



ID	JJF00314
----	----------

論文名	非上場企業の買収プレミアム —経営者のオーナーシップと負債、情報の非対称性の影響—
	Acquisition premiums of Japanese non-listed firms: The influence of managerial ownership and liabilities of targets, and information asymmetry in the acquisition market
著者名	平田博紀
	Hiroki Hirata
ページ	70-

雑誌名	経営財務研究
	Japan Journal of Finance
発行巻号	第37巻第1.2合併号
	Vol.37 / No. 1.2.
発行年月	2017年12月
	Dec. 2017
発行者	日本経営財務研究学会
	Japan Finance Association
ISSN	2186-3792

■大会特集論文

非上場企業の買収プレミアム — 経営者のオーナーシップと負債、情報の非対称性の影響* —

平田 博紀
(共栄大学)

要 旨

上場企業より非上場企業へ提供される買収プレミアムに影響を与える要因を検証した。結果、買収前の売り手経営者のオーナーシップや売り手と買い手間にある情報の非対称性が買収プレミアムに正の影響を与えることが判明した。

キーワード：非上場企業、のれん、経営者のオーナーシップ、負債、買収前の取引

1 はじめに

日本の企業のうち、上場企業は 3,637 社 (2016 年 8 月末時点) ほどしかなく、ほとんどは非上場企業である¹。

容易に株式の売買を行うことができる上場企業とは異なり、非上場企業では株式の流動性が低く、所有構造が長年変化しないことが多い。特に、その多くを占める中小企業では、経営者やその親族が永続的に大量の株式を保有し続けることが頻繁に見受けられる。

経営者が大株主になると、私的な便益の享受や不正が横行するとともに、それらが看過される可能性が高い (Demsetz, 1983, Fama and Jensen, 1983)。また、業績が悪化していても、経営者は、買収されたり、株主総会において罷免される可能性がほとんどなく活動できる (Fama, 1980, Stulz, 1988)。このように、外部からのモニタリングやコントロールが機能しない状況は、経営者が自由に振る舞うための強い権限を付与するとともに企業価値の損失を招く恐れがある。

一方、経営者による株式保有比率の上昇は株主との利害の一致を招き、所有と経営が分離した状態よ

* 本論文は、日本経営財務研究会第 40 回全国大会 (2016 年 10 月 8 日) における報告を加筆・修正したものである。討論者の中井透先生 (京都産業大学) をはじめ、大会に参加されていたフロアーの先生方、匿名のレフェリーより本論文の改良につながる大変有益なコメントを頂戴した。ここに記して御礼申し上げる。もちろん、本論文における誤りは全て筆者の責に帰するものである。

1 札幌証券取引所・日本取引所グループ・名古屋証券取引所・福岡証券取引所の公表データ (日本企業のみ) に基づき算出した。なお、他の証券取引所に上場している (重複上場) 企業はリストから除いた。

りも企業のパフォーマンス・企業価値の向上が期待できるとも言える (Jensen and Meckling, 1976)²。

M&A では、その意思決定を適切に行うために、買い手企業は売り手企業に関する多くの詳細な情報を求めることが予想される。特に、情報公開の義務もなく、経営者やその親族が多くの株式や資産を保有している非上場企業が売り手となる場合、買い手企業側は買収リスクがどこに潜んでいるのか懸念を持ちながら交渉過程において様々な情報を探索するだろう。

このような情報の非対称性下における経済活動では、一般に、買い手と売り手双方が合理的であれば逆選択が生じ「レモン市場」となり、その解消のためには、売り手による自発的な情報開示や買い手による情報の提供を通じた売り手の選別・状況把握が行われる (Spence, 1973, Stiglitz, 1975)。

売り手が中小企業の場合、売却という行為に対してステークホルダーが負のイメージを持つことが多くある (古瀬, 2011)。また、売却候補が少ないために、成約まで至らない可能性が極めて高いことが指摘されている (岡本, 2010, 藤井, 2013)。こうした中で売却することを諦めたとしても、売却の意思を一度でも表明したために、ステークホルダーの離散が生じ、その影響下での活動の継続は買収市場に売れ残ったことと同じ状況と見なされる。したがって、不合理に見えるものの、売り手である中小企業は自社の情報開示に消極的であることが売却に臨む姿勢として合理的という見通しを得る。一方、買い手上場企業が積極的なスクリーニングを行うと、買収の意思が周囲に伝播し、売り手の中小企業がステークホルダーから見放されてしまう可能性がある。価値の毀損した売り手中小企業は、買い手上場企業にとって買収動機となる魅力を喪失した企業となってしまう。このため、情報の非対称性の解消を試みずに買収交渉に臨むことが買い手上場企業にとって合理的な行動となるだろう。

日本の中小企業は、資金調達に関する選択肢が乏しいがゆえに負債に依存しやすく、それに対する保証を大株主である経営者個人が提供していることが多い (中小企業庁, 2007, 植杉, 2010, Ono and Uesugi, 2009)。また、Jensen, (1986) は、負債に依存している企業については、債権者が経営者の行動をモニタリングできるとしている。非上場企業の売却に関する上述の整理を踏まえると、これらの先行研究は、負債への依存が債権者を通じた情報の伝播を孕み、売り手非上場企業の価値を毀損させる危険性を持っていることを示唆する。

本論文では、このような見通しの下、上場企業より非上場企業へ提供される買収プレミアム (のれん額・負ののれん額/株式取得価額) に関して、非上場企業における経営者のオーナーシップや負債への依存度、買い手との間にある買収前の情報の非対称性が、どのような影響を及ぼすのかを検証する。次節では買収プレミアムに関する先行研究の整理を行う。第 3 節では、先行研究を踏まえ、分析のための仮説を提示するとともに、使用するデータセットの概要を説明する。第 4 節では、記述統計分析や回帰モデルによる推計結果の解釈を報告し、第 5 節において本論文の総括を行う。

2 ファミリービジネスの分野では、創業者一族によって株式が大量に保有されている状態は経営成果と正の相関にあることや、創業家のメンバーが経営者となっている場合に、その傾向が高まることが示されている (Chu, 2011)。

2 先行研究

(1) M&Aにおける買収プレミアムと規定要因

一般に、買収価格と(買収発表直前の)売り手企業の株式時価総額の差額により把握される買収プレミアムは、M&A取引の条件に関わる買い手企業と売り手企業の重要な交渉点となると言われる(井上・加藤, 2006)。

(売り手)企業の価値は、現経営陣による現在の経営方針が継続することを前提とした場合に将来生み出される株主に帰属するキャッシュフローの現在価値の総和(スタンドアロンバリュウ)である。一方、上場企業の株主が保有している株式は僅かな持ち分にあり、それを市場で購入するために必要な価格(1株当たりの価格)の総和である株式時価総額には企業の完全な所有権が含まれていない³。つまり、上場企業の株主が保有する株式には、現経営陣によるスタンドアロンバリュウから所有権分の価値(支配権行使の価値)がディスカウントされているということになる。

買い手企業の経営陣による売り手企業への評価は、新たな経営方針の下で活動する中で期待される買収後の経営改善効果やシナジー効果を見込み、スタンドアロンバリュウよりも高いと予想される将来キャッシュフローの現在価値の総和となる。売り手企業の株主は、保有する株式がより高く評価されることを期待するだろう。一方、買い手企業の経営陣は、買収に関わる費用対効果を最大限にするために買収価格を下げたいと考えることが一般的である(Gaughan, 2015)⁴。

