

上場企業と非上場企業の財務内容の比較

— 有価証券報告書提出企業を用いて —

金 鉉 玉

要旨

本稿の目的は、有価証券報告書提出の非上場企業と上場企業の比較を通じて、非上場企業の実態を理解するための基礎的なデータを提供することである。1983年度から2018年度までの大量サンプルを用いた本稿の分析結果は次の通りである。第1に、非上場企業は上場企業に比べて規模が小さく、収益性も低い。第2に、非上場企業は上場企業よりデッドファイナンスが、上場企業は非上場企業よりエクイティファイナンスがより行われている。第3に、非上場企業は個人とその他法人によって多く所有されているのに対し、上場企業はそれに加えて金融機関によって多く所有されている。さらに、非上場企業の所有権は一部に集中している。有価証券報告書を提出する企業は上場有無に関係なく、会計基準およびその監査において同じルールを適用を受けている。ディスクロージャーに関しては多少の違いがあるものの、有価証券報告書提出企業の中で上場企業と非上場企業を比較することで、上場が企業の財務情報に与える影響を、既存の研究に比べてはより厳密に分析することができると思われる。

キーワード：有価証券報告書提出企業、非上場企業、上場効果

1. はじめに

本稿の目的は、有価証券報告書提出非上場企業と上場企業の比較を通じて、非上場企業の実態を理解するための基礎的なデータを提供することである。

これまで多くの研究が財務情報の質に影響を与える要因の識別を試み、企業属性（規模や負債依存度および収益性など）、会計基準、監査の質、外部要因（規制）および資本市場におけるインセンティブがその決定因子であることを発見している（Dechow et al., 2010）。しかし、上場そのものが財務情報の質に与える影響は、それがファーストオーダー効果を有するにも関わらず、データの制約などから十分に研究されてこなかったのが事実である。近

上場企業と非上場企業の財務内容の比較

年のデータベースの飛躍的な発展により上場効果に関する研究が注目されつつあるものの (Beaty et al., 2002; Ball & Shivakumar, 2005; Burgstahler et al., 2006; Givoly et al., 2010; Hope et al., 2013), その知見の蓄積は必ずしも十分とは言えない。

日本企業を対象とした研究に目を向けると状況はより厳しい。非上場企業と上場企業を比較した研究として Shuto & Ishikawa (2015) と金・安田 (2017) があげられるが, Shuto & Ishikawa (2015) は非上場企業として会社法における大会社, 金・安田 (2017) は中小企業を取り上げている。本稿では, これらの研究と違い, 金融商品取引法における有価証券報告書提出の非上場企業を分析する。そして, それらと上場企業と比較することで, 上場効果を検証できる可能性を模索する。これまで研究対象として注目されてこなかった有価証券報告書提出の非上場企業の実態解明を試みたことに本稿の意義がある。

1983 年度から 2018 年度までの大量サンプルを用いた本稿の分析結果は次の通りである。第 1 に, 非上場企業は上場企業に比べて規模が小さく, 収益性も低い。第 2 に, 非上場企業は上場企業よりデッドファイナンスが, 上場企業は非上場企業よりエクイティファイナンスがより行われている。第 3 に, 非上場企業は個人とその他法人によって多く所有されているのに対し, 上場企業はそれに加えて金融機関によって多く所有されている。さらに, 非上場企業の所有権は一部に集中している。

以下, 本稿の構成である。第 2 節では有価証券報告書提出企業について関連法律を概観する。第 3 節では非上場企業と上場企業について入手可能なデータについて述べる。第 4 節では非上場企業と上場企業の基礎的なデータを比較していく。第 5 節は本稿のまとめである。

2. 有価証券報告書提出企業

金融商品取引法第 24 条 (有価証券報告書提出) は, ①金融商品取引所に上場されている有価証券, ②流通状況が有価証券に準ずるものとして政令で定める有価証券, ③その募集又は売出しにつき第四条第一項本文, 第二項本文若しくは第三項本文又は第二十三条の八第一項本文若しくは第二項の規定の適用を受けた有価証券, ④当該会社が発行する有価証券で, 当該事業年度又は当該事業年度の開始の日前四年以内に開始した事業年度のいずれかの末日におけるその所有者の数が政令で定める数以上であるもの, のうちいずれかを満たす企業は継続的に有価証券報告書を提出しなければならないとしている (法律関連は Appendix 参照)。

①と②はいわゆる上場企業と店頭登録企業を, ③は有価証券届出書 (金融商品取引法第四条) または発行登録追補書類 (金融商品取引法第二十三条の八) を提出した企業を指す。④における所有者の数は政令 (金融商品取引法施行令 3 条の 6 第 4 項) で定められており, 現時点では 1,000 人となっている¹⁾。このように, 証券取引所に上場していなくても③や④に

当てはまる企業は有価証券報告書を提出する必要がある、本稿ではこれらの企業を非上場企業とする。なお、上場企業は①や②の条件を満たす企業である。

有価証券報告書提出企業の上場企業と非上場企業は、金融商品取引法第九十三条の二（公認会計士又は監査法人による監査証明）によって、監査を受けることが義務付けられている。さらに、有価証券報告書に含まれる財務諸表は「一般に公正妥当であると認められるところ」に従って作成されることが求められている（金融商品取引法第九十三条、財務諸表の用語、様式及び作成方法）。「一般に公正妥当であると認められるところ」については、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則の第一条（適用の一般原則）で述べられているが、これによると、企業会計審議会によって公表された会計基準（第2項）および企業会計基準委員会（第3項）の作成する企業会計基準がそれにあたる。すなわち、いわゆる日本の会計基準である。

また、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則の第一条では、指定国際会計基準に関する表現も見られるが、これについては、連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則の第九十三条（指定国際会計基準に係る特例）、第九十四条（修正国際基準に係る特例）および第九十五条で述べられている。これらによると、国際会計基準、修正国際会計基準および米国会計基準も「一般に公正妥当であると認められるところ」に含まれることがわかる。すなわち、日本の会計基準、国際会計基準（IFRS）、修正国際会計基準および米国会計基準の4つの会計基準が一般に公正妥当であると認められる会計基準であることがわかる。

一方で、ディスクロージャーについては金融商品取引法と証券取引所の規制が関わっており、上場企業と非上場企業で少し異なる適用となる。たとえば、金融商品取引法第二十四条の四の七（四半期報告書の提出）および第二十四条の五（半期報告書及び臨時報告書の提出）は、上場企業は四半期ごとに、非上場企業は半期ごとに報告書の提出を求めている²⁾。この四半期報告書の提出は上場企業にのみ求められるもので、半期報告書は四半期報告書をもって代えることができるとされている。また、決算短信の開示やその他適時開示書類など証券取引所規制によるディスクロージャーは、証券取引所に上場していない非上場企業には適用されない。

