

【研究ノート】

非上場化企業の特性に関する研究 ——親子上場の解消に関する初期的検討——

松田 千恵子*

Abstract

In Japan, the number of companies that are voluntarily going private has increased over the past few years. This study aims to shed light on the reasons for and the determinants of going private by focusing on going private companies becoming wholly owned subsidiaries by their parent companies during 2005-2011. By applying univariate and multivariate analysis, the study highlights the differences between the listed subsidiaries that went private and those that did not. Key differences include the firms' shareholding structure and their profitability. The analysis also reveals several other financial characteristics of companies that went private during the sample period.

1. はじめに

本研究¹⁾では、我が国における企業の非上場化、その中でも多数を占める親子上場の解消に伴う完全子会社化を分析する。親会社によって非上場化される子会社がどのような特性を持つのかを明らかにし、経営者や株主をはじめとする利害関係者²⁾の意思決定に貢献することが本研究の目的である。

近年、我が国の株式市場では、経営陣による自社買収 (Management Buyout、MBO) や親会社による上場子会社の完全子会社化による非上場化が増加している。「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、その背景は様々である。

一方、上場株式を保有している投資家にとっては、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、自らの投資方針に反する事態ともなりえるため影響は深刻であ

* 首都大学東京 大学院社会科学部 経営学専攻

る。また、株主以外の利害関係者においても、非上場化により信用力などに変化が生じるのではないかという懸念が生じ、その結果として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。例えば債権者にとっては、株式市場からの資金調達がなされなくなるにより負債による資金調達への依存度が高まることが考えられ、非上場化後の信用リスク評価に影響を与える可能性がある。営業取引先においては、取引の相手先を上場企業に限っている場合には関係の見直しが必要となる。また、上場時に比べて開示される情報が限られることなどから売掛債権管理などに影響が出ることも考えられる。さらに、従業員に関していえば、上場企業に勤務していることが社会的信頼の高さを示していると考えたり、就職・転職などを検討する際に上場企業であることを企業選択の基準のひとつとしたりすることもある。

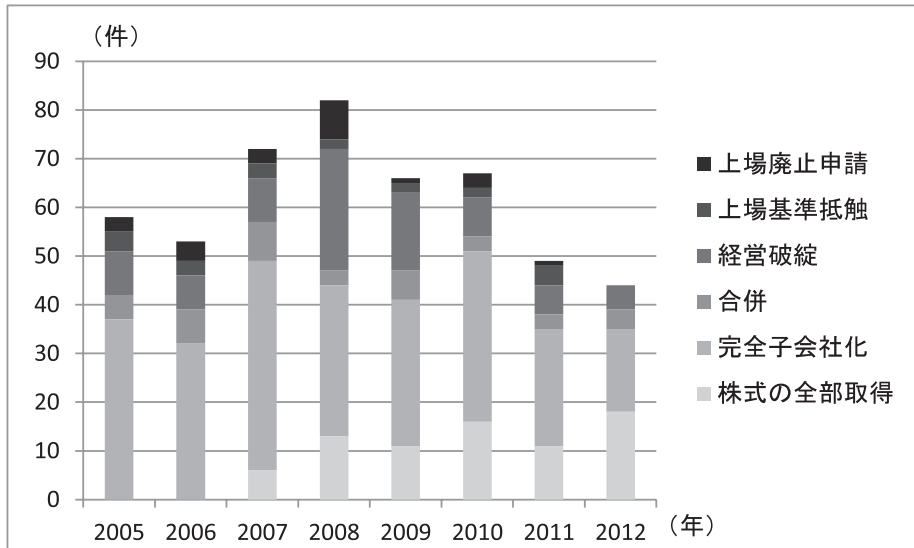
したがって、非上場化、その中でも多数を占める親子上場の解消を行う可能性のある企業の特徴が前もって明らかになれば、幅広い利害関係者にとって重要な情報となると考えられ、社会的に意義あるものとなると考えられる。

なお、日本の市場を対象にして親子上場の解消を行う可能性のある企業の特徴を明らかにした研究は限定的である。特に利害関係者が容易に入手できる公開情報を用いた研究は少ない。本研究は、幅広い利害関係者の意思決定に資するべく、財務数値等の公開情報を用いてその特性を明らかにしようとするものである。

2. 研究の背景

2.1. 非上場化企業数の推移

従来わが国では、上場廃止となる企業は少なく、主として倒産等により市場からの退出を余儀なくされたり、合併をおこなったりする場合に限られていた。1990年代後半より上場廃止となる企業数は増え始め、近年では50件以上の企業が自主的に株式市場から退出している。また、退出に至る要因にも変化が見られ、MBOによる非上場化や上場子会社の完全子会社化による非上場化が上場廃止企業の大半を占めるようになってきている(図1)。

図1 上場廃止理由³⁾ 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』)

2.2. 親子上場解消に伴う非上場化の増加

図1に示した退出に至る要因のうち、最も多くを占める完全子会社化による非上場化に関しては、西山(2011)が指摘する通り、その一定数以上が親子上場解消によるものとみられる⁴⁾。親子上場とは、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、新田(2010)によれば、この慣行は遅くとも高度成長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。

一方、池尾(1999)が「日本版金融ビッグバン」として述べるように、日本の金融システム再構築の動きは1990年代後半から本格化した。株式の持ち合い解消や銀行との関係変化などが急速に進む中、親子上場についても見直されることが多くなってきた。この背景には、以下に挙げるように、制度上の変化に加え、投資家行動の変化など資本市場における実態面の変化が、企業の非上場化や親子上場の解消を容易にしてきた、もしくは上場維持、特に親子上場を維持することを困難にしてきたことが挙げられよう。その結果、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社となっている(西山2011)。

2.3. 親子上場解消と制度上の変化

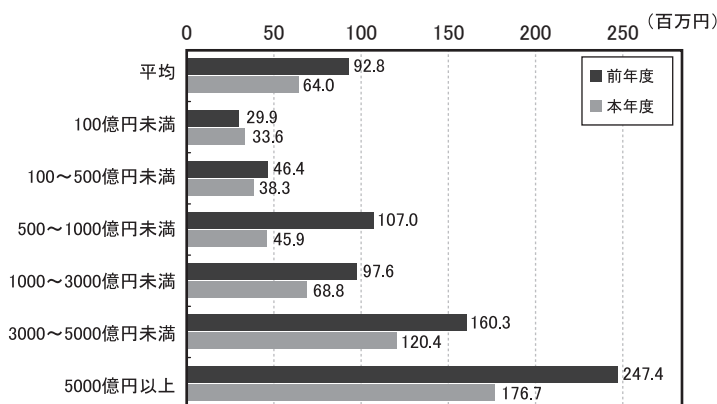
2.3.1. 商法改正および会社法制定

1899年(明治32年)に施行された旧商法は、1994年(平成6年)までは第二次世界

大戦をまたいでも合計 11 回しか改正されていないが、平成 9 年（1997 年）度以降はほぼ毎年のように改正が行われてきた。2005 年には会社法⁵⁾ が制定され、翌 2006 年に施行されている。この間、1997 年（平成 9 年）改正⁶⁾ では企業の合併手続の簡素化、1999 年（平成 11 年改正）⁷⁾ では株式交換制度の導入がなされ、子会社株式を金銭で買い付けるよりも企業の負担を減らすことができるようになった。また、株式交換により少数株主を排除することができるようになり、完全子会社化が容易となった。2001 年（平成 13 年改正）⁸⁾ においては企業分割法制が導入され、2007 年に施行された金融商品取引法では公開買付（TOB）制度に関する整備⁹⁾ も行われ、親子上場の解消を含む上場企業の非上場化を進めるにあたって関係する規制や制度が整備された。独占禁止法では、1997 年に純粋持株会社の解禁¹⁰⁾、1999 年に合併等届出制度の簡略化¹¹⁾などが行われた。これらの改正により、持株会社や完全子会社の創設、特定事業部門の子会社化や子会社間での事業整理が容易になった。

一方、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、2005 年に制定された会社法では、大会社における内部統制義務¹²⁾ がより厳しく規制されることとなった。内部統制対応コストは平均 1 億 6000 万円 との試算もあり¹³⁾、図 2 にみられるように、上場維持費用は増大した。

図 2 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』 <http://www.jri.co.jp/company/release/2009/090511/>)

2.3.2. 会計基準変更やディスクロージャー等の要請

会計基準に関しては、1997 年から段階的に連結財務諸表への移行が行われ、上場企業の会計情報開示には大きな変化が生じた¹⁴⁾。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

されることとなり¹⁵⁾、親会社と子会社の持株関係に焦点が当たる契機となった。

2002年には「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¹⁶⁾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¹⁷⁾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¹⁸⁾。また、2007年9月より金融商品取引法が完全施行され、2008年4月1日以後開始する事業年度から四半期報告制度¹⁹⁾が導入されるとともに、内部統制報告制度が導入²⁰⁾されることとなった。さらに、XBRLによる財務諸表提出²¹⁾などが義務付けられるようになり、上場企業にとっては会計基準の変更や資本市場における規制変更を中心に、ディスクロージャーに関わる費用負担が増大することとなった。

更に、我が国の会計基準では従来、子会社株式売却の際に、損益認識を行うこととなっている一方、国際財務報告基準(IFRS)においてはこうした取引は資本取引と認識され、売却益を計上することができない。従って、2009年に企業会計審議会がIFRSの強制適用につき2012年を目途に判断すると公表したことを契機に、子会社株式の保有を見直す動きが進んだ。

2.3.3. 企業グループに対する税制改正

商法改正および会社法制定が企業再編等を促し、会計基準変更により企業経営が連結中心となったことと呼応して、各種の税制改正もなされた。2001年には組織再編税制が、翌年には連結納税制度が導入された。しかし、当時の連結納税制度には子会社欠損金持ち込み制限など様々な制約が存在していたため、2010年度税制改正において「資本に係る取引等に係る税制」が制定され、連結納税制度を見直すとともにグループ法人税制の導入がなされた。同制度は、完全支配関係にある内国法人すべてを対象にすることから(連結納税制度の適用は任意)、100%の株式・出資を直接的又は間接的に保有する支配関係に注目が集まることとなった。

2.3.4. 利益相反問題と取引所規則

後述する投資家行動の変化などを受けて、近年、親子上場に対しては批判が強く、特に親会社と子会社少数株主との間の利益相反問題がクローズアップされるようになってきた。東京証券取引所は、2007年に公表した「上場制度総合整備プログラム2007」の中で、下記のように述べている。

親会社を有する会社の上場は、上場制度として禁止するのは適切ではない。しかしながら、(新規上場時から親会社を有する場合であっても、企業再編等を通じて上場後に親会社を有するこ

とになる場合であっても) 少数株主との利益相反のおそれなどの内在する弊害や問題点があること、昨今の経営環境においては上場会社には本格的な連結経営が求められていることを踏まえれば、投資者をはじめ多くの市場関係者にとって必ずしも望ましい資本政策とは言い切れない。

