国において盛んになったこと、時代が下るにつれて、より非上場化企業の特徴そのものに着目した研究や、米国以外での研究もおこなわれるようになってきたこと、などを概観した。

その過程において、非上場化という事象を生み出す要因を巡る既存仮説が、多くは投資家の視点から非上場化に伴う株式の超過リターンの源泉を探るという立ち位置で設定されていることが明らかになった。したがって本研究では、株式市場に上場していることに何らかの課題を感じて経営者がその状態からの脱出を意図するという、経営者側の視点に立った新たな仮説を複数設定し、分析を進めていくこととした。また、我が国における非上場化企業に関する実証研究はまだ蓄積は多くなく、しかも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も着目して属性別に分析を行った研究は殆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。以下、実証分析の内容を示す。

第3章においては、我が国の非上場化案件全体を採り上げ、既存仮説のあてはまり具合とともに、経営者が上場していること自体にリスクを感じてそこからの回避を図るという「リスク回避仮説（効率性）」および「リスク回避仮説（株主構成）」を検証した。分析の結果、リスク回避仮説（効率性）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、自社が成長性に乏しく収益性も低くなり、資産・業務効率が悪いような状況にある時、その業況の改善を要求する株主の圧力からの回避を企図して非上場化が行われる可能性を示唆することができた。また、株主構成と非上場化の選択との間の関係についても示唆が得られた。これを受けて、後続の研究においても、株主構成に関する分析を行い、それぞれに新しい発見を行うことができた。また、非上場化企業全体を財務的特性のみで判断することの限界も明らかとなり、非上場化企業を属性別に分け、

財務状況に加えて株価の状況も見ながら、既存仮説および新規に設定した仮説がどのようなパターンの時にどうあてはまるかを層別しながら分析する必要性を明らかにすることができ、後続の研究に適用することができた。

第4章では、非上場化の典型的な事例でありながら、非上場化という意味では我が国に研究の蓄積が少ないMBOに焦点を当てた。我が国のMBOに関する研究は、非上場化自体というよりも、MBOが内包する経営者が買収者となることによ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いことが明らかとなった。また、MBOを行う動機としては「エージェンシーコスト削減仮説」があてはまるという、海外の先行研究結果と整合性のある結果を、我が国の株式市場におけるMBOに関するも得ることができた。一方では、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。

第5章では、我が国では最も件数の多い親子上場解消に焦点を当てた。先行研究では、親子上場解消企業を単一の群として扱い、既存仮説を一律に当てはめて親子上場解消の要因を分析していることが多いが、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、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た。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った。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、およびリストラクチャリングの種類、具体的には組織改編や事業再編の有無によって層別し、これらの違いによって、非上場化の要因や企業の特性が大きく異なることを示すことができた。

