

株式非上場化における内部統制監査制度の影響

Effects of Internal Control and Auditing Systems (JSOX) On Firms' Decisions for Going Private Transactions

松 田 道 春(有限責任監査法人トーマツ*)

Michiharu Matsuda, Deloitte Touche Tohmatsu LLC

論文要旨

本研究は、わが国における内部統制監査制度の導入が監査報酬の増加を通じて上場維持コストの上昇をもたらし、その結果戦略的非上場化を誘発したのではないか、という仮説を、実証分析を通じて検証することを目的とする。第一の検証として、監査報酬の決定要因に関する先行研究をベースに、内部統制監査制度適用期か否かをダミー変数として加えた重回帰分析を行い、内部統制監査制度の導入が監査報酬を増加させる要因となっていることを見出した。第二の検証として、このような監査報酬の増額が株式非上場化に与えた影響の検証について、非上場化要因に関する先行研究の仮説に「上場コスト削減仮説(監査報酬負担率が高い企業は非上場化しやすい)」を加えてロジスティック回帰の手法により検証を行った。内部統制監査制度導入前に非上場化した企業群と、同制度導入後に非上場化した企業群に分けて検証を行ったところ、前者においては上場コスト削減仮説を支持する結果が得られたのに対し、後者においては支持する結果が得られず、内部統制監査制度導入前後で非上場化の要因に差異があるという結論が得られた。

Abstract

The objective of this study is to discuss how Japanese firms' decisions for going private transactions are affected by Internal Control and Auditing Systems (JSOX). During this study, we find that there is a difference between (A) going private firms which go private before JSOX enactment, and (B) going private firms which go private after JSOX enactment.

1. 研究の目的と貢献

わが国において企業自らの意思による非上場化(以下「戦略的非上場化」と称す。)の動きは、2000年代前半より増加しはじめ、内部統制監査制度導入期の2009年にピークを迎えている。本研究は、わが国における内部統制監査制度の導入が監査報酬に代表される上場維持コストを押し上げた結果、企業が非上場化を選択する要因となったのではないか、という仮説を検証するものである。

この仮説の検証のため、次の2つの検証を行った。

【検証A】(監査報酬の決定要因の分析)

「我が国の監査報酬は内部統制監査制度導入により増加した」とする仮説の検証

【検証B】(非上場化要因の分析)

「わが国においては、監査報酬に代表される上場維持コストの高さが非上場化の要因となっている」(上場コスト削減仮説)の検証

*本稿は執筆者の私見であり有限責任監査法人トーマツの公式見解ではない。

謝辞：本研究は、筑波大学大学院ビジネス科学研究科の修士論文として執筆したものを取り纏めたものです。同論文の執筆にあたりましては、主指導教官の山田雄二教授のほか、副指導教官の吉武博通教授及び中村亮介准教授をはじめとする多くの先生方の指導を頂戴致しました。この場をお借りして、あらためて御礼申し上げますと共に、貴学会よりこのような発表の機会を頂けたことに深く感謝申し上げます。

1.1 監査報酬の決定要因の分析に関する先行研究

監査報酬の決定要因に関する先行研究は、欧米においては多くの研究がなされている一方、我が国における監査報酬の決定要因に関する先行研究は、監査報酬額についての開示が2003年4月1日以降開始事業年度から有価証券報告書においてはじめてなされることとなったこともあり、多くはない。

監査人・監査報酬問題研究会（2009）は、はじめて我が国企業の監査報酬の決定要因について、包括的に実証分析を行った研究として位置づけられる。同研究では、海外の先行研究をベースとして、監査報酬の決定要因となりうる独立変数の候補を企業規模関連指標、安全性関連指標、収益性・成長性関連指標、監査関連項目、その他の項目、にわたって26項目選定し、2009年3月期決算を検証データとして（すなわち3月決算会社のみ）監査報酬額を従属変数とする重回帰分析を行い、ステップワイズ法によって最終的に9つの説明変数を用いた「標準監査報酬モデル式」を導出した。同研究は、包括的な監査報酬決定要因の分析をはじめに行った研究として評価されるべきものであるが、本研究との関係でいえば、検証範囲が内部統制監査制度導入後の2009年3月期のみを対象としているため、内部統制監査制度の導入による監査報酬の影響の分析とはなっていない。

監査報酬と内部統制監査制度の導入の関連に言及したものとしては、矢澤（2012）があげられる。彼は、これに先立つ矢澤（2009）において2004年3月期から2007年3月期までを対象におこなった監査報酬の決定因子の分析で得られた結果をもとに、2007年3月期から2011年3月期について同様の検証を行ってその構造変化を探るというアプローチにより、3月決算会社においては2009年3月期から適用された内部統制監査制度の影響を検討している。検証の結果、内部統制監査制度