更に、2009年には金融庁の金融審議会金融分科会が公表した「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」では、親子上場に関して下記の見解が示され、各取引所の上場規則においても独立役員届出書の開示といった形で制度化が行われた。

(1) 「(子会上場については) そのあり方が真剣に検討されるべきであると考えられるが、少なくとも利益相反関係や親会社による支配の弊害を解消し、少数株主の権利を保護するための十分な措置が講じられる必要がある」

(2) 「今後も子会社の上場が認められていくのであれば、取引所においては、子会社の上場に当たって、親会社や兄弟会社などの出身ではない、少数株主の利益を十分に配慮することのできる社外取締役及び監査役の選任を求めるなど、利益相反関係が適切に管理され、親会社による権限濫用が防止されるような実効性のあるルールの整備が検討されるべきである」

2.4. 親子上場解消と資本市場の実態面の変化

2.4.1. 親子上場企業に対する投資家行動の増加

1990年代後半から始まった我が国金融システムにおける様々な制度変更は、投資家行動にも変化をもたらした。宮島・新田(2011)は「00年前後から国内のアクティビスト・ファンド²²⁾が台頭し、次第にその活動を活発化させていった」と述べている。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²³⁾。

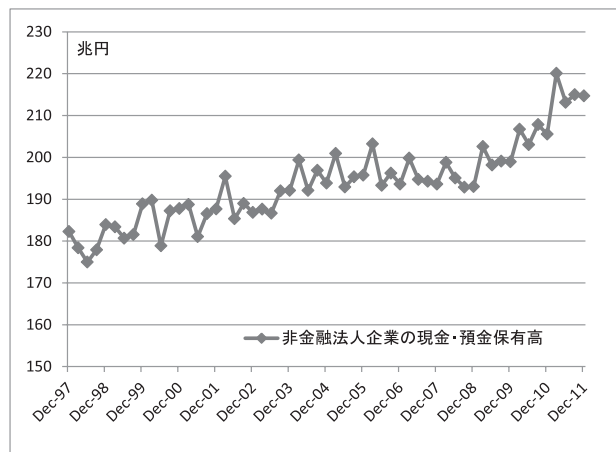
こうした中で、親子上場を巡る投資家からの批判や敵対的な行動もまた目につくようになった。2007年には、NECエレクトロニクスを巡る少数株主(ペリーキャピタル)と親会社(NEC)との間で株式買取問題²⁴⁾が発生、少数株主と親会社間の利害衝突が鮮明になるとともに、上場子会社の独立性に疑問が呈せられた。また、それに先立つ2005年には、ライブドアによるニッポン放送株取得に関わるフジサンケイグループとの攻防²⁵⁾が発生しており、このような動きを受けて、親子上場が少数株主との先鋭的な対立や、親会社自体の買取懸念などをもたらすことへの認知、およびそれを基にした親子上場解消の機運が高まった²⁶⁾。

2.4.2. 企業の資金調達行動と非上場化

近年、わが国における企業の現預金保有額は多少の変動はありつつもほぼ一貫して増加

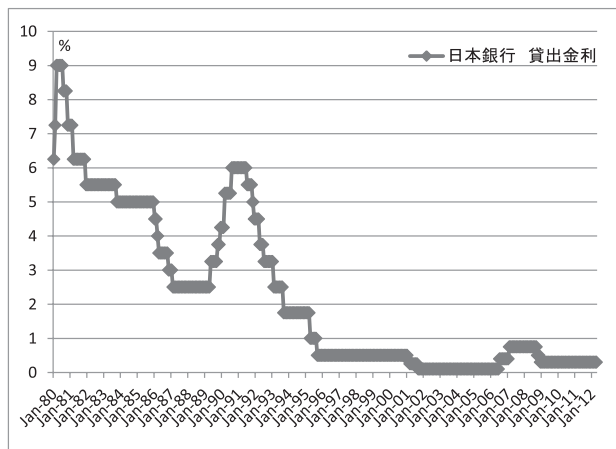
傾向にある（図3参照）。このことは、手元資金を豊富に持つ企業にとっては、資金調達手段としての上場の必要性が薄れてきたことを意味する。また、資金需要を満たすために親会社の子会社を上場させたとするならば、その子会社において投資需要が弱まってきている可能性もある。加えて、仮に資金需要が存在したとしても、図4で示すとおりわが国では1996年あたりから貸出金利が低く抑えられており、安定した経営を続ける企業であれば容易に低金利での借入による資金調達が可能である。こうした事情が、企業における資金調達行動に変化をもたらしている可能性がある。株式市場において積極的な資金調達行動をする必要の無くなった企業にとっては、上場の意味が薄れているとも考えられる。

図3 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4 貸出金利推移



(出所：日本銀行 預金・貸出関連統計)

3. 先行研究

非上場化に関する研究は、1970年代より米国において企業買収が盛んになったことにより頻繁に行われるようになった。特に、多額の借入を行って他社を買収するLBO (Leveraged Buyout)、経営陣が自社を買収するMBO (Management Buyout) 等においては、その多くが株式の非上場化を伴うものであったため、これらを対象として株式価値への影響を論じた研究が多く見られた。徐々に研究が広がるにつれ、財務数値や持株割合状況に触れた研究も見られるようになってきたが、いずれも研究対象時期や地域等により様々な結果が得られており、また我が国も含めて米国以外の各地域での研究結果は多くは無い。

非上場化の中でも、親子上場に関する研究はその特性から更に数も限られているが、親会社が上場子会社株式を持つことに関する課題の指摘や、親会社による上場子会社株式の再取得に焦点を当てた幾つかの研究が見られる。ここでは、一般的な非上場化に関する先行研究に関して、株価、財務数値、持株割合の各側面からみた内容をまとめた後、親子上場に関する先行研究を概観する。また、これらの内容に関して我が国ではどのような研究がなされているかについて考察する。

3.1. 海外における先行研究－株価に関する研究

株式の非上場化を伴う企業買収における株式価値への影響を論じた研究として、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。Jensen (1986) はフリーキャッシュフローが潤沢な企業においては、その使い道に関して経営者と株主の利害相反が大きくなり、経営者が非効率な投資などに走りやすくなる可能性について述べている (フリーキャッシュフロー仮説)。また、非上場化を伴うLBOにおいては、多額の負債借入れが経営者を規律付ける効用を持つことを指摘している。Kaplan (1989) は、1980年から1986年に行われた76件のMBOの中から48件に関して非上場化後の状況を分析し、営業利益の増加、設備投資の減少、およびネットキャッシュフローの増加に基づく株主価値向上がみられたと述べ、この原因をエージェンシーコストの削減に求めている。

ただし、これらの研究はいずれも非上場化前後における株価および株式価値の形成要因に焦点が当てられている。一方、本研究においては、非上場化を目指す企業の財務状態や経営成績に着目しており、財務数値を中心に分析を行い、その背景にある経営者の意思決

定のプロセスを分析することを本旨としている。したがって、株価および株式価値に関する先行研究は、様々な示唆を与えてはくれるものの、本研究の目指す内容とは同様ではない。

3.2. 海外における先行研究－財務数値に関する研究

米国において、LBO や MBO 時の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、段々と非上場化を行う企業が持つ特性についての分析へと移行するようになった。

Lehn and Poulsen (1989) は、1980 年から 1987 年までの 263 件の非上場化案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、株式価値に対して内部に留保されたキャッシュフロー²⁷⁾が多く、また内部に留保されたキャッシュフローが多いほど非上場化時に支払われた株価プレミアムが多いことを明らかにした。

Rao et al. (1995) は、プロビットモデルを用いて 1981 年から 1992 年までに行われた 118 件の非上場化企業に関して分析を行い、PER が低く、簿価に対する時価総額の割合が小さく、成長性の低い企業は非上場化しやすいと結論づけている。また、総資産に対するキャッシュフローの割合が大きく、配当性向が高い企業は非上場化しやすいとも述べ、株主に対するリターンが主に時価総額や成長性など非現金的な要素である場合には上場維持されやすく、配当や現預金保有など現金的な要素である場合には非上場化しやすいとしている。また、Lehn and Poulsen (1989) が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。一方、Block (2004) は、米国における企業改革法（サーベンス・オクスレー法、SOX 法²⁸⁾）の導入により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ことを指摘している。

また、Gleason et al. (2007) は、判別分析により 1999 年から 2003 年における 221 件の非上場化企業を分析し、ROE が低く、PBR が高く、総資産に対する負債の割合および総資産に対する現預金割合が高く、総資産規模が小さく、倒産までの距離が短く²⁹⁾、利益予測の精度が低い³⁰⁾ 企業が非上場化しやすいと指摘している。

Bharath and Dittmar (2010) は、上場の費用対効果が薄れることが非上場化の要因となりえるとして、1980 年から 2004 年という長期間にわたる非上場化企業 1,023 社をロジット分析および COX 比例ハザードモデルによって分析した。その結果、非上場化企業は総資産に対する現預金の割合が高いこと、アナリストカバレッジが少ないこと、簿価に対する時価総額の割合が低いこと、また 1990 年代以前の非上場化案件にはフリーキャッシュフロー仮説が有意であることなどを明らかにしている。また、この分析では非上場化を行った際の株式買収主体にも着目し、プライベートエクイティファンド (Private Equity Fund, PE) が関わる非上場化案件では負債が多いことなどを指摘している。

このような研究は、買収がいち早く盛んになった米国において先行したが、やや遅れて世界各地でも行われるようになった。中には米国における結果とは異なる結果を導き出したものもある。

Weir et al. (2005) は、英国における非上場化企業の研究として、英国の1998年から2000年の非上場化企業84社を対象にロジット分析を行い、株式価値、エージェンシーコスト及び持株状況について非上場化企業の特徴を抽出した。その結果、株式市場でアンダーバリューの状況に置かれている企業ほど非上場化しやすいという結論を得ている。また、Weir et al. (2008) は、1998年から2001年の115件の非上場化案件を分析し、米国の非上場化案件においては負債が少なく、資産の質が良く、より多角化された企業が多いのに比べ、英国においてはより社歴が浅く、社歴が浅く、株式パフォーマンスが悪く、相対的に規模が小さいと結論づけている。また、米国において見られるようにフリーキャッシュフローが多く、R&D費用が少ないという結果は見られなかったとしている。

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、もともとの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。

豪州における研究としては、Evans et al. (2005) が、豪州の1990年から1999年の非上場化企業80社について重回帰分析を行っており、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残した。同様の主張はEdey et al. (1996)によっても1988年から1991年の豪州における非上場化企業46社に関してなされており、これら豪州の研究においては、フリーキャッシュフロー仮説はサポートされていない。また、Evans et al. (2005) においてはほかにも、流動性が高く、成長性が低く、負債が少なく、R&D投資が少ない企業は非上場化しやすいといった結果がもたらされている。