こうした構造の中で決定する買収価格は、買い手企業の経営陣が売り手企業をこれまでとは異なる経営方針で経営する場合に生み出されると予想されるキャッシュフローの現在価値の総和よりも低く、かつ売り手企業の株主と合意できる程度のプレミアム(買収プレミアム)を含んだ金額ということになる(服部, 2015)。

上場企業間のM&Aにおける買収プレミアムの価格と買収後の買い手企業への影響に関する先行研究では、売り手企業の株式には高いプレミアムが付与されており、それが買収後に買い手企業の株主に損失を与えるということが指摘されている(Bradley, Desai and Kim, 1988, Lubatkin, 1983, Varaiya and Ferris, 1987, Sirower, 1997など)。実際、米国では、多額の買収プレミアムを支払った買い手企業が、1年後、買収に関わる債務を支払うことができず倒産したケースもある(Kaplan, 1989)⁵。

3 服部(2015)では、「もし仮にある買い手が市場価格で対象会社の株式を、支配権を行使できるまで、例えば発行済株式の過半数まで買い続けたとすれば、当然ながら需給関係によって株価は急騰し、現在の株価のまま過半数の株式を取得することはできないだろう。この差を、スタンドアロンを前提とした支配権プレミアムと呼ぶ。このプレミアムはスタンドアロンを前提としているので、M&Aにおける買収プレミアムとは異なる」としている(p.46)。

4 Gaughan(2015)では、買い手企業は、 $NPV(=買収による付加価値 - (買収プレミアム + 買収過程における諸費用))$ がプラスの場合に買収を選択するとしている。

5 Kaplan(1989)は、Campeauが連邦百貨店を買収するために124%の買収プレミアムを支払った1年後、Campeauは買収の債務支払いを満たすことができないことを理由に倒産を宣言したとしている。

Alexandridis, Fuller, Terhaar and Travlos (2013) は、大規模な買収案件が長期的に買い手企業の業績を低下させるため、買収時に体系的に算出された買収プレミアムは過払いであるとしている。また、買収プレミアムと売り手企業の規模は負の関係にあり、買い手企業が買収に対して望む経済的な便益は、より安い買収プレミアムによって達成されるとも述べている。

このように、買収プレミアムは、買収取引自体の付加価値に影響を与えるのではなく、買収後の買い手企業の付加価値の分配に影響を与える要因となる。したがって、慎重な価格設定が求められる。

買収交渉は、様々な要因が複雑に絡まり合いながら進んでいく。たとえば、建前上、適時開示を遵守している限り、上場企業には会社の価値に大きく影響する未開示の重要事実などは存在しないはずである。しかし、実際には大小様々な影響を及ぼす未開示の情報があるのが一般的である(服部,2015)。未開示の情報がどのタイミングでどのような形で公になるのかといったことは買収交渉に大きな影響を与えるだろうし、それまで見積もっていた買収プレミアムが突然変更される事態も想定できる⁶。

Comment and Schwert (1995) は、上場企業をターゲットとする M&A (1975 年～1991 年) において売り手企業の事前の売上成長率が高く簿価時価比率が低い場合や、複数の買収者が存在したり買収防衛策を導入している場合、現金や TOB による買収である場合に買収プレミアムが高くなるとしている。また、1980 年～1989 年に行われた現金による TOB を対象とした Billett and Ryngaert (1997) では、金融資産の割合が高い売り手企業は買収後の経営改善効果が低く、プレミアムも低いことを明らかにしている。併せて、負債比率の高い売り手企業の場合、買い手企業が少ない資金で多くの資産とそれに付随する収益を獲得できるために高い買収プレミアムが支払われることを示している。

売り手企業から買い手企業への支配権行使価値の移転を意味する取得議決権割合は、買収プレミアムの価格に強く影響を及ぼすとされる (Stulz, Walkling and Song, 1990, 服部, 2015)⁷。また、多くの株式を保有している売り手企業の経営者は、自社の経営権の喪失と引き換えに、個人的な利益等を求めるため、より高い買収プレミアムを交渉により獲得する傾向にある (Stulz, Walkling and Song, 1990, Song and Walkling, 1993, Bauguess, Moeller, Schlingemann and Zutter, 2009)⁸。

Roll (1986) や Malmendier and Tate (2008) は、市場の株価を上回る買収プレミアムが、市場における株価評価よりも自身による株式評価が正しいと考えたり、買収によるシナジー効果を過剰に評価する買い手企業の経営陣の傲慢さに起因するとしている。Hayward and Hambrick (1997) では、非常に大

6 1997 年から 2006 年までの日米における国内上場企業間の買収プレミアムの比較を行った服部(2015)では、マイナスのプレミアムにあるケースが米国に比べ多いことを日本の特徴として提示している。ここで対象となっている案件サイズ(対象会社の会社総価値)とサンプル数は、米国については 2 億 5,000 万ドル以上の 1,652 件、日本については 5,000 万ドル以上の 352 件である。また、案件サイズ(対象会社の会社総価値)は、対象会社の買収価格株主価値に買い手が引き継いだ純負債の額を加えた値としている。

7 Stulz, Walkling and Song(1990) は、1968 年～1986 年に行われた上場企業間の M&A を対象に分析をしている。

8 Song and Walkling(1993) は、1977 年～1986 年にアナウンスされた M&A(153 件)を対象とし、Bauguess, Moeller, Schlingemann and Zutter(2009) は 1996~2005 年にかけて行われた上場企業をターゲットとする M&A サンプルを用いて分析をしている。

きな買収プレミアムを支払う傾向にある買い手企業の特徴として、最近の業績が良好であることや社外取締役が少ないこと、経営者が取締役会の議長を務めたり、メディアに賞賛されているといった点を挙げている。

これら財務や所有構造、経営者の特性といった観点以外の研究として、Haunschild (1994) や Beckman and Haunschild (2002) がある。彼女らは、買い手企業による不確実性の高い売り手企業の買収プレミアムの決定に、売り手企業との兼任役員の存在や M&A 仲介会社との協力関係が強い影響力を持つことを示している。また、Laamanen (2007) では、買収プレミアムの大きさは業界によって異なり、より高いプレミアムは研究開発型の企業の買収の際に支払われる傾向にあると述べている。

(2) 非上場企業の買収プレミアムと売却交渉

株式時価総額が市場において決定しない非上場企業は、上場企業と同様の方法で買収プレミアムを算出することは困難と言える(服部, 2015)。こうした中においても、丸山・平田 (2010)、丸山 (2014)、丸山 (2015) は、買収後、買い手上場企業の有価証券報告書に記載されるのれん(および負ののれん)の額と売り手非上場企業の株式の取得価額を用いて、売り手非上場企業の買収プレミアムの検証を行っている。

企業結合会計基準及び事業分離等会計基準に関する適用方針(381項(1))では、のれんについて「取得企業は、被取得企業との企業結合にあたって、受け入れる資産及び引き受ける負債の純額を超える何らかの価値(例えば、被取得企業の継続企業としての要素の価値や企業結合により期待されるシナジーなど)を見出し、それに対して自社の株式等の対価を支払ったと考えられる。」としている。この考え方は、のれんを広義の意味での買収プレミアムと認識していることを示している。