の導入によって、モデル式の説明力が10%ほど向上していることから、同モデルに組み込まれている変数をベースに内部統制監査報酬が推定されていると結論づけている。しかしながら、この研究は、内部統制監査制度の影響そのものを検証したものとはなっていない。

以上のように、我が国の監査報酬の決定要因に関する先行研究において、内部統制監査制度導入の影響を明示的に取り上げた実証研究は乏しいのが現状である。

1.2 非上場化要因の分析に関する先行研究

海外における非上場化要因の分析は、株式非上場化の歴史が長い事もあり、さまざまな研究がされている。大別すると、非上場化時の買収のアナウンスメントが株価にもたらす影響について超過リターンの有無を検証し、その超過リターンの源泉について様々な仮説を検証するアプローチと、非上場化を行う企業の財務特性について分析を行うアプローチに分けることができる。各々アプローチは異なるが、これらの先行研究を通じて主張されている非上場化の要因仮説は、主に次のようなものがあげられる。

（ア）エージェンシーコスト削減仮説

キャッシュフローが潤沢な企業、あるいは手元流動性の高い企業においては、短期的な還元を求める株主と中長期的な成長のための留保を指向する経営者との間のエージェンシーコストが増加するため、経営者がこの解消を企図して非上場化を選択する、と考える仮説。

（イ）節税効果仮説

非上場化は一般に多額の有利子負債を調達するLBOの手法によって行われるが、この際に生ずる支払利子の節税効果を企図して非上場化が行われる、とする仮説。

(ウ) アンダーバリュー解消仮説

経営者が信じる企業の将来成長を織り込んだ公正価値と異なり実際の株価がそれよりも割安に評価されている場合、経営者はその解消を企図して非上場化を選択する、と考える仮説。

(エ) 価値の移転仮説

非上場化を行うオーナー経営陣が、その支配的な地位を利用してTOB価格を買収者として自らに有利なように恣意的に低く設定することにより少数株主から取奪する価値の移転が、オーナー経営者にとって非上場化を行う誘引となると考える仮説。

(オ) 上場コスト削減仮説

上場企業は上場を維持するために、証券取引所に支払う手数料、監査報酬などの直接コストのほか、ディスクロージャー義務により同業他社へ秘匿情報が開示されてしまうことによる見えざるコストまで、多くのコストを要している。非上場化はこうした上場維持コストの削減を目的として行われるとする仮説。

こうした仮説の検証と並行して、米国においてはSarbanes-Oxley法（SOX法）が非上場化に与えた影響についての研究が見られる。Block（2004）は、アンケート調査を通じて、SOX法施行の2002年7月を境に、上場維持コストの高さが非上場化の第一の要因、との回答が急増していることを報告している。Engel, Hayes and Wang（2007）は、イベントスタディの手法により、規模が小さく内部者の所有比率が高い企業ほど、非上場化時の異常リターンがSOX法施行前より施行後が増加していることを明らかにしている。Mohan and Chen（2007）は、クラスター分析の手法を用いて、SOX法施行前はひとつのクラスターであったものが、SOX法施行後はクラスター

が2つに変化しており、その新たに増えたクラスターは、非上場化をエージェンシーコストの削減という理由ではなく、モニタリングコストの削減を理由として選択していると報告している。Kamar, Karaca-Mandic and Talley（2008）は、SOX法施行後の米国企業の私的企業を買収者となる非上場化の要因の変化を、外国企業のそれと株価要因等を排除した上で比較する事によりSOX法の影響のみを取り出すという手法を用いて、SOX法施行後は、株式上場を維持する規模の小さい企業が減少したという仮説と整合的な結論を得たと主張している。このように、米国における研究は、SOX法が上場維持コストを引き上げた結果、規模の小さな企業の非上場化を促進するという結果をもたらした、というコンセンサスが得られているように思われる。

一方、我が国における株式非上場化の研究は、そもそも我が国における非上場化の歴史が浅いことから、その数は少ない。非上場化の要因についての定量的分析は、野瀬・伊藤（2011）によって初めて行われた。彼らは、バイアウトファンドが果たしている機能の解明という文脈の中で、企業の非上場化においてバイアウトファンドが果たしている機能を明らかにするために、非上場化企業の財務面や株主構成面での特徴について分析をコントロール企業との比較及びProbitモデルにより行った。その結果、株式非上場化は「エージェンシーコストの削減」「アンダーバリューの解消」が動機になっていることを明らかにしている。松田・山田（2013）は、日本において特徴的な現象であるいわゆる「親子上場」の解消としての上場子会社の非上場化の要因の分析という観点から、非上場化企業とこれに対応するコントロール企業を選定し、両者の財務特性を比較した上で決定要因となる財務特性を選定し、プロビット回帰分析の手法により仮説の検証を行っている。

