

上場企業と非上場化
～なぜ上場企業が非上場化の道を選ぶのか～

Listed Companies on a Stock Exchange and Their Choice to Go Private:
The Reasons They Go Private

2012年 2月

倉田 洋 Hiroshi Kurata

上場企業と非上場化
～なぜ上場企業が非上場化の道を選ぶのか～

Listed Companies on a Stock Exchange and Their Choice to Go
Private: The Reasons They Go Private

倉田 洋
Hiroshi Kurata

Abstract

The number of listed companies going private by MBO on a stock exchange is increasing as the tendency has shown for several years. It is mainly due to CEOs' dissatisfaction with the rise of the running costs and the financial information disclosure system in the backgrounds.

In this paper I discuss the reasons why some listed companies went private from the point of the listed companies' and the system's views, considering the criticisms over going private.

1. 序論

1. 1 研究の背景

ここ数年見られる傾向として、上場企業の MBO⁽¹⁾ による非上場化が進んでいる。非上場化が増加する背景には、株式市場の長期低迷で株価も低迷していることや、上場企業に義務化されている内部統制関連のコスト負担の増大や監査法人への監査報酬支払増加、四半期決算開示などの IR 活動のコスト負担など上場維持コストの負担が重くなり、費用対効果で考え

た場合にコストに見合わないと上場企業では判断しているからだと考えられる。一方で、低金利政策で銀行など金融機関から低利融資を受けやすく、株式市場から資本調達する意味合いが薄れていることなども理由として挙げられる。

本稿では、先の「コーポレート・ガバナンスと企業財務」(田中・倉田2010)および「新興企業とコーポレート・ガバナンス」(田中・倉田2011)を更に進め、今般は上場企業の非上場化にフォーカスし、今年2月の定例会見で東証の斉藤社長より非上場化に対して「投資家への愚弄だ」⁽²⁾などの批判的意見が出される中で、むしろなぜ上場企業が非上場化に至らなければなかったのか、非上場化した企業サイドからの検証を進め、上場企業を取り巻く周囲の上場管理制度や環境に問題はないのか探っていきたいと考える

なお、筆者は自ら起業したベンチャー企業が、その後成長を辿り東証マザーズ市場⁽³⁾への上場へ至った経験と、最近まで同じく東証マザーズに上場するIT企業の最高財務責任者(CFO)を務めていた経験があり、当時上場維持コストの上昇に頭を痛めていた。本稿では、それらの上場企業管理部門での上場管理の経験も織り交ぜながら、進めていきたいと考えている。

1. 2 研究の目的

本稿の構成は、まず最近の上場企業の非上場化の動向を調査し、非上場化に関しその背景や原因を探り、非上場化に至った理由を制度面やコスト面から分析した上で、今後の上場制度の在り方について論究したい。

なお、本稿の中で非上場化として取り上げるケースは、グループ企業再編を目的した非上場化や企業再建を目的として再生ファンドの協力を得ながら非上場化するケースは除外とし、上場していることのメリットを見出せず、あえて自ら非上場化を選んだ上場企業を対象とする。

2. 最近の非上場化の動向

2. 1 非上場化の歴史

1980年代に入り、アメリカで成熟企業の株式非上場化(going private)が盛んとなり、しばしば周回遅れといわれる日本でも、最近になりこの動きは増加している。

また、非上場化における過程でしばしば用いられる日本でのMBOは、1996年頃から散見されるようになり、その後、投資会社や銀行など金融機関の後押しもあり、中小企業の事業承継や大企業のグループ再編の手法として定着し、さらに経済産業省が2007年に公表した「企業価値向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収[MBO]に関する指針」により、企業にとってMBOが選択しやすくなる環境が整った。上場企業の経営陣がMBOに

よって上場廃止する企業数は2001年に初めて登場以来、今年4月までの約10年間で92社⁽⁴⁾となっている。

2005年のワールド社の非上場化を端緒として、自ら非上場化の道を選ぶ上場企業が増加し、2010年は6社、今年に入ってから「TSUTAYA」チェーンを運営する映像・音響レンタル大手のカルチャー・コンビニエンス・クラブ（以下、CCC）が非上場化するなど、増加の一途を辿っている。

