

[共同研究：金融諸問題に関する研究]

## 再考 株式非上場化の決定要因

野 瀬 義 明

### 1. は じ め に

本研究は、桃山学院大学「共同研究プロジェクト13共228 金融諸問題に関する研究」の研究成果をまとめたものである。

本研究の目的は、我が国で行われた株式非上場化案件を対象に、非上場化が対象企業ならびに対象企業の株主価値にもたらした影響、ならびに非上場化実施企業の財務面や株式所有構造面での特徴、を分析することである。本研究は野瀬/伊藤 [2009]、野瀬/伊藤 [2011] の追加的検証と位置付けており、検証しようとする仮説は、(1) ファンドが介在することでエイジェンシー・コストが低減するというエイジェンシー・コスト削減仮説、(2) 買収がLBOの形態をとる場合、有利子負債の増加がもたらす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、(3) 非上場化により買収先企業の株式市場での過小評価が修正されるというアンダーバリュ解消仮説、(4) 非上場化を通じてステークホルダー間で価値移転が生じるという価値移転仮説の四つである。

本研究の意義は以下の通り三つある。第一に、我が国における株式非上場化を網羅したサンプルを分析することで、非上場化が実施企業にもたらす効果を明確にしようとする試みである。第二に、非上場化のアナウンスメント時と非上場化実施直前期という、2時点の分析結果を互いに比較検討することで、非上場化がもたらす影響や実施企業の特徴についてより示唆に富んだ実証結果が期待できる。第三に、日本では株式非上場化は近年になって見られるようになった事象であり、事例の蓄積に応じたタイムリーな検証が必要であろう。本研究は、我が国の非上場化に関して追加的な実証結果を報告することで、それら要請に応えようとするものである。

本研究におけるサンプルは、2000年から2012年8月末までに行われた株式非上場化案件である。本研究の主な結論は次の通りである。第一に、我が国の株式非上場化のアナウンスメントが正の株価効果をもたらすことを明らかにした。これは、米英の先行研究の報告と一致しており、正のCARは国、制度に関わらず普遍的にもたらされることを示唆する。第二に、

株式非上場化の実施は、アンダーバリュー解消とエイジェンシー・コスト削減を通じて株主価値を増加させることを示唆する実証結果を得た。非上場化は株式市場に注目されず低評価にとどまっている銘柄に対して、経営者が抜本的改善施策として行っているようである。非上場化サンプルとコントロールサンプルを比較したところ、非上場化サンプルには、キャッシュリッチ、低成長という特徴がみられた。非上場化ダミーを被説明変数とした Probit 分析においても、非上場化型サンプルではキャッシュフローに起因するエイジェンシー・コストの削減が非上場化の動機である可能性が示された。エイジェンシー・コストの削減は、米英の研究では有意と認める報告が散見され、本研究の結果はそれらと整合するものである。第三に、価値の移転仮説に関してである。非上場化サンプルでは「会社関係者持ち株比率」が有意に高いものの、非上場化にあたって故意に会計情報が操作されたような現象は観測されなかった。「会社関係者持ち株比率」と「買収プレミアム」にも相関が認められず、会社関係者へ少数株主から価値が移転されているという仮説は棄却された。同時に節税効果が株式非上場化の動機であるという仮説も支持されなかった。

本研究の構成は以下のとおりである。第2節では本研究の先行研究を概説する。第3節では検証する仮説を説明する。第4節では実証分析に使用するデータと実証方法を説明する。第5節では実証結果を提示し、第6節で本研究の結論をまとめる。

## 2. 株式非上場化に関する先行研究

### 2.1 買収のアナウンスメント効果

1970年代から非上場化 LBO (leveraged buyout) が盛んであった米英では、買収のアナウンスメントが株価に与える影響について、多くの先行研究がみられる。初期の研究で知られるのが、De Angelo/De Angelo/Rice [1984] である。彼らは1973年から80年にかけて米国で行なわれた72事例について分析を行い、アナウンスメント当日と前日の2日間で22.27%の超過リターンが得られたと報告した。Lehn/Poulsen [1989] は、1980年から87年にかけて米国で行われた244事例について分析を行い、アナウンス前後の3日間で16.3%の超過リターンが得られたことを明らかにした。Goh et al. [2002] は、1980年から96年にかけて米国で行なわれた323事例を分析し、アナウンスメントの当日と翌日で12.68%の超過リターンがもたらされると報告している。以上は米国企業の分析例であるが、欧州企業においても同様の報告がもたらされている (Renneboog/Simons/Wright [2006], Andres/Betzer/Hoffmann [2005])。以上の通り、欧米での非上場化のアナウンスメントは正の株価効果をもたらすことが明らかになっている<sup>1)</sup>。野瀬/伊藤 [2009] でもバイアウトファンドが買収する非上場化案件に限定されるものの分析されており、21.4%の超過リターンが観測されている。