内部統制監査制度と非上場化の関連については、民間調査会社によるアンケート調査の類は多いが、学術的な研究はなされていない。

2. 仮説

本研究の目的は、内部統制監査制度の導入が戦略的非上場化に与えた影響を実証的に検証することにある。前節でみた先行研究を踏まえ、検証すべき仮説を設定する。

【検証A】

検証Aは、内部統制監査制度と監査報酬の関係を論じるものである。

仮説：「我が国の監査報酬は内部統制監査制度導入により増加した」

内部統制監査制度の導入以前は、法定監査制度である公認会計士監査は財務諸表監査のみをその内容としていた。内部統制監査制度の導入により、従前の財務諸表監査に重ねる形で、企業の内部統制の整備及び運用状況が適切になされているかどうかについての企業自らの表明である内部統制報告書についての監査意見の表明も行うこととなった。この内部統制監査の実施のためには、全社統制、決算財務報告プロセスの統制、主要な業務プロセスの統制、ITに係る全社統制・全般統制などについて、企業の実施する評価の範囲、検証方法、検証結果などを、監査人自らの視点でその妥当性を検証することとなるため、監査に必要な工数は確実に増加する。あわせて、この内部統制監査制度の導入とあわせて、四半期レビュー制度が中間監査制度と入れ替わりに導入されたこともあって、監査に必要な工数が増加したことにより、監査報酬は増加したものと考えられる。

【検証B】

検証Bは、非上場化の要因と監査報酬の関係を論じるものである。

仮説1：「わが国においては、監査報酬に代表される上場維持コストの高さが非上場化の要因となっている」（上場コスト削減仮説）

企業にとって上場も戦略のひとつであることから、上場によるメリットと上場のデメリットの比較考量によって、上場を維持するか非上場化を行うかの選択がなされると考えられる。監査報酬は経常的な上場維持コストの中で相応のウェイトを占めている。従って、監査報酬が高いということは上場維持コストが高い事を意味し、上場のデメリットが大きくなることを意味するから、上場のメリットとの比較考量に影響を与えて、非上場化の要因となることが考えられる。

なお上記の仮説に加えて、上場コスト削減仮説の派生として、上場のメリットに着目した仮説についても検証を行うこととした。企業は、仮に上場コストが同じであっても、上場メリットがより大きければ上場維持を選ぶであろうし、逆に上場メリットがより小さければ上場廃止を選ぶと考えられる。上場のメリットは様々なものが言われているが¹⁾、測定可能性という観点から「資金調達」を採り上げ、エクイティファイナンスの実績の多寡により上場メリットを測定するという考えに従って、上場メリットに着目した次の仮説についても検証を行う。

仮説2：「エクイティファイナンスの実績が少ない企業は、多い企業に比べて非上場化しやすい」（エクイティファイナンス仮説）

あわせて、検証Bにおいては、野瀬・伊藤(2011)

を参考にして、従来の先行研究で検証されてきた、「エージェンシーコスト削減仮説」「節税効果仮説」「アンダーバリュー仮説」の3つの仮説もあわせて検証対象とする。

3. 分析方法とデータ

3.1 内部統制監査制度が監査報酬に与えた影響の分析（検証A）

内部統制監査制度導入が監査報酬に与えた影響を検証するために、先行研究である監査人・監査報酬問題研究会（2009）で検証されたモデル式をベースに、内部統制監査制度導入後の期間について1をとるダミー変数を導入したモデル式について重回帰分析を行った。モデル式は次のとおりである。

$$AFEE = \alpha + \beta_1 Assets + \beta_2 INVAR + \beta_3 Liquid + \beta_4 Loss + \beta_5 Subs + \beta_6 Market + \beta_7 Auditor + \beta_8 JSOX + \beta_9 Industry + \varepsilon$$