2001年以降の主な上場企業の非上場化の動きをまとめたもの（表2-1）が、以下である。

2. 2 上場企業が非上場化に至る理由

次に上場企業が非上場化に至る理由について見ていきたい。

上場企業にとって上場を維持するコストは増大し、負担は増大している。金銭的支出を伴うコストとしては、株主の管理・対応費用、監査法人による監査費用、上場企業に課される会計報告費用や上場企業に義務とされている内部統制関連費用、IR関連費用などが挙げられ、さらに今後IFRS⁽⁵⁾への会計制度への変更に伴う費用の増加などが見込まれる。一方、不特定多数の株主の対応は、年々難しさを増しており、加えて株主総会の運営は予測が難しいものとなっており、想定問答集の作成や会場関連費用など多大な費用と時間を費やすこととなっている。

一方で、低金利政策で銀行など金融機関から低利融資を受けやすく、株式市場から資本調達する意味合いが薄れていることなども理由として挙げられる。また、MBO そのものに対する資金調達についても、大手金融機関が積極的に対応する姿勢を見せるなど、その後押しも見られる。

また、上場企業には情報開示（適時開示ルール⁽⁶⁾）に対しても厳格なルールがあり、経営戦略上重要な意思決定が取締役会でなされた場合、計画段階でその情報を株主に開示せねばならず、競合他社に早い段階で情報が伝わってしまうなど、事業戦略に支障を来すことや、四半期決算制度が近視眼的なものとなり、経営者にも余裕を無くさせ中長期的視点での経営を困難にし、結果それが投資家の利益になっているか疑問に感じ「長期的な企業価値の最大化」を使命として、非上場化に踏み切った例もある。これらの状況を、非上場化に踏み切った上場企業の多くはこれまでオーナー企業が多く、そのオーナー経営者が「自分の会社」という気分が抜け切っていないからだとして短絡的に論じるのではなく、現行の内部統制制度や証券取引所による情報開示制度が、投資家にとって利益となっているか論じる必要性を示唆していると考ええる。

以上の上場企業が非上場化する理由をまとめると、以下のとおりである。

①上場維持コスト負担の増加

上場企業と非上場化～なぜ上場企業が非上場化の道を選ぶのか～

表2-1 2001年以降の主な上場企業非上場化の動き

時期	会社名	業種	市場（当時）	非上場化の内容
2001年	トーカロ 他4社（計5社）	金属製品製造	ジャスダック	国内ファンドと共同で再建を目指し MBO 実施 国内ファンドと共同で再建を目指し MBO 実施
2002年	キリウ	自動車部品製造	東証2部	国内ファンドと共同で再建を目指し MBO 実施
2003年	キトー 他2社（計3社）	機械製造	ジャスダック	海外ファンドと共同で再建を目指し MBO 実施 国内ファンドと共同で再建を目指し MBO 実施
2004年	東芝タンガロイ 他2社（計3社）	超硬工具製造	東証1部	国内ファンドと共同で MBO 親会社より MBO より独立
2005年	ワールド ポッカコーポレーション 他6社（計8社）	アパレル 飲料	東証1部 東証1部	経営陣による株式買収 経営陣による株式買収 国内ファンドと共同で MBO し親会社より独立
2006年	すかいらーく 他14社（計15社）	外食	東証1部	経営陣による株式買収 国内ファンドと共同で MBO し親会社より独立
2007年	ツバキ・ナカシマ サンスター 他18社（計20社）	鋼球製造 日用品製造	東証1部 大証1部	経営陣による株式買収 経営陣および従業員による株式買収 国内ファンドと共同で MBO し親会社より独立他
2008年	オークネット 全教研 三笠製薬 他15社（計18社）	中古車販売 教育関連 医薬品	東証1部 福証 ジャスダック	経営陣による株式買収 経営陣による株式買収 経営陣による株式買収 国内ファンドと共同で MBO し親会社より独立他
2009年	北陸ミサワホーム オオゼキ 他5社（計7社）	住宅事業 食品スーパー	ジャスダック 東証2部	経営者の出資会社による株式買収 経営者の資産運用会社が株式買収 国内ファンドと共同で MBO し親会社より独立他
2010年	VSN 幻冬舎 コンビ サザビーリーグ 東京美装興業 日清医療食品 他2社（計9社）	技術者派遣 出版社 ベビー用品 雑貨店運営 ビル管理 給食	ジャスダック ジャスダック 東証1部 ジャスダック 東証2部 ジャスダック	経営陣による株式買収 経営者の出資会社による株式買収 創業家による株式買収 経営陣の出資会社による株式買収 経営陣の出資会社による株式買収 創業家による株式買収 国内ファンドと共同で MBO し親会社より独立他
2011年	ワークスアプリケーションズ エノテカ CCC アートコーポレーション イマージュ HD	ソフトウェア 飲料小売 複合量販店 運送業 通信販売	ジャスダック 東証2部 東証1部 東証1部 東証1部	経営陣による株式買収 経営陣による株式買収 経営陣による株式買収 経営陣による株式買収 経営陣による株式買収
2000～2011年 合計		92社		