丸山・平田 (2010) では「基本的に時価で決まる上場企業の場合には、結果的にのれんの額は資産簿価と時価の差額になるが、非上場企業の場合は、客観的な株式時価が存在しないため、当事者間の交渉で決まることになる。したがって、のれんの額に当事者企業の裁量が入る余地がある」と述べている。その上で、後継者難を理由に国内上場企業へ売却された国内非上場企業の買収プレミアムが、後継者難ではない企業に比べ、ディスカウントされる傾向にあることを明らかにしている⁹。これは、経営を引き継ぐ者がいないという情報が買い手に伝わることで、売り手非上場企業に対する価値評価を低下させてしまうことを示唆している。

容易に株式の売買を行うことができる上場企業とは異なり、非上場企業では株式の流動性が低く、所

9 一方、中井(2008)では、中小企業総合事業団(現・中小企業基盤整備機構)が行う小規模企業共済の契約者を対象としたアンケート調査のサンプルを用いて、事業承継の際の事業譲渡の手法(親族承継か、第三者への譲渡か)に影響する要因を検証している。そして、相続税対策として企業価値を低下させたいという誘因を持つ親族内承継では、高く売却するために企業価値を高めたいという誘因が働く第三者への事業譲渡に比べ、経営していた事業で競争相手や同業者と比べて独自の仕入先や商品の売り方、陳列方法、技術、ノウハウなどの強みの有無を示した超過収益力(ダミー変数)が負の、借入金(有無を示すダミー変数)が正の影響をそれぞれ与えていることを明らかにしている。

有構造が長年変化しないことが多い。特に、中小企業では、経営者やその親族が永続的に大量の株式を保有し続けることが頻繁に見受けられる。丸山 (2015) では、国内上場企業へ売却される際の国内非上場企業の買収プレミアムが、売り手非上場企業の所有構造によって異なることを明らかにしている¹⁰。

M&A では、その意思決定を適切に行うために、買い手は売り手に関する詳細な情報を入手しようとする行動する。特に、情報公開の義務もなく、また経営者やその親族が多くの資産を保有している中小企業が売り手となる場合、買い手は買収リスクがどこに潜んでいるのか懸念を持ちながら交渉過程において様々な情報を積極的に探索するだろう。

このような情報の非対称性下における経済活動では、一般に、買い手と売り手双方が合理的であれば、売り手はより多く情報を持っていることを利用し、買い手を出し抜こうとするインセンティブを持つ。買い手はこれを予想し、売り手を信用せずに、財を品質以上の価格で購入するリスクを避けようと、あり得べき可能性で最悪の品質であるという前提での価格しか受け入れなくなる。結果、売り手は、より品質の高い財を売ろうとするとそれに見合った評価がされないために、そのような財を売ろうとはせず、市場には低品質の財しか流通しなくなる。つまり、「逆選択」が生じたことにより「レモン市場」となる (Akerlof, 1970)。こうした事態を避けるためには、売り手の自主的な情報の公開 (シグナリング) や、買い手による買収条件の提示などを用いた売り手の選別・状況把握 (スクリーニング) を通した情報の非対称性の解消が必要となる (Spence, 1973, Stiglitz, 1975)。

単一の事業を行う中小企業の経営者が売却を決断する時、創業者利益の獲得や会社の発展・社員の将来保証、業績不振、後継者不在を理由とすることが多い (藤井, 2013)。このように、経営者自らの利益の追求や業績不振だけでなく、会社や従業員の今後を見据えて、経営者自身が身を引くといった場合がある中小企業の売却では、複数の買い手候補が集まることは少ないと言われる (藤井, 2013, 岡本, 2010)。古瀬 (2011) によると、企業を売りに出すという行為は業績悪化というイメージを対外的に与えてしまうため、売り手の中小企業において、従業員や取引先企業の離散が生じやすくなるという¹¹。また、いかなる理由であっても、負のイメージがついてしまう売却という選択をした中小企業の経営者は、地元企業や同業者等に対して「後ろめたさ」を抱えやすく、これが買い手企業との情報交換を複雑にしてしまうとも指摘されている (古瀬, 2011)。こうした状況の中で売却の成約を支援することを目的に活動する M&A 仲介会社は、できるだけ情報が漏れいしないよう注意しながら買い手候補を探索し、買収候補先が 1 社に限定された時点で売り手企業の詳細を伝えるという段階的な情報提供を行う

10 丸山 (2015) において扱った売り手非上場企業の株式所有構造とは、ファミリー (創業家等の少数の同族が株式を所有する) グループ、子会社 (親会社に経営権があり、その戦略の中で売却が決定する) グループ、合併解消 (合併相手が買い手となり、合併時契約による売却交渉上の制約がある) グループ、ファンド (ファンドが株主としており、投資収益率の最大化を目的とする) グループ、破たん企業 (管財人が経営権を保有し、売却時に資産の大きなディスカウントが生じる可能性が高い) グループを示している。これらのグループを示すダミー変数が買収プレミアムにどのような影響を与えているのかを検証している。

11 岡本 (2010) では、オーナー一族の人脈により売却先が決定したケースや、取引先や従業員による買収のケースが紹介されている (p.221, p.229)。これは、中小企業の売却の多くが、理解ある特定のステークホルダーとの内々の交渉によって成約に至っていることを示唆する。

と言われる(古瀬, 2011)。ただし, 藤井(2013)では, 売り手の許可を得ずに仲介会社間で情報が共有されることもあると指摘されている¹²。

一方, 中小企業を買収対象としている企業は, 通常, 複数の案件を同時並行で検討しており, 自社の戦略と合致しないことが判明した場合などには, 買収交渉の途中であってもそのテーブルから降りることが頻繁にあるという(藤井, 2013)。これは, Gaughan(2015)がいう買い手による買収に関わる費用対効果を最大限にするための行動と捉えられる。

これらの先行研究を踏まえると, 非上場企業の売却過程は次のように整理できる。非上場企業は, 売却という行為が持つステークホルダーへの影響を十分に考慮しながら, 情報の公開に消極的な姿勢で売却交渉を進めようとするだろう。買い手候補企業は, 買収交渉を進めようとする際, 複数の買収候補案件の一つとして売り手非上場企業を扱う。これは, 買収に関わる費用対効果の観点から買収価格を下げたいと考える買い手企業が, 情報の非対称性のある交渉過程において, 売り手を信用せずに, 買収に係るリスクを回避しようとする行為とみなすことができる。

買い手候補企業は複数の売り手を相対的に評価し, 最も自社に都合が良い非上場企業のみを買収するだろう。買収に至らなかった非上場企業は, 売却を諦めることになる。しかし, 一度でも売却の意向を対外的に示している場合, その情報がステークホルダーの離散という事態へとつながってしまうことが予想される。結果, 非上場企業は, 既存(売却の意思を表明する前)の企業価値を維持できずに買収市場に残らざるを得なくなる可能性が高い。

「レモン市場」は, シグナリングとスクリーニングによる情報の非対称性の解消を通して回避される。しかし, 上述したように, 中小企業にとって売却の意思を表明することは, ステークホルダーの離散を招く恐れがあるため, 既存の企業価値の毀損を生じさせるほどの極めて高いシグナリングコストとなると考えられる。仮に複数の選択肢があったとしても, 売却にまで至らなければ同様となるだろう。