AFEE : 監査報酬総額（自然対数）

Assets : 総資産（自然対数）

INVAR : (棚卸資産 + 売上債権)
÷ 総資産

Liquid : 流動比率

Loss : 当期利益が純損失 = 1

Subs : 連結子会社数 + 1（自然対数）

Market : 上場市場が非新興市場²⁾ = 1

Auditor : 監査人が大手監査法人³⁾ = 1

JSOX : JSOX制度適用後年度 = 1

Industry : 産業ダミー変数（16業種）

ε : 誤差項

検証対象とする企業は、先行研究（監査人・監査報酬問題研究会（2009））が3月決算会社のみであ

ったのに対し、例えば12月決算や2月決算など、全ての決算期会社を対象とし、また、新興市場も含む全市場の上場企業とした。

各変数のデータは、次によって収集した。監査報酬額は、2003年4月1日以後開始事業年度より有価証券報告書で開示されることとなったが、各社の監査報酬を一覧できる電子的なデータベースは存在しない。電子データベースではないものの各社の監査報酬を一覧できるものとしては、「上場企業監査人・監査報酬白書（2008年版～2014年版）」（日本公認会計士協会出版局刊。以下「白書」。）がある。本研究では、この「白書」からデータを手作業で各社の監査報酬を収集した。内部統制監査制度の影響を見るためには、内部統制監査制度の導入の前の決算期と導入後の決算期を含む必要がある。今回の検証においては、データ収集の物理的制約から、内部統制監査制度の導入直前期1期と導入直後期1期とのあわせて2期分について採取することとした（SEC登録企業、銀行業・証券業、決算期変更企業を除く）。具体的には、内部統制監査制度は、2008年4月1日以後開始事業年度から適用されていることから、例えば3月決算会社であれば、2008年3月期が導入直前期、2009年3月期が導入直後期になり、4月決算会社であれば、2008年4月期が導入直前期、2009年4月期が導入直後期となる。以下同様になり、最も遅い2月決算会社においては、2009年2月期が導入直前期、2010年2月期が導入直後期となる。

説明変数となる財務指標等については、(株)ユーザベース社のデータベースである「SPEEDA」を利用した。産業ダミー変数は、後述のように財務指標をSPEEDAから採取したことにあわせ、SPEEDAの業種大分類（16業種）によった。

3.2 監査報酬が非上場化に与えた影響の分析(検証B)

先行研究の野瀬・伊藤(2011)、松田・山田(2013)を参考に、非上場化ダミー変数(非上場化=1、上場維持=0)を被説明変数として、プロビット回帰分析を行う。モデル式は、以下のとおりである。

$$gp = a + \beta_1 afee_s + \beta_2 cap_g + \beta_3 fcf_v + \beta_4 cash_h + \beta_5 debt_r + \beta_6 pbr + \varepsilon$$

- gp : 非上場化企業 = 1
 afee_s : 監査報酬負担比率(監査報酬 ÷ 売上高)
 cap_g : 資本金等(資本金 + 資本剰余金)増加率(対10年前)
 fcf_v : フリーキャッシュフロー ÷ 時価総額(決算期末日終値)
 cash_h : 手元流動性比率((現預金 + 短期性有価証券) ÷ 月商)
 debt_r : 有利子負債依存度(有利子負債 ÷ 総資産)
 pbr : PBR(株価純資産倍率 = 時価総額 ÷ 株主資本等合計)
 ε : 誤差項

「上場コスト削減仮説」の代理変数としては、「監査報酬 ÷ 売上高」を採用した。上場コスト削減仮説は、主に経営者の視点からの非上場化選択仮説であるので、経営者が監査報酬を固定費的なコストとして考えているとすると、他のコストと同様に売上高比の高低によりそのデメリットを判断すると考えたためである。「エクイティファイナンス仮説」の代理変数としては、資本金等増加率(資本金等 = 資本金 + 資本剰余金)を採用した。その他の3つの仮説については、先行研究に従い、「エージェンシーコスト削減仮説」については「フリーキャッシュフロー ÷ 時価総額」と「手元流