- ②内部統制関連や IFRS への事務作業増加とそれに伴うコスト負担の増加
- ③ IR 制度（適時開示）との社内重要情報保持との関係
- ④四半期決算開示に迫られない中長期的経営
- ⑤株価対策（買収防止目的など）

次節で筆者の経営経験も踏まえ、企業サイドからこれらの理由を検証していきたい。

2. 3 非上場化するメリット

まず、非上場化によるメリットを以下に挙げて見たい。

- ①中長期視点から、抜本的な経営改革が可能となる。

短期的には大きな損失が発生するが、経営改革につながるリストラ計画や、既存事業を抜本的に見直すなど、事業戦略の策定や実行などが可能となる。

- ②経営戦略が迅速に決定され、実行される。

その企業を熟知している人たちが、少数のステークホルダー⁷⁾となることで情報の共有と意思統一が迅速に図られ、抜本的な改革を速やかに実行することやリスクを取った事業への進出などが可能となる。

- ③株主、経営陣、従業員の方向性の一致

経営陣と従業員が自分たちの会社の株式を所有し、経営と所有が一致した状態となるため、同じ観点や尺度で企業価値の向上を目指すことが可能となる。また、自分たちの会社という意識を持つことでモチベーションの向上が期待できる。また、従業員にとっては非上場化を機に、彼らが報われるようなインセンティブプランや資産形成できるような資本構成に再構築し、企業価値を高めることで再上場の選択肢も可能となる。

- ④敵対的買収リスクを回避できる

最近の傾向として、先行きの業績が思わしくなく、株価も低迷すると敵対的買収を受ける可能性があり非上場化することで、それを回避しようとする場合には有効である。ただし、非上場化を敵対的な買収から逃れるための安易な手段として考えるべきではない。

- ⑤ステークホルダーが特定される

ステークホルダーが限定され、少数化されることで企業の自由な活動を制約する各方面のしがらみから解放される。

- ⑥上場維持コストの低減

後述するが、非上場化されることで内部統制にかかるコストが簡素化できるほか、株主管理にかかるコストなども大幅に削減することが可能となる。

- ⑦経営陣や従業員へのインセンティブと資産形成

経営陣が受ける報酬に株主の注目が集まる傾向がある中で、業績連動のインセンティブや

成果に応じた報酬制度のなど柔軟な制度設計が可能となる。

2. 4 非上場化する際の問題点

逆に、ここでは非上場化する際の問題点について述べてみたい。

非上場化には利益相反問題が発生する。MBO の場合、経営陣である取締役が株主から自社株を買い取る場合、経営陣である取締役に与えられるべきメリットはできるだけ安く買い取ることであり、できるだけ高く売りたいと考える株主との間で利益相反が生じる。

さらに、このような場合にもう一つ問題となるのが、経営陣である取締役と少数株主が有する企業情報の差異、つまり情報の非対称化である。例えば、企業にとって有益な情報を一部しか公開せず、逆に不利益となるような情報のみを全面公開すると、株価は適正価格より低く見積もられることとなり、十分な情報を持ちえない少数株主に不利益が発生する可能性がある。

日本で非上場化が行われる際、第一段階で TOB⁽⁸⁾ が行われ、それに応じなかった株主に対しては第二段階としてスクイーズアウト（完全子会社化）⁽⁹⁾ が実施されることが多い。これは、例を挙げると、第一段階での TOB 価格が10,000円であり、一部の株主が適正価格より低いと判断した場合、TOB に応じる義務はないが、第二段階になってスクイーズアウトを目的として、少数株主の締め出しが行われることがある。このとき、TOB 公表時に「スクイーズアウト価格は TOB と異なる場合がある」と公表され、第一段階より安い価格（例えば4,000円前後）で強制的に売却を迫られるケースも考えられ、この段階では少数株主に、もし不服があったとしても、第一段階で自己の所有する株式を売却した方がよいことになり、事実上、第一段階でスクイーズアウトが実施されたことになる。これを強圧性というが、現行会社法では、スクイーズアウトのみを対象とした規定はない。