他にはポーランドなど新興国における研究も散見されるが、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など、定性的な要因を指摘するものにとどまっており (Jackowicz and Kowaleski 2006)、当該企業自体の財政状態や経営成績との関係詳細に分析した研究は多くはない。

3.3. 海外における先行研究－持株割合に関する研究

企業の非上場化においては株主構成が変化することから、持株割合やガバナンスの構造などを分析した研究も多く存在する。

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。Bharath and Dittmar (2010) および Khan et al. (2011) は米国企業を対象に、それぞれ持株比率が集中している企業は非上場化しやすいと述べている。また、Edey et al. (1996) は、豪州の非上場

化企業に関して同様の結果を得ている。

Bharath and Dittmar (2010) は株主を分類し、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 2003 年から 2007 年までの非上場化企業に関して同様の分析を行い、PE による買収、経営陣による買収、その他に分類してその違いを分析、PE による買収では金融機関の持株比率が高く、現金不足の傾向にあり、配当性向が高い企業が非上場化しやすく、経営陣による買収においては、キャッシュリッチな企業が非上場化しやすいと結論付けている。

また、株式がアンダーバリュー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 and Dittmar 2010 ; Khan et al. 2011)、といった研究は、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ことができる。Bharath and 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いる。

3.4. 海外における先行研究－親子上場に関する研究

親子上場という日本の株式市場に多く見られる形態そのものを採り上げた研究は海外には少ないが、企業の持株構造、特に支配株主と少数株主の利害関係に関する研究が親子上場に関連する研究とすることができる。La Porta et al. (1999) は、支配株主がその利益請求権を超えて企業に支配力を及ぼすことを指摘した。これは、いわゆるストック・ピラミッド問題を指摘したものであり、親子上場においても同様の問題が生じることになる。また、こうした問題は不透明な市場制度を持つ国においてより顕著であるという指摘もなされている (La Porta et al. 1997, 1999)。

また、Claessens et al. (2002) は上記のストック・ピラミッド問題に関連して、実質的な議決権と利益請求権の乖離が大きくなるとエージェンシーコストが増し、実質的な議決権を利益請求権よりも多く持つ支配株主がいた場合に企業価値が毀損されると述べた。これは、親子上場の場合、子会社に更に孫会社が存在する場合などにあてはまると思われる。

より親子上場に近い概念を取り扱った研究としては、Gleason et al. (2006) がエクイティ・カーブ・アウト後に親会社が子会社株式を再取得する理由の分析などがある。同研究では、上場子会社の株式が過小評価されている場合に再取得が実施されるとしており、これは上述の Weir et al. (2005) などの研究とも整合するものである。また、Slovin and Sushka (1996) 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ことが株式市場に評価されることを指摘した。

3.5. 我が国における先行研究

我が国における企業の非上場化に関する研究では、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務的あるいは税務的な論点に関する研究がみられる。従って、本研究のように、非上場化を選択する企業を財務的アプローチにより分析する研究は国内では限定的であるといえよう。こうした中で、実証研究として学術的にまとめられているものとしては、野瀬・伊藤（2009）（2011）の研究をあげることができる。一方、ケーススタディとして個別企業を分析した研究では杉浦（2008）があげられる。また、実務的な立場から非上場化の要因に触れたものには岩谷（2002）が存在するが、総じて民間調査会社等による調査の類は多いが、学術的な研究は少ないといえる。

我が国において上場企業の子会社が多数上場している実態を捉えて、これらの企業における完全子会社化について研究したものとしては菊池・齋藤（2006）が挙げられる。同研究では、完全子会社化には親会社側の要因が影響を与えること、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、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た。

親子上場に関しては、法的或いは実務的な観点から、特に利害相反の問題を取り上げた研究が散見される。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いこと、親会社と少数株主の利益相反問題が重要性を増してくることを指摘した。また、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、当時主張されていた親子上場を規制で禁止するという流れ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。然るに、我が国における非上場化による親子上場の解消については、親子上場が慣行とさ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、研究の蓄積はまだ少ないといえる。

4. 仮説の設定

企業の非上場化全般に関する先行研究においては、早期に行われた株価評価からの研究の影響により、非上場化による株式の超過利潤がどこから生じるかということに焦点を当てた仮説に関して検証を行っている例が多い。経営者が株主となる、或いは経営者の持株比率が高まることで経営者と株主の利害が一致する（Kaplan 1989）、フリーキャッシュフローを多く抱えている企業の場合、買収者の監視によりエージェンシーコストが改善す

る（フリーキャッシュフロー仮説）（Jensen 1986）などのエージェンシーコスト削減仮説、自社株式の買付の為の借入が、節税効果をもたらすことが超過利潤の源泉となるという節税効果仮説（Kaplan 1988）、買取を通じて買取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（たとえば、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、株主価値を増やすなど（Shleifer and Vishny 1987））とする価値移転仮説、自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ことの修正が超過利潤の源泉である（Khan et al. 2011）とするアンダーバリュー解消仮説或いは情報の非対称性仮説などがこれにあたる。最後の仮説については、親会社が子会社の株式を再取得する際の理由として取り上げている研究もある（Gleason et al. 2006）。

また、経営者の意思決定に焦点を当てたものとしては、非上場化企業へのサーベイから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た（Block 2004）上場コスト削減仮説、企業が上場のメリットよりも敵対的買取などのリスクをより多く感じるようになってきたことが非上場化を促している（松田 2013）としたリスク回避仮説などがある。さらに、親会社による完全子会社化の理由として、親会社によるリストラクチャリングを容易にする（Slovin and Sushka 1996）としたリストラクチャリング仮説、少数株主との利害対立を回避しようとする（小本 2001）といった利害対立解消仮説などがある。

本研究においては、親子上場の解消という形で非上場化を行う企業とその理由を、公開された財務情報の範囲から明らかにすることに主眼を置いている。従って、これら先行研究で述べられた仮説を踏まえたうえで、下記の仮説に関して検証を行うこととしたい。

4.1. 低資産効率仮説

上述のエージェンシーコスト削減仮説に基づき、経営者と株主の間に存在するエージェンシーコストが顕著となっている場合、当該企業においては株主の短期的なリターンへの期待と経営者の長期的な価値向上への取組の間に齟齬が生じ、効果的な投資ができなくなっている可能性がある。この場合、非上場化する子会社においては資産効率が悪いことが考えられる。また、内部留保が再投資に向かわず、内部に蓄積されているだけとなっており、結果的に内部留保の割合が高くなっていることが考えられる。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。これを、低資産効率仮説として検証を行う。具体的には、利益や内部留保と総資産や純資産との割合、各種回転期間に関する特性など、効率性に関する指標を分析する。

4.2. 低成長仮説

また、こうした企業においては効率的な投資がなされない、或いは有望な投資を見つけることができないといった状況が想定され、成長性は相対的に低いものと思われる。そこで、これを低成長仮説として売上高や利益、キャッシュフローや資産の成長率など、成長性に関する特性を分析する。

4.3. 利害対立解消仮説

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。利害対立の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さえようとして子会社の配当性向を低めることを志向し、一方、外部の少数株主は配当性向を上げることを要求する、といったことが挙げられる。従って、配当を巡る状況は利害対立の有無を図る有力な指標となり得ると考え、配当性向、内部留保や売上高に対する配当額の比率、現預金の蓄積状況等を用いて、先行研究等でも示されている利害対立解消仮説を検証する。

4.4. リストラクチャリング仮説

上述の通り、上場子会社を非上場化することにより、親会社は当該子会社の100%株主として支配権を強めることができるため、当該子会社、もしくはそれを含むグループ内のリストラクチャリングを行いやすくなるといったことも考えられる。子会社の財務状況に現れるリストラクチャリングが必要な場合とは、当該子会社が財務の柔軟性を失っている場合、すなわち債務過多や過小資本などの状況にあり、財務的支援が必要であることが考えられる。また、こうした場合には、子会社の金利負担は大きく、借入金利は相対的に高いことが考えられる。従って、有利子負債依存度やインタレスト・カバレッジ、平均借入金利、一株当たり純資産額（BPS）など、安全性に関わる特性を分析して、リストラクチャリング仮説を検証する。

4.5. 低収益性仮説

上述した価値移転仮説に従えば、支配株主たる親会社は、これまで上場子会社における従業員など株主以外の利害関係者が得ていた価値を親会社に移転しようとして上場子会社に非上場化を行わせようとする可能性がある。この場合、上場子会社において利益率は低く、人件費などが大きな割合を占めることが考えられる。また、リストラクチャリング仮説が子会社の救済的な意味合いを持つ場合には、同様に低収益の状態になっていることが考えられる。従って、これを各種の利益率および費用率、一株当たり当期純利益（EPS）など、収益性に関わる指標を用いて検証する。

4.6. 子会社成長取り込み仮説

一方、リストラクチャリングにはよりポジティブな効果を期待して行う場合もあると想定される。当該子会社が成長を見込める事業を有しており、親会社のより潤沢な経営資源を活用して当該事業の成長を加速させようとする場合などである。この場合には、当該子会社の成長率は高いものであると考えられ、低成長仮説で用いる売上高成長率などの値が、低成長仮説とは逆の徴候を示すと想定される。また、子会社が成長事業を有している場合には、収益性は高くなることが考えられるため、これらについても検証を行う。

4.7. その他

これらの仮説の補足として、いずれかの仮説に該当する上場子会社に関して実際に非上場化を行う場合、規模の大きな上場子会社の非上場化には、より大きな資金的或いは労力的な負担がかかると考えられ、そのことが非上場化の意思決定を押しとどめていることも想定される。従って、企業の規模や傘下企業数などについても検討を加える。

5. 分析結果

5.1. 分析対象と手順

本研究においては、各年（暦年）における親子上場解消企業と、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の財務指標を比較することにより、設定した仮説を検証し、親子上場解消企業が見せる特性を明らかにしていくこととする。

分析に際しては、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）における連結決算財務情報を用いる。ここから、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。金融業を除く理由は、金融機関持株割合などの分析において有意な分析が難しくなること、一般的にも金融・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）等からも除外されるのが普通であることによる。

非上場化を行った企業の特定については、東京証券取引所における年別非上場銘柄情報を用いて、2005 年から 2012 年（暦年）に発生した非上場化企業を対象とする。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。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、取引形態等のみを踏まえた形式的な分類も散見される。そのため、対象となる全ての非上場化取引に関して、改めてレコフ M&A データを基に再分類を行い、子会社株式取得取引に該当するものを抽出する。