一方, 買手上場企業が買収条件を先に提示し, 売り手非上場企業に選んでもらうことで情報の非対称性を解消しようとするスクリーニングによる解決を検討すると, 確かに売却の成約は達成される見込みはある¹³。ただし, その際に提示される買収金額は, 決して高額ではないと考えられる。たとえば, 売り手非上場企業を選別・把握するという目的の下, 買手上場企業が積極的なスクリーニングを行った場合, 売り手非上場企業が売却される可能性があるという話が伝播し, シグナリングと同様, 売り手非上場企業にステークホルダーの離散による企業価値の毀損が生じる恐れがある。買手上場企業にとって自身のスクリーニングによりステークホルダーから見放され価値の毀損した売り手非上場企業は, 買収動機となる魅力を喪失した企業となってしまう。純然たる市場取引を行う環境とは言えないこの状況は, 買収価格の決定において, 買手上場企業がスクリーニングによる情報の非対称性の解消を試みることに価値を見出すモチベーションを低下させる可能性が高い。結果として, スクリーニングを

12 藤井(2013)は, そもそも売却を成約できる中小企業は少なく, また, 匿名情報であってもそれが流布すると「出回り案件」と見なされ, 買い手候補からまともな買収を検討してもらえなくなると述べている(p.69, p.91)。もちろん, 秘密保持契約を遵守し信用に値する仲介会社は多く存在しており, そのアドバイスによって売却を果たしている企業も多くあるとも述べている。

13 岡本(2010)は, 中小企業が売り手の場合, 「最終的には売却という行為の実行そのものが目的化することが多く, 買手による提示金額で合意してしまいがち」であるとしている(p.194)。

行わずに買収交渉に臨むことが、買い手上場企業にとって合理的な行動となると整理できる。

情報の非対称性下における経済主体の行動原理に照らすと不合理に見えるものの、売却意思の表明が企業価値を毀損させるという環境にあることにより、情報開示に消極的な姿勢でいることが売り手非上場企業には合理的な行動となる。また、買い手上場企業は、スクリーニングによって買収の動機となった売り手非上場企業の魅力が失われる危険性があるため、情報の非対称性を緩和することに価値を見出せなくなる可能性が高い。換言すると、高い買収プレミアムを獲得する非上場企業は、売り手と買い手の情報の非対称性が解消されない取引によって売却されているという見通しが立つ。ここで考えられるケースは、買い手上場企業から提示される買収金額を売り手非上場企業がすぐには許諾せずに、交渉によって調整していくといったものである¹⁴。売却が成約に至らなかった場合に大きな負担が生じる非上場企業の買収では、その分、買収プレミアムが重要な交渉点となるとともに、その決定には多くの裁量が入ると考える(井上・加藤, 2006, 丸山・平田, 2010)。

かねてより、日本の中小企業は、資金調達に関する選択肢が乏しいために負債に依存しやすい傾向にあり、その負債に対する保証を金融機関の求めに応じる形で経営者個人が提供していることが多い(中小企業庁, 2007, 植杉, 2010)。また、保有する負債に経営者個人が保証を提供している多くの中小企業では、経営者やその家族が大株主であるということが指摘されている(Ono and Uesugi, 2009)¹⁵。

売り手企業が負債へ依存している場合、債権者が経営者の行動をモニタリングできると言われる(Jensen, 1986)。仮に取引金融機関が、藤井(2013)にある仲介会社のように行動していた場合、売り手非上場企業の企業価値が毀損してしまう危険性がある。

3 リサーチデザイン

(1) 分析仮説の提示

非上場企業の多くを占める中小企業では、経営者やその親族が大量の株式を保有している。こうした状況は、中小企業において経営者が集中的に権限を有しながら活動していることを示している。

一般に、持ち株比率の高い経営者の存在は、モニタリング不全を引き起こすために、企業価値の損失につながる私的な便益の享受や不正が看過されたり、業績の悪化による罷免といった事態にならずに活動を継続できる要因とされる(Demsetz, 1983, Fama and Jensen, 1983, Fama, 1980, Stulz, 1988)。M&Aの場においては、持ち株比率の高い売り手企業の経営者は、経営権の喪失と引き換えに

14 岡本(2010)は、売却が目的化することが多い中小企業の特徴を理由として挙げた上で「売手としては、「売却の条件はできるかぎり、確約的あるいは明示的に買手候補に示さないこと」が交渉を有利に進められる要因となる」と述べている(p.194)。

15 中小企業金融の分野において、経営者による高い持ち株比率や負債に対する個人保証が貸し手に対する事業への取組意欲を示すシグナリング行動となっていると指摘されている(小出, 2007)。また、小出(2007)では、経営者による個人保証が、シグナリング機能及びモニタリング機能を有しており、中小企業金融において重要視される取引コストとデフォルト時のコストの削減に効果を発揮するとしている。

個人的な利益を求めらる中でより高い買収プレミアムを獲得する傾向にある (Stulz, Walkling and Song, 1990, Song and Walkling, 1993, Bauguess, Moeller, Schlingemann and Zutter, 2009)。

非上場企業においては、売却意思の表明が企業価値を毀損させるという環境が影響することにより、情報の非対称性を解消せずに (情報開示に消極的な姿勢で) いることが合理的な行動となり、高い買収プレミアムの獲得に貢献することを先行研究の整理から導出した。経営者によるオーナーシップが高くなれば、外部への自社情報の流出の危険性は低下するはずである。丸山 (2015) では、非上場企業の所有構造により買収プレミアムが異なると指摘しており、売り手非上場企業の経営者のオーナーシップが買収プレミアムに影響を与える可能性は極めて高いと考えられる。

一方、中小企業においては、経営者・その親族による高い持ち株比率が、経営者による個人保証付きの負債の存在を示すとされる (Ono and Uesugi, 2009)。負債への依存は、債権者による経営者に対するモニタリングが十分に機能することを示す (Jensen, 1986)。したがって、売り手非上場企業が負債に依存している場合、債権者が多くの企業情報を保有していることが予想できる。

負債比率の高い売り手企業に対する買収は、買い手企業にとって少ない資金で多くの資産と収益を獲得できる機会となるため、高い買収プレミアムが支払われるとされる (Billett and Ryngaert, 1997)。しかし、前述した先行研究の整理によって導出した非上場企業を売り手とする買収交渉に関する見通しに基づくと、債権者による売り手非上場企業の情報保有は情報の非対称性の緩和に貢献してしまう。つまり、売り手非上場企業の価値の毀損につながってしまい、買収プレミアムに対して負の影響をおよぼす可能性が高いと言える。

これらの見通しを踏まえ、まず以下の二つの仮説を設定する。

仮説 1 : 売り手非上場企業の経営者・親族による自社株保有は、買収プレミアムに正の影響を与える。

仮説 2 : 売り手非上場企業の負債への依存は、買収プレミアムに負の影響を与える。

企業価値が毀損するほどの高いシグナリングコストが伴う売却の意思の表明という事態を踏まえた上で、非上場企業を買収しようとする企業は、買収交渉において買収条件の提示などのスクリーニングに励まざるを得ない状況となる。ただし、このスクリーニングによる情報の非対称性の緩和を図る行為が、売却表明として伝播し、売り手非上場企業のステークホルダーの離散を招く恐れがある。買収の動機となり得る売り手非上場企業の魅力を喪失する行為に買い手上場企業は価値を見出すことはできないはずである。したがって、買収価格の決定において、スクリーニングを行わずに買収交渉に臨むことが、買い手上場企業にとって合理的な行動となるだろう。

売却に関連する情報が伝播することにより、売り手の企業価値の毀損や、買い手の買収動機の喪失が生じるということは、売り手・買い手双方が情報の非対称性を緩和させることを要求しない状況にあることを意味している。そして、買収前に情報の非対称性が緩和していない状況ほど、買い手上場企業からより高い買収プレミアムが売り手非上場企業に対して提供されるという見通しが立つ。これについても以下の通り仮説を用意し、検証する。