以上の結果に関して、改めて簡略に図6-1に示す。

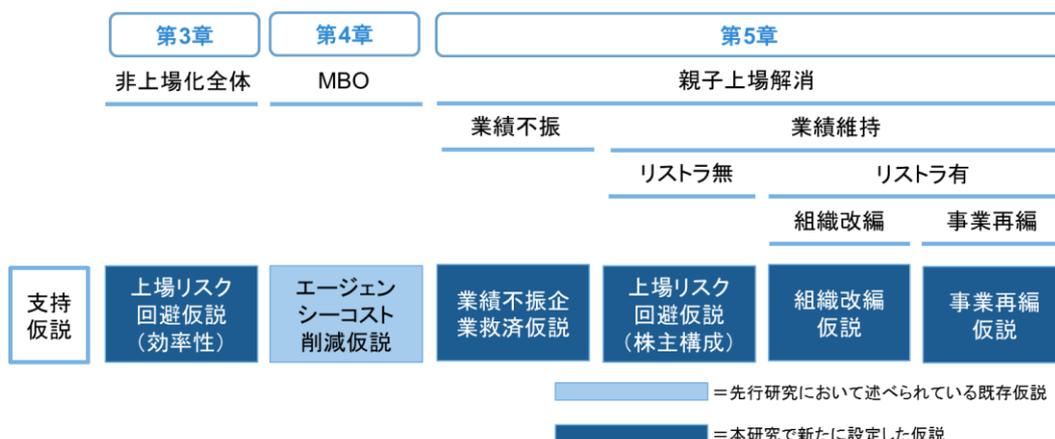


図 6-1 本研究で支持された仮説

これらの実証分析を通じて得た発見は以下の三点である。

第一に、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違いがあることが明らかとなった。非上場化案件を全体として見た場合には、成長性や収益性が低く、資産や業務の効率が低いという傾向がある。このことは、本研究において新たに設定した、業況改善への株主の圧力をリスクと感じて企業は非上場化を行うとする「上場リスク回避仮説（効率性）」の成り立つ余地を示したものである。一方で、これら非上場化案件を属性別に分析すると、はるかに多彩な非上場化の要因が浮き彫りとなった。MBO 実施企業の場合には、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。MBO による非上場化に関しては、それを行う動機として、エージェンシーコストの削減が目論まれ、そうした動機をもたらす企業の実態としては、キャッシュフローが潤沢でキャッシュリッチであり、経営陣と株主の乖離が持株状況においても顕著であることが明らかとなった。このことは、先行する米国市場においてのみならず、我が国においても株式市場の意義が変化してきている可能性を示す証左ともいえよう。企業においては、有望な投資機会が見つけれられないような分野で事業を行うといった状況下における上場の意義を問うとともに、上場というステータスからの離脱という新しい経営の意思決定の選択肢を示すものともいえ、今後の動向を注目していく必要があると考えられる。

また、先行研究とは明らかに異なる我が国特有の MBO 実施企業の実態も明らかになった。特に、MBO 実施企業における持株状況については、海外では MBO 実施企業において

高い傾向のある役員持株比率に関してむしろ少ないといった結果や、外国法人持株比率がMBO という意思決定に有意に影響を与えているといった発見があった。これらは、株式持ち合いなど従前の慣習が崩れていく中で、グローバルに多様な株主への対応が求められるようになってきた株式市場に対する企業経営者の意識変化を示すものとも考えられる。

一方、親子上場解消企業に関しては、業績不振の有無やリストラクチャリングの種類に基づく、親子上場解消に至る要因の構造化を実現することができた。同じ親子上場解消企業の中でも、子会社の業況が債務超過など著しい不振にある場合には、既存仮説はすべてあてはまらず、本研究において設定した「業績不振企業救済仮説」（親会社による緊急避難的な救済が行われるとする仮説）のみが意味を持つ。こうした場合に非上場化を行う親会社の側は、同様の状態にあって子会社の上場を維持する親会社よりも、より健全で規模も大きいことも示された。親子上場解消というリストラクチャリングに加えて、さらなるリストラクチャリングを行う親子上場解消企業の場合には、行わない企業とは非上場化要因が異なるということ、またリストラクチャリングの種類によっても非上場化要因が異なることも発見された。追加的なリストラクチャリングを行わない場合、親子上場解消は株主構成の不安定さを原因とする上場リスク回避を主眼として行われる。一方、追加的なリストラクチャリングが親子の合併など組織改編を伴う場合、親子上場解消は親会社が子会社の富を自身に移転することを狙って行われている可能性がある。また、この場合には親子上場解消の公表時に子会社の株主価値は相対的に減少する。先行研究ではこの原因は明らかにされていなかったが、本研究においては子会社の消滅を伴う富の移転が行われると解釈し、実証的な成果を得た。一方で、組織は改編せず事業再編のみを行った場合には、親会社はグループ全体の企業価値向上を企図して親子上場解消に踏み切ったと考えられる実証結果を得た。この場合には子会社の株主価値は減少せず、グループ全体の株主価値は向上する。このように、リストラクチャリングの有無および種類に着目した非上場化の場合分けとそれに対する株式市場の反応の違いが明らかとなったのは、本研究における新たな発見といえる。

さらに、親子上場の解消に関しては、行われた時期によって株式市場の反応が異なるということも明らかになった。このことは、株式市場や企業に対する法制度や規制の変化が、非上場化案件に対する株式市場の反応にも影響を与えていることを示すものである。