親子上場の定義³¹⁾ 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。

これらのデータベース作成により、2005年から2012年（暦年）に発生した親子上場解消による非上場化子会社と、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の比較が可能となる。比較に際しては、2005年から2012年（暦年）に発生した親子上場解消による非上場化子会社のうち、親会社が有価証券報告書の関連当事者情報に明記されており、財務情報が使用可能である89社をサンプル企業として取り上げ、上場維持状態にある子会社をコントロール企業として同数抽出することとした。抽出にあたっては、Kaplan（1989）、野瀬・伊藤（2012）等を参考に、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期前までの三ヵ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及びその前期の決算数値と、同時期に上場を維持していた親子上場企業の同じ決算期の数値を比較する。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更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、本研究ではその双方を対象とする。従って、本研究で選択された2005年から2012年における親子上場解消企業数は89社であるが、サンプルデータ数は2期間分の178件となる。サンプル企業及びコントロール企業の一覧を付表1に示した。サンプル企業の総資産額の平均値は92,588百万円、中央値は46,956百万円であり、コントロール企業の総資産額の平均値91,225百万円、中央値46,067百万円といずれも有意な差は無い。

財務数値に関しては、通常金融機関や信用調査会社で用いられる財務分析のフレームワークを用いて、上記の日本政策投資銀行設備投資研究所企業財務データから個別に算出する。そのうえで、各指標間の相関や会計基準変更の影響等の観点から検討を加えて使用する指標を特定する。検討したすべての指標については、その算出内容を付録として文末の付表2に付した。

なお、値が絶対値（金額や社数）となる売上高規模、連結子会社数、非連結子会社数、関係会社数、一株当たり当期純損益、一株当たり純資産に関しては正規化措置を取る。

そのうえで、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および中央値の差を検定する。検定に際しては、両群のn数が大きく異なること、財務数値については正規分布しないものがあることから、平均値に関するt検定に加えて中央値に関するウイルコクソン順位和検定を行う。

次に、2群の差異を有意に表す指標を用いて、親子上場解消企業群をダミー変数1、親子上場維持企業群をダミー変数0としてプロビット分析を行い、第4節で構築した仮説の当てはまり状況を確認する。

5.2. 仮説の検証

親子上場維持企業および解消企業に関する仮説を表す各説明変数の記述統計量及び2群の差の検定結果に関しては付表3に記した。但し、サンプル企業に関する記述統計量におけるp値は、中央値の差に関して検定した際のp値であり、*、**、***でそれぞれ10%、5%、1%有意であることを示している。

検定では、親子上場解消企業は親子上場維持企業と比べて、総資産成長率、固定資産増加率、自己資本成長率のいずれもが有意に低く、また売上高成長率、フリーキャッシュフロー成長率の平均値も低いことから、低成長仮説を支持する結果となった。また、同様に営業利益率、当期純利益率及び一株当たり当期純損益の値が有意に低いうえに、物件費の平均値の水準がいずれも高く、低収益性仮説を裏付ける結果となり、これら低成長仮説、低収益性仮説と表裏にある子会社成長取り込み仮説は支持されなかった。

さらに、親子上場解消企業は親子上場維持企業と比べて、ROA および ROE が有意に低くなったほか、棚卸資産回転期間及び流動資産回転期間の平均値が低く、低資産効率仮説についても支持される結果となった。また、インタレスト・カバレッジおよび一株当たり純資産は親子上場解消企業の方において安全性に劣る数値を示し、加えて、上記の通り各種の経費率が高いことは、リストラクチャリングの必要性を示唆する結果となった。ただし、有利子負債の多寡についての指標では有意差が見られず、これらは収益面および効率面の劣位が反映したものである可能性もある。

一方、売上債権対買入債務比率については、資金繰りの観点からは通常100%以下であることが望ましいとされるところ、両群ともに100%を上回っているものの、その値が低いのは親子上場解消企業の方であった。

なお、検定の結果から子会社数や売上高規模などについては有意な結果が見られなかった。親会社持株比率の平均値は親子上場解消企業の方が高かったが、中央値は上場維持企業に比べて低く、有意な差とはならなかった。

次に、プロビット分析を行った結果を表1に示す³²⁾。

表 1 プロビット分析の結果

財務指標	Value	Std. Error	t value	Pr(Chi)
(Intercept)	-0.08265	0.749054	-0.11034	
成長性				
売上高成長率	0.000851	0.007961	0.106959	0.924087
営業利益成長率	0.000364	0.000628	0.580103	0.562336
フリーキャッシュフロー成長率	-4.7E-05	5.74E-05	-0.81152	0.55164
有形固定資産増加率	0.006298	0.007948	0.792338	0.474424
自己資本成長率	0.011452	0.017447	0.656368	0.552009
総資産成長率	0.015234	0.013412	1.135881	0.896684
収益性				
当期純利益率	-0.02166	0.042684	-0.50743	0.669607
売上高人件費率(販管費)	0.02216	0.030098	0.736238	0.561967
売上高物件費率(販管費)	0.047588	0.025048	1.899909	0.025992 **
売上高研究開発費率	-0.1141	0.047061	-2.42459	0.010631 **
1株当たり当期純損益(円)	-0.94975	0.860266	-1.10401	0.004982 ***
効率性				
棚卸資産回転期間(月)	-0.01167	0.117038	-0.09973	0.859321
ROA(営業利益)	-0.09218	0.042684	-2.15964	0.001886 ***
安全性				
インタレスト・カバレッジ(倍)	-1.7E-05	5.72E-05	-0.30202	0.710203
売上債権対買入債務比率	-0.00222	0.001145	-1.93845	0.070047 *
株主との利害				
留保利益配当比率	-0.00424	0.012287	-0.34522	0.902369
総資本留保利益率	0.00213	0.007525	0.283011	0.872226
総資産当座資産比率	0.001401	0.008476	0.16532	0.667536
その他				
親会社持株比率(%)	0.013905	0.009699	1.433567	0.166062
非連結子会社数(社)	-0.09696	0.121535	-0.79782	0.287512

これを見ると、一株当たり当期純損益、売上高に対する物件費率といった収益性に関する変数が有意な値を示しており、低収益性仮説が支持されている。物件費が多いといった特徴は、親会社をして上場子会社を非上場化させ、より強いグリップの下でリストラクチャリングに向かわせようという意思決定へとつながることも考えられる。ただし、売上債権買入債務比率を示す変数は負で有意であり、資金繰りの観点からみれば親子上場解消企業群の方が安全性に優れているというリストラクチャリング仮説と反する結果となった。

ROAについては負で有意となり、総資産に対する営業利益が少ないほど親子上場を解消する傾向が明らかとなった。これは低資産効率仮説を支持する結果である。ただし、他

の効率性指標が有意な差を示していないことを考えると、ROAの低さは分子となる営業利益が低いことが要因であることも考えられ、低収益仮説を補完する結果となっている。

一方で、売上高に対する研究開発費の比率は負で有意であり、親子上場解消企業においては研究開発投資が少ないことが示唆された。ここからは、将来の成長に向けた投資を行っていない、或いはそうした成長機会自体が少ないといった企業の姿も推測される。但し、低成長性仮説については、プロビット分析においては有意な結果は得られなかった。

これらの結果により、親子上場解消企業は、親子上場を維持し続けている上場子会社に比べて、収益性に乏しく、売上高に対する物件費の割合が高い状況にあることが明らかとなり、当初構築した仮説のうち、低収益性仮説が支持される結果となった。また、低資産効率仮説に関しても弱い支持が見られた。

6. 終わりに

本研究は、我が国における非上場化企業の特性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。親子上場の解消を行うにあたっては、その理由として低資産効率仮説、低成長仮説、利害対立解消仮説、リストラクチャリング仮説、低収益性仮説、子会社成長取り込み仮説の6つの仮説を構築し、これらの仮説を表す財務数値を選択、親子上場解消企業群と親子上場維持企業群との財務数値の差について有意性を検定したうえでプロビット分析を行った。

この分析の結果、親子上場解消の対象になりやすい上場子会社は、売上高に対する物件費の割合が高く、一株当たり当期純損益が低く、ROAが低い企業であることが明らかになった。この結果は、低収益性仮説を支持しているほか、低資産効率仮説とも整合性のあるものである。また、リストラクチャリングの必要性を示唆してはいるものの、有利子負債の負担が大きく財務的支援が必要であることが非上場化を招くというリストラクチャリング仮説については支持する結果を得ることができなかった。また、低成長仮説、利害対立仮説、子会社成長取り込み仮説についても同様に支持する結果を得ることができなかった。ただし、低成長仮説については売上高に占める研究開発費の割合など、間接的に成長余力の乏しさを示唆するような結果が得られた。また、売上債権買掛債務比率については親子上場を解消して非上場化した企業の方が優れたパフォーマンスを示しており、これら新しく得られた結果には追究の余地があると考えられる。

さらに、本研究の結果は、第二章で述べた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つ

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、独立企業との比較等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ている。

