

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

本論文の目的は、非上場企業の特徴としてある①経営者のオーナーシップ、②負債への依存、③情報の機密性が上場企業より提供される買収プレミアムにどのような影響を及ぼすのかを実証的に検証することにある。

国内企業同士のM&Aが再び増加し始めた2011年1月から2013年9月の期間を対象として、売り手非上場企業の経営者・その親族の株式保有状況や財務データ、買い手上場企業との買収前の取引の有無に関する情報を収集し、株式取得価額に対する「のれん（および負ののれん）」の比率を被説明変数とする回帰分析を行った。

その結果、経営者・その親族による自社株式の保有が売り手非上場企業の買収プレミアムに正の影響を与えていることが明らかとなった。また、買い手である上場企業と売却前に何らかの取引があることが、売り手非上場企業の買収プレミアムへ負の影響をおよぼすことが示された。

キーワード：非上場企業、買収プレミアム、のれん、経営者の持株比率、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、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することができる（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、情報の非対称性を高め、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

¹ 札幌証券取引所・日本証券取引所・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。

and Meckling,1976)²。

中小企業では、経営者の個人資産の多くが企業の資産であることが頻繁に見受けられる。また、資金調達に関する選択肢が乏しい中で負う借入金に対する保証も金融機関の求めに応じる形で経営者が個人として提供していることが確認できる（中小企業庁,2007、植杉,2010）³。このような状況は、中小企業の経営者にとって、自社の企業価値の損失が自身だけでなく、家族・親族の生活にまで多大な影響をおよぼす問題になるということを示唆している。

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、中小企業が売り手企業、つまり買収のターゲットになる場合、そもそも情報公開の義務もなく活動し、また経営者やその親族が多くの資産を保有している状況を踏まえ、買い手企業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探索するだろう。一方、売り手である中小企業は、売却に関する交渉上の不利が生じないように、自社の情報提供に消極的な姿勢で取り組むことが考え得る。

買い手企業・売り手企業の関係者やM&Aの仲介業者に対するインタビューを通して、後継者不在を主な理由とする中小企業M&Aの市場メカニズムを検証した研究に古瀬（2011）がある。古瀬は、企業売却に対する負のイメージが存在することが、買い手企業と売り手企業の情報交換を一層複雑化させることを指摘している。具体的には、企業を売りに出すという行為は、売り手の中小企業の業績悪化を対外的にイメージさせ、従業員や取引先企業の離散を生じさせやすく、また地元企業や同業者に対して「後ろめたさ」をオーナー経営者が抱えやすいという。こうした点を考慮し、売り手が中小企業の場合、仲介会社は買い手企業を探索する際、できるだけ情報が漏えいしないよう、まず匿名情報として扱い、買い手企業候補が1社に限定された時点で詳細を伝えるという段階的な情報提供が行うと指摘している。また、売り手中小企業の従業員やオーナー経営者の感情の問題は、売却の際の買い手企業の選定や売却価格設定に対して影響を及ぼしており、売却利益よりも会社の存続や雇用維持の実現を優先するオーナー経営者もいると述べている。したがって、買い手企業候補がどんなに高額な企業評価を提示したとしても、売り手中小企業のオーナー経営者の意向に沿うような経営能力を保持していない場合は、交渉が打ち切られることもあるということになる。

後継者難を理由に売却に至った非上場企業の企業価値についての判断が反映されるのれんの額について検証した丸山・平田（2010）では、売り手側非上場企業が後継者難である場合は、そうでない企業に比べ、株式取得価額当たりののれんの額（買収プレミアム）が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⁴。

² ファミリービジネス分野では、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）。

³ Ono and Uesugi（2009）では、経営者個人の保証提供確率に対して、企業の代表者やその家族が大株主になっていることが正の影響を与えることを示している。

⁴ 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

これら事業承継というタイミングにおける中小企業の売却に関する先行研究を振り返ると、売り手中小企業の経営者の立場や感情的な要因が当該企業の企業価値評価に何らかの影響を及ぼしている可能性が高いことが確認できる。

一方、事業承継を目的としない非上場企業の売却に関する研究に丸山（2015）がある。丸山は、上場企業へ売却される際の売り手非上場企業の買収プレミアム（のれん/株式取得価額）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⁵。これは、企業の株式所有構造には各株主が株式を保有するに至った経緯や個別の意思が介在しており、それらが売却の際に買収プレミアムに様々な影響を及ぼすことを示唆している。