第二に、我が国の非上場化案件全般をみた場合、持株割合に関して欧米と異なる大きな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殆どであるところ、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ことが多い。また、先行研究では殆ど触れられていない、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が長年メインバンクシステムといった形態を特徴としており、その中で育まれた株式持ち合いや安定株主対策といった慣行や、それらが資本市場の規制緩和などで崩れていったことの影響があるものと思われる。したがって、業績不振による緊急避難や、親会社のリストラクチャリングに対する意思が見られないような単なる親子上場解消においては、金融機関など安定株主の割合が低い一方で、いわゆる「物言う株主」として振る舞いやすい外国法人の持株比率が高いほど非上場化しやすいという結果も得られた。このことは、企業が株式市場における「物言う株主」の様々な圧力から逃れようとして非上場化という選択を行う可能性を示している。このように、資本市場の環境変化を受けて企業が株主動向に敏感になり、そのことが非上場化の選択につながる可能性が示唆され、非上場化という事象が持つ企業統治に関わる側面を明らかにすることができた。旧来の金融システムの中で株式持ち合いや物言わぬ株主の多さに安住していた過去とは異なり、各種の資本市場の制度改革や投資家の意識変化を受けて、企業が上場に伴う株主のガバナンスについて考え、株主の期待に応えていく必要を意識しだしたことが、持株状況によって大きく非上場化の有無や内容が分かれるという実証結果に強く反映している。企業統治に対する企業の意識変化が生じていることを浮き彫りにすることができたともいえる。株式市場における上場責任を果たし、企業統治を意識した経営を行うということが企業の意思決定に組み込まれてきている可能性を示唆する発見でもある。近時、親子上場の全面禁止など規制面の強化が検討された時期があったが、こうした状況を考えると、少なくとも本研究の対象とした東証第一部、第二部上場企業の範囲では、安易に規制のみを強化して企業が自由意思により企業統治を意識し経営を行うのを妨げることは避けるべきと考えられる。

第三に、株式市場が持つ企業の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。上記に挙げた発見を通じて、全体的には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自主的に退出する傾向にあることが判明した。先述の通り、自主的な非上場化が投資家の信頼を損ねるようなものであったり、投資家にとって魅力的な企業の退出を促すようなものであったりするならば、その増加は株式市場の機能低下や資本金融のシステムそのものへのダメージにつながりかねない。しかし、少なくとも本研究で採り上げた期間および対象とした株式市場においてはそうした兆候は多数の企業にお

いては見られず、自主的な非上場化は株式市場が健全性を維持していくために必要な企業の入れ替わりを促進していることが明らかとなった。このことは、今後我が国株式市場において、自主的な非上場化をどのように扱っていくのか、規制のあり方や投資家の対応を考えるためにも意味ある発見と考えられる。ただし、親子上場において事業再編のみを行った企業群では、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。事業再編などのリストラクチャリングが推進された結果、グループ全体の価値が増大することになれば、それは我が国経済全体への好影響をもたらすことにもつながる一方で、株式市場の投資家にとっては魅力的な企業価値の向上が株式市場の枠外で行われることになる可能性もある。本研究を通じてこのような示唆が得られたことは、株式市場の意義や機能を考える上でも意味ある貢献と考えられる。

本研究の貢献としては、下記の三点が挙げられる。

第一に、欧米に比べて研究の蓄積が少ない我が国の非上場化案件に関して、新たな発見も加えて実証結果を明らかにすることができた。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分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を行うことができた。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を通じ、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を抽出することもできるようになった。

第二に、これまで非上場化案件全体、もしくは LBO (Leveraged Buyout) 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、非上場化を選択する企業およびその選択のメカニズムをより明確に示すことができた。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示すことができた。

第三に、非上場化を選択する企業およびその選択のメカニズムを示すうえで、既存仮説に加えて、幾つかの新しい仮説を提示することで、非上場化の要因分析に新たな視点をもたらし、より構造化された説明を提示することができた。たとえば、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、上場子会社を非上場化することによりグループとして救援するといった事象の存在が確認され、本研究で新しく設定した「業績不振企業救済仮説」が成り立つ余地を明らかにすることができた。従来の先行研究では、こうした事例も含めて非上場化のサンプルを扱っていたが、このような事例を含めると業績不振を示す財務指標の値が大きく跳ね上がるなど、通常の上場化を分析するうえでバイアスが生じる。こうした点を整理し、上記の「業績不振企業救済仮説」のほか、リストラクチャリングの種類によって非上場化に見られる特性が異なる「組織改編仮説」および「事業再編仮説」、さらに上場維持し続けることにより業況や株主構成に関するリスクの高まりを経営陣が感じて非上場化を行うとする「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）」といった仮説が成り立つ可能性を示すことができた。