7. 付表

〈付表1〉 サンプル企業とコントロール企業の一覧

サンプル企業（親子上場解消企業）					コントロール企業（上場企業） ³³⁾				
会社名	コード	直前 決算期	業種	総資産平均 (千円)	会社名	コード	業種 34)	総資産平均 (千円)	
日立ツール (株)	5963	Mar-12	2523	28,784,667	パナソニック電工SUNX (株)	6860	2729	23,206,159	
日本電産サンキョー (株)	7757	Mar-12	3119	101,354,000	(株) 日立メディコ	6910	3112	108,333,333	
日産販売 (株)	7563	Mar-12	40181	19,781,149	東京エレクトロン デバイス (株)	2760	40181	45,929,241	
(株) サークルKサンクス	3337	Feb-12	40321	221,989,667	ミニストップ (株)	9946	40321	102,384,000	
国際航業ホールディングス (株)	9234	Mar-12	70921	63,876,939	(株) バスコ	9232	70921	56,232,840	
愛知機械工業 (株)	7263	Mar-11	2914	92,011,667	日本車輛製造 (株)	7102	2921	122,939,333	
関東自動車工業 (株)	7223	Mar-11	2915	208,789,667	日産車体 (株)	7222	2915	235,727,333	
倉敷機械 (株)	6211	Mar-11	2521	10,350,655	(株) 積水工機製作所	6487	2541	8,802,013	
新神戸電機 (株)	6934	Mar-11	2799	47,980,667	新日本無線 (株)	6911	2792	56,966,333	
トヨタ車体 (株)	7221	Mar-11	2915	441,781,000	カルソニックカンセイ (株)	7248	2914	372,781,000	
パナソニック電工 (株)	6991	Mar-11	2742	1,138,003,000	ダイハツ工業 (株)	7262	2911	1,125,209,333	
石川島建機工業 (株)	5276	Mar-11	1712	16,833,411	ジオスター (株)	5282	1712	20,287,262	
セコムテクノサービス (株)	1742	Mar-11	39199	41,716,462	(株) 弘電社	1948	39199	28,388,127	
日立ビジネスソリューション (株)	4738	Mar-11	91531	15,428,667	ソフトバンク・テクノロジー (株)	4726	91531	12,846,609	
(株) T A I Y O	6252	Jun-11	2537	21,611,455	西芝電機 (株)	6591	2711	29,030,631	
島田理化学工業 (株)	6818	Mar-10	2729	15,350,582	(株) ワイ・イー・データ	6950	2721	10,689,561	
日本電算サーボ (株)	6585	Mar-10	2799	22,601,000	長野日本無線 (株)	6878	2799	29,027,894	
日本スビンドル製造 (株)	6242	Mar-10	2531	18,420,047	(株) アイチコーポレーション	6345	2537	64,850,883	
(株) ミヤノ	6162	Mar-10	2521	22,790,755	富士通フロンテック (株)	6945	2535	59,341,333	
日立マクセル (株)	6810	Mar-10	2799	270,446,333	新光電気工業 (株)	6967	2792	190,959,333	
アロン化成 (株)	7882	Dec-10	9111	35,974,913	S R I スポーツ (株)	7825	9199	57,120,667	
オリエンタル酵母工業 (株)	2891	Mar-10	199	44,554,333	日本食品化工 (株)	2892	199	40,762,000	
昭和K D E (株)	1701	Mar-10	2799	14,521,483	(株) コンテック	6639	2721	15,885,881	
(株) 日立プラントテクノロジー	1970	Mar-10	39199	292,547,333	東芝プラントシステム (株)	1983	39199	150,474,000	
有楽土地 (株)	8838	Mar-10	60141	204,208,667	ダイビル (株)	8806	60121	247,221,333	
東北ミサワホーム (株)	1907	Mar-10	30111	23,273,000	アタカ大機 (株)	1978	39199	31,136,667	
都築電産 (株)	9884	Mar-10	40181	25,082,311	アシックス商非 (株)	9814	40199	17,286,454	
(株) N B C メッシュテック	3534	Mar-10	394	21,703,112	星光PMC (株)	4963	1199	26,004,556	
沖ウィンテック (株)	1767	Mar-10	39199	26,456,395	富士古河E & C (株)	1775	39199	19,011,767	
N E C トーキョー (株)	6759	Mar-09	2741	114,358,000	(株) 日立国際電気	6756	2731	194,733,000	
エプソントヨコム (株)	6708	Mar-09	2731	86,210,667	能美防災 (株)	6744	2739	68,531,909	
ティール・シー・エム (株)	6374	Mar-09	2999	71,950,333	大豊工業 (株)	6470	2914	92,852,831	
大成ロテック (株)	1895	Mar-09	30111	106,585,000	大林道路 (株)	1896	30111	78,079,667	
メルジャン (株)	2536	Dec-09	151	89,944,667	(株) 不二家	2211	193	46,066,667	
エスエス製薬 (株)	4537	Dec-09	1161	97,873,667	大日本住友製薬 (株)	4506	1161	325,643,667	
昭和炭酸 (株)	4096	Mar-09	1122	21,940,496	伊勢化学工業 (株)	4107	1129	20,225,944	
東セロ (株)	3971	Mar-09	9111	47,834,667	信越ポリマー (株)	7970	9111	96,842,667	
日本製箔 (株)	5739	Mar-09	2121	22,849,302	東京ラヂエーター製造 (株)	7235	2914	23,993,424	
日本農産工業 (株)	2051	Mar-09	122	59,511,667	青木富士製粉 (株)	2003	121	29,265,000	
(株) フジタ	1725	Mar-09	30111	244,710,000	日本あすなろ建設 (株)	1865	30111	105,839,000	
藤和不動産 (株)	8834	Mar-09	60141	234,184,000	イオンモール (株)	8905	60121	208,814,667	
御幸ホールディングス (株)	3216	Mar-09	341	30,917,679	(株) オートリ	3411	341	16,970,622	
相鉄ローゼン (株)	8211	Feb-09	40321	46,901,000	(株) 丸栄	8245	40311	54,239,333	
(株) 日立情報システムズ	9741	Mar-09	91531	127,404,667	N E C ネットウェアアイ (株)	1973	91531	135,881,000	
(株) 富士通ビジネスシステム	8092	Mar-09	91531	118,188,000	新日鉄ソリューションズ (株)	2327	91531	105,161,667	
日商エレクトロニクス (株)	9865	Mar-09	91521	54,883,808	兼松エレクトロニクス (株)	8096	91521	38,114,412	
日立ソフトウェアエンジニアリング (株)	9694	Mar-09	91531	171,494,333	伊藤忠テクノソリューションズ (株)	4739	91531	184,606,667	
キヤノンファインテック (株)	6421	Dec-09	2535	116,076,180	東芝テック (株)	6588	2535	317,260,667	
キヤノンソフトウェア (株)	9623	Dec-09	91531	10,888,333	サイバネットシステム (株)	4312	91531	14,790,963	
(株) ソフマップ	2690	Feb-09	40399	27,857,961	パナソニック電工インフォメーションシステムズ (株)	4283	91531	17,977,896	
(株) ネットマークス	3713	Mar-09	91531	28,647,659	J F E システムズ (株)	4892	91531	17,171,373	
(株) 日立システムアンドサービス	3735	Mar-09	91531	62,388,697	S C S K (株)	9719	91531	107,259,333	
(株) アトリウム	8993	Feb-09	60199	170,097,725	住友不動産販売 (株)	8870	60199	112,618,667	
リコエレクトレックス (株)	7765	Mar-08	3114	47,967,000	キヤノン電子 (株)	7739	3113	64,353,033	
S U M C O T E C H X I V (株)	5977	Jan-08	2119	98,436,333	東邦チタニウム (株)	5727	2119	34,152,659	
日立粉末冶金 (株)	5944	Mar-08	2319	35,640,000	日立機材 (株)	9922	2319	17,782,789	
(株) 金門製作所	7724	Mar-08	3111	36,379,143	日本電産コパル (株)	7756	3113	61,210,000	
理研電線 (株)	5808	Mar-08	2131	11,803,057	東京特殊電線 (株)	5807	2131	37,838,000	
四国コカ・コーラボトリング (株)	2578	Dec-08	199	48,108,333	北海道コカ・コーラボトリング (株)	2573	199	43,116,667	
東邦テナックス (株)	3403	Mar-07	1793	34,504,793	宇部マテリアルズ (株)	5390	1799	34,623,333	
金商 (株)	8064	Mar-07	40139	36,675,000	(株) トーメンデバイス	2737	40181	30,099,157	
(株) N E O M A X	6975	Mar-07	2799	116,450,333	日新電機 (株)	6641	2711	82,163,333	
三菱伸銅 (株)	5771	Mar-07	2122	46,852,773	(株) アイメタルテクノロジー	5605	2914	37,885,642	
東映ラボ・テック (株)	9732	Mar-07	90311	12,043,370	スバル興業 (株)	9632	90311	20,667,744	
小田急不動産 (株)	8832	Mar-07	60151	49,063,000	東宝不動産 (株)	8833	60199	53,733,952	

三菱樹脂 (株)	4213	Mar-07	9111	161,008,667
(株) 西友	8268	Dec-07	40321	656,160,667
日鐵ドラム (株)	5908	Mar-07	2314	25,027,445
雪印種苗 (株)	2057	Jun-07	122	37,059,922
(株) キヤビン	8164	Aug-07	40399	30,736,185
富士通アクセス (株)	6717	Mar-07	2731	37,593,039
シャディ (株)	8048	Mar-07	40121	53,812,333
デンセイ・ラムダ (株)	6917	Mar-07	2799	32,755,117
富士通デバイス (株)	7582	Mar-07	40181	93,686,333
アサヒ飲料 (株)	2598	Dec-07	199	110,906,000
東北バイオニア (株)	6827	Mar-07	2744	76,029,667
エヌイーシーインフロンティア (株)	6705	Mar-06	2731	69,444,333
昭和高分子 (株)	4214	Mar-06	1131	34,968,333
川重防災工業 (株)	6483	Mar-06	3112	14,515,126
(株) パンプレスト	7854	Mar-06	9199	22,425,483
(株) 十字屋	8259	Feb-05	40311	78,751,667
東海高熱工業 (株)	5361	Dec-05	2537	8,975,226
ティールエロジコム (株)	9079	Dec-05	70511	27,858,630
積和不動産 (株)	8846	Jan-05	60121	32,413,130
日鐵物流 (株)	9178	Mar-05	71311	35,849,038
キリンビバレッジ (株)	2595	Dec-05	199	182,920,667
コナミスポーツ (株)	4643	Mar-05	99199	46,956,312
エヌイーシーソフト (株)	4774	Mar-05	91531	75,007,000
旭テクノグラス (株)	5215	Dec-04	1721	49,669,251
平均値				92,588,444
中央値				46,956,312

日立化成工業 (株)	4217	9111	404,156,000
三菱食品 (株)	7451	40151	402,362,667
J F E コンテナー (株)	5907	2314	22,491,838
日本製菓 (株)	4550	1161	25,211,929
(株) さが美	8201	40399	53,498,296
日本アビオニクス (株)	6946	2799	32,176,667
蝶理 (株)	8014	40121	118,379,667
富士通コンポーネント (株)	6719	2799	33,248,667
(株) トーメンエレクトロニクス	7558	40181	56,505,333
北海道コカ・コーラボトリング (株)	2573	199	45,722,000
クラリオン (株)	6796	2744	129,561,333
F D K (株)	6955	2799	81,748,000
日本高周波鋼業 (株)	5476	1921	43,443,333
(株) モリテックス	7714	3119	13,531,301
マミヤ・オービー (株)	7991	9199	27,812,069
(株) C F S コーポレーション	8229	40321	55,158,939
(株) 名機製作所	6280	2536	18,951,901
(株) キューソー流通システム	9369	70511	53,126,199
(株) 東急コミュニティ	4711	60199	45,556,669
アサガミ (株)	9311	71311	62,919,833
北海道コカ・コーラボトリング (株)	2573	199	53,215,000
イオンデライト (株)	9787	99199	25,727,481
ヤフー (株)	4689	91521	38,496,000
宇部マテリアルズ (株)	5390	1799	36,616,000
平均値			91,224,892
中央値			46,066,667