1) このほか、欧米での過去の研究結果については、Wright/Simons/Scholes [2006] が詳しい。

## 2.2 超過リターンの源泉/非上場化の実施動機

株式非上場化のアナウンスメントが有意に正の超過リターンをもたらすと報告が相次ぐと同時に、リターンの源泉についても様々な仮説が検討されている。ここでは、野瀬/伊藤 [2009]、野瀬/伊藤 [2011] で行ったサーベイに依拠する形で、超過リターンの源泉に関する仮説を整理する。

### 2.2.1 エイジェンシー・コスト削減仮説

株式非上場化では、以下の3つの方法でエイジェンシー・コストを低減すると期待される。第一に、経営者が株主となる、もしくは経営者の持ち株比率が向上することで株主と経営者の利害が一致する方向に向かう (Kaplan [1989b], Lehn/Poulson [1989])。第二に、専門の知見をもったバイアウト・スペシャリストが参画した場合、経営者が厳しく監視されるようになる (Andres/Betzer/Hoffmann [2005])。特に余剰キャッシュを多く抱えた企業の場合、バイアウト・ファンドの監視によりフリーキャッシュフローに起因したエイジェンシー・コストが改善される可能性もある (Jensen [1986])。第三に、非上場化型 (=LBO) の形態を取る場合、多額の借入れ負担が経営者を規律づけ、フリーキャッシュフローの削減により無駄な投資を行なうことを抑制する (Jensen [1986])。

### 2.2.2 節税効果仮説

この仮説は、非上場化がLBOの形式をとる場合、有利子負債の増加をもたらす節税効果により株主価値は向上し、それが超過リターンの源泉であるとする。米国ではこの仮説を支持する実証結果が複数報告されており、一例を挙げると、Kaplan [1989a] は、1980年から1986年における事例を分析し、買収時のプレミアムと被買収企業の節税可能額に正の相関があると指摘している。なお、公開維持型の買収では節税効果を得るスキームとすることが困難であり、原則として節税効果は非上場化型の買収でのみ超過リターンの源泉となりうる<sup>2,3)</sup>。

上記2仮説は株式非上場化を通じて、被買収会社のファンダメンタルに何らかの改善が起こるという、バリュアアップを想定したものである。買収事例が豊富な欧米では、バリュア

---

2) 非公開化 (=LBO) の場合、買収目的会社 (SPC) を通じた買収が一般的である。SPC は将来被買収企業との合併を前提に、被買収企業のキャッシュフローを担保として借入金を調達し、これによりレバレッジを高める。一方、公開維持型の場合、主にファンド以外の株主が多数残存する理由からSPCを通じた買収とはならず、増資引受もしくは株式譲渡により直接株式を保有することが一般的なスキームとなっている。

3) このほか、上場コストの削減も損益改善を通じてバリュアアップに寄与するとの指摘がある。すべての上場企業は、上場を維持するためにコストを支払わなければならない。具体的には、上場維持フィー (取引所、幹事証券会社等への)、アニュアルミーティング費、IR資料作成費など「見えるコスト」に限らず、情報開示の義務により秘匿が望ましい情報まで開示することで企業価値が毀損する「見えないコスト」が存在する。De Angelo/De Angelo/Rice [1984] は、対象企業が非公開化することでこれらコストは削減可能で、この削減額がリターンの源泉となりうる」と述べている。

アップの証左として被買収企業の財務数値の変化を分析した研究がみられる。Munari/Cressy/Malipiero [2006] は、1995年から2002年にかけて英国で行われたバイアウト事例を対象に分析を行い、買収後の3年間の平均ROAが有意に類似企業を上回ると述べている。また、Bae/Simit [1998] は、1985年から1990年に米国で行われたMBO事例を調べ、被買収企業での節税効果(Interest tax shield)が買収後に高まることを示している。

### 2.2.3 アンダーバリュー解消仮説

第三の仮説としてアンダーバリュー解消仮説が挙げられる。すなわち、買収先企業のファンダメンタル自体は一定であるが、非上場化をきっかけにその企業に対する株式市場の評価が修正されるという仮説である。

株式市場がセミストロング型である場合、公開情報は株価に織り込まれるが、経営者がプライベートに保有している企業の私的情報については株価に織り込まれない可能性がある。この場合、将来性について自信を持つ経営者がLBOに参画する可能性があるといわれる(Williamson [1988])。特に規模が小さい企業の場合、アナリストや金融情報誌にカバレッジされていないため、市場の参加者に適切な情報が伝わらずアンダーバリューのまま放置された状態にある可能性が指摘されている(Bae/Simit [1998])。また、市場で流動性が乏しい株式は、売買に制約がある(売りたいときに売れない、買いたいときに買えない)ためディスカウント状態にあるとされる(Amihud/Mendelson/Lauterbach [1997])。株式非上場化は、成否を含めて被買収企業の将来について追加的な情報をもたらすイベントであり、買収がアナウンスされると様々な判断に基づく投資行動が活発化するとみられ、ディスカウント状態は解消に向かう傾向にあるとされる(Bae/Simit [1998], Andres/Betzer/Hoffmann [2005])。