以上、有価証券報告書を提出する上場企業および非上場企業は、会計基準およびその監査において同じルールの適用を受けている。さらに、ディスクロージャーに関しては多少の違いがあるものの、有価証券報告書提出企業の中で上場企業と非上場企業を比較することで、上場が企業の財務情報に与える影響を既存の研究に比べてはより厳密に分析することができると考えられる（Beatty et al., 2002; Ball & Shivakumar, 2005; Burgstahler et al., 2006; Givoly et al., 2010; Hope et al., 2013; Shuto & Ishikawa, 2015; 金・安田, 2017）。

3. データの説明

本稿では、Astra Manager データベースから入手可能なすべての企業の中から、上場企業と非上場企業の基礎的なデータを比較する。本稿での上場企業と非上場企業は、前節で述べたように、有価証券報告書提出企業の中で上場している企業と上場していない企業をそれぞれ指す。

本稿では、1社以上の子会社を持つ企業グループであれば連結財務データを、子会社を持たない企業であれば単体財務データを用いる。日本では1977年4月以降開始する事業年度から連結財務諸表の開示が求められていたものの、連結範囲に関して持分法適用が猶予されたため（持分法の適用が企業の任意に委ねられていたため）、実際連結財務データを開示する企業は少なく、データベース上で確認できる連結財務データは分析するために十分ではない。そのため、本稿では持分法適用が義務付けられた1983年4月以降開始する会計年度から2019年3月期に終わる会計年度まで（1983年度から2018年度まで）を分析対象期間とする。さらに、財務諸表の意味が異なる金融関連業（銀行、保険、証券など）は分析対象から除外する。また、決算期変更によって会計年度が12ヶ月に満たない場合、特に損益計算書データの分析に歪みが生じるため、12ヶ月が会計年度となっている企業年度のみを選ぶ。

株式市場に上場したことのある有価証券報告書提出企業は、実際に上場していた期間と非上場期間の2つの期間に分けることができる。後者には、たとえば、上場廃止はしたものの有価証券報告書提出要件を満たしているため有価証券報告書を提出している企業、上場する前に有価証券報告書提出要件を満たしていたため有価証券報告書を提出していた企業などが該当する。さらに、この中には日本航空（2010年2月会社更生法の適用により上場廃止、2012年9月再上場）やワールド（2005年11月MBOにより上場廃止、2018年9月再上場）などの一度上場廃止した後、再上場した企業の非上場期間も含まれる。上場廃止の理由は企業それぞれであり、その理由が財務データに与える影響、あるいは上場廃止そのものが財務データに与える影響をコントロールするため、本稿では上場企業として実際に上場していた期間のみを分析する。同じ理由で、一度も株式市場に上場したことのない有価証券報告書提出企業を非上場企業とする。

1983年度から2018年度まで期間において、同データベースで識別可能な有価証券報告書を提出したサンプル数は139,327³⁾であった。うち、非上場企業は17,896（810社）、上場企業は104,298（5,295社）であった。残りの17,133（3,293社）は上場企業（非上場期間）のサンプルである。また、上場企業の中には、分析期間中に新たに上場や上場廃止を経験していない企業とそれらを経験した企業がある。前者は、49,615サンプル、後者は54,683サンプル存在する。すなわち、多くの上場企業は、分析期間中にIPOや上場廃止を経験しているといえる。

図表1 年度別サンプル

年度	非上場	上場	合計	年度	非上場	上場	合計	年度	非上場	上場	合計
1983	507	1,597	2,104	1995	589	2,753	3,342	2007	458	3,675	4,133
1984	509	1,604	2,113	1996	596	2,879	3,475	2008	412	3,614	4,026
1985	516	1,606	2,122	1997	599	3,003	3,602	2009	393	3,503	3,896
1986	514	1,735	2,249	1998	597	3,055	3,652	2010	366	3,405	3,771
1987	516	1,730	2,246	1999	601	3,130	3,731	2011	349	3,349	3,698
1988	520	1,839	2,359	2000	607	3,259	3,866	2012	338	3,335	3,673
1989	538	2,037	2,575	2001	611	3,365	3,976	2013	333	3,327	3,660
1990	552	2,184	2,736	2002	632	3,401	4,033	2014	312	3,367	3,679
1991	559	2,312	2,871	2003	625	3,398	4,023	2015	302	3,403	3,705
1992	565	2,355	2,920	2004	625	3,498	4,123	2016	292	3,434	3,726
1993	569	2,444	3,013	2005	630	3,574	4,204	2017	290	3,478	3,768
1994	580	2,562	3,142	2006	625	3,679	4,304	2018	269	3,409	3,678

本稿の非上場企業サンプルの中には、YKK やサントリー HD などの様々な理由から上場していない企業が存在する。また、中央精機・トヨタ T & S 建設（トヨタ自動車の子会社）やサンシャインシティ・京葉土地開発（三菱地所の子会社）など、上場企業の子会社が含まれる。一方で、上場企業であるサントリー BF とダイナックの親会社としてサントリー HD が非上場企業として存在するケースもある。このように、上場における内生性が存在することや、グループ会社が上場会社である場合にはそれらの影響を受ける可能性があることから、非上場企業と上場企業の比較においてはこれらの点を考慮する必要がある。ただ、本稿では、基礎的な姿を捉えることに主眼を置いているため、次節以降では両者間の単純比較を行う。

図表1は、非上場企業17,8091サンプルと上場企業104,298サンプルの年度別推移を示したものである。上場企業および非上場企業ともにその数は増えてきたが、2008年度付近から特に非上場企業の数が増減傾向に転じていることがわかる。いわゆるリーマンショックの影響が考えられるが、有価証券報告書の提出基準の引き上げ（2008年12月5日の金融商品取引法施行令第3条の6第4項の改正により所有者の数500人から1000人に変更）の影響も考えられる。しかし、その後も非上場企業数は減少し続け、2018年度は2001年度に比べて約44%水準となっている。

続いて、同サンプルの業種分布を整理したのが図表2である。図表中の括弧の中の数字は非上場企業（上場企業）サンプル全体に占める各業種に属する企業数の割合を表す。なお、業種分類として本稿ではTOPIX17シリーズを用いている⁴⁾。

非上場企業の場合、情報通信・サービスその他や運輸・物流および不動産に属する企業が多いことがわかる。一方、上場企業は情報通信・サービスその他および建設・資材に属する企業が多い。全体的には、非上場企業の業種が上場企業のそれより多少偏りがあることがわ