〈付表2〉 検討した指標の一覧

規模	
総資産規模	=貸借対照表上の総資産額
売上高規模	=損益計算書上の総売上高額
連結子会社数	株式会社日本政策投資銀行企業財務データバンクの定義に基づく ³⁵⁾
非連結子会社数	株式会社日本政策投資銀行企業財務データバンクの定義に基づく
関係会社数	株式会社日本政策投資銀行企業財務データバンクの定義に基づく
財務数値関連指標 (単位: %)	
売上高成長率	=[(当期売上高÷前期売上高)-1]×100
営業利益成長率	=[(当期経常利益÷前期経常利益)-1]×100
経常利益成長率	=[(当期経常利益÷前期経常利益)-1]×100
フリーキャッシュフロー成長率	=[(当期フリーキャッシュフロー÷前期フリーキャッシュフロー)-1]×100
総資産成長率	=[(当期総資産÷前期総資産)-1]×100
自己資本 ³⁶⁾ 成長率	=[(当期自己資本÷前期自己資本)-1] ³⁷⁾ ×100
売上高売上総利益率	=売上総利益÷売上高×100
売上高営業利益率	=営業利益÷売上高×100
売上高経常利益率	=経常利益÷売上高×100
売上高当期利益率	=当期利益÷売上高×100
売上高フリーキャッシュフロー率	=フリーキャッシュフロー÷売上高×100
売上高営業外収益率	=営業外収益÷売上高×100
売上高営業外費用率	=営業外費用÷売上高×100
売上高金融収支比率	=(受取利息割引料+受取配当金-支払利息割引料)÷売上高×100
売上高金利負担率	=支払利息割引料÷売上高×100
投融資効率	=(受取利息割引料+受取配当金)÷(短期貸付金+長期貸付金+有価証券+投資有価証券+出資金・関係会社株式等+現金・預金)×100
配当性向	=(剰余金の配当(社外流出分合計)÷当期利益×100 ※分母が負数の場合は無効値
現預金配当比率	=(剰余金の配当(社外流出分合計)÷期首・期末平均現預金×100
留保利益 ³⁸⁾ 配当比率	=(剰余金の配当(社外流出分合計)÷留保利益×100 ※分母が負数の場合は無効値
自己資本配当比率	=(剰余金の配当(社外流出分合計)÷期首・期末平均自己資本×100 ※分母が負数の場合は無効値
ROA (総資産営業利益率)	=営業利益÷期首・期末平均総資産×100
ROE (総資産当期利益率)	=当期利益÷期首・期末平均総資産×100
自己資本営業利益率	=営業利益÷期首・期末平均自己資本×100 ※分母が負数の場合は無効値
自己資本当期利益率	=当期利益÷期首・期末平均自己資本×100 ※分母が負数の場合は無効値
総資産回転率	=売上高÷期首・期末平均総資産
売上債権回転期間	=期首・期末平均売上債権÷売上高×12
棚卸資産回転期間	=期首・期末平均棚卸資産÷売上高×12
買入債務回転期間	=期首・期末平均買入債務÷売上高×12
流動資産回転期間	=期首・期末流動資産÷売上高×12
流動負債回転期間	=期首・期末平均流動負債÷売上高×12
有形固定資産回転期間	=期首・期末平均有形固定資産÷売上高×12
固定資産回転期間	=期首・期末平均固定資産÷売上高×12
固定負債回転期間	=期首・期末平均固定負債÷売上高×12

有利子負債回転期間	=期首・期末平均有利子負債÷売上高×12
総資産運転資本率	=期首・期末平均運転資本÷期首・期末平均総資産×100
総資本留保利益率	=留保利益÷期首・期末平均総資産×100
自己資本留保利益率	=留保利益÷期首・期末平均自己資本×100 ※分母が負数の場合は無効値
有形固定資産増加率	=[(当期有形固定資産÷前期有形固定資産)-1]×100
流動比率	=期首・期末平均流動資産÷期首・期末平均流動負債×100 ※流動負債が0の場合は無効値
当座比率	=期首・期末平均当座資産÷期首・期末平均流動負債×100 ※流動負債が0の場合は無効値
売上高現預金比率	=期首・期末平均現預金÷売上高×100
総資産現預金比率	=期首・期末平均現預金÷期首・期末平均総資産×100
自己資本現預金比率	=期首・期末平均現預金÷期首・期末平均自己資本×100
売上高当座資産比率	=期首・期末平均当座資産÷売上高×100
総資産当座資産比率	=期首・期末平均当座資産÷期首・期末平均総資産×100
売上債権対買入債務比率	=期首・期末平均売上債権÷期首・期末平均買入債務×100 ※分母が0の場合は無効値
負債比率	=(期首・期末平均流動負債+期首・期末平均固定負債)÷[(期首・期末平均流動負債+期首・期末平均固定負債)+(期首・期末平均株主資本)]×100
有利子負債比率	=期首・期末平均(短期借入金+1年以内返済予定の長期借入金+1年以内償還予定の社債+長期借入金+社債+長短リース債務+受取手形割引高)÷[期首・期末平均(短期借入金+1年以内返済予定の長期借入金+1年以内償還予定の社債+長期借入金+社債+長短リース債務+受取手形割引高)+期首・期末平均自己資本]×100
自己資本比率	=(期首・期末平均自己資本+特別法上の引当金)÷期首・期末平均負債+資本合計×100 ※分母が0の場合は無効値
有利子負債依存度	=期首・期末平均(短期借入金+1年以内返済予定の長期借入金+1年以内償還予定の社債+長期借入金+社債+長短リース債務+受取手形割引高)÷期首・期末平均(負債+資本合計+受取手形割引高)×100 ※分母が0の場合は無効値
固定比率	=期首・期末平均固定資産÷期首・期末平均自己資本×100 ※分母が負数の場合は1として計算
固定長期適合率	=期首・期末平均固定資産÷(期首・期末平均自己資本+期首・期末平均固定負債)×100 ※分母が負数の場合は自己資本を1として計算
インタレスト・カバレッジ(倍)	=(営業利益+受取利息割引料+受取配当金)÷支払利息割引料 ※分母が0の場合は無効値
有利子負債平均金利	[支払利息割引料÷期首・期末平均(短期借入金+1年以内返済予定の長期借入金+1年以内償還予定の社債+長期借入金+社債+長短リース債務+受取手形割引高)]×100
有利子負債フリーキャッシュフロー比率	[フリーキャッシュフロー÷期首・期末平均(短期借入金+1年以内返済予定の長期借入金+1年以内償還予定の社債+長期借入金+社債+長短リース債務+受取手形割引高)]×100
長期借入金増加率	=[(当期長期借入金+社債)÷(前期長期借入金+社債)]-1]×100
株式関連指標	
1株当たり純資産額(円)	株式会社日本政策投資銀行企業財務データバンクの定義に基づく
1株当たり当期純損益(円)	株式会社日本政策投資銀行企業財務データバンクの定義に基づく
親会社持株割合(%)	株式会社日本政策投資銀行企業財務データバンクの定義に基づく

〈付表3〉 記述統計量と平均及び中央値の差の検定結果
サンプル企業

財務指標	総数	除外数	最小値	第1四分位数	平均値	p値	中央値	p値	第3四分位数	最大値	標準偏差
成長性											
売上高成長率	178	0	-64.0405	-8.2351	-1.0631	0.0256	**	-0.5118	0.1382	7.1857	15.3144
営業利益成長率	178	0	-1,506.9565	-53.6641	-9.7451	0.8569		-9.1564	0.2899	27.8925	268.1869
フリーキャッシュフロー成長率	178	0	-28,296.3470	-185.3063	-292.1003	0.0987	*	-68.4606	0.5134	21.2652	2,259.2785
総資産成長率	178	0	-45.2724	-6.7758	-0.9107	0.0255	**	-0.7413	0.0978	* 4.5650	37.5344
自己資本成長率	178	0	-1,264.6540	-4.2068	-11.1816	0.0718	*	1.2582	0.0008	*** 5.9167	124.7072
有形固定資産増加率	178	0	-75.7235	-6.9635	-1.4286	0.0243	**	-2.6651	0.0369	** 3.2859	75.7962
収益性											
売上総利益率	178	0	-1.0812	13.9285	21.8202	0.4901		20.9409	0.9569	25.2759	12.9548
営業利益率	178	0	-36.6837	1.2291	3.3990	0.0043	***	2.9173	0.0118	** 5.8823	22.1038
当期純利益率	178	0	-142.9421	-0.0978	-1.3427	0.0075	***	1.2967	0.0024	*** 3.0741	12.0710
売上高フリーキャッシュフロー率	178	0	-167.3157	-1.9567	-0.4787	0.1292		1.2890	0.2072	4.3684	15.1640
売上高人件費率(販管費)	178	0	0.0991	3.7496	6.3803	0.9098		5.7847	0.3628	8.2824	18.0608
売上高物件費率(販管費)	178	19	0.0100	1.8500	5.2396	0.1640		3.1700	0.0116	** 5.4000	43.1300
売上高研究開発費率	178	46	0.0200	0.3525	1.9220	0.0433	**	1.2350	0.1988	2.6850	12.2900
1株当たり当期純損益(円)	178	0	-3.1651	-0.1665	-0.1765	0.0009	***	-0.1572	0.0013	*** -0.1422	0.4096
効率性											
売上債権回転期間(月)	178	0	0.0584	1.7001	2.5912	0.3466		2.6814	0.6898	3.3751	7.7957
棚卸資産回転期間(月)	178	0	0.0117	0.4978	1.9042	0.0215	**	1.0587	0.3301	1.8876	33.7464
買入債務回転期間(月)	178	0	0.0491	1.1208	1.7038	0.3812		1.5115	0.5088	2.1469	4.9375
総資産運転資本率	178	12	-13.3900	13.2975	21.3259	0.1114		20.5150	0.1496	29.3100	14.5656
総資産回転率	178	0	22.7048	85.6178	126.7886	0.4903		112.9418	0.3276	152.7765	431.0118
流動資産回転期間(月)	178	0	0.9310	4.5059	6.9048	0.0574	*	5.8141	0.4073	8.1523	44.4777
ROA(営業利益)	178	0	-14.5333	1.6174	4.0122	0.0038	***	3.7256	0.0049	*** 7.0998	15.8210
ROE(当期利益)	178	5	-475.7000	0.5800	-2.2327	0.0234	**	3.6700	0.0161	** 8.3400	34.9200