### 2.2.4 価値の移転仮説

第四の仮説として、超過リターンが他者からの価値移転によってもたらされるとする価値移転仮説が考えられる。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化し、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。例えば、経営者が人員削減、給料カット等を行うことで、従業員の得ていた価値が株主に移転すると指摘されている(Shleifer/Vishny [1988], Andres/Betzer/Hoffmann [2005])<sup>4)</sup>。

## 3. 検証仮説と変数

株式非上場化が株主価値に与える影響について、本研究が検証する仮説と仮説検証のために用いる変数について以下に記述する。なお仮説と変数は比較を容易にするため野瀬/伊藤[2011]と同じものとしている。

4) ただし、Kaplan [1989b]によると、MBOを行った企業において、買収後に有意な従業員の減少は認められなかった。

### 3.1 エイジェンシー・コスト削減仮説

非上場化を通じて、買収先企業の経営者と株主の関係で生じるエイジェンシー・コストが削減され、その結果、バリューアップを成し遂げている可能性がある。本研究ではこの仮説を検証するにあたり、余剰キャッシュを示す手元流動性比率（ $= (\text{現預金} + \text{有価証券} + \text{営業貸付金} + \text{営業投資有価証券}) / (\text{売上高} \cdot \text{営業収益}) \times 12$ ）を用いる。投資機会に乏しい場合、経営者は余剰なキャッシュ（手元流動性）を浪費しがちとなる（Jensen [1986]）。この「フリーキャッシュフローに起因して生じるエイジェンシー・コスト」がバイアウト・ファンドの買収によって低減し（Lehn/Poulson [1989]）、これが買収のアナウンスメント時における超過リターンの源泉となっていると予想する。

### 3.2 節税効果仮説

非上場化がLBOの形式をとる場合、支払利子の増加がもたらす節税効果により株主価値が向上し、この株主価値の向上が超過リターンの源泉であるといわれる。本研究では利子の節税効果を裏付ける変数として、有利子負債依存度を用いる。有利子負債が少ない企業は、レバレッジを効かせることで節税効果を得る余地が大きい（Andres/Betzer/Hoffmann [2005]）。よって、有利子負債依存度が低いほど、超過リターンは大きいと考えられる。

### 3.3 アンダーバリュー解消仮説

買収先企業のファンダメンタル自体は一定であるが、非上場化することで、その企業のアンダーバリュー状態が修正される可能性がある。アンダーバリューを裏付ける変数には、PBRと出来高回転率（ $= \text{買収のアナウンス直前年度における年間株式売買代金} / \text{年平均時価総額}$ ）を用いる。買収時のPBRが低いほど、解消されるアンダーバリュー度が大きく、アナウンスメントの超過リターンは大きいと考えられる。また出来高回転率が小さい企業ほど低い流動性のためにディスカウント状態にあり、解消されるべきアンダーバリュー度が大きいので超過リターンは大きいと考えられる。

### 3.4 価値の移転仮説

非上場化の一部は、オーナー経営陣ら支配株主が主体となって行われる。継続的に株式を所有する経営陣には、株式を安く取得する方向でのインセンティブが働く可能性がある。仮に、株式を集約する際に支配的な地位を利用すれば、不当に安い価格で株式を収集することも可能と思われる。具体的には、TOB価格が不当に安い価格で設定されており、少数株主の多くは価格に不満を持っているものの、応じざるを得ないケースが考えうる。少数株主が犠牲となることで生じた余剰リターンを、経営陣ら新株主は享受することができる。このように、支配株主は少数株主から強圧的に価値を移転（収奪）させることが可能である（DeAngelo/DeAngelo/Rice [1984], Bate/Lemmon/Linck [2006], 井上 [2008]）。よって、

少数株主からの価値の移転が非上場化の動機である可能性が指摘される。

価値の移転仮説の検証にあたり、本研究ではまず「会社関係者持ち株比率」と「買収プレミアム」「非上場化直前期の営業利益変化率」を代理変数として採用する。会社関係者持ち株比率とは、上位10大株主のうちオーナーやその親族、オーナーの資産持ち株会社などオーナー関連会社、経営陣、親会社など、対象会社に関係の深い人物もしくは組織が所有する株式を集計した比率である。会社が持つ自己株式も加えている。非上場化の主体である経営陣ら会社関係者の持ち株比率が多い企業ほど、非上場化に対して強い影響力を持つ可能性がある。そのため、相対的に力が弱い少数株主に対して強圧性を発揮し、本来少数株主に帰属する富を会社関係者に移転させることが可能で、それが非上場化の動機となると仮定する。「買収プレミアム」は買収後の支配株主が買収前の少数株主等に支払う対価の多寡を示すと考えられる。買収プレミアム率が低い企業ほど株式買取り価格が安く、少数株主の価値を収奪した可能性がある。

