

# 戦略的非公開化の決定要因は何か

野瀬 義明（大和総研・筑波大学大学院）

伊藤 彰敏（一橋大学）

本研究では、国内で実施された上場企業の戦略的非公開化を対象に、対象会社の財務・株価面や株式所有構造面での特徴について分析を行う。研究目的は我が国企業がなぜ自発的に非公開化するのか、その動機について示唆を得ることである。

2007 年 12 月初旬までに実施された国内の非公開化案件 43 件について分類を行ったところ、「戦略的非公開化型」が 25 社、「親会社/オーナーEXIT 型」が 16 社、「その他」が 2 社認められる。「戦略的非公開化型」、「親会社/オーナーEXIT 型」のサンプルについて類似のコントロール企業を選定し、それぞれの財務・株価指標を比較したところ、戦略的非公開化型サンプルは「FCF/時価総額」「手元流動性比率」「Q レシオ」がコントロール企業群と比べ有意に異なっており、戦略的非公開化は「エージェンシー・コストの削減」を動機としている可能性が示された。一方、「アンダーバリューの解消」「富の移転」を動機とする仮説は支持されなかった。非公開化ダミーを被説明変数としたロジット分析でも、戦略的非公開化型サンプルでは「FCF/時価総額」「手元流動性比率」「Q レシオ」の各代理変数が、非公開化の実施と有意に相関すると示された。一方、「アンダーバリューの解消」「富の移転」を動機とした仮説は、比較分析の結果と同様に支持されなかった。支配株主の少数株主に対する強圧性の有無を再度確認するため、対 TOPIX 調整 CAR と会社関係者持ち株比率との相関を検証したところ、両者に有意な相関は認められなかった。

以上から、わが国企業の戦略的非公開化は、株主間や経営陣と株主との間で費消される「エージェンシー・コストの削減」を一つの動機として行われると考えられる。一方、先行研究で指摘される「アンダーバリューの解消（裁定取引）」や、支配株主が少数株主に対して強圧性を発揮しリターンを収奪するという「富の移転」は、国内での非公開化の動機として支持されなかった。また、親会社/オーナーEXIT 型サンプルで同様の分析を行ったところ、各代理変数と非公開化の有無やリターンの程度に有意な相関は認められなかった。このことは、戦略的非公開化型と親会社/オーナーEXIT 型とでは非公開化の狙いや目的が異なることを示唆する。