仮説 3 : 買収前の売り手と買い手間の情報の非対称性が買収プレミアムに正の影響を与える。

売り手と買い手の双方が買収前になんらかの関係を構築している場合、買い手企業は求める情報が容易に入手できるはずである。次節の分析では、Haunschild (1994) や Beckman and Haunschild (2002) を参考に用意した三つのパターンの買収前の売り手と買い手の関係に関する情報を用いて、仮説 3 の検

証を行う。

(2) データセットと分析方法

日本の非上場企業の買収プレミアムに関する研究である丸山・平田 (2010)、丸山 (2014)、丸山 (2015) を踏襲し、買収プレミアムの尺度として、買い手上場企業が支払った株式取得価額に対する「のれん」もしくは「負ののれん」の額の比率を被説明変数とした回帰モデルにより上述した仮説を検証する。そのために、データベースを以下のプロセスによって構築した¹⁶。

まず、株式会社レコフデータ「レコフ M&A データベース」から以下の条件を満たす案件を抽出した。

- 取引の発生期間：2011年1月～2013年12月
- 取引形態：買収
- 当事者企業の国籍：日本
- 売り手企業：国内非上場企業
- 買い手企業：国内上場企業

次に、丸山・平田 (2010) による後継者難の非上場企業の買収プレミアムはディスカウントされるという結果を踏まえ、上記の買収案件から後継者難を理由とするものを除いた¹⁷。また、民事再生や会社更生企業に対する買収については、係る交渉に特殊なバイアスが働くと考えられるため分析対象から外した。その結果、408 件の買収案件が確認できた。

最後に、買い手上場企業が買収決定時に公表するプレスリリース資料より、売り手非上場企業の株主構成や、買い手上場企業と売り手非上場企業の買収前の関係の有無に関する情報を収集した。ここでいう買い手と売り手の買収前の関係とは、人的関係 (買収直前における売り手非上場企業への買い手上場企業の人材派遣の有無)、取引関係 (買収直前における買い手上場企業と売り手非上場企業間における仕入れおよび販売実績・業務提携の有無)、資本関係 (買収直前における買い手上場企業による売り手非上場企業の株式保有・資金貸付の有無) を指す¹⁸。

16 非上場企業を対象とした買収では純資産 = 0 という案件もあり、こうした中で統一的に買収プレミアムを検討するために、GWEQ を用いることとした (次節表 1 参照)。

17 「後継者難」企業には含まれていないが、実質的には後継者難による事業承継であると推測できる企業も対象外とした。

18 有価証券上場規程 (東京証券取引所) 第 402 条 q 「子会社等の異動を伴う株式又は持分の譲渡又は取得その他の子会社等の異動に伴う事項」に関する「開示事項及び開示・記載上の注意」では、人的関係を「直前事業年度の末日における上場会社と当該会社との間の役員又は従業員の派遣又は出向の状況」、取引関係を「直前事業年度における上場会社と当該会社との取引」、資本関係を「最近日における上場会社と当該会社との出資の状況 (間接保有分を含む)」と定義している (東京証券取引所上場部編, 2017, p.252)。本論文で使用している人的関係と取引関係のデータは、この有価証券上場規程に基づいて公表されている情報に基づいている。資本関係に関するデータは、有価証券上場規程にある資本関係の定義の下に公表されているデータに買い手による売り手への貸付金の有無の情報を加えて本論文において使用している。

Haunschild (1994) や Beckman and Haunschild (2002) では、不確実性の高い売り手に対して買い手から提供される買収プレミアムの決定に買い手と売り手との兼任役員が存在などが強い影響力を持つことが示されている。これを踏まえると、買い手から売り手に対して人材の派遣がある場合、買収交渉においてその人材の発言が買収の成否を決定する可能性が高いと言える。また、Kaplan and Minton (1994) は、日本においては企業の株価が停滞すると、銀行や製造業企業からの役員が派遣が増加する傾向にあり、この役員が派遣先企業のモニタリングと経営の立て直しの機能を有していると指摘している。企業間の人材の派遣に受け入れ側の企業の経営改善を促す機能があるならば、買収前の人的関係の構築により、買い手上場企業は売り手非上場企業の詳細な情報を入手できる状況に身を置くことになると推察される。また、買い手と売り手に買収前に取引関係がある場合、買い手上場企業は、仕入れや販売活動を安定して行うために、売り手非上場企業の信用情報や日頃の取引の中で得られる一部の企業活動に関する詳細な情報を得ていると考えることができる。

一方、買収前に資本的な関係が構築されている場合とは、買い手企業が株主もしくは債権者となっていることを示す。一般に、コーポレートガバナンスに関する議論では、株主が経営者の行動や情報を十分に把握することができないために、経営者が株主の利益よりも自身の利益を優先した行動を起こすことが指摘されている (Ross, 1973, Jensen and Meckling, 1976)。株主と経営者間にこのようなエージェンシー問題が発生することを踏まえると、資本関係には、売り手企業の情報を十分に買い手企業へ伝える力があるとは言えない。また、Kaplan and Minton (1994) の指摘も踏まえると、買い手上場企業が資本関係を構築することによって得られる売り手非上場企業の情報はさほど重要ではなく、上述の二つの関係と比較すると、売り手と買い手間に情報の非対称性が生じている可能性が高いと言える。

このように、買収前の売り手非上場企業との関係を通して買い手上場企業が得られる情報には質的・量的に差異があることが予想される。つまり、人的関係<取引関係<資本関係の順で買い手上場企業が保有する売り手非上場企業に関する情報は非対称となっているという見通しを持つ。これに立脚し、仮説 3 の検証を行う。

プレスリリース資料と併せて、買い手上場企業の有価証券報告書より、株式取得価額やのれんおよび負のれん、連結開始時の売り手非上場企業の資産額 (流動資産・固定資産)、負債額 (流動負債・固定負債) を採取し、以下の変数を用意した¹⁹。その際、収集した案件のデータの中に買収時の純資産額が負の値にある売り手非上場企業が確認された。これらは検証結果に対するバイアスを生じさせると考えられるため、データセットより除いた。その結果、118 件 (内訳: 2011 年 29 件, 2012 年 34 件, 2013 年 55 件) を本論文の分析対象とすることとした。

19 重要性の原則などを理由に分析に必要となる買収取引の内容を開示していないケースが多くあった。

【被説明変数】

$$\text{GWEQ} : \frac{\text{のれん額もしくは負ののれん額}}{\text{株式取得価額}}$$

【説明変数】

Ownership : 売り手非上場企業の経営者・その親族による買収前の売り手非上場企業の持ち株比率

$$\text{Liabilities} : \frac{\text{買収時の売り手非上場企業の負債額}}{\text{買収時の売り手非上場企業の総資産額}}$$

Personnel : 買収前の売り手非上場企業と買い手上場企業間における人的関係（買い手上場企業から売り手非上場企業への役員・従業員の派遣）の有無を示すダミー変数（有 = 1）

Business : 買収前の売り手非上場企業と買い手上場企業間における取引関係（買い手上場企業と売り手非上場企業間における仕入れおよび販売実績、業務提携）の有無を示すダミー変数（有 = 1）