図表 2 業種別サンプル

	非上場	上場	合計
エネルギー資源 (Energy Resources)	46 (0.3)	709 (0.7)	755
医薬品 (Pharmaceutical)	222 (1.2)	1,778 (1.7)	2,000
運輸・物流 (Transportation & Logistics)	2,670 (14.9)	4,405 (4.2)	7,075
機械 (Machinery)	558 (3.1)	8,291 (7.9)	8,849
建設・資材 (Construction & Materials)	1,095 (6.1)	13,595 (13.0)	14,690
自動車・輸送機 (Automobiles & Transportation Equipment)	326 (1.8)	4,435 (4.3)	4,761
商社・卸売 (Wholesale)	1,812 (10.1)	10,937 (10.5)	12,749
小売 (Retail)	295 (1.6)	7,382 (7.1)	7,677
情報通信・サービスその他 (IT & Service & Others)	6,715 (37.5)	21,213 (20.3)	27,928
食品 (Foods)	591 (3.3)	4,970 (4.8)	5,561
素材・化学 (Raw Materials & Chemical)	605 (3.4)	9,884 (9.5)	10,489
鉄鋼・非鉄 (Steel & Nonferrous metals)	40 (0.2)	2,047 (2.0)	2,087
電機・精密 (Electronics & Prec. Inst.)	440 (2.5)	10,836 (10.4)	11,276
電気・ガス (Electric Powers / Gas)	369 (2.1)	773 (0.7)	1,142
不動産 (Real Estate)	2,112 (11.8)	3,043 (2.9)	5,155
合計	17,896 (100)	104,298 (100)	122,194

かる。

4. 分析結果

ここでは、会計基準・グループ構造・規模と監査法人・資金調達・財務諸表の構成・所有構造およびパフォーマンスの観点から、非上場企業と上場企業を比較していく。なお、分析内容によって入手可能なデータが異なることから、分析ごとにサンプル数が異なる。

4-1. 会計基準

前述の通り、有価証券報告書提出企業は4つの会計基準の中から1つを選んで適用することが認められている。実際適用状況をみると、上場企業 104,298 サンプルの中では、日本会計基準を適用している企業が 102,597 と圧倒的に多い。次に、米国会計基準適用サンプルが 943、その次が国際会計基準適用サンプル 758 である。なお、修正国際基準を適用した企業は存在しなかった。

米国会計基準を適用する企業数は 1983 年度以降増加傾向にあったが、2004 年度および 2005 年度で 36 社と最多数を記録したのち、その数は減少傾向に転じる。特に、2010 年度以降その傾向に拍車がかかり、直近の 2018 年度では 10 社となっている。その減少の大きな原因は日本で国際会計基準の任意適用が認められたことである。2010 年 3 月期に日本電波工

業が日本企業で初めて国際会計基準を適用したことを皮切りに、国際会計基準を任意適用する企業が増加し、直近の2018年度では190社となっている。そして、この中には米国会計基準から国際会計基準に変更した企業（住友商事2011年3月期、リコー・三井物産・伊藤忠商事・丸紅・三菱商事2014年3月期、日立・ホンダ・コナミ2015年3月期、パナソニック2016年3月期、アドバンテスト・日本電産2017年3月期、窪田製薬2017年12月、クボタ2018年12月、日本ハム・三菱電機・マキタ・京セラ・NTT・NTTドコモ・インターネットイニシアティブ2019年3月期）が含まれる。ホンダは、IFRSを任意適用した理由として「資本市場における財務情報の国際的比較可能性の向上ならびに、グループ会社の財務情報の均質化および財務報告の効率向上」をあげている。そして、これはSECが2007年11月に20-Fを提出する企業においてIFRS適用を認めたことがその背景にある。なお、Kim et al. (2012) ではアメリカ証券取引所に上場する企業の中で、IFRSを任意適用した外国企業とUS-GAAPを適用した外国企業を比較し、IFRS任意適用が企業の情報環境に影響を与えることはない結論づけている。

4-2. グループ構造

企業は1社以上の子会社を保有する企業グループを構成する場合もあるが、子会社を持たない場合もある。本稿のサンプルをみると、上場企業104,298サンプルの中で、子会社を1社以上保有する企業グループは79,469(76.2%)、子会社を持たない単独企業は24,829(23.8%)であった。一方、非上場企業17,896サンプルの中で企業グループは7,282(40.7%)、子会社を持たない企業は10,614(59.3%)であった。すなわち、上場企業では企業グループが、非上場企業では単独企業が多いことがわかる。

また、企業グループのうち、データが入手可能な企業で比較すると、上場企業は平均17.5社の連結子会社、4.6の非連結子会社、そして5.9社の持分法適用関連会社で構成される。それに対して非上場企業は、平均7.9社の連結子会社、1.7の非連結子会社、そして1.7社の持分法適用関連会社で構成される（全体の平均は、連結子会社16.4社、非連結子会社は4.5社、持分法適用関連会社は5.8社）。このように上場企業の企業グループが非上場企業のそれに比べて、より多くの会社で構成されていることがわかる。

さらに日本企業の特徴として親子上場があげられる。本稿のサンプルをみると、①上場会社が上場会社の子会社であるサンプルは6,548であり、たとえば日立はサンプルの期間中13社の上場子会社を保有している（2018年度では4社）。②上場会社が非上場会社の子会社であるサンプルは49であり、たとえば非上場のサントリーHDはサントリーBFとダイナックの上場子会社を抱えている。続いて、③非上場会社が上場会社の子会社であるサンプルは806で、たとえば上場会社である小田急電鉄が非上場会社の江ノ電電鉄、立川バス、東海自動車を保有している。最後に、④非上場会社が非上場会社の子会社であるサンプルが47で、

上場企業と非上場企業の財務内容の比較

日本経済新聞社が格付け情報センターを、新東海ラジオ放送が東海テレビ放送を保有している。これは同時に、114,744 サンプルは少なくとも親子関係ではないことを意味する。ただし、持分法適用の関連会社や非連結子会社の場合はデータベースから識別できないので、何らかの関係を有する企業がこのサンプルの中に含まれる可能性はある。

4-3. 規模&監査法人

次に非上場企業と上場企業の規模（総資産）を比較する。まず、非上場企業 17,896 サンプルの平均総資産は約 539 億円（最小値：1 百万円・Long Tail Live Station・2013 年度，最大値：5 兆 6 千億円・東京電力パワーグリッド・2018 年度）である。一方、上場企業 104,298 サンプルの平均総資産は約 2,114 億円（最小値：22 百万円・インスパイア⁵⁾・2012 年度，最大値：293 兆円・日本郵政・2016 年度）であり、非上場企業の総資産の約 4 倍の大きさであることがわかる。

続いて、サンプルの総資産を 10 のグループに分け、それぞれのグループに上場企業あるいは非上場企業がどれだけ含まれるかをみた。図表 3 がその結果を示している。Group1 は総資産が最も小さいグループであり、Group10 が最も大きいグループである。なお、図表中の括弧の中の数字は非上場企業（上場企業）がそれぞれのグループに占める割合を表す。これによると、Group1 において非上場企業が占める割合が 47.7% であるが、Group2 以降その割合は減少し、Group10 においては 5.2% に過ぎないことがわかる。すなわち、非上場企業の多くは上場企業の規模より小さいことを意味する。ちなみに、Group10 に含まれる非上場企業には、竹中工務店、YKK、大塚製薬、毎日新聞社、日本経済新聞社、朝日新聞社、森ビル、首藤高速道路、サントリー HD、東京地下鉄、成田国際空港などがある。