動性比率」、「節税効果仮説」については「有利子負債依存度」、「アンダーバリュー仮説」については「株価純資産倍率」をそれぞれ代理変数とした。

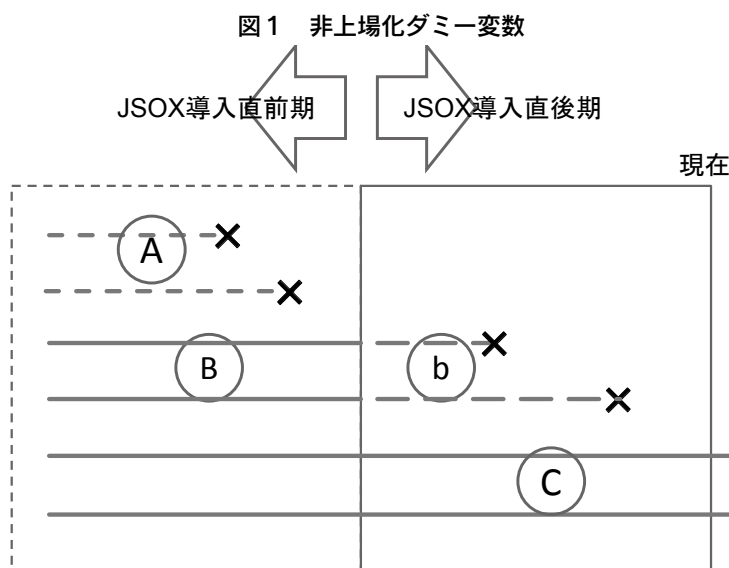
非上場化のダミー変数については、次のように設定した。

「非上場化企業を、内部統制監査制度適用前に非上場化した企業群(A)と同制度適用後に非上場化した企業群(B)に分け、同制度適用前の各期については、A企業群のみ全期間1をとり、それ以外の企業は0をとる。同制度適用後の各期については、B企業群のみ全期間1をとり、(A企業群は上場廃止済みなので該当なし)それ以外の企業は0をとる」

この考え方の前提は、「非上場化する企業は潜在的に常に、あるいは中期的に、非上場化の意思決定をしている。しかし、内部統制監査制度導入後に非上場化した企業は、同制度導入前には非上場化の意思を有していなかった。すなわち、内部統制監査制度の前後において、非上場化の意思決定に段差が生じている。」という考えがあることを意味している。また、この非上場化ダミー変数の検証は、内部統制監査制度導入前の期間と、導入後の期間に分けて検証し、比較を行う。このことにより、検証は、単なる検証対象期間の間の比較に留まらず、JSOX制度導入前非上場化企業群と、JSOX後非上場化企業群の非上場化要因のあてはまりの相違を検証するものとなる(図1参照)。

分析の対象及びデータは次によっている。

まず、非上場化企業の特定であるが、非上場化企業について、公表された網羅的なデータベースは存在しない。本研究では、非上場化をした企業を、網羅的に収集する方法として、「会社四季報」(東洋経済社)に掲載されている「上場廃止(予定)会社一覧」と、(株)レコフの「M&Aデータ」に掲載されている「MBO実施企業リスト」を付け合



- *1 AはJSOX導入前に非上場化した企業群、BはJSOX導入後に非上場化した企業群、Cは現在まで上場維持をしている企業群を意味する。
- *2 破線は非上場化ダミー係数=1(非上場化企業)、実線は非上場化ダミー係数=0(上場維持企業)を意味している。
- *3 B群の企業は、JSOX前においては上場維持、JSOX後においては非上場化企業として扱っている。図中bはこれを表現したものである。

せて収集する方法によった⁴⁾。「会社四季報」は、すべての上場廃止銘柄が網羅されているが、上場廃止の理由は詳細には記述されていない。一方、非上場化は多くの場合、MBOの手法によって少数株主を追い出し（Squeeze out）、経営者を中心とする少数者に株主を限定することで上場基準に抵触させ、上場廃止をする事が多いものの、必ずしもすべての戦略的非上場化がMBOの手法をとるわけではない。両データを付け合わせつつ、上場廃止銘柄の上場廃止の経緯を確認し、戦略的非上場化に該当する企業を抽出することとし、本研究においては、戦略的に経営者が主導して行っていることが明白なケースとして、「MBOの手法により非上場化した企業」「自己株TOB⁵⁾の手法により非上場化した企業」を非上場化企業として抽出した。

抽出対象期間は、監査報酬の有価証券報告書における任意開示が開始されたのが2004年3月期

決算以降であることから、監査報酬データの取得できる、上場廃止日が2004年4月以降の企業とし、2014年3月末までに上場廃止をした企業の中から、抽出を行った。一方、比較対象とする上場維持企業については、2014年3月末時点で上場している全企業（全市場）とした。

仮説検証に用いる財務指標等データは、検証Aと同様に、SPEEDAより採取した。財務データは、2000年度より2013年度分を採取した。

検証Aで述べたように、監査報酬データはJSOXの直前直後の2期間しか採取できていない。一方、検証Bは2000年度から2013年度を対象とするため、JSOX直前直後の2期以外の期についての監査報酬データについて、データ上の制約が存在する。この点については、内部統制監査制度導入前の各期については同導入直前期の監査報酬額と同額、同制度導入後の各期については同直後期の監査報酬額と同額とみなして分析を行っ

た。この方法の論拠としては、監査人・監査報酬問題研究会（2012）にみるように、監査報酬額の平均値等の推移をみると大幅な変化をしておらず、同額とすることも近似的な結果は得られるであろうという点が上げられる。