Capital : 買収前の売り手非上場企業と買い手上場企業間における資本関係（買い手上場企業による売り手非上場企業の株式保有・資金貸付）の有無を示すダミー変数（有 = 1）

被説明変数にあるのれんは、一般的に **M&A** により売り手企業が保有するノウハウやブランド等を取得した際に買い手において生じるシナジー効果を示す無形資産の価値である。プレミアムを支払う価値があるほどのシナジー効果を買収後に発揮し、今後の買い手企業の競争力や魅力となるノウハウやブランドほど、相応の時間をかけて売り手企業内部で構築されていることが予想される。また、業種ごとに買収プレミアムが異なるという **Laamanen (2007)** の指摘を踏まえ、売り手非上場企業の属性による買収プレミアムへの影響をコントロールするために以下の変数を推計式（回帰モデル）に組み込んだ。

【コントロール変数】

BH log : 売り手非上場企業の創業年から買収されるまでの年数（業歴）の対数

Industry : 日本標準産業分類（大分類）に基づいた売り手非上場企業の買収時の業種ダミー（該当業種 = 1）

4 分析結果

(1) 記述統計分析

表 1・表 2 はデータセットの基本統計量と推計に用いる変数間の相関関係である。

GWEQ の符号は、株式取得価額 > 純資産額の場合は正となり、株式取得価額 < 純資産額の場合は負となる。

表1 基本統計量

変数	変数の定義	平均値	標準偏差	最小値	最大値
GWEQ	のれん、額もしくは負ののれん額/株式取得価額	0.14	0.86	-4.27	1.00
Ownership	売り手非上場企業の経営者-その親族による買収前の売り手非上場企業の持ち株比率	0.59	0.36	0.00	1.00
Liabilities	買収時の売り手非上場企業の負債額/買収時の売り手非上場企業の総資産額	0.61	0.23	0.02	1.25
Personnel	買収前の売り手非上場企業と買い手非上場企業間における人的関係の有無を示すダミー変数(有=1)	0.08	0.28	0.00	1.00
Business	買収前の売り手非上場企業と買い手非上場企業間における取引関係の有無を示すダミー変数(有=1)	0.20	0.40	0.00	1.00
Capital	買収前の売り手非上場企業と買い手非上場企業間における資本関係の有無を示すダミー変数(有=1)	0.07	0.25	0.00	1.00
BH log	売り手非上場企業の創業年から買収されるまでの年数(業歴)の対数	1.33	0.42	-0.30	1.89
Industry	日本標準産業分類(大分類)に基づいた売り手非上場企業の買収時の業種ダミー(該当業種=1)				
Manufacturing	製造業	0.16	0.37	0.00	1.00
Construction	建設業	0.11	0.31	0.00	1.00
Information and communication	情報通信業	0.18	0.38	0.00	1.00
Transportation	運輸業	0.03	0.18	0.00	1.00
Wholesale, Retailing	卸売り業、小売業	0.25	0.43	0.00	1.00
Real Estate, Goods Rental and Leasing	不動産業、物品賃貸業	0.05	0.22	0.00	1.00
Academic, Professional and Technical Services	学術研究、専門・技術サービス業	0.07	0.25	0.00	1.00
Eating and Drinking Services	飲食業	0.03	0.16	0.00	1.00
Education, Learning Support	教育・学習支援業	0.03	0.18	0.00	1.00
Medical Services, Social Welfare	医療・福祉	0.04	0.20	0.00	1.00
Business Services	サービス業(他に分類されないもの)	0.05	0.22	0.00	1.00
BH	売り手非上場企業の創業年から買収されるまでの年数(業歴)	29.14	18.48	0.50	77.00

表 2 相関係数

	GWEQ	Ownership	Liabilities	Personnel	Business	Capital	BH log	Manufacturing	Construction	Information and Communication	Transportation	Wholesale, Retailing	Real Estate, Goods Rental and Leasing	Academic, Professional and Technical Services	Eating and Drinking Services	Education, Learning Support	Medical Services, Social Welfare	Business Services	
GWEQ	1.00																		
Ownership	0.22	1.00																	
Liabilities	0.05	0.04	1.00																
Personnel	-0.26	-0.27	-0.05	1.00															
Business	-0.03	-0.11	-0.07	0.30	1.00														
Capital	0.02	-0.19	0.04	0.64	0.28	1.00													
BH log	-0.14	-0.11	0.12	-0.16	-0.13	-0.04	1.00												
Manufacturing	-0.26	-0.08	-0.24	0.12	0.07	0.07	0.09	1.00											
Construction	-0.19	0.16	0.16	-0.01	0.02	-0.09	0.18	-0.15	1.00										
Information and Communication	0.16	0.16	-0.12	-0.14	0.10	-0.13	-0.33	-0.20	-0.16	1.00									
Transportation	-0.02	-0.08	-0.11	-0.06	0.14	-0.05	0.14	-0.08	-0.07	-0.09	1.00								
Wholesale, Retailing	0.13	-0.04	0.14	-0.03	-0.09	0.00	0.14	-0.25	-0.20	-0.27	-0.11	1.00							
Real Estate, Goods Rental and Leasing	0.06	-0.12	0.19	0.07	-0.02	0.09	0.11	-0.10	-0.08	-0.11	-0.04	-0.13	1.00						
Academic, Professional and Technical Services	-0.13	0.00	-0.08	0.04	-0.05	-0.07	-0.26	-0.12	-0.09	-0.13	-0.05	-0.15	-0.06	1.00					
Eating and Drinking Services	-0.01	-0.22	0.01	0.14	-0.08	0.17	0.08	-0.07	-0.06	-0.08	-0.03	-0.09	-0.04	-0.04	1.00				
Education, Learning Support	0.10	0.01	0.06	0.11	0.02	0.14	0.01	-0.08	-0.07	-0.09	-0.04	-0.11	-0.04	-0.05	-0.03	1.00			
Medical Services, Social Welfare	0.13	-0.07	0.01	-0.06	-0.11	-0.06	-0.03	-0.09	-0.07	-0.10	-0.04	-0.12	-0.05	-0.06	-0.03	-0.04	1.00		
Business Services	0.09	0.11	0.02	-0.07	-0.02	0.09	-0.06	-0.10	-0.08	-0.11	-0.04	-0.13	-0.05	-0.06	-0.04	-0.04	-0.05	1.00	

表 1 の基本統計量にある GWEQ の最大値の 1.00 とは、のれん額 = 株式取得価額 (純資産額が 0) という案件を示しており、こうした売り手非上場企業が本論文の分析対象の中に含まれていることを意味している。

各変数の相関関係を見ると、全体的に大きな値が示されていない (表 2)。Ono and Uesugi (2009) において指摘されていた Ownership (売り手非上場企業の経営者・その親族の株式持ち株割合) と Liabilities (買収時の売り手非上場企業の負債額 / 総資産) の相関係数を見ると、0.04 とその値も非常に小さい。一概に先行研究との比較検討はできないものの、本論文ではこうした特徴を持つサンプルを対象に分析を行う。

表 3 は買収前の取引の有無と業種に基づき、GWEQ の差の検定を行った結果である。まず、買収前の取引の有無を示す三つのカテゴリ (Personnel, Business, Capital) を見ると、Personnel (人的取引) において統計的に有意 (5% 水準) な差が確認できる。これは、買収前に買い手上場企業の人材が役員や従業員として派遣されている売り手非上場企業とそうではない売り手非上場企業の買収プレミアムに差が生じていることを意味する。