## 6.2 今後の研究課題

以上の実証分析の結果を受けて、今後の課題について述べる。第3章において行われた非上場化企業全体の要因分析においては、非上場化企業を一律に扱って判別するのは難しく属性別に分析することが必要であるという示唆を得たことは成果といえるが、MBOや親子上場など本研究で扱った属性以外の非上場化企業で本研究の対象としなかった企業も残っている。たとえば持株会社への移行による非上場化（その殆どは持株会社の再上場を行っている）など、数としては少ないが我が国に特徴的な非上場化のパターンも存在し、今後の研究が必要な分野であると考えられる。

第4章における研究において十分に分析されていない課題としては、本研究において挙げられた動機はMBO後に実際に満たされたのか、それによってMBO実施企業の特徴はどのように変化したのか、という点が挙げられる。この点については非上場化後であるため株価分析の余地は限られ、財務情報も非常に少なくなるものの、利害関係者にとっては関心の高い要素であると思われる。また、本研究においては東証第一部、第二部上場企業を対象に分析を行ったが、地方市場や新興市場などもあわせると、現状ではMBOの事例はより増える。やはり情報の制約はあるものの、これらの事例においても本研究と同様の結果が得られるのかといった点も、今後の課題としたい。

第5章においては、主として親子上場解消における子会社側の状況に焦点をあてたが、親子上場解消に関しては親会社側の意思による側面が大きいと考えられ、今回行った業績

不振企業の救済や株主価値の変化などに関する検証に加えて、さらに親会社側の状況に関して精緻な分析が必要と思われる。また、近年親子上場に対する批判が強まる中で、上場を維持し続けている子会社が、非上場化される子会社よりも収益性に優れているのであれば、親子上場という形式基準のみをもってその存在を望ましくないと切り切れるのかどうかといった課題は未だ残っている。但し、この点については、上場を維持し続けている上場子会社と、独立企業との比較などを行っていく必要があること、また親子上場問題の焦点とされている利害相反について財務数値に現れる点以外にどのような問題があるのかを分析する必要があることなどから、今後の課題としてとらえるべきであると考えられる。

## 謝 辞

本論文をまとめるにあたり、多くの方々にご指導、ご協力を賜りました。ここに深く感謝の意を表します。

本研究に関してご指導を頂きました山田雄二先生（筑波大学大学院）に心より感謝致します。主指導教官の任を快くお引受け下さり、終始暖かい激励と懇切なるご指導を頂いたことで、無事に本研究を終えることができました。副指導教官としてご指導下さいました木野泰伸先生（筑波大学大学院）には、常に貴重なご助言と励ましを頂き感謝いたしております。倉橋節也先生（筑波大学大学院）には、副指導教官としての的確なご指摘を数多く頂くことができ、また研究活動の方向性など様々なご相談にもものって頂き、深く御礼申し上げます。筑波大学大学院ビジネス科学研究科の諸先生の皆様には、研究内容に有益なご指摘を頂くとともに、様々な形で貴重なご指導、ご鞭撻を賜りました。博士学位論文審査委員の先生方からは大変貴重なコメントを頂き、論文の内容を改善することができました。ここに深く感謝いたします。

大坪稔先生（佐賀大学）、野瀬義明先生（桃山学院大学）、掛下達郎先生（松山大学）、濱田康行先生（札幌国際大学）には、学会発表の場などで大変ご丁寧かつ有意義なコメントを頂くことができました。多くの先生方より、研究に資する的確なご質問や有益なご意見を頂戴することができました。投稿論文の査読を担当された匿名のレフリーの先生方からは丁寧な査読意見を頂戴し、論文をより充実させることができました。皆様に厚く御礼申し上げます。ここでお名前を記すことのできない方々の多大なるご協力とご支援に心より感謝致します。