4. 分析結果と解釈

4.1 検証A

まず、内部統制監査制度の導入と監査報酬の関係についての検証Aの分析結果と解釈について記述する。

各変数の記述統計量は、次のとおりである（産

表1 検証A 記述統計量

記述統計量	AFEE	assets	invar	liquid	subs
最小値	0.693	4.691	0.001	11.22	0.000
第1四分位値	2.890	9.178	0.202	108.83	0.693
中央値	3.258	10.133	0.326	154.83	1.792
平均	3.369	10.282	0.330	215.69	1.784
第3四分位値	3.689	11.231	0.448	236.34	2.565
最大値	7.573	16.431	0.978	6653.70	6.5425

ダミー変数（各水準の個数）

	market	auditor	loss	jsox
n=0	2,435	1,728	4,927	3,412
n=1	4,545	5,252	1,949	3,412

表2 検証A 重回帰分析の結果

変数	内容	係数	標準誤差	P値検定	期待符号
afee	(被説明変数) 監査報酬(自然対数)				
(intercept)	(切片)	0.029	0.071		
market	上場市場が非新興市場の場合=1	-0.070	0.012	***	—
auditor	大手監査法人の場合=1	0.176	0.011	***	+
assets	総資産(自然対数)	0.229	0.005	***	+
invar	(棚卸資産+売上債権)÷総資産	0.038	0.031		+
liquid	流動比率	-0.000	0.000		+
Loss	当期純損失=1	0.120	0.010	***	+
Subs	連結子会社数(+1)の自然対数	0.183	0.006	***	+
Jsox	JSOX制度適用年度=1	0.474	0.009	***	+

サンプル数=6,668 自由度調整済み決定係数=0.7243
 p値検定: ***~0.1% **~1% * ~5% . ~10% で有意

業セグメント16分類のダミー変数については記載を省略している（表1）。

重回帰分析の結果は、表2のとおりであった。

検証対象サンプル数は6,668である（すべての変数に欠損のないサンプルを検証対象としている。内部統制監査制度導入直前期と同直後期の2期分のデータであるので、実際の社数はその半分である。）。自由度調整済み決定係数は0.7243であり、十分な説明力を持つ結果を得る事ができた。内部統制監査制度導入期を1、それ以前を0とするJSOXダミー変数は、0.1%水準で有意な結果を示しており、0.474と正の係数をとっている。すなわち、内部統制監査制度の導入期はその前の期に比べて監査報酬額（自然対数）は増加したことを示す結果を得る事ができた。

4.2 検証B

次に、検証Bの分析結果と解釈を示す。

まず、モデル式で用いた各変数の基本統計量は、表3のとおりである。

検証結果は、以下のとおりとなった。

表4は、非上場化ダミー変数の検証を、内部統制監査制度導入前期間を検証対象期間として行ったものであり、表5は同制度導入後期間を検証対象期間として行ったものである。導入前期間の検証結果は、JSOX前に上場廃止した企業のみを非上場化企業として扱った分析であり、JSOX後期間の検証結果は、JSOX後に上場廃止企業のみが非上場化企業として行った分析であるので、この両分析は、JSOX前非上場化企業群（A）とJSOX後非上場化企業群（B）の比較を行ったとも解釈できるが、この両者には顕著な違いが見られる結果となった。

JSOX前非上場化企業についての結果（表4）をみると、上場コスト削減仮説の代理変数「afee_s」（監査報酬負担比率）が1%水準で仮説どおり

表3 検証B 記述統計量の要約

記述統計量

	<i>afee_s</i>	<i>cap_g</i>	<i>fcf_v</i>	<i>cash_h</i>	<i>debt_r</i>	<i>pbr</i>
最小値	0.0000	0.023	-6.353	0.028	0.000	-0.748
第1四分位値	0.0003	1.000	-0.025	1.080	0.074	0.568
中央値	0.0007	1.005	0.048	2.003	0.200	0.858
平均	0.0016	2.035	0.076	4.228	0.231	1.282
第3四分位値	0.0016	1.422	0.138	3.648	0.351	1.350
最大値	0.4286	710.200	39.940	1765.59	1.509	2316.30

非上場化ダミー変数（各水準の個数）

	gp (Jsox前)	gp (Jsox後)
n=0	14,868	15,548
n=1	224	136

（注） 上記はサンプル数である。社数ベースでは、検証対象とした非上場化企業数は、113社である。JSOX前非上場化企業数は52社、JSOX後非上場化企業数は61社である。