2. 分析

（1）分析課題の提示

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たり、経営者個人として企業の負債の保証を行っていることが先行研究によって示されている。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すものの、エージェンシー問題の議論において指摘されるような危惧されるべきものとは言い切れない。なぜなら、中小企業の経営者自身の振る舞いによって企業価値が損失した際、その影響は家族・親族の生活にまで至る可能性が考えられるためである。特に、後継者難といった事情がない場合、従業員や取引先、地域の同業者に対する「うしろめたさ」を払拭するためにも、経営者は、売却の際により高い企業価値評価を望む可能性が極めて高い。経営者やその親族が大量の株式を保有する状態であれば、こうした意思が買収プレミアムに反映されることが予想される。ただし、経営者・親族がどれだけ大量に株式を保有していたとしても、負債へ強く依存している状態であれば、買い手企業による売り手企業の企業価値評価は低下すると考えられる。これを踏まえ、以下の二つの仮説を設定する。

仮説1. 経営者・親族による株式保有は、買収プレミアムに正の影響を与える。

仮説2. 負債への依存は、買収プレミアムに負の影響を与える。

一般的に、経営者やその親族が多くの資産を保有する傾向にある非上場企業が買収対象となるM&Aは、買い手企業の求める情報を入手することが困難な状況にあることが予想される。それにより、買い手企業は、売り手非上場企業の企業価値の評価を適切に行うことができない可能性が高い。

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。

⁵ 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歩所有する）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をある）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。

一方、売り手と買い手の双方が買収前に関係を構築している中で行われる M&A では、買い手企業が求める情報が容易に入手できている可能性が高い。古瀬（2011）では、会社の存続や従業員の雇用維持の実現を売却利益よりも優先するオーナー経営者がいることを指摘しており、こうした条件も含めて、買収前の関係性の構築が交渉を円滑に進める潤滑油として機能していることが想像できる。

そこで、買収プレミアムに対するこうした情報の非対称性の影響についても仮説として設定し、以降、検証する。

仮説3. 買収前の取引や関係の構築が買収プレミアムに影響を与える。

（2）データセットと分析方法

前節において提示した三つの仮説を検証するために、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データを抽出した。

- ・取引の発生期間：2011年1月～2013年9月
- ・取引形態：買収
- ・当事者企業の国籍：日本
- ・被買収側企業：国内非上場企業
- ・買収側企業：国内上場企業

丸山・平田（2010）において、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傾向にあることを把握している。そこで、上記に該当する案件のうち、後継者難を理由とする案件を除いた⁶。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除外した。その結果、352件の買収案件が確認できた。

この352件について、買い手企業が買収時に公表するプレスリリース資料や有価証券報告書から、売り手非上場企業の株主構成、買い手企業との買収前の役員等の派遣・資本取引・仕入れおよび販売実績の有無、業績、株式取得価額、資産、負債、のれんおよび負ののれん等のデータを収集した⁷。収集した案件では、買収時の純資産額が負の値を示した企業（株式取得価額・のれん＝負の純資産）が存在していたため、検証結果に対するバイアスを考慮し、これらをデータセットから除いた。そして、99件の買収案件を本論文の分析対象とすることとした。

日本の非上場企業の買収プレミアムに関する研究では、これまでに丸山・平田（2010）、丸山（2014）、丸山（2015）がある⁸。本論文では、これらの研究の分析手法を踏襲し、のれんの額の株式取得価額に対する比率を示す GWEQ を被説明変数とし、上述した仮説を検

⁶ 「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。

⁷ 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。

⁸ 「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。株式取得価額、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」（丸山・平田, 2010）。

証するために用意した以下の変数を説明変数とする線形回帰式を推計する。

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

Debt：売り手企業の負債額/総資産額（買収時）

Relationship：買収前の売り手企業と買い手企業間における取引の有無（有=1）

（従業員・役員等の出向・派遣、仕入・販売実績、出資の有無によって判断）

BH：売り手企業の創業年から買収されるまでの年数（業歴）の対数

Industry：産業要因ダミー（中小企業基本法および政令による特例に従い、製造業・建設業・運輸業・ソフトウェア業=1とした。）

3. 分析結果

（1）記述統計量

分析に用いたデータセットの基本統計量と各変数間の相関関係は以下の通りである（表1・表2）。

表1 基本統計量

	サンプル数	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
GWEQ	99	0.12	0.90	0.32	-4.27	1.00
Ownership	99	0.59	0.35	0.67	0.00	1.00
Debt	99	0.61	0.23	0.63	0.02	1.25
Relationship	99	0.23	0.42	0.00	0.00	1.00
BH(年)	99	29.06	18.38	26.00	0.00	73.00
Industry	99	0.48	0.50	0.00	0.00	1.00