少数株主保護の明確なルールがない状態で、複数回の株主総会決議が必要な場合や訴訟となるケースもあり、スクイーズアウト制度に関するルールの確立は喫緊の課題といっていよい。

3. 非上場化の検証

ここでは2. 2で挙げた上場企業が非上場化する理由について検証していくこととしたい。

3. 1 上場維持コスト負担

上場維持には、2.2でも述べたとおりその代表的なコストとして以下のものが挙げられる。

- ① 株主の管理・対応費用（証券代行手数料など）
- ② 監査法人による監査費用
- ③ 上場企業に課される会計報告費用（決算短信や有価証券報告の作成など）

- ④ 上場料金（年間、証券取引所へ納付）
- ⑤ 株主総会の運営（想定問答集の作成や会場関連費用）など多大な費用と時間の浪費
- ⑥ 上場企業に義務とされている内部統制関連費用
- ⑦ IFRS への会計制度への変更に伴う費用
- ⑧ IR 関連費用

おおよそ上記のコストをまとめて考えると、企業規模によるが最低でも年間1億円超のコスト⁽¹⁰⁾がかかると言われている。

これらのコストを筆者が勤めていた IT 系東証マザーズ企業のケースに当てはめて考えて見ると、以下のとおりである。

上記①株主の管理・対応費用と⑤株主総会に関する費用（会場費、株主向け事業報告書、アニュアルレポート等作成費用）として年間約1000万円、②監査法人への監査関連費用として年間約3,000万円、③会計報告費用は有価証券報告書や決算短信作成および印刷費（四半期毎）等が主となるがこれらで年間約500万円、また会計報告資料作成⁽¹¹⁾専任の人材を管理部門内に確保するケースが多く、この人件費（500～1,000万円/人）を見なければならない。また、④の上場料金については、年間上場料として東証マザーズ企業は120万円（東証第一部上場企業で約500万円）となっている。

一方、⑥～⑧の詳細は次項以降で詳細を述べるが、まず、⑥の内部統制関連費用は直接的なコストとして、監査法人へのコンサルティング費用や IT 統制⁽¹²⁾にかかる新たなシステム開発、一方で間接的なコストは、関係各部門の膨大な事務作業、必須事項として新たに社内

表3-1 上場維持コスト（年間）の内訳（東証マザーズ企業の例）

コスト内容	費用	備考
①株主の管理・対応費用	1,000万円	
②監査法人による監査費用	3,000万円	
③上場企業に課される会計報告費用	1,000万円	内、人件費500万円
④年間上場料金	120万円	東証マザーズ企業の場合
⑤株主総会の運営関連費用	－	①に合算
⑥内部統制関連費用	5,000万円	内訳 人件費1,500万円、コンサルティング費用500万円、システム開発1,500万円、事務コスト1,500万円
⑦ IFRS への会計制度への変更に伴う費用	1,000万円	
⑧ IR 関連費用	2,000万円	内、人件費1,500万円（2名）
合 計	約1億3,000万円	

各組織から独立した内部監査室⁽¹³⁾を設置（専任スタッフ配置）するなど、直接および間接コストを少なく見ても5,000万円以上の支出を強いられた。因みに実際、東証1部上場クラスでの内部統制への対応コストは平均1億6千万円程度⁽¹⁴⁾との報告もある。

⑦のIFRSへの会計制度変更は、今年3月の震災の影響で、日本企業への強制適用時期が従来言われていた2015年度より先延ばしとされる可能性が言われているが、上場企業では既にIFRS会計制度への統合など会計システム変更にかかるコストをかけており、一方で同会計制度の変更に伴い更なる事務負担が管理部門に課されるため、新たな人員拡充など先行投資を行っており、IFRS関連コストとして年間1,000万円程度の新たな出費が嵩む。ただし、筆者の属していた企業はIT企業であるため、在庫が存在しないなど同会計制度変更に対する影響は軽微であるが、在庫を持つ企業にとっては売上計上基準など変更を伴うケースもあるため、そのコストや移行に費やす時間は膨大なものとなると予想される。