表4 検証B 検証結果の要約(1)(JSOX前期間)

	推計値	標準偏差	P値	有意判定	期待符号
<i>(intercept)</i>	- 2.651	0.112	< 2e ⁻¹⁶	***	
<i>afee_s</i>	84.721	28.194	0.003	**	+
<i>cap_g</i>	0.002	0.003	0.567		-
<i>fcf_v</i>	- 0.102	0.156	0.512		+
<i>cash_h</i>	- 0.006	0.018	0.761		+
<i>debt_r</i>	1.106	0.285	0.000	***	-
<i>pbr</i>	- 0.072	0.055	0.189		-

p値検定: *** ~0.1% ** ~1% * ~5% . ~10% で有意

表5 検証B 検証結果の要約(2)(JSOX後期間)

	推計値	標準偏差	P値	有意判定	期待符号
<i>(intercept)</i>	- 1.793	0.219	2.82 e ⁻¹⁶	***	
<i>afee_s</i>	35.476	31.876	0.265		+
<i>cap_g</i>	- 0.033	0.061	0.594		-
<i>fcf_v</i>	0.037	0.285	0.896		+
<i>cash_h</i>	0.022	0.015	0.137		+
<i>debt_r</i>	- 1.278	0.814	0.116		-
<i>pbr</i>	- 1.192	0.360	0.001	***	-

p値検定: *** ~0.1% ** ~1% * ~5% . ~10% で有意

のプラスの符号で有意な結果が得られている。これに対して、JSOX後非上場化企業についての結果(表5)では、「afee_s」は有意な結果は得られていない。それ以外の仮説の検証結果をみると、JSOX前非上場化企業の検証においては、「debt_r」(有利子負債依存度)が、期待される符号とは逆のプラスの符号で有意な結果となっており、それ以外は有意な結果となっていない。一方、JSOX後非上場化企業の検証においては「pbr」(株価純資産倍率)が、期待される符号と同じマイナスの符号で、有意な結果が得られたが、それ以外

の仮説は有意な結果を得られなかった。

これらの結果から、JSOX前非上場化企業群とJSOX後非上場化企業群との間に、非上場化の要因について相違があり、支持される仮説が異なっていることが発見された。特に上場コスト削減仮説がJSOX前非上場化企業群においてのみ支持されたことは、JSOX前非上場化企業群が特異的に、監査報酬等の上場維持コストに敏感に反応しそれが非上場化要因となっていることが窺える一方、JSOX後非上場化企業群ではその特性が消失してしまっていることが示唆される結果となった。

5. 結語

我が国における内部統制監査制度の導入の議論は、2001年に起きたエンロン事件に端を発し2002年7月に成立した米国のSarbanes-Oxley法の影響を受け徐々に始まり、2004年10月のカネボウ粉飾事件が決定的きっかけとなって、2004年12月に金融庁が公表した「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けた対応（第二弾）について」においてはじめて、経営者による自社の内部統制制度の評価報告制度とそれに対する公認会計士等による外部監査制度の導入が提言された事を嚆矢としている。JSOX前非上場化企業群のサンプルは、監査報酬の有価証券報告書での任意開示が開始された2004年4月以降の非上場化企業を採取しているが、ほぼ、我が国において、内部統制監査制度の導入が議論されはじめた時期と同じと考えてよいと思われる。

この事を考え合わせると、JSOX前非上場化企業群について、JSOX後非上場化企業群と異なった特異な非上場化要因が検出・示唆されるのは、推測も交えて評価すれば、次のように考えられよう。すなわち、この時期に非上場化した企業は検証結果にみるように内部統制監査制度導入による監査報酬の増額等のコスト負担増について敏感な企業群であり、いわば「駆け込み」的に、内部統制監査制度導入前に、非上場化を選択したのではないか。そして、このような上場コストに敏感な企業群は、いわばJSOX制度導入前に「非上場化する企業は非上場化し尽くしてしまった結果」、JSOX後非上場化企業群の検証では、上場コスト削減仮説が有意性を失ったのではないだろうか。また、JSOX前非上場化企業群の検証において、「debt_r」（有利子負債依存度）が仮説と逆に正の符号をとるのは、これらの「駆け込み」企業群が、成長性が乏しい、利益水準がさほど高くないなど

といった、上場メリットが少ない企業群であって、有利子負債を圧縮できるような収益力・成長力がなかった企業であったために、「結果的に」非上場化した企業の有利子負債依存度が比較的高かったということではないだろうか。