投融資効率	178	0	0.0458	0.4412	1.2947	0.9766	0.8000	0.7304	1.6098	14.9947	1.8567		
安全性													
流動比率	178	0	23.0011	110.2607	189.3781	0.8537	162.1642	0.4918	227.2043	846.9326	119.9142		
売上債権対買入債務比率	178	0	2.0700	109.4300	179.9823	0.0042	***	159.6600	0.0416	**	224.9550	745.2900	122.4173
固定長期適合率	178	0	8.4584	46.4030	73.6869	0.2262	65.5306	0.3510	91.0523	249.5104	39.3043		
有利子負債依存度	178	0	0.0000	1.0397	18.5014	0.1401	11.5976	0.3424	27.7490	107.0166	21.0243		
有利子負債比率	178	0	-16,866.6185	1.0144	-40,1360	0.2693	20,9468	0.4944	66.1967	2,760.3922	1,346.3553		
自己資本比率	178	5	6.3000	31.1700	46.8502	0.1328	48.0500	0.1694	61.9500	91.8700	20.8824		
有利子負債平均金利	178	23	0.0000	1.1400	2.2906	0.3234	1.6400	0.2710	2.3050	32.0000	3.3596		
有利子負債フリーキャッシュフロー比率	178	23	-10,089.3600	-10.8600	1,337.1830	0.2447	10.5200	0.7787	56.0950	74,100.0000	8,811.7580		
インタレストカバレッジ (倍)	178	26	-15,988.9000	4.7150	157.0255	0.0624	*	14.7150	0.0005	***	49.9675	11,968.0000	1,821.8037
長期借入金増加率	178	69	-100.0000	-41.4400	-15.3402	0.1084	-19.5800	0.3138	-6.6700	341.8000	68.7039		
1株当たり純資産額 (円)	178	0	-0.2453	-0.1726	-0.1481	0.0054	***	-0.1579	0.0187	**	-0.1274	0.0166	0.0350
株主との利害													
自己資本留保利益率	178	21	0.7800	40.1400	54.8989	0.3167	59.0400	0.3605	72.4200	92.3400	22.7329		
総資本留保利益率	178	21	0.5400	13.6100	28.6668	0.0878	*	26.8600	0.0849	*	40.3000	72.1300	18.1903
自己資本現預金比率	178	5	0.1000	8.0200	29.1581	0.6696	17.9500	0.4033	32.1700	207.6200	36.7570		
現預金配当比率	178	0	0.0000	3.3044	24.3014	0.2384	7.9720	0.8094	19.8715	344.2706	51.7881		
留保利益配当比率	178	0	-33.6441	0.8571	26.6724	0.3371	2.2321	0.0290	**	4.7193	4,117.4936	308.5124	
自己資本配当比率	178	5	0.0000	0.7700	2.4392	0.3802	1.4200	0.1517	2.3300	112.2400	8.5781		
総資産当座資産比率	178	0	3.7630	26.4051	36.6160	0.0588	*	35.6329	0.1152	49.3864	72.1071	16.4301	
配当性向	178	46	0.0000	14.7025	52.2063	0.5895	25.5400	0.3983	53.4575	570.4000	86.1925		
その他													
連結子会社数 (社)	178	0	-0.6037	-0.4268	-0.0240	0.6516	-0.3089	0.1644	-0.0141	10.0087	1.1744		
非連結子会社数 (社)	178	0	-0.6558	-0.6558	-0.2400	0.0864	*	-0.6558	0.2204	-0.2126	3.3330	0.7613	
関連会社数 (社)	178	0	-0.7568	-0.7568	-0.0998	0.8010	-0.4702	0.9555	0.3898	3.2562	0.8770		
売上高規模 (千円)	178	0	-0.5129	-0.4115	-0.0036	0.9466	-0.2668	0.6134	-0.0506	5.9469	1.0144		
親会社持株比率	178	8	21.8000	50.6800	57.2844	0.0231	**	53.9000	0.5998	61.0250	97.4500	13.5926	

コントロール企業

財務指標	総数	除外数	最小値	第一四分位数	平均値	中央値	第三四分位数	最大値	標準偏差
成長性									
売上高成長率	178	0	-40.6137	-4.4030	3.5621	0.4401	8.1322	154.1785	22.8567
営業利益成長率	178	0	-791.5663	-37.1844	-5.6991	-0.8111	25.9407	791.1905	132.3936
フリーキャッシュフロー成長率	178	0	-5,449.2837	-162.3497	74.2969	-74.6940	31.1469	23,916.6667	1,901.0179
総資産成長率	178	0	-32.9299	-4.8673	2.4484	0.4036	5.8118	98.6578	15.4090
自己資本成長率	178	0	-392.0442	-0.4533	6.5983	4.0563	11.7163	200.3733	40.3968
有形固定資産増加率	178	0	-57.8985	-4.5645	9.0824	-1.1245	3.7781	658.1281	59.4396
収益性									
売上総利益率	178	0	3.1891	13.0451	22.8301	20.1626	27.2300	93.0149	14.5781
営業利益率	178	0	-18.0321	1.8239	5.5715	4.1597	7.6020	54.3853	8.3160
当期純利益率	178	0	-65.7954	0.6126	2.1183	2.0232	4.0329	32.7624	7.9296
売上高フリーキャッシュフロー率	178	0	-44.8876	-0.8263	1.5021	1.8748	5.3732	24.5918	8.4627
売上高人件費率 (販管費)	178	0	0.3389	2.7739	6.3309	5.3238	8.6792	24.9482	4.4531
売上高物件費率 (販管費)	178	28	0.0100	0.8850	4.2270	2.1100	5.1750	27.7100	5.4649
売上高研究開発費率	178	46	0.0000	0.5200	2.6270	1.3800	3.5000	20.0000	3.3547
1株当たり当期純損益 (円)	178	0	-0.3298	-0.1632	0.1765	-0.1533	-0.1183	8.8184	1.3737
効率性									
売上債権回転期間 (月)	178	0	0.1264	1.7768	2.7404	2.5572	3.6587	7.2510	1.4680
棚卸資産回転期間 (月)	178	0	0.0028	0.5150	1.2603	0.9780	1.7254	4.5881	1.0476
買入債務回転期間 (月)	178	0	0.0000	0.8729	1.6141	1.5389	2.2415	4.2929	0.9533
総資産運転資本率	178	10	-17.4300	14.5175	23.9346	23.2100	32.1475	76.2100	15.2986
総資産回転率	178	0	12.9776	90.2641	131.4506	118.0562	160.4439	387.2050	62.5461
流動資産回転期間(月)	178	0	1.7952	4.1624	6.1290	5.8967	7.8968	18.1377	2.7267
ROA (営業利益)	178	0	-25.3370	2.3038	6.0635	5.4921	8.3035	63.3119	8.2323
ROE (当期利益)	178	1	-68.3700	1.7800	5.3286	5.8200	10.2300	58.8000	13.9889
投融資効率									
178	0	0.0000	0.3982	1.2889	0.7341	1.3992	15.2701	1.8178	
安全性									
流動比率	178	0	16.3888	118.5369	191.6166	162.6877	245.3446	622.6274	108.7172
売上債権対買入債務比率	178	2	11.3100	119.0025	232.3806	167.9700	260.5250	1,670.6000	207.9007
固定長期適合率	178	0	3.0299	45.1627	68.8129	64.5519	83.0942	224.9495	36.4959
有利子負債依存度	178	0	0.0000	0.9371	15.4601	9.2841	25.4147	66.8544	17.6280
有利子負債比率	178	0	-531.2885	1.3612	73.2020	17.3931	54.6549	1,735.1867	222.6974
自己資本比率	178	1	3.7600	36.2800	50.0951	50.9500	64.8600	85.7000	19.3553
有利子負債平均金利	178	26	0.0000	1.0100	3.4150	1.5550	2.2250	161.0200	13.5945
有利子負債フリーキャッシュフロー率	178	26	-18,990.9400	-16.0850	449.8924	13.5150	59.8675	34,049.5600	3,427.2506
インタレストカバレッジ (倍)	178	15	-512.5700	9.8200	584.5075	30.0100	165.7750	20,845.0000	2,226.7840
長期借入金増加率	178	71	-100.0000	-49.8050	79.0568	-22.3200	13.7800	5,785.2900	599.4495
1株当たり純資産額 (円)	178	0	-0.1958	-0.1648	0.1481	-0.1519	-0.1219	10.6080	1.4021
株主との利害									
自己資本留保利益率	178	12	3.9200	41.7350	57.4731	60.0550	75.9875	99.6400	23.3929
総資本留保利益率	178	12	0.8800	17.4750	32.1644	30.2000	44.6700	71.9700	18.5186

自己資本現預金比率	178	1	1.2600	9.8500	27.6270	19.7300	32.6100	215.2400	29.8907
現預金配当比率	178	0	0.0000	4.1048	19.0839	8.0758	17.6431	165.5348	28.0813
留保利益配当比率	178	0	0.0000	1.9628	4.4054	2.9257	4.6617	92.8934	8.0519
自己資本配当比率	178	1	0.0000	1.0400	1.8591	1.7300	2.3600	5.5800	1.3006
総資産当座資産比率	178	0	1.6334	27.6374	39.9412	37.0060	50.8077	80.3378	16.6653
配当性向	178	25	0.0000	18.6300	60.0244	28.2200	46.2900	1,600.0000	153.0877
その他									
連結子会社数(社)	178	0	-0.5447	-0.4268	0.0240	-0.2499	0.2070	4.5257	0.7944
非連結子会社数(社)	178	0	-0.6558	-0.6558	-0.0732	-0.6558	0.2306	3.7762	1.0463
関連会社数(社)	178	0	-0.7568	-0.7568	-0.1256	-0.4702	0.1031	6.9825	1.0433
売上高規模(千円)	178	0	-0.5101	-0.4004	0.0036	-0.2915	-0.0229	5.9960	0.9911
親会社持株比率	178	31	26.4000	51.1500	54.4469	54.1000	59.6300	73.0000	8.1872

注

- 1) 本研究は、JSPS 科研費 25380510 の助成を受けたものである。
- 2) 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。
- 3) 図 1 における上場廃止理由は、東京証券取引所の分類に基づく。但し、経営破綻や上場基準抵触等の理由については細目を省略している。
- 4) 東京証券取引所の分類では、完全子会社化という分類の中に、持株関係の無い企業による買収に伴う完全子会社化なども含まれている。
- 5) 平成 17 年 7 月 26 日法律第 86 号
- 6) 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
- 7) 平成 11 年 8 月 13 日公布
- 8) 平成 13 年 6 月 22 日成立、平成 13 年 10 月 1 日施行
- 9) 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
- 10) 私的独占の禁止及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
- 11) 私的独占の禁止及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
- 12) 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
- 13) 株式会社日本総合研究所「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、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%）
- 14) 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
- 15) 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 及び連結財務諸表原則第三の一の 2
- 16) 平成 14 年 1 月 25 日「監査基準の改訂に関する意見書」監査基準第四の六
- 17) 金融庁「課徴金制度について」<http://www.fsa.go.jp/policy/kachoukin/02.html>（2011.5.18 現在）
- 18) 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）