支配株主が非上場化を主導する際、事前に恣意的にマイナス情報を発信し不当に株価水準を下げる等の行為が懸念されている。結果、プレミアムを付す前の株価が本来あったであろう金額から低く抑えられ、差分を支配株主が得ている可能性がある。本研究では「非上場化直前の営業利益額の変動」をこのような利益相反の可能性を確認するための代理変数として採用した。これら指標が有意な減少を示す場合、支配株主の不正が疑われる。

説明変数とその前提となる仮説は表1の通り整理される。

表1 検証仮説の一覧

仮説	内容	代理変数	符号
エイジェンシー・コスト削減仮説	キャッシュリッチな企業ほどエイジェンシー・コストが高く、アナウンスリターンが高く、かつ非公開化しやすい	手元流動性比率	正
節税効果仮説	有利子負債が少ない企業ほど、LBOとすることで節税効果を得られるのでアナウンスリターンが高く、かつ非公開化しやすい	有利子負債依存度	負
アンダーバリュ解消仮説	非公開化する企業のバリュエーションは低い	PBR	負
	株式流動性の低い企業ほどアナウンスリターンが高く、かつ非公開化しやすい	出来高回転率	負
価値の移転仮説	会社関係者持ち株比率が高い企業ほど少数株主に対して強圧性を発揮可能なためアナウンスリターンが低く、かつ非公開化しやすい	会社関係者持ち株比率	正
	(買収プレミアムが小さい企業ほど、少数株主への分配が少ない)	買収プレミアム	負
	(戦略的非公開化の場合) 経営陣が直前に悪い決算発表することで株価を低く誘導し、非公開化を有利に実施している	非公開化直前半期の営業利益変動 (対前年同期比)	負

(出所) 野瀬/伊藤 [2011], p 44

## 4. データと分析方法

### 4.1 データ

本研究では、2012年8月までに国内で実施された株式非上場化を分析対象としている。まず、野瀬/伊藤 [2009]、野瀬/伊藤 [2011]、日本バイアウト市場年鑑、日経新聞などを参考に、非上場化事例を収集した。なお、本研究では企業の自発的な非上場化を分析対象としており、事業会社による完全子会社化等による上場廃止事例はサンプルに含まれない。また、決算修正や再建計画の公表など他のイベントが同時公表されていないか確認を行う。そうした確認作業の結果、非上場化案件は124件認められた。買収のアナウンス日は、日経テレコン21のデータベースを用いて次のように特定する。日経4誌（日本経済新聞、日経金融新聞、日経産業新聞、日経MJ）と株式新聞、日本証券新聞について調査し、非上場化の実施を最初に報じた日付をアナウンス日とする。

各サンプル企業についてはコントロール企業を選定する。野瀬/伊藤 [2011] では Evans/Poa/Rath [2005] 等を参考に、東証33業種分類が等しく、非上場化を行った直前の決算期における総資産額が最も近い企業をコントロール企業とした。本稿でも同様とした。各社の財務データは、日経 NEEDS、QUICK のデータベースと各社の有価証券報告書から収集する。各社の株価データは、QUICK とブルンバーグのデータベースを中心に収集している。各サンプルの財務・株価情報は表2に示すとおりである。

表2 サンプル企業の基本統計

指標	単位	サンプル			コントロール		
		n	平均値	中央値	n	平均値	中央値
時価総額	百万円	124	18,914	5,717	124	19,133	7,184
手元流動性比率	カ月	123	4.1	2.3	124	2.4	1.5
有利子負債依存度	%	124	19.0	10.6	124	20.1	16.9
PBR	倍	124	0.9	0.7	123	1.2	0.8
出来高回転率	回	123	33.8	15.1	123	77.5	26.1
会社関係者持ち株比率	%	124	44.1	45.0	124	37.1	37.9
営業利益伸び率	%	123	43.5	4.6	124	23.5	4.6

### 4.2 分析方法

#### 4.2.1 非上場化アナウンスメント時の株価効果

非上場化アナウンスメント時の株価効果は、野瀬/伊藤 [2009] に依拠し、Campbell/MacKinlay [1997] で用いられるイベントスタディによって分析する。まず、以下のマーケットモデルを構築し、発表日の150営業日前～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。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ただし、 $R_{it}$  はサンプル企業  $i$  の  $t$  日における日次株式リターン、 $R_{mt}$  は  $t$  日における TOPIX の日次リターン、 $\varepsilon_{it}$  は誤差項を示す。続いて、上記マーケットモデル式から、アナウンスメント日と以降2日の計3日間について正常リターン（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）を推計する。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。