検証Aの結果にみるように、わが国の内部統制監査制度の導入は監査報酬を増加させる要因となった。そして、検証Bにおいて、JSOX前非上場化企業群の検証結果がJSOX後非上場化企業群の検証結果と異なり、上場コスト削減仮説を裏付ける結果が得られたことは、JSOX前非上場化企業群においては監査報酬の負担が高いことが非上場化の要因となったことを示している。両検証結果を併せて考えると、わが国における内部統制監査制度の導入が、監査報酬の増加を通じて、上場維持コストに敏感ないわば特異な特性を持つ企業群の排出を促進したことを示唆するものと考えられる。

《注》

- 1) (株)帝国データバンクによるアンケート調査「新規株式上場意向に関するアンケート調査（2014年4月）」によると、IPO（新規株式公開）の目的として「知名度や信用度の向上（74.7%）」「人材の確保（51.4%）」「資金調達力の向上（47.6%）」「従業員の士気向上（37.7%）」「売上拡大（20.1%）」などが挙げられている（複数回答）。
- 2) 新興市場を「東京証券取引所マザーズ市場」「JASDAQ市場」「大阪証券取引所ヘラクレス市場」「札幌証券取引所アンビシャス市場」「名古屋証券取引所セントレックス市場」「福岡証券取引所Qボード」（いずれも当時。）と定義し、非新興市場はそれ以外とした。
- 3) 「新日本監査法人」「あざき監査法人」「監査法人トーマツ」「あらた監査法人」（いずれも当時。）と定義した。
- 4) 『会社四季報』2003年1集～2014年4集、東洋経済新報社。「日本企業のM&Aデータブック 1985～2007」（2008年2月）及び「M&A全データ（2008年、2009年、2010年、2011年、2012年、2013年）」『MARR』2009年2月号、2010年2月号、2011年2月号、2012年2月号、2013年2月号、2014年2月号、(株)レコフデータ。
- 5) 上場企業が自己株式取得をする場合、市場買付け及び会社法上の特別な手続きによる場合（株主総会特別決議に基づく特定株主からの買付け等）以外の場合には、公開買付け

の方法によることが義務付けられており（金融商品取引法27条の22の2第1項）、これを「自己株TOB」と称している。「自己株TOBの手法による非上場化」とは、経営者以外の株主の保有する株式を企業が自己株TOBの手法により取得することにより、非上場化を図る方法である。

《参考文献》

- Block, S.B., 2004. The Latest Movement of Going Private: An Empirical Study. *Journal of Applied Finance*, Vol. 14, No. 1, 36-48.
- Engel, E., Hayes, R. M. and Wang, X., 2007. The Sarbanes-Oxley Act and firms' goig-private decisions. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44, 116-145.
- Kamar, E., Karaca-Mandic, P. and Talley, E., 2008. Going-Private Decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Cross-Country Analysis. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 25, No. 1, 107-129.
- 監査人・監査報酬問題研究会, 2008. 「監査報酬データの実証分析」『上場企業監査人・監査報酬白書（2008年版）』, 日本公認会計士協会出版局, 18～24頁.
- 監査人・監査報酬問題研究会, 2009. 「監査報酬データの実証分析」『上場企業監査人・監査報酬白書（2010年版）』, 日本公認会計士協会出版局, 21～30頁.
- (同, 2012, 『わが国監査報酬の実態と課題』日本公認会計士協会出版局, 185～198頁に「我が国における標準監査報酬モデルの検討」として加筆再録)
- 監査人・監査報酬問題研究会, 2012. 『わが国監査報酬の実態と課題』, 日本公認会計士協会出版局, 61～63頁.
- 野瀬義明・伊藤彰敏, 2011. 「株式非公開化の決定要因」『証券経済学会年報』第46号, 39～54頁.
- 松田千恵子・山田雄二, 2013. 「非上場化企業の特性に関する研究－親子上場の解消に伴う完全子会社化の分析－」『日本ファイナンス学会予稿集』,
http://www.nfa-net.jp/timetable_nfa_no21_2.html
- Mohan, N. J. and Chen, C. R., 2007. The Impact of The Sarbanes-Oxley Act on Firms Going Private. *Research in Accounting Regulation*, Vol. 19, 119-134.
- 矢澤憲一, 2007. 「監査報酬と非監査報酬の関連性」『会計プロGRESS』第8巻, 93-105頁.
- 矢澤憲一, 2009. 「監査報酬評価モデルの研究」『青山経営論集』第44巻第3号, 227～256頁.
- 矢澤憲一, 2012. 「監査報酬評価モデルの研究Ⅱ－内部統制監査の導入に焦点をあてて（2007-2011）」『青山経営論集』第47巻第1号, 79～97頁.