ところで、有価証券報告書提出企業はすべて外部監査を受けることが義務付けられている。

図表 3 規模別サンプル構成

	非上場	上場	合計
Group 1	5,815 (47.7)	6,386 (52.3)	12,201 (100)
Group 2	2,380 (19.5)	9,842 (80.5)	12,222 (100)
Group 3	1,994 (16.3)	10,219 (83.7)	12,213 (100)
Group 4	1,579 (12.9)	10,648 (87.1)	12,227 (100)
Group 5	1,476 (12.1)	10,750 (87.9)	12,226 (100)
Group 6	1,305 (10.7)	10,905 (89.3)	12,210 (100)
Group 7	944 (7.7)	11,280 (92.3)	12,224 (100)
Group 8	920 (7.5)	11,296 (92.5)	12,216 (100)
Group 9	841 (6.9)	11,376 (93.1)	12,217 (100)
Group 10	642 (5.2)	11,596 (94.8)	12,238 (100)
合計	17,896	104,298	122,194

図表 4 資金調達

	非上場	上場	t 値
負債（借入金 + 社債）	30.2%	24.3%	32.30***
借入金	29.0%	20.8%	46.93***
短期借入金	11.3%	10.1%	10.98***
長期借入金	17.3%	10.7%	54.43***
社債	0.9%	2.8%	-42.61***
自己資本	37.7%	46.6%	-43.16***

したがって、2018 年度の監査状況も概観した。直近の決算期のみ非上場企業の監査人に関するデータが入手可能であるためである。上場企業 3,408 社のうち大手監査法人（EY 新日本、トーマツ、あずさ、PwC あらた、いわゆる Big 4）の監査を受けている企業は 2,442 社（約 71.7%）である一方、非上場企業 265 社の中で大手監査法人の監査を受けている企業は 98 社（37.0%）に過ぎない。このことから、上場企業は大手監査法人、非上場企業は大手ではない監査法人から監査サービスを購入していることがわかる。

4-4. 資金調達

ここでは、非上場企業と上場企業の資金調達を比較する。そのために、借入金・社債および自己資本の情報が入手可能な上場企業サンプル 98,020 および非上場企業サンプル 16,681 を用いる。なお、長期借入金には 1 年以内返済予定の長期借入金も含める。図表 4 は非上場企業と上場企業のそれぞれの資金調達額が総資産に占める割合のサンプル平均を示したものである。

図表によると、非上場企業は上場企業より負債が多い一方で、自己資本が少ないことがわかる。また、負債の中身を見ると、非上場企業は上場企業より借入金が多い一方で、社債は少ない。すなわち、非上場企業は主に間接金融を通じて借入れを行なっていることがわかる。このデータは、非上場企業は上場企業よりデッドファイナンスが、上場企業は非上場企業よりエクイティファイナンスが行われていることを意味する。

4-5. 財務諸表の構成

続いて 2018 年度の非上場企業と上場企業の貸借対照表と損益計算書の構成を比較する。そのために、各財務諸表構成項目の総資産に占める割合を平均することではなく、非上場企業（上場企業）の各構成項目の金額を全て足し合わせ、資産の合計額（損益計算書項目は売上高の合計額）で除することで、非上場企業（上場企業）の財務諸表の構成を捉える。ただし、日本郵政を上場企業サンプルから除く。日本郵政の資産は 286 兆円で、上場サンプルの資産合計 906 兆円の約 1/3 の大きさであるため、日本郵政を入れて推計すると歪みが生じる

上場企業と非上場企業の財務内容の比較

からである。また、前節で見たように非上場企業は社債をほとんど持っていないが、一部の企業が多額の社債を発行している（西日本高速道路、中日本高速道路、新関西国際航空、それぞれ6,000億円以上、東京電力パワーグリッド1.4兆円以上）ため、これらを含めないサンプルで平均的な姿を捉えることにしたい。その結果、上場企業3,239社、非上場企業255社の財務諸表データを用いる。

図表5は貸借対照表の構成を、図表6は損益計算書の構成を整理したものである。

貸借対照表においては、売上債権と仕入債務、有形固定資産と投資その他の資産、長期借入金と株主資本などで非上場企業と上場企業の違いがみられる。上場企業の売上債権と仕入債務の割合は非上場のそれより多く、上場企業において企業間信用（トレードクレジット）がより使われている可能性がある。非上場企業は上場企業より有形固定資産を多く所有するが、投資その他の資産の保有割合は上場企業より少ない。上場企業は非上場企業より多くのグループ会社を保有しており（子会社株式および関連会社株式）、それが影響していると思われる。また、非上場企業は上場企業より長期借入金が多い一方で、株主資本は上場企業より少なく、前節での分析と整合した結果である。一方、社債は非上場企業の方が多く、前節での結果とは整合しないが、多額の社債を発行した企業がまだサンプルの中に存在しており、それがこの数値に影響を与えていると考えられる。

一方、損益計算書においては特に目立った違いはみられないが、全体的に非上場企業の利益率が上場企業のそれより低い傾向にあることが特徴的である。

4-6. 所有構造

非上場企業が有価証券報告書を提出するケースは、③有価証券届出書または発行登録追補書類を提出した企業、あるいは④所有者の数が1,000人（2008年12月以前は500人）以上、のいずれかに該当した場合である。さらに、③と④の両方に該当する場合がある。ここでは、所有者の数を用いて③のみに該当する企業を識別する。政令が改正された2008年12月以前は、6,886のうち4,381（約64%）の株主の数が500人を下回っていた。また、政令改正後は3,481のうち1,636サンプル（約47%）の株主の数が1,000人を下回っていた。全期間で見ると、株主の数が政令で定める数を下回るサンプルは6,017であり、すなわち、少なくとも58%（6,017/10,367）が③に当てはまることがわかる。一方で、④のみあるいは③と④の両方に該当する企業を識別するためには有価証券届出書または発行登録追補書類を提出したかどうかを確認する必要がある。しかし、現時点でそれらを確認することは難しくこの2つのケースに該当する企業数は明らかではない。

次に、非上場企業と上場企業の株式所有構造をみる。図表7は両者の所有構造を比較したものであり、両者の株式の所有構造がかなり異なることがわかる。たとえば、上場企業株式の約21%は金融機関によって所有されているのに対し、金融機関による非上場企業の所有