次に、業種による GWEQ の差を確認すると、Manufacturing (製造業) では 1% 水準、Construction (建設業) と Information and Communication (情報通信業)、Medical Services, Social Welfare (医療・福祉) においては 5% 水準と、それぞれ統計的に有意な結果を得ている。この結果から、これら四つの業種の影響を調整する必要があると考え、推計に用いる回帰モデルにコントロール変数として組み込むこととした。

表 3 買収前の取引の有無・業種別による買収プレミアムの差の検定結果

	n	z	p
Personnel	10	2.097	0.036 **
Business	24	-0.094	0.925
Capital	8	-0.075	0.940
Industry			
Manufacturing	19	3.064	0.002 ***
Construction	13	2.471	0.014 **
Information and Communication	21	-2.536	0.011 **
Transportation	4	0.238	0.812
Wholesale, Retailing	29	-0.659	0.510
Real Estate, Goods Rental and Leasing	6	-0.171	0.864
Academic, Professional and Technical Services	8	0.771	0.441
Eating and Drinking Services	3	0.863	0.388
Education, Learning Support	4	-1.636	0.102
Medical Services, Social Welfare	5	-2.251	0.024 **
Business Services	6	-1.053	0.292

注 1 : n は各変数に該当するサンプルサイズを示す。

注 2 : Z は Mann-Whitney U 検定の統計量を示す。

注 3 : **, *** はそれぞれ 5%, 1% 水準で統計的に有意であることを示す。

(2) 推計結果

表 4 に推計結果を示した。まず、Ownership について、Model 1・4・5 において、符号が正で統計的に有意という結果が得られた。これは、売り手の非上場企業の経営者・その親族による高い株式保有が、より高額な買収プレミアムの獲得に貢献していることを意味しており、先述した仮説 1 と整合的であると判断される。

表 4 回帰分析の結果
(2011 年 1 月 - 2013 年 12 月)

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4		Model 5	
	係数	p								
Constant	0.042	0.892	0.319	0.361	0.662	0.021 **	-0.029	0.937	0.309	0.413
Ownership	0.568	0.008 ***					0.565	0.009 ***	0.428	0.047 **
Liabilities			0.157	0.652			0.125	0.712	0.033	0.919
Personnel					-1.421	0.000 ***			-1.259	0.001 ***
Business					0.063	0.739			0.093	0.624
Capital					1.065	0.006 ***			1.036	0.007 ***
BH log	-0.069	0.714	-0.120	0.537	-0.278	0.139	-0.075	0.692	-0.219	0.246
Manufacturing	-0.615	0.004 ***	-0.601	0.008 ***	-0.547	0.008 ***	-0.595	0.007 ***	-0.547	0.010 **
Construction	-0.685	0.007 ***	-0.571	0.026 **	-0.462	0.057 *	-0.692	0.007 ***	-0.563	0.023 **
Information and Communication	0.064	0.764	0.157	0.475	0.046	0.826	0.074	0.731	0.007	0.972
Medical Services, Social Welfare	0.439	0.237	0.402	0.293	0.358	0.321	0.442	0.236	0.411	0.253
Adj R2	0.149		0.096		0.202		0.143		0.217	
n	118									

注1：nは各変数に該当するサンプルサイズを示す。

注2：*，**，***はそれぞれ10%，5%，1%水準で統計的に有意であることを示す。

次に Liabilities については、係数が小さく、また統計的に有意な結果が得られず、買収プレミアムに対する影響はほとんどないことが確認できる (Model 2・4・5)。サンプルのボリュームによるバイアスの可能性をぬぐえないところではあるが、債務超過といった極端な状況に陥ってない限り、負債は買い手上場企業による売り手非上場企業の企業価値評価にインパクトを与える要因にはならないことをこの結果は示唆している。したがって、債権者を介した情報流出が促され、売り手非上場企業の買収プレミアムに負の影響が与えられるとする仮説 2 は支持されない。

先述した通り、買収前の人的関係は、売り手非上場企業と買い手上場企業間における情報の非対称性が緩和された状況にあることを示している。一方、株主が経営者の行動や情報を十分に把握することができないために生じるエージェンシー問題に立脚すると、資本関係は買収前に買い手上場企業と売り手非上場企業間における情報の非対称性が緩和されていない状況と言える。これら買収前の売り手非上場企業と買い手上場企業の関係の買収プレミアムに対する影響について推計した Model 3・5 を確認すると、Personnel (人的関係) には符号が負、Capital (資本関係) には符号が正でそれぞれ統計的に有意な結果が得られている。Business (取引関係) については、符号は正であるものの係数は小さく、統計的に有意な結果とはなっていない。したがって、買収前の売り手非上場企業と買い手上場企業との間にあ

る情報の非対称性は買収プレミアムに対して正の影響を与える要因となっており、仮説 3 は支持される。推計モデルのコントロール変数として用意した業種ダミーを見ると、**Manufacturing**（製造業）と **Construction**（建設業）において、符号が負で統計的に有意となっている（Model 1～5）。

5 おわりに

非上場企業、特に中小企業を対象とした M&A では、売却先の選択肢がなく、また、買い手上場企業の相対評価によって買収の成否が決定する。こうした環境の中で、売却の意思の表明が既存のステークホルダーの離散を招ききっかけとなり、仮に、売却が成約されなければ、売り手非上場企業は企業価値が毀損した状態で活動を継続していかなければならない状況に陥る。一方、買い手上場企業が買収条件を先に提示し、売り手非上場企業に選んでもらおうと積極的に情報の非対称性を解消しようとする、売り手非上場企業がステークホルダーから見放され、既存の価値を維持できなくなるため、買収する動機が失われる恐れがある。結果、スクリーニングによる情報の非対称性の解消を試みることをせずに買収交渉に臨むことが買い手上場企業にとって合理的な行動となる。

本論文では、先行研究より導出したこの見通しに立脚し、売り手非上場企業の経営者のオーナーシップや負債への依存、買収前の買い手上場企業と売り手非上場企業間にある情報の非対称性が買収プレミアムにどのような影響を及ぼすのかを分析を行った。

検証の結果、売り手非上場企業の経営者やその親族による株式保有や売り手非上場企業と買い手上場間における買収前の情報の非対称性が買収プレミアムに正の影響を与えることが示された。この結果は、売却によって高い買収プレミアムを獲得した非上場企業が、売り手と買い手双方がその間にある情報の非対称性の緩和には消極的な姿勢で売却交渉を行い、成約にまで至ったことを示唆している。

本論文では、2011 年～2013 年というごく短期における買収案件のみを扱った。分析によって導出された結果は、時期的な要因の影響を受けている可能性がぬぐえない。

今回の分析では、買収プレミアムに対して製造業や建設業の企業に統計的に有意な負の影響を確認することができたものの、日本標準業分類の大分類に基づいて分析対象の業種分類を行ったために、詳細な業種間の差異まで把握することができていない。また、統計的に有意ではなかったものの、業歴が買収プレミアムに負の影響を及ぼすことが本論文の推計結果において示されている。情報の入手制約を受け分析対象とすることができなかった案件を見ると、上場企業による非上場のスタートアップスの買収が活発化していることがうかがえる。さらに、売り手を非上場企業とした場合に **Roll (1986)** や **Hayward and Hambrick (1997)**, **Malmendier and Tate (2008)** にある買い手企業の経営者の特性が買収プロセスや買収プレミアムの決定にどのように影響するのかといった分析も興味深いテーマとなり得る。