- 19) 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
- 20) 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
- 21) 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及び「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
- 22) 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。
- 23) 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。
- 24) 2007年7月、親会社のNECが約70%の株式を保有するNECエレクトロニクスの約5%株主であった米国投資ファンド、ペリーキャピタルが、NECエレクトロニクス株式の25%の買取をNECに提案。NECは、同社がグループ中核事業を担うとして買取を拒否したため、ペリーキャピタルはNEC株式取得を通じて株主総会での対決を画策した（名義書き換えが間に合わなかったため実現はせず）。ペリーキャピタル側は「(NECエレクトロニクスはきちんと独立経営をしていると思っており、NECのコントロール下にあるとは思っていなかった）」としている（2008年6月13日付日経ビジネスオンライン）。
- 25) ニッポン放送は当時、持株比率20%を超すフジテレビの筆頭株主であり、両社ともに上場企業だったが、親会社の時価総額が子会社の約1/3という状態であり、ニッポン放送株の保有がより時価総額の大きいフジテレビの保有につながるという状況にあった。この点にライブドアは着目、2005年2月に時間外取引で約29%を取得して筆頭株主となり、それを嫌ったフジテレビとの間でニッポン放送株を巡る攻防が続いた（後に和解、ライブドアは持株を全てフジテレビに譲渡）。
- 26) 子会社の株式時価総額が親会社の約二倍と逆転しており、子会社が親会社の営業利益の9割以上を稼ぐなど、いわゆる「ねじれ」構造が投資家に問題視されていたイトーヨーカ堂とセブンイレブンも、2005年に親子上場の解消を狙って持株会社を設立した。当時、鈴木敏文イトーヨーカドーグループ代表（イトーヨーカ堂会長）は、持株会社の設立について「ねじれ現象もあり、急いでやったことは事実」と述べており、ライブドアによるニッポン放送株式取得問題の影響を推測することができる。
- 27) 税引後減価償却前営業利益から支払金利及び配当を控除した数字を用いている。
- 28) 2002年7月制定。同法は、エンロン事件などを契機として監査制度、コーポレート・ガバナンスやディスクロージャーなどに関する抜本的な改革を行うことを目的とした法律であり、米国の公開会社に適用される。
- 29) アルトマンのZスコアを用いて分析を行っている。
- 30) 非上場化前に公表された四半期利益を8四半期分用いて、そのばらつきが大きいほど利益予

測の精度が低いとしている。

- 31) 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、ここ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。
- 32) 検定において有意な差を示した指標のうち、相関係数が 0.7 以上を示した指標については、中央値に関するウイルコクソン順位和検定においてより有意水準が低い変数をプロビット分析の対象から外した。
- 33) コントロール企業の選定にあたって、同業種・同水準の総資産額となる企業を抽出するのが困難であった先が若干存在したため、2 社（宇部マテリアルズ、北海道コカ・コーラボトリングについては重複採用がされている。また、4 社（積水工機製作所、オートリ、JFE コンテナ、名機製作所）は大阪証券取引所上場企業であるが、サンプル企業と同業種・同水準の総資産額であり、直接競合企業ともなるためコントロール企業として採用した。
- 34) 業種分類は、日本政策投資銀行科目コード（小分類）に基づく。但し、小分類で一致する企業が無い時には中分類、もしくは分類が異なっても実質的に競合する企業を抽出して採用した。
- 35) 株式会社日本政策投資銀行企業財務データバンクは、各社有価証券報告書の記載を使用している。
- 36) 今回の研究のような財務指標の推移を時系列的にも検証したいという場合には、会計基準の変更に基づく補正を要することになる。2006 年より施行された新会計基準（企業会計基準委員会の「貸借対照表の純資産の部の表示に関する会計基準」及び「貸借対照表の純資産の部の表示に関する会計基準等の適用指針」において提示）においてはこれまでの資本概念を大きく変え、かつ、資産から負債を控除した残りの項目を純資産の部に包含している。従って、会計基準変更前と後が実質的に同様の意味を表す値となるように組み換えを行った。高山(2006)によれば、個別貸借対照表の純資産の部は、株主資本、評価・換算差額等、新株予約権に大区分され、自己株式は流動資産の部から株主資本の部の控除項目とされた。資本剰余金は、資本準備金とその他資本剰余金に区分されている。この資本準備金には株式払込剰余金が表示され、企業会計原則による資本準備金として挙げられている株式払込剰余金、減資差益、合併差益のうち、減資差益、合併差益は姿を消している。なお、減資差益については資本準備金の取崩額、自己株式の売買差額と共にその他資本剰余金に区分されている。利益剰余金は、利益準備金とその他利益剰余金に区分された。利益準備金は、剰余金の配当による社外流出に際し、資本準備金と利益準備金との合計額が資本金の 4 分の 1 に達するまで、剰余金の配当により減少する剰余金額の 10 分の 1 を計上して積み立てることになった。従って、今回の研究においては本改正後の個別貸借対照表の純資産の部において、純資産から新株予約権を除いた額を自己資本と定義した（連結貸借対照表においては、さらに少数株持ち分を除いたものを自己資本と定義するが、本研究では用いない）。これにより、改正前の個別貸借対照表における資本の部との比較可能性が維持できることになる。ただし、高山（2006）も指摘している通り、改正後の純資産は繰延ヘッジ損益の分だけ増加しているが、この点については影響を些少とみてそのまま使用した。また、本改正後には、上記で定義した自己資本と、個別貸借対照表の純資産の部における株主資本の合計との間には、上記の繰延ヘッジ利益に加えて、評価・換算差額等、すなわちその他有価証券評価差額金、土地再評価差額金が存在する。（連結貸借対照表においてはさらに為替換算調整勘定が存在するが、本研究では用いない）。これらの評

価・換算差額に関しては、企業の持つ資産評価に関わる重要な項目であるため、別途括りだして自己資本の中での割合をみることにした。

- 37) 自己資本成長率に関しては、前期が債務超過の状態にあり当期においてプラスに転じた場合、実質成長率は-と+の差分のプラス成長として計測されるべきである。しかし、算出式が一律であった場合、当期残高が+、-および前記残高が+、-のいずれの組み合わせによって、結果が+、-の双方生じてしまい、正しい数値が導かれない。したがって、白田（2003）に準じて計算式の調整を行った。
- 38) 留保利益については通常株主資本から資本金と資本準備金および利益準備金を除いたものを指すが、今回の研究では利益準備金を留保利益とした。これは、白田（2003）が指摘する通り、利益準備金の源泉は企業の事業活動によって獲得した利益の一部であると思料されることによる。なお、租税特別措置法上の引当金を計上している企業に関しては、株主資本に当該引当金を加算した。

参考文献

- Bharath, S. T., & Dittmar, A. K. "Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?" *Review of Financial Studies* Volume 23, Issue 5, 2010, pp.1771-1818
- Block, S. B. "The Latest Movement to Going Private: An Empirical Study" *Journal of Applied Finance*, Vol.14, No.1, 2004, pp.36-43
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, P. H. J., & Lang, L. H. P "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholders" *The Journal of Finance*, Vol.57, NO.6, 2002, pp.2741-2771
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Rice, E. M. "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth" *Journal of Law and Economics* Vol.27, No.2, 1984, pp.367-401
- Eddey, P. H., Lee, K. W., & Taylor, S. L. "WHAT MOTIVATES GOING PRIVATE?: AN ANALYSIS OF AUSTRALIAN FIRMS" *Accounting & Finance*, Volume 36, Issue 1, 1996, pp.31-50
- Evans, J., Poa, M., & Rath, S. "The financial and governance characteristics of Australian companies going private" *International Journal of Business Studies*, 2005, pp.1-24
- Gleason, K., Madura, J. & Pennathur, A. K. "Valuation and Performance of Reacquisitions Following Equity Carve-Outs" ,*The Financial Review* Vol.41, 2006, pp.229-246
- Gleason, K., Payne, B. , & Wigenhorn, J. "An empirical investigation of going private decisions of U.S. firms", *Journal of Economics and Finance* Volume 31, Number 2, 2007, pp.207-218
- Jackowicz, K., & Kowalewski, O. "Why Companies Go Private in Emerging Markets? Evidence from Poland" *The Journal for East European Management Studies*, 2006, pp.326-348
- Jensen, M. C. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers" *The American Economic Review* Vol.76, No.2, 1986, pp.323-329
- Kaplan, S. "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value", *The Journal of Finance*, Vol.44, No.3, *Papers and Proceedings of the Forty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association*, New York 1988, pp.611-632
- Kaplan, S. "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of Financial Economics* Volume 24, Issue 2, 1989, pp.217-254
- Khan, H. U. R., Vilanova, L., & Hassairi, S. A. "Effects of Private Equity Investment on the Decisions of European Companies to go Private: An Empirical Study" *International Journal of Management* Vol.28 No.2, 2011, pp.493-508
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. "Legal Determinants of External Finance", *The Journal of Finance* Vol.52, No.3, 1997, pp.1131-1151
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A. "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance* Vol.54, No.2, 1999, pp.471-517
- Lehn, K., & Poulsen, A. "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions" *The Journal of Finance* Vol.44, No.3 (*Papers and Proceedings of the Forty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association*, New York, New York, December 28-30, 1988), 1989,

pp.771-787

- Rao, S., Waters, M., & Payne, B. "Going private: A Financial Profile" *Journal of Financial and Strategic Decisions* Vol.8 No.3, 1995, pp.53-59
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. "Management Buyouts as a Response to Market Pressure" *Mergers and Acquisitions*, University of Chicago Press, 1987, pp.87-102
- Slovin, M. B. and Sushka, M.E. "The Economics of Parent-Subsidiary Mergers: An Empirical Analysis" *Journal of Financial Economics*, Vol.37, 1998, pp.89-104
- Weir, C., Laing, D., & Wright, M. "Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private" *Applied Financial Economics* Vol.15, Issue 13, 2005, pp.947-961
- Weir, C., Wright, M., & Scholes, L. "Public-to-private buy-outs, distress costs and private equity" *Applied Financial Economics*, Vol.18, Number 10, 2008, pp.801-819
- Wright, M., Weir, C. Laing, D., & Burrows, Andrew "Irrevocable Commitments and Going Private" *European Financial Management*, Vol.13, Issue 4, 2007, pp.757-775
- 池尾和人「戦後日本の金融システムの形成と展開、そして劣化」『IFMP Discussion Paper Series (No.99A-01)』、大蔵省財政金融研究所研究部、1999年11月、1-32頁
- 岩谷賢伸「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」『資本市場クォーターリー』5(4)、2002年、170-182頁
- 大坪稔、三好 祐輔「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号、2008年、42-65頁
- 小本恵照「子会社公開の経済分析」『ニッセイ基礎研究所報』Vol.19、2001年、46-73頁
- 菊池達弥、斎藤 隆志「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』、2006年9月、1-21頁
- 宍戸善一、新田 啓祐、宮島 英昭「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』2010年、No.1898、38-45頁、No.1899、4-9頁、No.1900、35-46頁
- 白田佳子『企業倒産予知モデル』中央経済社、2003年
- 杉浦敬一「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)』、2008年、72-79頁
- 高沢修一「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)、2007年、557-568頁
- 高原達広「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』2007年7月15日号 No.1805、2007年、11-26頁
- 高山朋子「会社法及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』第254号、2006年、201-215頁
- 西山賢吾「日本の親子上場の状況(11年度)」『NOMURA EQUITY RESEARCH』、2012年、1-6頁
- 新田敬祐「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』、2010年、22-29頁
- 野瀬義明、伊藤 彰敏「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号、2009年、207-211頁
- 野瀬 義明、伊藤 彰敏「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号、2011年、300-304頁
- 野瀬 義明、伊藤 彰敏「株式非公開化の決定要因」『証券経済学会年報』46号、2011年、39-54頁
- 松田千恵子「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』第44号、2013年、177-194頁
- 宮島 英昭(編著)『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、2011年
- 宮島 英昭、新田 敬祐「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』、2011年、1-51頁