図表5 貸借対照表の構成

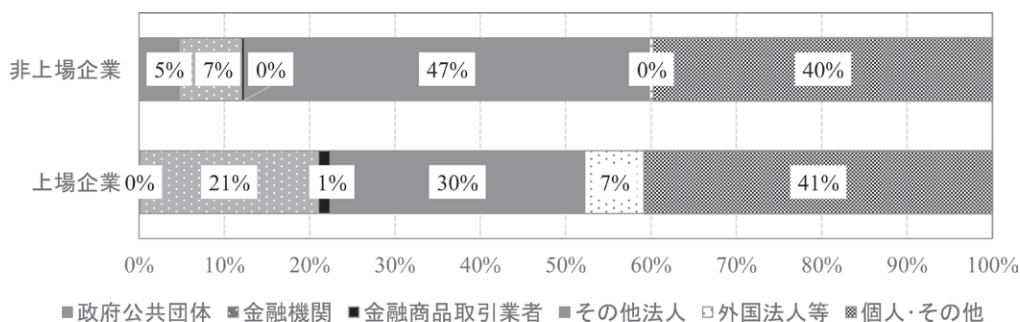
2018年度 貸借対照表		負債・純資産の部			
項目	資産の部		項目	負債・純資産の部	
	対総資産百分率 (%)	対総資産百分率 (%)		非上場企業(obs.=255)	上場企業(obs.=3,239)
流動資産	40.7	44.1	流動負債	25.1	29.9
現金および預金	10.0	11.8	支払手形および買掛金	7.2	9.6
受取手形および売掛金	11.6	13.6	短期借入金	2.7	3.9
有価証券	1.8	1.5	1年以内返済の長期借入金社債	3.5	3.7
棚卸資産	6.7	10.0	その他流動負債	11.6	12.7
その他流動資産	10.6	7.1	固定負債	40.3	26.0
固定資産	59.3	55.9	社債	7.9	4.2
有形固定資産	46.8	34.8	長期借入金	21.5	12.6
建物及び付属設備	22.3	17.5	退職給付引当金	3.1	2.6
土地	20.1	9.6	その他固定負債	7.9	6.5
その他有形固定資産	4.5	7.7	負債合計	65.4	55.9
無形固定資産	2.4	3.2	株主資本合計	32.2	40.6
投資その他の資産	10.1	17.3	評価・換算差額等	1.3	1.5
投資有価証券	4.9	8.0	新株予約権	0.0	0.0
その他投資その他の資産	5.2	9.3	非支配株主持分	0.6	1.9
繰延資産	0.0	0.0	純資産合計	34.6	43.8
資産合計	100.0	100.0	負債・純資産合計	100.0	100.0

上場企業と非上場企業の財務内容の比較

図表 6 損益計算書の構成

2018 年度 損益計算書		
項目	対総資産百分率 (%)	
	非上場企業 (obs.=255)	上場企業 (obs.=3,239)
売上高	100.0	100.0
売上原価	79.0	76.3
売上総利益	19.9	23.7
販売費および一般管理費	15.2	16.6
営業利益	5.8	6.6
営業外収益	0.8	0.8
営業外費用	0.6	0.7
経常利益	5.8	6.8
特別利益	0.7	0.5
特別損失	1.5	0.7
税引前当期純利益	5.1	6.3
税金等	1.6	1.5
非支配株主に帰属する当期純利益	0.1	0.2
親会社株主に帰属する当期純利益	3.4	4.6

図表 7 株式の所有構造



割合はわずか7%に過ぎない。また、上場企業株式の約30%はその他法人によって所有されているが、非上場企業のその他法人の所有割合は約47%ありで、株式のほぼ半分が法人によって持たれている。さらに、外国法人は上場企業の株式の約7%を所有しているものの、非上場企業の株式はほとんど所有していない。政府公共団体による所有割合も両者間で異なっている。このように、非上場企業は個人とその他法人によって多く所有されているのに対

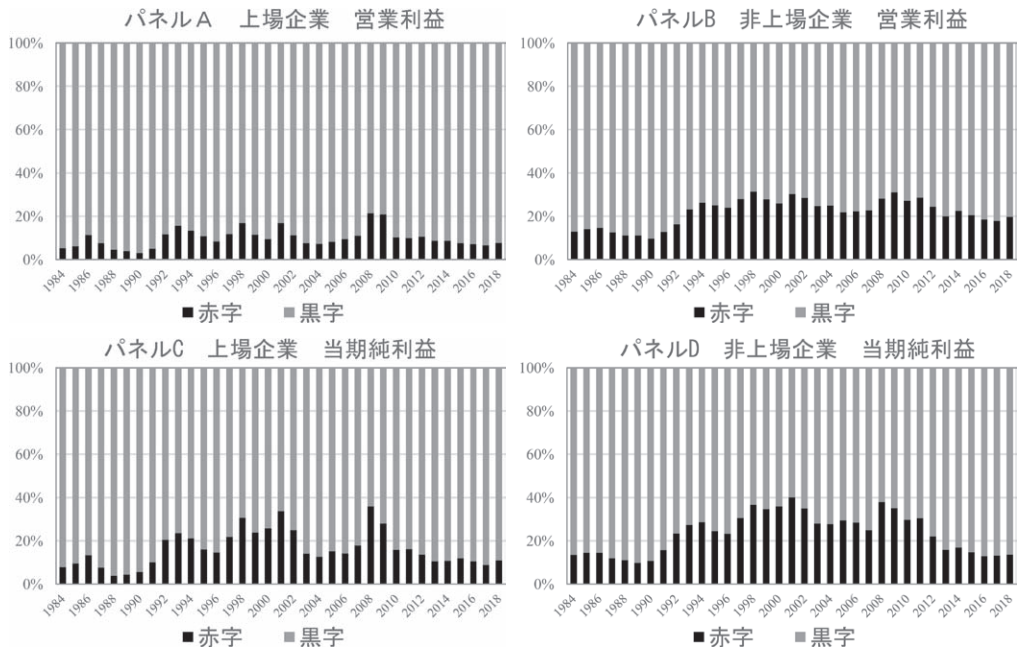
し、上場企業はそれらに加えて金融機関によっても多く所有されている。なお、図表には示していないが、非上場企業の上位十大株主持株数および少数特定者持株数はそれぞれ 76% と 75% であり、上場企業のそれら（大株主持株数 55%、少数特定者持株数は 52%）に比べて高い。図表の株式の所有構造と併せると、非上場企業の所有権が一部に集中しているがわかる。