株式非上場化のアナウンスメントが正の株価効果をもたらす場合、3節で述べた超過リターンの源泉に関する仮説が、国内企業の株価効果の要因として適用されるか検証する。この目的のために、サンプル企業別累積超過リターンを被説明変数、リターンの源泉を裏付ける企業別の各変数を説明変数とする重回帰分析を行なう。

$$CAR_i = c_0 + \sum_{i=1}^l c_j x_{ij} + \tilde{u}_i \quad (2)$$

ただし  $x_{ij}$  はサンプル  $i$  の超過リターンの源泉を裏付ける  $j$  番目の変数、 $u_i$  は誤差項を示す。

#### 4.2.2 非上場化実施企業の財務・株式面での特徴

非上場化実施企業の財務・株式面での特徴は、野瀬/伊藤 [2009]、野瀬/伊藤 [2011] を参考に以下のとおり検証する。まず、各指標に関してサンプルとコントロール企業との差を求め、差の平均値について  $t$  検定、中央値について Wilcoxon signed rank テストを行う。

$$\text{差} = \text{サンプル企業の指標} - \text{コントロール企業の指標} \quad (3)$$

次に、株式非上場化の意思決定構造を、質的選択モデルである Probit 分析によって推定する。被説明変数は非上場化型ダミーとし、非上場化サンプルは1、コントロール企業は0の値を取る。説明変数は2節で述べた超過リターンの源泉と関連した変数を用いる。この分析により、非上場化実施サンプルで特徴的な変数が明らかになる。

$$\text{Prob}(y_i=1) = \Phi\left(\gamma_0 + \sum_{j=1}^k \gamma_j x_{ij}\right) \quad (4)$$

ただし  $\Phi(\cdot)$  は標準正規分布の累積分布関数、 $x_{ij}$  はサンプル企業  $i$  の超過リターンの源泉を裏付ける  $j$  番目の変数を示す。

また、非上場化における支配株主への少数株主からの価値移転の有無は、買収プレミアムを被説明変数、会社関係者持ち株比率を説明変数とする回帰分析によって検証する。

## 5. 分析結果

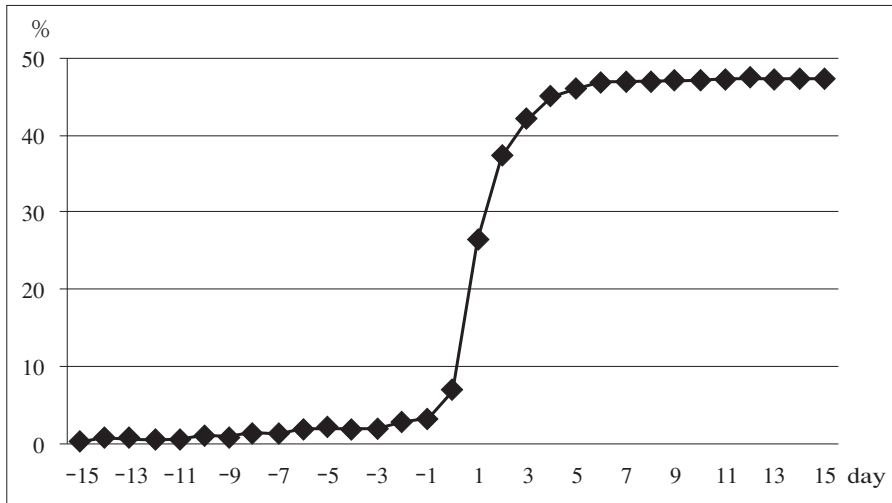
### 5.1 アナウンスメントがもたらす株価効果

図1は、全サンプル124社のアナウンス前後30日間の平均 CAR の推移を示している。これを見るとアナウンスメント当日に最も高い AR が認められる。加えて、その前後においても正の AR がもたらされているように見える。

表3は、CAR、各 AR の平均値とその検定結果を整理したものである。CAR の平均は34.12



図1 CARの推移



(注) 縦軸はCAR, 横軸はアナウンス日を0とした相対日を示す

%であった。CARの平均値=0を帰無仮説とした $t$ 検定を行なったところ、 $t$ 値=19.643となり1%水準で有意と認められた。表には掲載していないが、CARの中央値に対するWilcoxon signed rank 検定においても、有意な結果が得られた。従って株式非上場化アナウンスメントによって、有意な正の超過リターンがもたらされることが明らかとなった。

各日の平均ARをみると、0日(アナウンス当日)が3.59%、1日(アナウンス翌日)が19.61%、+2日(アナウンス翌々日)が10.92%となり、いずれも正の超過リターンであった。各ARの平均値についてAR=0を帰無仮説とした $t$ 検定を行ったところ、いずれの日の平均値も1%水準で有意に正と認められた。各日のARの中央値に対するWilcoxon signed rank 検定でも、有意な結果が得られた(表には未掲載)。

表3 アナウンスメント効果の検証結果

		全サンプル	
		平均	$t$ 値
CAR	3日間計	34.12	19.643***
AR	0日	3.59	4.565***
	+1日	19.61	15.687***
	+2日	10.92	11.767***
サンプル数		126	