最後に、論文完成までの期間を暖かくかつ辛抱強く見守ってくれた家族に感謝します。

## 第7章 引用文献

- Amihud, Y.[2002], *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*, Beard Books
- Boulton,T., S.Lehn, and S.Segal[2007],” The rise of the US private equity market,” *New Financial Instruments and Institutions: Opportunities and Policy Challenges*, 141(142),149-151, Brookings Institution Press (財団法人東京国際研究クラブ監修, 淵田康之, ロバート・ライタン編[2007]『新しい資本市場－商品と組織のイノベーション』, 東洋経済新報社)
- Bae, S.C. and D.Simet [1998], “A comparative analysis of leveraged recapitalization versus leveraged buyout as a takeover defense,” *Review of Financial Economics*, 7(2), 157-172
- Bharath, S. T., and A.K. Dittmar [2010], “Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets? ,” *Review of Financial Studies* 23(5), 1771-1818
- Block, S.B. [2004], “The Latest Movement to Going Private: An Empirical Study,” *Journal of Applied Finance*, 14(1), 36-43
- Campbell, J. Y., A. W. Lo, and A.C. Mankinlay [1996], “The Econometrics of Financial Markets,” Princeton University Press (祝迫得夫, 大橋和彦, 中村信弘, 本田俊毅, 和田賢治訳[2003], 『ファイナンスのための計量分析』 共立出版)
- Charitou, A.,C.Loucab, and N.Vafeasa[2007],”Boards, ownership structure, and involuntary delisting from the New York Stock Exchange,” *Journal of Accounting and Public Policy*,26(2),249-262
- Claessens, S., S. Djankov, P.H. J. Fan, and L.H.P. Lang [2002], “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholders,” *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and E.M. Rice [1984], “Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth,” *Journal of Law and Economics* 27(2), 367-401
- Eddey, P. H., K.W. Lee, and S. L. Taylor [1996], “What Motivates Going Private? An Analysis of Australian Firms,” *Accounting & Finance*, 36(1), 31–50
- Evans, J., M. Poa, and S. Rath [2005], ”The financial and governance characteristics of Australian companies going private,” *International Journal of Business Studies*, 1-24
- Gleason, K., J. Madura, and A.K. Pennathur [2006], “Valuation and Performance of Reacquisitions Following Equity Carve-Outs,” *Financial Review*, 41(2), 229-246
- Gleason, K., B. Payne, and J. Wiggenhorn [2007], ”An empirical investigation of going private decisions of U.S. firms, ” *Journal of Economics and Finance* 31(2), 207-218

- Huther, J. [1997], "An Empirical Test of the Effect of Board Size on Firm Efficiency," *Economics Letters*, 54(3), 259-264
- Jackowicz, K., and O. Kowalewski [2006], "Why Companies Go Private in Emerging Markets? Evidence from Poland," *The Journal for East European Management Studies* 326-348
- Jensen, M.C. [1986], "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *The American Economic Review* 76(2), 323-329
- Jensen, M.C. [1989], "Eclipse of the public corporation", *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74
- Kaplan, S. [1989a], "The effects of management buyouts on operating performance and value," *Journal of Financial Economics*, 24(2), 1989, 217-254
- Kaplan, S.[1989b], "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value," *The Journal of Finance*, 44(3), 611-632
- Khan, H.U.R., L. Vilanova, and S.A. Hassairi [2011], "Effects of Private Equity Investment on the Decisions of European Companies to go Private: An Empirical Study," *International Journal of Management* 28 (2), 493-508
- La Porta R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny [1997], "Legal Determinants of External Finance," *The Journal of Finance* 52(3), 1131-1151
- La Porta R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer [1999], "Corporate Ownership Around the World," *The Journal of Finance* 54(2), 471-517
- Lehn, K., and A. Poulsen [1989], "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions," *The Journal of Finance* 44(3), 771-787
- Leuz,Christian and A.Triantis[2008], "Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations," *Journal of Accounting and Economics*, 25(2-3), 181-208
- Lichtenberg, Frank R. and D.Siegel[1990], "The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior," *Journal of Financial Economics* 27(1), 165-194
- Lowenstein, I.[1985], "Management buyouts," *Columbia Law Review*,85,730-784
- Maupin, R.J., M.B.Bidwell, and A.K.Ortegren [1984],"An empirical investigation of the characteristics of publicly-quoted corporations which change to closely-held ownership through management buyouts," *Journal of Business Finance & Accounting* 11(4), 435-450
- Maupin, R.J.[1987],"Financial and stock market variables as predictors of management buyouts," *Strategic Management Journal* 8, 319-327