4-7. パフォーマンス

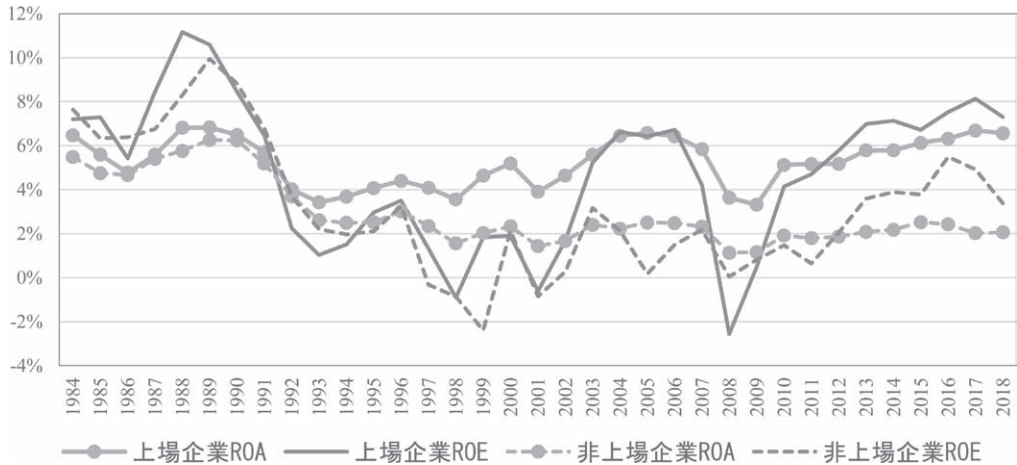
ここでは、非上場企業と上場企業おパフォーマンスを比較していく（非上場企業 10,629、上場企業 96,832）。図表 8 は損失を計上した企業の割合を年度別に示したものである。パネル A および C をみると、上場企業のうち最終赤字となった企業の割合は 1990 年代初めごろと 1997 年度から 2000 年代初めごろ、そして 2008 年度と 2009 年度において高くなっていることがわかる。バブル経済の崩壊、アジア金融危機・不良債権問題・IT バブル崩壊、そして世界金融危機の影響が現れていると考えられる。一方、パネル B および D の非上場企業をみると、1990 年代以降 20% を超える企業が最終赤字を計上していることがわかる。また、非上場企業も経済状況の影響を受けるものの、そもそも赤字を計上する企業が多いためか、それらの影響は上場企業に比べると目立っていない。

図表 9 は ROA（営業利益 / 資産）と ROE（当期純利益 / 株主資本）の時系列推移を示し

図表 8 損失計上企業の割合



図表9 収益率の推移



たものである。1980年代は両者とも比較的に高い利益率を達成するものの、1990年代の不振とともに減少傾向に転じる。経済状況の影響は利益率の推移にも現れ、たとえば、上場企業の2008年度のROEは大きく下落している。また、一貫して非上場企業の利益率が上場企業のそれより低いこともわかる。図表8と併せると、非上場企業のパフォーマンスが上場企業のそれより低いといえる。

4-8. 非上場企業の特徴

最後に、非上場企業と上場企業の財務的特性を比較するためにロジット分析を行う。Ball & Shivakumar (2005) と Givoly et al. (2010) に倣い、説明変数として、規模・売上高成長性・収益性・レバレッジ・年齢・当座比率・資金需要を用いる。規模は資産の自然対数、売上高成長性は当期売上高と前期売上高の差額を前期売上高で除した値を用いる。収益性はROA（経常利益／資産）、レバレッジは資産／（資産－負債）である。年齢は設立からの経過年数を示す。当座比率は（流動資産－棚卸資産－前払費用）／流動負債で、資金需要は当期と前期の長期資金（株主資本と長期負債の合計）の差額を前期の長期資金で除して計算する。なお、異常値処理のため、すべての説明変数を上下1%でウィンソライズしている。

図表10はロジット分析結果をまとめたものである。1列から3列は、それぞれ上場企業・サンプル期間中ずっと上場している企業・上場企業（非上場期間）が1、非上場企業が0である従属変数を用いた場合の結果である。

1列の結果をみると、上場企業は非上場企業に比べて規模が大きく、収益性および成長性が高い。また、当座比率が低く資金重要も多いが、レバレッジは低い。資金需要をエクイティファイナンスによって補っていることがわかる。一方で、上場企業は非上場企業に比べて

図表 10 ロジット分析結果

	(1)	(2)	(3)
1. 規模	0.584*** (70.93)	0.703*** (74.51)	0.076*** (6.43)
2. 売上高成長性	0.268*** (3.66)	0.243** (2.49)	1.547*** (15.09)
3. 収益性	3.117*** (17.45)	1.144*** (4.51)	8.581*** (30.96)
4. レバレッジ	-0.059*** (-30.69)	-0.054*** (-23.62)	-0.004 (-1.22)
5. 年齢	-0.015*** (-26.68)	0.013*** (19.57)	-0.045*** (-42.61)
6. 当座比率	-0.084*** (-13.03)	-0.082*** (-8.57)	-0.334*** (-21.05)
7. 資金需要	0.233*** (5.71)	0.053 (0.98)	0.799*** (13.62)
切片	-2.682*** (-13.32)	-5.769*** (-26.70)	4.066*** (14.28)
Industry effect	included	included	included
Year effect	included	included	included
上場企業 =1	96,334		
非上場企業 =0	14,540	14,540	14,540
ずっと上場企業 =1		45,248	
上場企業 (非上場期間) =1			11,695
上場企業 (非上場期間) =0			
サンプル数	110,874	59,788	26,235
Pseudo R2	0.241	0.361	0.329

図表の括弧の中ではt値を報告している。

***, **, *は、それぞれ1%水準、5%水準そして10%水準で有意であることを示す。

設立から年数が短い。

2列は年齢と資金需要を除けば1列と同じ結果である。上場を維持していた企業は非上場企業より設立から年数が長く、資金需要においても非上場企業とは差がない。3列も基本的には1列と同じ結果であるが、上場廃止になった企業のレバレッジは非上場企業のそれらと統計的な有意差はない。上場廃止担った理由（たとえば、債務超過など）などがこの結果に影響していると考えられる。

以上、上場企業は非上場企業より若い規模が大きく、収益性および成長性ともに高い。さらに、資金需要が多くそれをエクイティファイナンスで調達していることがわかる。このように、非上場企業と上場企業は財務的に大きな違いがあることから (Helwege & Packer, 2003; Katz, 2009), それらの比較分析においてはサンプル選択の内生性などをコントロール

上場企業と非上場企業の財務内容の比較

する必要がある。

5. おわりに

本稿では、金融商品取引法における有価証券報告書提出の非上場企業を上場企業と比較分析した。その結果、次のことがわかった。第1に、上場企業の企業グループが非上場企業のそれに比べて、より多くの会社で構成されていた。そして、上場企業の規模が非上場企業より大きかった。第2に、非上場企業は上場企業よりデッドファイナンスが、上場企業は非上場企業よりエクイティファイナンスがより行われていた。第3に、非上場企業は個人とその他法人によって多く所有されているのに対し、上場企業はそれらに加え金融機関によって多く所有されていることがわかった。また、非上場企業の所有権が一部に集中していた。最後に、上場企業の収益性が非上場企業のそれより全般的に高かった。