買収交渉は、大小様々な影響をはらむ未開示の情報が秘められる中で、多くの要因が複雑に絡まり合いながら進んでいくという。ますます M&A 市場が多様化していくことを考えると、上述以外にも様々なテーマに基づいた検証が必要であることを痛感している。今後、さらなるデータの蓄積を行い、非上場企業の買収に関する検証を深めていきたいと考えている。

【参考文献】

- [1] Akerlof, G. A. (1970) "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism,"

- The Quarterly *Journal of Economics*, 84 (3), pp.488-500.
- [2] Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L. and Travlos, N. G. (2013) "Deal Size, Acquisition Premia and Shareholder Gains," *Journal of Corporate Finance*, 20 (1), pp.1-13.
- [3] Bauguess, S. W., Moeller, S. B., Schlingemann F. P. and Zutter, C. J. (2009) "Ownership Structure and Target Returns," *Journal of Corporate Finance*, 15 (1), pp.48-65.
- [4] Beckman, C. M. and Haunschild, P. R. (2002) "Network Learning: The Effects of Partners' Heterogeneity of Experience on Corporate Acquisitions," *Administrative Science Quarterly*, 47 (1), pp.92-124.
- [5] Billett, M. T. and Ryngaert, M. (1997) "Capital Structure, Asset Structure and Equity Takeover Premiums in Cash Tender Offers," *Journal of Corporate Finance*, 3 (2), pp. 141-165.
- [6] Bradley, M., Desai, A. and Kim, E. H. (1988) "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 21 (1), pp.3-40.
- [7] Chu, W. (2011) "Family Ownership and Firm Performance: Influence of Family Management, Family Control, and Firm Size," *Asia Pacific Journal of Management*, 28 (4), pp.833-851.
- [8] Comment, R. and Schwert, G. W. (1995) "Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures," *Journal of Financial Economics*, 39 (1), pp.3-43.
- [9] Demsetz, H. (1983) "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Organization*, 26 (2), pp.375-390.
- [10] Fama, E. (1980) "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 88 (2), pp.288-307.
- [11] Fama, E. and Jensen, M. (1983) "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26 (2), pp.301-325.
- [12] Garella, P. (1986) "Adverse Selection and the Middleman," *Economica*, 56 (223), pp. 395-400.
- [13] Gaughan, P. A. (2015) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 6th ed., John Wiley & Sons Inc.
- [14] Haunschild P. R. (1994) "How Much is That Company Worth?: Interorganizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums," *Administrative Science Quarterly*, 39 (3), pp.391-411.
- [15] Hayward Mathew, L. A. and Hambrick, D.C. (1997) "Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris," *Administrative Science Quarterly*, 42 (1), pp.103-127.
- [16] Hormstrom, B. (1979) "Moral Hazard and Observability," *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), pp.74-91.
- [17] Jensen, M.C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76 (2), pp.323-329.
- [18] Jensen, M.C. and Meckling, W. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp.305-360.
- [19] Kaplan, S. N. (1989) "Campeau's Acquisition of Federated: Value Destroyed or Value Added," *Journal of Financial Economics*, 25 (2), pp.191-212.
- [20] Kaplan, S.N. and Minton, B.A. (1994) "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants

- and Implications for Managers,” *Journal of Financial Economics*, 36 (2), pp.225-258.
- [21] Laamanen, T. (2007) “On the Role of Acquisition Premium in Acquisition Research,” *Strategic Management Journal*, 28 (13), pp.1359-1369.
- [22] Leland, H. E. and Pyle, D. H. (1977) “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation,” *Journal of Finance*, 32 (2), pp.371-387.
- [23] Lubatkin, M. (1983) “Mergers and the Performance of the Acquiring Firm,” *Academy of Management Review*, 8 (2), pp.218-225.
- [24] Malmendier, U. and Tate, G. (2008) “Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market’s Reaction,” *Journal of Financial Economics*, 89 (1), pp.20-43.
- [25] Ono, A. and Uesugi, I. (2009) “The Role of Collateral and Personal Guarantees in Relationship Lending: Evidence from Japan’s SME Loan Market,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, 41 (5), pp.935-960.
- [26] Roll, R. (1986) “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers,” *Journal of Business*, 59 (2), pp.197-216.
- [27] Ross, S.A. (1973) “The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem,” *The American Economic Review*, Vol.63 (2), pp.134-139.
- [28] Sirower, M. (1997) *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, New York: Free Press.
- [29] Song, M. and Walkling, R. (1993) “The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholder Wealth,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 (4), pp.439-457.
- [30] Spence, M. (1973) “Job Market Signaling,” *The Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), pp.355-374.
- [31] Stiglitz, J. (1975) “The Theory of “ Screening,” Education, and the Distribution of Income,” *American Economic Review*, 65(3), pp.283-300.
- [32] Stulz, R.M. (1988) “Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control,” *Journal of Financial Economics*, 20, pp.25-54.
- [33] Stulz, R. M., Walkling, R. A. and Song, M. H. (1990) “The Distribution of Target Ownership and the Division of Gains in Successful Takeovers,” *The Journal of Finance*, 45 (3), pp. 817-833.
- [34] Varaiya, N, P. and Ferris, K. R. (1987) “Overpaying in corporate takeovers: The Winner’s Curse.” *Financial Analysts Journal*, 43 (3), pp.64-70.
- [35] 井上光太郎・加藤英明 (2006) 『M&A と株価』東洋経済新報社。
- [36] 植杉威一郎 (2010) 「非上場企業における退出は効果的かー所有構造・事業承継との関係ー」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No. 10-J-5, 日本銀行。
- [37] 岡本行生 (2010) 『中小企業の M&A 交渉戦略 適正な譲渡価格の決定と紛争防止の実務』, ダイヤモンド社。
- [38] 企業会計基準委員会 (2015) 「企業会計基準適用指針第 10 号 企業結合会計基準及び事業分離等会計基準に関する適用指針」。
- [39] 小出篤 (2007) 「中小企業金融における人的保証の機能」『企業法の理論 下巻』, 商事法務, 494-495 頁。
- [40] 中小企業庁 (2007) 『中小企業白書 2007 年版』, ぎょうせい。
- [41] 東京証券取引所上場部編 (2017) 『東京証券取引所会社情報適時開示ガイドブック 2017 年 3 月版』, 東京

証券取引所.

- [42] 中井透 (2008) 「中小企業の事業譲渡型 M&A : 企業価値評価と営業権の視点から」, 『京都マネジメント・レビュー』, 14, 75-88 頁, 京都産業大学.
- [43] 服部暢達 (2015) 『日本の M&A』日経 BP 社.
- [44] 藤井一郎 (2013) 『中小企業 M&A 34 の真実』東洋経済新報社.
- [45] 古瀬公博 (2011), 『贈与と売買の混在する交換 中小企業 M&A における経営者の葛藤とその解消プロセス』, 白桃書房.
- [46] 丸山宏 (2014) 「ファミリー企業の M&A の計量分析」, 日本財務管理学会第 39 回秋季全国大会報告論文.
- [47] 丸山宏 (2015) 「買収プレミアムと株式所有者構成 : 未上場企業を対象とした計量分析」, 日本経営財務研究学会第 39 回全国大会報告論文.
- [48] 丸山宏・平田博紀 (2010), 「事業承継ディスカウント : 非上場 M&A データによる計量分析」, 日本経営財務研究学会第 34 回全国大会報告論文.