⑧のIR関連費用については、四半期毎の決算説明会開催やそれに伴うIR資料作成費用のほか、間接的費用として、ここでも実際にはIR部門設置と新たな専任スタッフの確保など組織運営のためのコストも必要となるため、年間2,000万円程度の出費となった。

これら①～⑧までを全て合計すると、約1億3,000万円（表3-1参照）となり、特に内部統制関連のコスト負担が大きいことがわかる。比較的小規模の東証マザーズ企業でも、この程度のコスト出費を強いられており、さらに大規模である東証1部上場企業では、更なるコスト負担となる。

3. 2 内部統制関連やIFRSへの事務作業増加とそれに伴うコスト負担の増加

内部統制制度は、上場企業の不正会計など不祥事が2000年代初頭に頻発したことを受けて、コーポレート・ガバナンス強化を目的に金融商品取引法により設けられた会計制度である。いつの時代も言えることだが不正をするのは一部の経営者にすぎないが、その再発防止のために他の多くの善良な経営者に対し適用がなされる。この結果、善良な経営者ほどコーポレート・ガバナンス制度をより真剣に遵守しようとするので、大きなコスト負担となる。

内部統制制度は、上場企業の経営者自身に内部統制の体制構築（IT統制を含む）とその運用の評価および報告を行わせるものであり、その報告は「内部統制報告書」として監査法人の監査を受け、監査証明を付さねばならない。そして、同報告書を上場企業は有価証券報告書に添付して、年に一度開示する義務を課されている。同報告書では、自社の統制過程に大きな問題点がある場合などは、「重大な欠陥」⁽¹⁵⁾があると記載し報告せねばならない。

上場企業では、「重大な欠陥」を発生させないように、全社を挙げて内部統制の体制構築に取り組み、莫大な時間とコストを費やしている。しかし、実際莫大な時間とコストを費やしたことを正当化するだけの、便益が期待出るといって大いに疑問と言わざるを得ない。上

場企業としては、次節で述べるが、膨大なコストに対して効果が限定的であり、逆に内部統制体制構築により現場のスピード感や組織運営の柔軟性を失うといった副作用があるこの制度を、上場維持のために永続的に続ける必要があるかと考えた場合に、善良な経営者ほど疑問を抱くのではないと思われる。

3. 3 IR 制度（適時開示）と社内重要情報保持との関係

上場企業は、定期的に決算情報を開示することや、株価に大きな影響を及ぼすと予想される重要事項が発生した場合には、その情報を適時開示することが証券取引所の上場企業へのルールとして定められている。

しかし、この IR 制度についても、不利な情報を隠蔽するなどの一部の不正を行った企業が出たことにより、その再発防止ために厳格な適時開示ルールが設けられ、前述のとおり取締役会決議を得た社内重要事項が発生した場合には、速やかに情報を開示することが求められている。

一方、上場企業の中には適時開示ルールにより経営戦略上重要な情報が、計画段階など早い時期に競合他社に情報が伝わってしまうなど事業戦略に支障を来し、上場企業であることが不利と判断し、結果的に非上場化を選択するケースが発生している。

また、経営者には四半期決算開示制度が四半期での業績を問うかのような重圧を与え、中長期的視点での経営や大きなリスクを伴う経営を困難にしていることも非上場化を助長する一因であると言える。

このように企業性悪説を前提とした適時開示ルールなどの IR 制度や、株主への利益として制度化された四半期決算開示制度が上場企業の負担や経営上の足枷となり、結果的に将来性のある上場企業が非上場化するという株主や投資家にとって不利益とも言える結果を招いている。

3. 4 PBR（株価純資産倍率）⁽¹⁶⁾ との関係

表2-1から非上場化する企業は、「内需関連型企業」が多いことがわかる。これらの企業は、株式市場での成長期待が減退しているものの、多額の現金を資産に持つオーナー型企業であり投資需要は低いが、収益は底堅く安定している企業である。

さらに、今年に入って非上場化した企業の PBR（表3-2参照）を調べると、PBRは1倍前後が多く、今年に入って非上場化した一番同倍率が高い CCC 社でも約2倍であり、割安な株価となっていたことがわかる。

これはオーナー系上場企業経営者の立場から考察すると、自社の株価を割安と見て MBO による非上場化に踏み切った可能性を示唆していると言える。これは、次節で問題点として