- Rao S., M. Waters, and B. Payne [1995], "Going private: A Financial Profile," *Journal of Financial and Strategic Decisions* 8 (3), 53-59
- Sanger, Gary C. and J.D.Peterson[1990] "An empirical analysis of common stock delisting," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25(02), 261-272
- Schneider, M. and A.Valenti[2010], "The Effects of "Going-Private" Using Private Equity: The Newly Private Corporation and the Dimensions of Corporate Performance," *Business and Society Review* 115(1), 75-106
- Shleifer, A. and R.Vishny [1987], "Management Buyouts as a Response to Market Pressure," *Mergers and Acquisitions*, University of Chicago Press, 87-102
- Slovin, M.B. and M.E. Sushka [1998], "The Economics of Parent-Subsidiary Mergers: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 49, 255-279
- Smith, A.J.[ 1990] "Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts," *Journal of Financial Economics* 27(1), 143-164.
- Weir, C., D. Laing, and M. Wright [2005], "Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private," *Applied Financial Economics* 15(13), 947-961
- Weir, C., M. Wright, and L. Scholes [2008], "Public-to-private buy-outs, distress costs and private equity," *Applied Financial Economics*, 18(10), 801-819
- Wright, M., L.Renneboog, T.Simons, and L.Scholes, [2006]," Leveraged buyouts in the UK and Continental Europe: Retrospect and Prospect," *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 38-55.
- Wright, M., C. Weir, D. Laing, and A. Burrows[2007], "Irrevocable Commitments and Going Private," *European Financial Management*, 13(4), 757-775
- Yermack, D.[1996],"Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211
- Zahra, S.A.[1995], "Corporate entrepreneurship and financial performance: The case of management leveraged buyouts," *Journal of Business Venturing*, 10(3), 225-247
- 岩谷 賢伸[2002], 「コーポレート・ファイナンス 『戦略的非公開化』という選択肢」『資本市場クォータリー』 5(4), 170-18
- 大坪 稔, 三好 祐輔[2008], 「日本企業の完全子会社化に関する実証研究」『日本経済研究』 59, 42-65

- 小本 恵照[2001], 「子会社公開の経済分析」『ニッセイ基礎研究所報』19, 46-73
- 河西卓弥, 川本真哉, 齋藤隆志[2011]「買収プレミアムの源泉は何か?—MBO とステークホルダーからの富の移転に関する実証分析—」『WIAS Discussion Paper 2010-007』
- 菊池 達弥, 齋藤 隆志[2006], 「完全子会社化の経済分析」『京都大学大学院経済学研究科 Working Paper. J-53』, 1-21
- 北川 徹[2007], 「マネジメント・バイアウト (MBO) における経営者・取締役の行為規整」『RIETI Policy Discussion Paper Series 07-P-001』, 1-141
- 齋藤隆志, 川本真哉[2010] 「企業リストラクチャリングのツールとしての MBO : 事業譲渡との比較分析」『応用経済学研究』4, 72-93
- 宍戸 善一, 新田 啓祐, 宮島 英昭[2010] , 「親子上場を巡る議論に対する問題提起 : 法と経済学の観点から (上) (中) (下)」『商事法務』1898, 38-45, 1899, 4-9, 1900, 35-46
- 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」『会計』172(4), 557-568
- 高原 達広[2007], 「経営陣主導での上場会社の非公開化における取締役の行動規範」『旬刊商事法務』1805, 11-26
- 高山 朋子[2006], 「会社法および会社計算規則に基づく資本会計の諸問題」『東京経大会誌』254, 201-215
- 滝澤美帆, 鶴 光太郎, 細野 薫[2007], 「買収防衛策導入の動機—経営保身仮説の検証—」『RIETI Discussion Paper Series 07-J-033』, 1-28
- 西山 賢吾[2012], 「日本の親子上場の状況 (11 年度)」『NOMURA EQUITY RESEARCH』, 1-6
- 新田 敬祐[2010], 「株式市場における親子上場の存在感とその功罪」『NLI Research Institute Report』, 22-29
- 野瀬 義明, 伊藤 彰敏[2009], 「戦略的非公開化の決定要因は何か」(証券経済学会第 69 回全国大会)『証券経済学会年報』44, 207-211
- 野瀬 義明, 伊藤 彰敏[2011a], 「公開維持型バイアウト企業の長期パフォーマンス」(証券経済学会第 74 回全国大会)『証券経済学会年報』46, 300-304

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

松木伸男, 大橋和彦, 本田俊毅[2004], 『バイアウトファンドーファンドによる企業価値向上の手法』, 中央経済社

松田千恵子[2013], 「株式上場リスクと非上場企業の特性に関する研究」『危険と管理』44, 177-194

宮島 英昭 (編著) [2011], 『日本の企業統治—その再設計と競争力の回復に向けて』 東洋経済新報社

宮島 英昭, 新田 敬祐[2011], 「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・『復活』と海外投資家の役割」『RIETI Discussion Paper Series 11-J-011』, 1-51