有価証券報告書を提出する非上場企業および上場企業は、会計基準およびその監査において同じルール適用を受けている。ディスクロージャーに関しては多少の違いがあるものの、有価証券報告書提出企業の中で上場企業と非上場企業を比較することで、上場が企業の財務情報の質に与える影響を既存の研究に比べてはより厳密に分析することができると考えられる。しかしそのためには、本稿で明らかになった両グループの違いをコントロールする必要、すなわちサンプル選択の内生性をコントロールする必要がある。この点は次の研究課題としたい。

付記：本稿は2019年度個人研究助成（研究番号19-07）の成果の一部である。

Appendix 関連法律等

金融商品取引法

(有価証券報告書の提出) (一部省略)

第二十四条 有価証券の発行者である会社は、その会社が発行者である有価証券が次に掲げる有価証券のいずれかに該当する場合には、内閣府令で定めるところにより、事業年度ごとに、当該会社の商号、当該会社の属する企業集団及び当該会社の経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項を記載した報告書（以下「有価証券報告書」という。）を、内国会社にあつては当該事業年度経過後三月以内、外国会社にあつては公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして政令で定める期間内に、内閣総理大臣に提出しなければならない。ただし、当該有価証券が第三号に掲げる有価証券に該当する場合においてその発行者である会社の当

該事業年度の末日及び当該事業年度の開始の日前四年以内に開始した事業年度すべての末日における当該有価証券の所有者の数が政令で定めるところにより計算した数に満たない場合であつて有価証券報告書を提出しなくても公益又は投資者保護に欠けることがないものとして内閣府令で定めるところにより内閣総理大臣の承認を受けたとき、当該有価証券が第四号に掲げる有価証券に該当する場合において、その発行者である会社の資本金の額が当該事業年度の末日において五億円未満であるとき、及び当該事業年度の末日における当該有価証券の所有者の数が政令で定める数に満たないとき、並びに当該有価証券が第三号又は第四号に掲げる有価証券に該当する場合において有価証券報告書を提出しなくても公益又は投資者保護に欠けることがないものとして政令で定めるところにより内閣総理大臣の承認を受けたときは、この限りでない。

- 一 金融商品取引所に上場されている有価証券（特定上場有価証券を除く。）
- 二 流通状況が前号に掲げる有価証券に準ずるものとして政令で定める有価証券（流通状況が特定上場有価証券に準ずるものとして政令で定める有価証券を除く。）
- 三 その募集又は売出しにつき第四条第一項本文、第二項本文若しくは第三項本文又は第二十三条の八第一項本文若しくは第二項の規定の適用を受けた有価証券（前二号に掲げるものを除く。）
- 四 当該会社が発行する有価証券（株券、第二条第二項の規定により有価証券とみなされる有価証券投資事業権利等その他の政令で定める有価証券に限る。）で、当該事業年度又は当該事業年度の開始の日前四年以内に開始した事業年度のいずれかの末日におけるその所有者の数が政令で定める数以上（当該有価証券が同項の規定により有価証券とみなされる有価証券投資事業権利等である場合にあっては、当該事業年度の末日におけるその所有者の数が政令で定める数以上）であるもの（前三号に掲げるものを除く。）

（公認会計士又は監査法人による監査証明）

第百九十三条の二 金融商品取引所に上場されている有価証券の発行会社その他の者で政令で定めるもの（次条において「特定発行者」という。）が、この法律の規定により提出する貸借対照表、損益計算書その他の財務計算に関する書類で内閣府令で定めるもの（第四項及び次条において「財務計算に関する書類」という。）には、その者と特別の利害関係のない公認会計士又は監査法人の監査証明を受けなければならない。

（財務諸表の用語、様式及び作成方法）

第百九十三条 この法律の規定により提出される貸借対照表、損益計算書その他の財務計算に関する書類は、内閣総理大臣が一般に公正妥当であると認められるところに従つて内閣府令で定める用語、様式及び作成方法により、これを作成しなければならない。

上場企業と非上場企業の財務内容の比較

(四半期報告書の提出)

第二十四条の四の七 第二十四条第一項の規定による有価証券報告書を提出しなければならない会社（第二十三条の三第四項の規定により当該有価証券報告書を提出した会社を含む。次項において同じ。）のうち、第二十四条第一項第一号に掲げる有価証券の発行者である会社その他の政令で定めるもの（以下この項及び次項において「上場会社等」という。）は、その事業年度が三月を超える場合は、内閣府令で定めるところにより、当該事業年度の期間を三月ごとに区分した各期間（政令で定める期間を除く。以下同じ。）ごとに、当該会社の属する企業集団の経理の状況その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項（以下この項において「四半期報告書記載事項」という。）を記載した報告書（以下「四半期報告書」という。）を、当該各期間経過後四十五日以内の政令で定める期間内（やむを得ない理由により当該期間内に提出できないと認められる場合には、内閣府令で定めるところにより、あらかじめ内閣総理大臣の承認を受けた期間内）に、内閣総理大臣に提出しなければならない。この場合において、上場会社等のうち内閣府令で定める事業を行う会社は、四半期報告書記載事項のほか、当該会社の経理の状況その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項を記載した四半期報告書を、当該各期間経過後六十日以内の政令で定める期間内（やむを得ない理由により当該期間内に提出できないと認められる場合には、内閣府令で定めるところにより、あらかじめ内閣総理大臣の承認を受けた期間内）に、内閣総理大臣に提出しなければならない。

2 第二十四条第一項の規定による有価証券報告書を提出しなければならない会社であつて、上場会社等以外の会社（政令で定めるものを除く。）は、四半期報告書を任意に提出することができる。

(半期報告書及び臨時報告書の提出)

第二十四条の五 第二十四条第一項の規定による有価証券報告書を提出しなければならない会社（第二十三条の三第四項の規定により有価証券報告書を提出した会社を含む。第四項において同じ。）のうち、第二十四条の四の七第一項の規定により四半期報告書を提出しなければならない会社（同条第二項の規定により四半期報告書を提出した会社を含む。第三項において同じ。）以外の会社は、その事業年度が六月を超える場合には、内閣府令で定めるところにより、事業年度ごとに、当該事業年度が開始した日以後六月間の当該会社の属する企業集団及び当該会社の経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項を記載した報告書（以下「半期報告書」という。）を、当該期間経過後三月以内（やむを得ない理由により当該期間内に提出できないと認められる場合には、内閣府令で定めるところにより、あらかじめ内閣総理大臣の承認を受けた期間内）に、内閣総理大臣に提出しなければならない。