述べる。

なお、一般にオーナー系上場企業経営者は上場により多額の資金を得ており、非上場化の際の資金には事欠かないケースが多く、逆に言えば手許に資金を潤沢に持っているからこそ非上場化を進めていると言っても過言ではない。

ところで、大手都銀では貸出業務が低迷する中、これらの低水準のPBR（1～2倍程度）となっているオーナー系上場企業に対し、非上場化MBOローンの提案を持ちかけており、一方、提案を受けた上場企業では改めて非上場化へ認識を新たにするというケースもある。実際に、筆者の属していた企業もPBRが低水準であった時期に、ある大手都市銀行より同様の提案を受けたことがあり、自分の属する企業が銀行から非上場化予備軍と見られていたことや、翻って上場企業オーナーへの大手都銀としての矜持も捨てた非上場化を促す、かなり大胆とも言える提案に新たな驚きを覚えたのを記憶している。

表3-2 今年に入って非上場化した企業のPBR（株価純資産倍率）

時期	会社名	業種	市場	PBR（※）
2011年	ワークスアプリケーションズ	通信業	ジャスダック	1. 51倍
	エノテカ	小売	東証2部	1. 24倍
	CCC	複合量販店	東証1部	2. 29倍
	アートコーポレーション	運送業	東証1部	1. 09倍
	イマージュHD	通販小売	東証1部	0. 78倍

（※）各社PBRは、上場廃止直前の株価で算出

4. 上場関連制度の問題点

前節で上場企業が非上場化する理由について検証してきたが、ここでは上場関連制度の問題点について述べてみたい。

4. 1 上場維持コスト

非上場化する原因の一つとして、内部統制に絡む上場維持コストの高さを指摘する企業が多く、これに対して今年2月の定例会見で東証の斉藤社長は、「上場維持コストについて改善が可能か実態を上場企業に対し調査する」と言及しており、東証としても問題視していることがわかる。

筆者も3.1で述べたとおり、株主関連や監査費用など従来上場企業として必要不可欠と認識していたコストの他に、内部統制関連にかかるコストが当初予想していたより、遥かに超過していくことに、驚愕と費用対効果に対する不安を覚えたのを鮮明に記憶している。これら

のコストにより利益の一部が毀損されたことは明らかであり、それに対するリターンは次の決算期にも得ることができず、単に監査法人など内部統制に関連するビジネスの売上に貢献しただけではなかったのかという割り切れない思いが今でも残っている。(その後、筆者はこれに納得がいかず監査法人を交代し、内部統制を含めた監査報酬を合理的な水準まで引き下げ、一つの解決を見たと考えている。)

今後、これらコストの軽減が東証など証券取引所主導で進められていくのか、引き続き注視していくことにしたい。

4. 2 IR 制度 (適時開示ルール)

3.3で述べたように、これまで一部の企業により悪質な情報隠蔽などが行われた結果、証券取引所により企業性悪説に立った厳格な適時開示制度が導入運営されているが、証券取引所も上場企業数が4,000社を割り込むという厳しい現実を認識し、これまでのような上場企業に一律適用というような画一的な運営でなく、上場企業の個別事情に応じた秘密保持を考慮した情報開示運営を行うなど、柔軟な制度運営が必要とされる時期に来ているのではないかと思われる。

4. 3 上場企業経営者と非上場化のタイミング

3.4で指摘した通り、上場企業経営者は、自社の株価を割安と見たタイミングでMBOによる非上場化に踏み切っている可能性は否定できず、もしそうであるなら究極のインサイダー取引が行われていることになる。これはコーポレート・ガバナンス上の問題と合せて、MBOやTOBする際の株価をどうするのか、すでに司法判断による解決を見ているケースもあるが、東証をはじめとする各証券取引所は明確なルールを制定すべきと考える。筆者が本稿を執筆する過程で、東証にこの点を問い合せたところ、芳しい回答は得られず、現状進展なしという印象を受けた。

5. まとめ

5. 1 結論

本稿冒頭に東証齊藤社長が今年2月に定例記者会見で上場企業の非上場化に対して苦言を呈していることを紹介したが、上場企業側だけに一方的に非があるという訳ではないと考える。上場制度において、例えば情報開示ルールが上場企業運営の実態と乖離している部分や証券市場に対する上場企業経営者の価値観の変化に追いついておらず、企業防衛の観点から非上場化はやむを得ない選択と言える部分もあると思われる。換言すれば、これは東証をはじめ証券取引所に対する上場企業経営者の証券市場への不信の表れでもあると言える。