(注) \*\*\*は1%有意水準

## 5.2 アナウンスメント効果の要因

表4は、CARを被説明変数、超過リターンの源泉を裏付ける変数を説明変数とする回帰分析の結果である<sup>5,6)</sup>。モデル1をみると、PBRがCARと有意な相関があることが示され

(有意水準は1%)、係数の符号は負であった。この結果はアンダーバリュー解消仮説と整合的である。モデル2に示すとおり、出来高回転率もCARと負の相関を示す傾向がみられ(1%水準で有意)、アンダーバリュー解消仮説と整合的な結果となっている。一方、手元流動性比率、有利子負債依存度、会社関係者持ち株比率、営業利益伸び率の各変数はCARと有意な相関を示さなかった。

表4 CARを被説明変数とした重回帰分析の結果

説明変数	モデル1				モデル2			
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	p値	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	p値
切片	37.906	0.041	9.160 ***	<.0001	32.757	0.045	7.310 ***	<.0001
手元流動性比率	0.145	0.002	0.75	0.4549	0.138	0.002	0.640	0.5216
有利子負債依存度	0.104	0.001	1.520	0.1316	0.119	0.001	1.550	0.123
PBR	-10.862	0.017	-6.250 ***	<.0001				
出来高回転率					-0.102	0.000	-3.250 ***	0.002
会社関係者持ち株比率	0.050	0.001	0.650	0.5195	0.016	0.001	0.190	0.851
営業利益伸び率	0.000	0.000	0.050	0.9615	0.005	0.000	0.740	0.460
サンプルサイズ	122				123			
Adjusted R2	0.103				0.266			

(注) \*\*\* は1%有意水準

### 5.3 非上場化実施直前期の財務・株価

株式非上場化を実施する企業の実施直前期の財務・株価面での特徴を確認した。表5は仮説を裏付ける各代理変数について、非上場化企業とコントロール企業との平均値および中央値の差を統計的に検定した結果を示す。平均値を比較したところ、非上場化サンプルは「手元流動性比率」が有意に高い。また、「PBR」が5%有意水準で低くなっている。「出来高回転率」は10%有意水準で低い。中央値について同様に確認したところ、有意水準に若干の違いは見られたものの、上記3指標がコントロール企業と有意に異なった。つまり非上場化実施企業には「キャッシュリッチ」、「株価が割安」「株式の売買が乏しい」という特徴がみられる。なお、「手元流動性比率」はエイジェンシー・コスト削減仮説、「PBR」「出来高回転率」はアンダーバリュー解消仮説の代理変数である。

次に、「会社関係者持ち株比率」が非上場化サンプルで有意に高いと示された。この指標は価値の移転仮説の代理変数である。一方もう1つの代理変数である、発表直前の営業利益水準に顕著な変動はみられなかった。ところで、本研究の仮説を裏付ける代理変数ではないが、非上場化サンプルでは「売上高伸び率」が有意にマイナスであると示された。この結果

5) 非公開化型サンプル、公開維持型サンプルにおけるCARの回帰分析では、内生性から生じる自己選択バイアスが存在する可能性がある。自己選択バイアスの有無を検証したが、自己選択バイアスの影響は統計的には有意ではないとの結果を得た。

6) 紙面の都合から表5はモデルを各パネルにつき2つ紹介するに留めている。この他様々な変数の組み合わせで推定を行った、結果は質的に同様であった。

は、非上場化が成長機会や資金の再投資先に乏しい成熟企業において選好されることを示唆する。表が省略するが、「売上高伸び率」はCARとも相関しており、エイジェンシー・コスト削減仮説を支持する結果と考える。

表5 差の平均値・中央値の検定結果

全サンプル	平均値				中央値		
	n	差	t 値	p 値	差	検定値	p 値
手元流動性比率	123	1.710	2.428 **	0.017	0.332	964.000 **	0.014
有利子負債依存度	124	-1.038	-0.397	0.692	-0.781	-251.500	0.502
PBR	123	-0.297	-2.339 **	0.021	-0.158	-843.000 **	0.033
出来高回転率	122	-27.604	-1.781 *	0.077	-4.209	-788.500 **	0.044
会社関係者持ち株比率	124	7.038	3.002 ***	0.003	4.689	1,120.000 ***	0.005
営業利益伸び率	123	20.326	0.512	0.610	1.894	95.000	0.812
売上高伸び率	123	-5.498	-2.086 **	0.039	-3.052	-846.000 **	0.032

(注) 差の平均値についてt検定を、差の中央値について Wilcoxon signed rank 検定を行った結果を示す。

\*\*\*は1%, \*\*は5%, \*は10%有意水準

表6は非上場化ダミーを被説明変数、検証仮説の各代理変数を説明変数とした Probit 分析の結果を示す。パネルAでは「手元流動性比率」が非上場化実施の有無と有意に正の相関を示した。有意水準は5%である。これはエイジェンシー・コスト削減仮説と整合する結果である。表5で示した平均値・中央値で差が有意となる傾向もあわせ、非上場化は株主間や経営陣と株主間で費消されるエイジェンシー・コストの削減が一因と考えうる。