財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（一部省略）**（適用の一般原則）**

第一条 金融商品取引法第五条、第七条第一項、第九条第一項、第十条第一項、第二十四条第一項若しくは第三項又は同条第六項の規定により提出される財務計算に関する書類のうち、財務諸表（貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書及びキャッシュ・フロー計算書並びに附属明細表又は第百二十九条第二項の規定により指定国際会計基準により作成する場合において当該指定国際会計基準により作成が求められる貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書及びキャッシュ・フロー計算書に相当するものをいう。）の用語、様式及び作成方法は、第一条の三を除き、この章から第八章までの定めるところによるものとし、この規則において定めのない事項については、一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に従うものとする。

2 金融庁組織令第二十四条第一項に規定する企業会計審議会により公表された企業会計の基準は、前項に規定する一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に該当するものとする。

3 企業会計の基準についての調査研究及び作成を業として行う団体であつて次に掲げる要件の全てを満たすものが作成及び公表を行つた企業会計の基準のうち、公正かつ適正な手続の下に作成及び公表が行われたものと認められ、一般に公正妥当な企業会計の基準として認められることが見込まれるものとして金融庁長官が定めるものは、第一項に規定する一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に該当するものとする。

- 一 利害関係を有する者から独立した民間の団体であること。
- 二 特定の者に偏ることなく多数の者から継続的に資金の提供を受けていること。
- 三 高い専門的見地から企業会計の基準を作成する能力を有する者による合議制の機関（次号及び第五号において「基準委員会」という。）を設けていること。
- 四 基準委員会が公正かつ誠実に業務を行うものであること。
- 五 基準委員会が会社等（を取り巻く経営環境及び会社等の実務の変化への適確な対応並びに国際的取れんの観点から継続して検討を加えるものであること。

連結財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（一部省略）**（指定国際会計基準に係る特例）**

第九十三条 指定国際会計基準特定会社が提出する連結財務諸表の用語、様式及び作成方法は、指定国際会計基準（国際会計基準（国際的に共通した企業会計の基準として使用されることを目的とした企業会計の基準についての調査研究及び作成を業として行う団体であつて第一条第三項各号に掲げる要件の全てを満たすものが作成及び公表を行つた企業会計の基準のうち、金融庁長官が定めるものをいう。次条及び第九十四条において同じ。）のうち、公正かつ適正な手続の下に作成及び公表が行われたものと認められ、公正妥当な企業会計の基

上場企業と非上場企業の財務内容の比較

準として認められることが見込まれるものとして金融庁長官が定めるものに限る。

(修正国際基準に係る特例)

第九十四条 修正国際基準特定会社が提出する連結財務諸表の用語、様式及び作成方法は、修正国際基準（特定団体において国際会計基準を修正することにより作成及び公表を行つた企業会計の基準のうち、公正かつ適正な手続の下に作成及び公表が行われたものと認められ、公正妥当な企業会計の基準として認められることが見込まれるものとして金融庁長官が定めるものに限る。次条において同じ。）に従うことができる。

第九十五条 米国預託証券の発行等に関して要請されている用語、様式及び作成方法により作成した連結財務諸表を米国証券取引委員会に登録している連結財務諸表提出会社が当該米国式連結財務諸表を法の規定による連結財務諸表として提出することを、金融庁長官が公益又は投資者保護に欠けることがないものとして認める場合には、当該会社の提出する連結財務諸表の用語、様式及び作成方法は、金融庁長官が必要と認めて指示した事項を除き、米国預託証券の発行等に関して要請されている用語、様式及び作成方法によることができる。

注

- 1) 2008年12月5日付の改正により、所有者の数が500人から1,000人に引き上げられた。
- 2) 四半期報告書の提出が金融商品取引法で求められる前から（2008年4月1日以後開始する事業年度）、証券取引所の自主規制として2003年4月から四半期報告が求められていた。ただし、開示内容は監査の対象となっていなかったし、法律上の規制ではないため虚偽記載に関する罰則等の規定も適用されてはいなかった。
- 3) これらのサンプルは、少なくとも総資産データが入手可能で業種情報が確認できるのである。
- 4) TOPIX17シリーズは東証市場第一部に上場している普通株式全銘柄（TOPIXの構成銘柄）を、33業種分類を、17業種に再編した株価指数である（2007年12月より）。TOPIX17と東証業種の対応は次のとおりである。①エネルギー資源：鉱業／石油石炭製品、②医薬品：医薬品、③運輸・物流：陸運業／海運業／空運業／倉庫運輸関連業、④機械：機械、⑤建設・資材：建設業／金属製品／ガラス土石製品、⑥自動車・輸送機：ゴム製品／輸送用機器、⑦商社・卸売：卸売業、⑧小売：小売業、⑨情報通信・サービスその他：その他製品／情報通信業／サービス業、⑩食品：水産農林業／食料品、⑪素材・化学：繊維製品／パルプ紙／化学、⑫鉄鋼・非鉄：鉄鋼／非鉄金属、⑬電気・精密：電気機器／精密機器、⑭電気・ガス：電気ガス業、⑮不動産：不動産業、⑯銀行：銀行業、⑰金融（除く銀行）：証券商品先物取引業／保険業／その他金融業。なお、本稿では金融関連業を除いているので、図表中には⑯銀行および⑰金融（除く銀行）が示されない。
- 5) 2014年9月に上場廃止。

参 考 文 献

- Ball, R., Shivakumar, L., 2005. Earnings quality in U.K. private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1), 83-128.
- Beatty, A., Ke, B., Petroni, K., 2002. Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks. *The Accounting Review* 77 (3), 547-570.
- Burgthaler, D.C., Hail, L., Leuz, C., 2006. The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review* 81 (5), 983-1016.
- Dechow, P., Ge, W., Schrand, C., 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50, 344-401.
- Givoly, D., Hayn, C. K., Katz, S. P., 2010. Does public ownership of equity improve earnings quality? *The Accounting Review* 85 (1), 195-225.
- Helwege, J., Packer, F., 2003. The decision to go public: Evidence from mandatory SEC filings of private firms. Dice Center Working Paper No. 2001-12 (available at SSRN)
- Hope, O.K., Thomas, W. B., Vyas, D., 2013. Financial reporting quality of U.S. private and public firms. *The Accounting Review* 88 (5), 1715-1542.
- Katz, S. P., 2009. Earnings quality and ownership structure: The role of private equity sponsors. *The Accounting Review* 84 (3), 623-658.
- Kim, Y., Li, H., Li, S., 2012. Does eliminating the Form 20-F reconciliation from IFRS to U.S. GAAP have capital market consequences? *Journal of Accounting and Economics* 53, 249-270.
- Shuto, A., Iwasaki, T., 2015. The effect of institutional factors on discontinuities in earnings distribution: Public versus private firms in Japan. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 30 (3), 283-317.
- 金鉉玉・安田行宏 (2017). 「日本の中小企業における利益の質に関する実証分析」『RIETI Discussion Paper Series』 17-J-031.