注：BH は設立から現在までの年数。

表2 相関係数

	GWEQ	Ownership	Debt	Relationship	BH	Industry
GWEQ	1					
Ownership	0.1713	1				
Debt	0.1603	0.0248	1			
Relationship	-0.0937	-0.1473	-0.0117	1		
BH	-0.4364	-0.0794	0.063	-0.0695	1	
Industry	-0.0898	-0.0046	-0.1542	0.0406	0.0874	1

(2) 推計結果

表3 回帰分析の結果
(2011年1月 - 2013年9月)

	1		2		3		4		5	
	係数	p値	係数	p値	係数	p値	係数	p値	係数	p値
Constant	0.17	0.614	0.51	0.171	0.70	0.027 **	0.18	0.651	0.37	0.363
Ownership	0.52	0.046 **					0.52	0.047 **	0.45	0.083 *
Debt			0.02	0.955			-0.01	0.97	-0.01	0.979
Relationship					-0.41	0.055 *			-0.36	0.099 *
BH	-0.20	0.33	-0.24	0.269	-0.30	0.152	-0.20	0.34	-0.26	0.216
Industry	-0.19	0.274	-0.19	0.304	-0.18	0.325	-0.20	0.279	-0.18	0.309
Adj R2	0.035		-0.006		0.032		0.025		0.043	
N	99									

注：*、**はそれぞれ10%、5%の水準で有意であることを示す。

表3に推計結果を示した。まず、売り手非上場企業の経営者・その親族の株式持ち株割合を含んだモデル(1・4・5)について、符号が正で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・その親族によるオーナーシップが買収プレミアムの増加に貢献することを意味し、先述した仮説と整合的である。

次に、買収時の売り手企業の負債/総資産については、係数が小さく、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(モデル2・4・5)。サンプルのボリュームによるバイアスの影響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、負債が買い手企業による売り手企業の企業価値評価にインパクトを与える要因にならないことをこの結果は示唆する。

最後に、買収前の売り手企業と買い手企業間における取引の有無について確認すると、符号は負で有意であることが示されている(モデル3・5)。この結果は、買収交渉において、売り手企業よりも買い手企業が強い交渉力を発揮しているという印象を与える。換言すれば、非上場売り手企業は、情報の機密性を持つことで買い手である上場企業に対して一定の交渉力を発揮していることが想像できる。

一方、事前の取引を通して何らかの関係を構築したうえで買収に踏み切る場合、買い手上場企業が売り手である非上場企業を自社の管理下において存続させるための措置として機能していることも考えられる。いわゆる救済目的の買収である。いずれにしても、上場企業との買収前の取引関係による情報の非対称性の緩和が、売り手である非上場企業の買収プレミアムに対して負の影響をおよぼすということが明らかとなった。

4. おわりに

非上場企業、特に中小企業を対象としたM&Aは、上場企業同士のそれに比べ、様々な点が異なる。この前提に立ち、非上場企業の経営上の特徴である経営者のオーナーシップや負債への依存、情報の機密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。

検証結果において示された①経営者やその親族による株式保有が買収プレミアムに対して正の影響を及ぼすことと、②買収前の取引関係が買収プレミアムに負の影響を与えることから以下のような示唆が得られる。それは、買収交渉時の売り手非上場企業にとって、機密性を高めることが買い手である上場企業に対する交渉力を強化する手段となっているということである。この適否について直ちに論じることはできないが、こうした結果を踏まえて当事者が交渉に臨むことが重要であると考えられる。

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。したがって、長期間のデータベースを構築し、より多くのサンプルを用いて同様の分析を行う必要があるだろう。

産業別の比較や業歴による差異についても検討の余地がある。特に、有意ではなかったが、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。

これらの興味深いテーマの検討を今後の課題としたい。

【参考文献】

- [1]Chu, W. (2011) “Family Ownership and Firm Performance: Influence of Family Management, Family Control, and Firm Size,” *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), 833-851.
- [2]Demsetz, H.(1983) “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm,” *Journal of Law and Organization*, 25, 379-390.
- [3]Fama, E. (1980) “Agency problems and the theory of the firm,” *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- [4]Fama, E, and Jensen, M.(1983) “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law and Economics*, 26, 301-395.
- [5]Jensen, M.C. and Meckling, W. (1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- [6]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, 935-960.
- [7]Stulz, R.M. (1988) “Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control,” *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- [8]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。
- [9]中小企業庁 (2007) 『中小企業白書 2007年版』、ぎょうせい。
- [10]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。
- [11]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。
- [12]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。
- [13]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 34 回全国大会報告論文。
- [14]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。