多少過激な表現ではあるが、非上場化を選択した経営者は自ら経営する企業が最悪の状況に陥らぬうちに非上場化を選択し、自社の株式が紙屑となる前に少数株主の保護をしながら、非上場企業として生き残る道を選んだと言えるのではないか。

むしろ、非上場化を選ばざるを得なくさせている上場管理制度や、それに関連する諸制度にも問題があるということは、もはや明確であろう。筆者はこれまでに、証券市場を舞台に上場企業に何か不祥事が起こる度に、証券取引所や行政は、全上場企業に対し一律に上場に関するルールや規制を強化および厳格化し、上場企業側に一方的に負担を強いることで対応してきたと感じている。上場企業は結果的に、その度ごとにコストや事務処理の増加など負担を強いられる結果となった。つまり、上場制度やそれに関連する制度の不備が、上場企業の不祥事により発覚した場合には、それに対処するツケはすべて上場企業に回されてきたという印象を強く受けるのである。

ところで、非上場化による上場企業が減少する一方で、同時に最近では低迷する証券市場環境や上場コストの高さを忌避し新規上場する企業が減少し、前述したとおり今や上場企業は4,000社を割り込んでいる。現状の上場制度および上場管理制度では、上場企業の新陳代謝を促すことは限界に来ており、ここでも制度の見直しが必要な時期に来ていることは明らかである。

東証をはじめとする証券取引所は、投資家の保護と並行して上場企業経営者の市場不信を解消する取り組みが必要であり、証券市場の空洞化への防止を図るべきである。

次に、内部統制関連について見てみると、これまでバブル経済崩壊後の企業業績低迷や不祥事続発を機に、会社法制定（05年）など法規制の整備も進んだが、現在までに企業経営の質そのものが目に見えて改善されたかという点、話は全く別である。これまでのコーポレート・ガバナンス改革は社外取締役導入、企業の内部統制構築など制度論に重点が置かれてきた感がある。日本では株主利益を最優先する米国流のやり方をベースとしたコーポレート・ガバナンス制度の取り入れ中心に据えたが、これら改革が空回りしている印象が強い。歴史や商習慣の違いを考慮せず、ただ単に米国の制度を取り入れても浸透し難く、その効果は限定的である上に、更に世界を覆うかに思われた様々な米国型システムも08年の米国に端を発する金融危機以降、企業業績との関連が明確でなく、必ずしも有効とは言えない状況となっている。

また、3.2で述べたとおり日本の上場企業向けにその実務運用が09年度決算期から始まった内部統制整備は、その整備にかかる費用と作業量が管理部門を中心に企業を物心両面から疲弊させ、企業内部に官僚制度を広め、経営サイドやビジネスの現場から柔軟性を確実に奪い組織の非効率化や硬直化をもたらしているとの声が産業界から上がっている。

今後、内部統制制度は企業規模に応じて適用範囲に濃淡をつけるなど、柔軟かつ上場企業にとって導入した効果の見える制度へ変革していくことが不可避であろう。

5. 2 今後の研究課題

最後に、今後の上場企業と非上場化の課題について述べてみたい。まず、非上場化する上場企業の多くの企業が指摘している上場維持コストの高さ、とりわけ本稿でも指摘した内部統制に関わる部分の動向について、現状金融当局を中心に一部簡素化や全上場企業への一律適用の見直しなど改正に向けた議論がなされており、今後どうなるのか引き続き動向を注視していきたいと考える。一方、本稿中でも述べたとおり、すでに上場企業数は4,000社を割り込む一方で、新規上場は低迷を続けており、このままでは国内証券市場の空洞化が懸念される岐路に立たされている。この状況をどのように打開していくのか、抜本的な上場制度改革が待たれるところであり、引き続きこちらの動向も合わせて、研究課題としていきたい。

また、2.4で述べたとおり非上場化する過程で、スクイズアウトに関する制度が、未整備であり、今後の動向についても注視していきたい。一方、マクロ経済から俯瞰すると本来社会の公器であり得たはずの実力を持つ企業が、この10年間に100社近くも非上場化しているということは、今後株主など外部からのモニタリングがない中で、強い支配力を持つ経営者の暴走や不透明な企業行動の発生など、国内外の信用を失墜させるような企業不祥事が起こる可能性を否定できず、このような社会的損失の未然防止策についても今後の研究課題としたい。