次に「PBR」が5%水準で有意に負の相関を示した。パネルBに示すとおり「出来高回転率」も有意に負の相関を示す。アンダーバリューの解消も非上場化の動機となっている可能性がある。アンダーバリュー解消仮説の各裏付け指標は、CARの源泉としても有意であり、両分析で一貫した相関が示された。

#### 5.4 価値の移転はみられるか

Minority freeze-outの事例では、支配株主が強圧性を発揮しフェアなプレミアムを支払わず不当に安い買収価格を提示する可能性が指摘される (Bate/Lemmon/Linck [2006])。表6パネルAにて示された、非上場化実施企業では「会社関係者持ち株比率」が有意に高いという傾向はその表れかもしれない。ところで、価値の移転仮説は非上場化時の低いリターンと買収プレミアムとして現れている可能性がある。そこで、非上場化時の買収プレミアムを確認した。まず、非上場化アナウンスメントの6営業日前の株価を基準として買収プレミアムを測定したところ、平均値は54%、中央値は44%であった (表7パネルA)。次に買収プレミアムを被説明変数、会社関係者持ち株比率を説明変数とした回帰分析を行った (表7パネルB)。その結果、両者に有意な相関はみられなかった。よって、支配力の強さを利用した少数株主からの価値の移転は確認されなかった。表5に示される非上場化実施企業で会社関係者持ち株比率が有意に高いという事象は、非上場化という重大なイベントは失敗が許され

表6 非上場化ダミー変数を被説明変数とした Probit 分析

パネルA				
	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.421	0.227	-1.857 *	0.063
手元流動性比率	0.053	0.027	1.974 **	0.048
有利子負債依存度	-0.001	0.004	-0.189	0.850
PBR	-0.198	0.083	-2.383 **	0.017
会社関係者持ち株比率	0.012	0.004	2.747 ***	0.006
営業利益伸び率 (直前期)	0.000	0.000	1.058	0.290
サンプル数	246			
McFadden R-squared	0.062			

パネルB				
	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.107	0.097	1.109	0.267
出来高回転率	-0.002	0.001	-1.770 *	0.077
サンプル数	246			
McFadden R-squared	0.018			

(注) \*\*\*は1%, \*\*は5%, \*は10%有意水準

表7 買収プレミアムを被説明変数とした重回帰分析

パネルA 買収プレミアムの基本統計					
	N	最小値	中央値	平均	最大値
買収プレミアム	124	4.35	43.61	53.79	334.78

パネルB 買収プレミアムを被説明変数とした回帰分析				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	p値
切片	0.549	0.108	5.090 ***	<.0001
会社関係者持ち株比率	0.000	0.002	-0.120	0.908
サンプルサイズ	124			
Adjusted R2	0.000			

(注) \*\*\*は1%, \*\*は5%, \*は10%有意水準

ないため、すでに多くの株式を確保し成功確率の高い企業において実施される傾向を示したと解釈している。

## 6. 結 論

本研究の主な結論は次の通りである。第一に、我が国の株式非上場化のアナウンスメントが正の株価効果をもたらすことを明らかにした。これは、米英の先行研究の報告と一致しており、正のCARは国、制度に関わらず普遍的にもたらされることを示唆する。

第二に、株式非上場化の実施は、アンダーバリュ解消とエイジェンシー・コスト削減を通じて株主価値を増加させることを示唆する実証結果を得た。非上場化は株式市場に注目さ

れず低評価にとどまっている企業に対して、経営者が抜本的改善施策として行っているようである。非上場化サンプルとコントロールサンプルを比較したところ、非上場化サンプルには、キャッシュリッチ、低成長という特徴がみられた。非上場化ダミーを被説明変数とした Probit 分析においても、「手元流動性」「会社関係者持ち株比率」が有意な正相関を、「PBR」「出来高回転率」が有意な負相関を示した。以上からキャッシュフローに起因するエイジェンシー・コストの削減が非上場化の動機である可能性が示された。エイジェンシー・コストの削減は、米英の研究では有意と認める報告が散見され、本研究の結果はそれらと整合するものである。

第三に、価値の移転仮説に関してである。非上場化サンプルでは「会社関係者持ち株比率」が有意に高かった。このため買収時、支配株主が少数株主に強圧性を発揮し、安値で株式を安値で取得した可能性は否定されない。ただし、同時期の利益は有意に下落しておらず、非上場化にあたって故意に会計情報が操作されたような現象は観測されなかった。「会社関係者持ち株比率」と「買収プレミアム」にも相関が認められず、会社関係者へ少数株主から価値が移転されているという仮説は棄却された。同時に節税効果が株式非上場化の動機であるという仮説も支持されなかった。

