

戦略的非公開化の実施要因

野瀬 義明（大和SMBCキャピタル・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（現在の経営陣・オーナーの持ち株比率が上がる方向で株式が集約される非公開化）実施企業を分析対象とし、対象会社の財務面や株式所有構造面での特徴について分析を行う。研究の目的は、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。

本研究が検証しようとする仮説は以下の3つである。(1) 戦略的非公開化の場面では、中長期的な視点を持つ経営陣と短期的なリターンを追求する一般株主との間でエイジェンシー・コストが発生しており、その解消を狙って非公開化が行われるとする「エイジェンシー・コスト削減仮説」。(2) 経営陣が、彼らが考える公正な株価（フェアバリュー）実現に向けた策を尽くしたにもかかわらず、株価のディスカウント状態が続く場合、将来性について自信を持つ経営陣が非公開化を通じてアンダーバリューの解消に踏み切るとする「アンダーバリュー解消仮説」。

(3) 戦略的非公開化の主体である現経営陣が、支配的な地位を利用して不当に安い価格で株式を収集することを通じて、少数株主から強圧的に富を移転（収奪）させるとする「富の移転仮説」である。

分析対象は、2009年1月までに国内で実施された戦略的非公開化案件である。類似の同業他社と比較することでそれら企業の特徴を明らかにする。非公開化は、親会社の株式売却需要（子会社切り離し）、オーナーの株式売却需要（事業承継）を契機として行われることもある。これら「親会社・オーナーEXIT型」非公開化と「戦略的非公開化」とを互いに比較検討することで、戦略的非公開化の動機をより詳細に分析することを試みた結果についても、報告する。