〔注記〕

- (1) MBO（マネジメント・バイアウト、経営陣買収）とは、会社の経営陣が株主より自社株式を譲り受けたり、或いは事業部門トップが当該事業部門の事業譲渡を受けたりすることで、文字通りオーナー経営者として独立する行為のこと。
- (2) 日本経済新聞 平成23年2月23日
- (3) 1999年11月に東証に創設された市場。マザーズは、Market of the high-growth and emerging stocks の頭文字から取ったもの。
- (4) レコフ社 MRR Online 2011年7月201号「MBO による非上場化の動向」
- (5) IFRS（International Financial Reporting Standards）とは、世界110カ国以上で採用されている国際会計基準であり、企業活動の国際化が進む中、現在会計制度は国ごとに異なることから、会計基準の国際的統一が期待されている。国際会計基準審議会（IASB）によって設定されたIFRSは、2005年よりすでにEU域内市場での統一基準として採用されている。日本でも、2009年度から「選択適用」が認められ、上場企業への適用が義務づけられるかは2012年に最終判断されるものの、早ければ2015年に「義務化」の方向性も示唆されている。
- (6) 適時開示ルールとは、公正な株価等の形成および投資者保護を目的とする、証券取引所に上場した「上場会社」が義務付けられている「重要な会社情報の開示」のことをいう。

なお、適時開示が求められる会社情報とは、投資者の投資判断に重要な影響を与える会社の業務、運営又は業績等に関する情報のこと。

- (7) ステークホルダーとは、企業の関係者、つまり利害関係がある人全てを指す。企業の経営活動、企業の存続や発展に対して利害関係を有する個人や法人のことで、具体的には、顧客、従業員、株主、債権者、仕入先、得意先はもとより、地域社会や行政機関など、企業を取り巻くあらゆる利害関係者を指す。
- (8) TOB (takeover bid、株式公開買付) とは、ある株式会社の株式等の買付を、「買付期間・買取株数・価格」を公告し、不特定多数の株主から株式市場外で株式等を買集める制度のこと。
- (9) スクイーズアウトとは、閉め出すという意味で、支配株主が少数株主にその保有する株式の売り渡しを請求できる権利を認める制度。一旦、買収会社が法律上十分な被買収会社の株式を取得すれば、買収会社は被買収会社の残った少数株主の承認を得ることなしに合併ができる。少数派株主を会社から追い出す手段としても利用される。
- (10) 日本経済新聞 平成22年8月28日
- (11) 会計報告資料とは、主に決算短信、決算報告資料、決算説明会資料のこと。
- (12) IT 統制とは、内部統制システムの一部を構成する統制要素で、企業の業務や管理システムを情報技術により監視・記録・統制し、その健全性を保証する仕組みのこと。
- (13) 内部監査室とは、企業内で内部統制の整備及び運用を検討・評価し、その改善を図る職務を担う者および部署。企業により、監査室、検査部などの名称も使用される。
- (14) [加護野・砂川・吉村2010] 305頁
- (15) 米国では、“material weakness” と記され、直訳すると「重要な弱点」となるため、「重大な欠陥」という表現は強すぎるとの批判、「欠陥企業であるかのような誤解を生む」との指摘があり、別の表現への変更が検討されている。
- (16) PBR (Price Book-value Ratio) とは、当該企業について市場が評価した値段 (時価総額) が、会計上の解散価値 (株主資本) の何倍であるかを表す指標であり、株価を一株当たり純資産 (株主資本) で割ることで算出できる。

[参考文献]

遠藤彰郎・岡田依里・北川哲男・田中襄一 『企業価値向上のための IR 経営戦略』、東洋経済新報社、2004年

加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久 『コーポレート・ガバナンスの経営学』、有斐閣、2010年

経済産業省 『企業価値向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収 [MBO] に関する指針』、2007年

島田晴雄、CVC 『これがMBOだ!』、かんき出版、2007年

田中彰夫・倉田洋 『コーポレート・ガバナンスと企業財務』、産業能率大学紀要、2010年

田中彰夫・倉田洋 『新興企業とコーポレート・ガバナンス』、産業能率大学紀要、2011年

吉村典久 『日本のガバナンス（神話と実態）』、NTT出版、2007年