本研究の分析を通じて、企業が株式非上場化を行う要因の一端がより明らかになった。しかし、我が国における株式非上場化の効用やステークホルダーへの影響は、まだまだ不明確である。例えば、「上場維持コストの削減」等未検証の事項が残されている。そのため今後も継続的な検証は不可欠である。

#### 関連文献リスト

- 井上光太郎 [2008], 「投資ファンドによる M&A と株式市場」, 第14回 SAAJ セミナー。
- 野瀬義明, 伊藤彰敏 [2009], 「バイアウト・ファンドによる買収のインパクトに関する分析」『現代ファイナンス』26, 39-49頁。
- 野瀬義明, 伊藤彰敏 [2011], 「株式非公開化の決定要因」『証券経済学会年報』46, 39-58頁。
- Amihud, Y., H. Mendelson, and B. Lauterbach [1997], “Market Microstructure and Securities Values: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange,” *Journal of Financial Economics* 45(3), 365-390.
- Andres, C., A. Betzer, and M. Hoffmann [2005], “Going Private via LBO - Shareholder Gains in the European Market,” Working Paper.
- Bae, S. C., and D. P. Simet [1998], “A Comparative Analysis of Leveraged Recapitalizations and Leveraged Buyout As a Takeover Defense,” *Review of Financial Economics* 7(2), 157-172.
- Bates, T. W., M. L. Lemmon and J. S. Linck [2006], “Shareholder wealth effects and bid negotiation in freeze-out deals: Are minority shareholders left out in the cold?,” *Journal of Financial Economics*, 81(3), pp. 681-708.
- De Angelo, H., L. De Angelo, and E. M. Rice [1984], “Going Private: Minority Freezouts and Stockholder Wealth,” *Journal of Law and Economics*, 27, 367-401.
- Evans, J., M. Poa and S. Rath [2005], “The financial and governance characteristics of Australian companies going private,” *International Journal of Business Studies*, 13, pp. 1-24. Campbell, J. A., and A. C. MacKinlay [1997] “Chapter 4 Event-Study Analysis,” *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University

- Press.
- Goh, J., M. Gombola, F. Y. Liu, and D. W. Chou [2002], "Going Private Restructuring and Earnings Expectations: A Test of the Release of Favorable Information for Target Firms and Industry Rivals," Workingpaper.
- Jensen, M. [1986], "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kaplan, S. [1989a], "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value," *Journal of Finance*, 44(3), 611-632.
- Kaplan, S. [1989b], "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value," *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254.
- Lehn, K., and A. Poulsen [1989], "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions," *Journal of Finance*, 44(3), 771-787.
- Munari, F., R. Cressy, and A. Malipiero [2006], "The Heterogeneity of Private Equity Firms and its Impact on Post-Buyout Performance: Evidence from the United Kingdom", Workingpaper.
- Renneboog, L., T. Simons, and M. Wright [2006], "Why do public firms go private in the UK?," Workingpaper.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny [1988], "Management buyouts as a response to market pressure," in A. Auerbach (Eds), *Mergers and Acquisitions*, University of Chicago Press.
- Williamson, O. E. [1988], "Corporate finance and corporate governance," *Journal of Finance*, 43(3), 567-591.
- Wright, M., T. Simons, and L. Scholes [2006], "Leveraged buyouts in the U. K. and continental Europe: retrospect and prospect," *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 38-55.

(2016年11月10日受理)

## Reconsidering the Determinants of Going-private Decisions in Japan

NOSE Yoshiaki

This paper investigates the determinants of going-private decisions by checking stock price reactions to buy-out announcements and comparing companies that have gone private with those that have not.

The results of an event study demonstrate that the cumulative abnormal return (CAR) is significantly positive.

The regression analysis indicates that positive CAR could mainly be obtained by the dissolution of undervaluation and the reduction of agency costs.

The comparisons with matched control companies and logit analysis also indicate that the “reduction of agency costs” and “dissolution of undervaluation” are the main motives for going private.

The value-transferring hypothesis was dismissed.

# 桃山学院大学

# 総合研究所紀要

Vol. 42 No. 3 2017. 3

〔特定個人研究〕

論 文

地域福祉推進における2つの支援機能

——個別支援と地域支援に着目して——……………松 端 克 文 ( 1 )

〔共同研究〕

論 文

安倍政権下の「量的・質的金融緩和」政策に関する一考察……………木 村 二 郎 ( 29 )

再考 株式非上場化の決定要因……………野 瀬 義 明 ( 45 )

大学教育改革と「建学の精神」に基礎づけられた個性化

——桃山学院大学の課題と可能性——……………谷 口 照 三 ( 61 )

論 文

Does Gaussian Elimination Teach About

Uninterpretable Feature Elimination in CHL?……………ARIKAWA Koji ( 83 )

日韓学術・教育・文化交流史(Ⅱ)

——桃山学院大学・啓明大学校民際交流(1981-2016)の歩み——……………徐 龍 達  
伊代田 光 彦 ( 129 )



桃山学院大学総合研究所