

# 「視点」

Roland Berger  
Strategy Consultants

Vol. 29

November 2005

business perspective from Roland Berger

## 戦略的上場廃止

(株)ローランド・ベルガー

日本代表

水留 浩一

敵対的買収など近年の資本市場における動きは、これまでの安定株主、メインバンクに守られてきた日本企業、強いではその経営者に対し企業を資本市場に公開する事の意義を問い直して。真の企業価値向上に向け、上場企業である意味を今一度考え直し、上場廃止という選択肢を検討して見る事が必要である。

### 1. 上場企業である事に何を求めるのか？

企業は高度成長期には競って上場を目指し、その中でも地方市場から東証、二部から一部へ上がっていくことをあたかも企業の格付けが上がるかのように目標としてきた。しかしながら、一方で上場する事により、敵対的な買収の標的にされる、株主から短期的な利益還元が求められる、収益力だけでなくマーケットという不確実性を多分に含んだ「場」による評価に神経を尖らせざるを得ない負担を強いられることも事実である。企業の置かれた環境によっては、上場をしていない方が企業を中長期的により良い方向に導いていく事が可能な場合もある。企業の資本市場への上場の意義を検証しながら「戦略的上場廃止」について議論することが不可欠ではないだろうか。

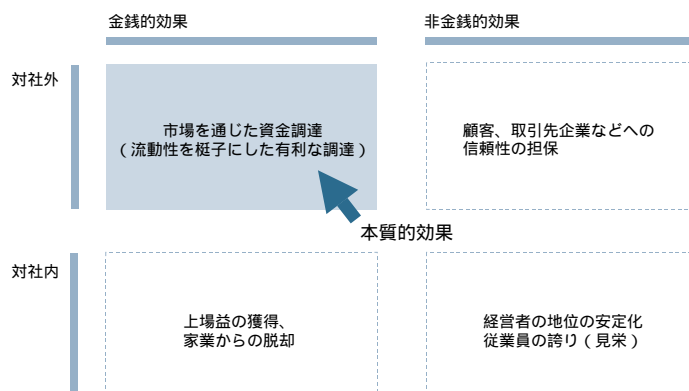
では、そもそも企業はなぜ上場を目指し、上場維持に固執するのか。大きくは 上場益の獲得、家業からの脱却(新規上場時のみ) 市場を通じた資金調達 顧客、取引先企業などへの事業運営上の信頼性の担保 経営者の地位の安定化、従業員の誇り(見栄) という要素に集約されていると思われる。(図1)

既存の株式を市場に放出する(売る)だけではなく、新株を発行(増資)することで新たな資金を得ることができる。上場時に一般的に話題になるのは既存株式の売買利益によって創業者などがどの程度のキャピタルゲイン(売買益)を得たとか、株価から算出される保有株の評価金額が何十億あるという点が多い。だが、経営という視点に立つと、既存株式よりも新規に発行する株式でいくら資金を調達できるかが最も大きな意味を持つ。

こうした増資は新規上場時に限ったことではない。増資する目的(資金用途)が明確で市場に受け入れられるのであれば、上場企業はいつでも市場を通じた資金調達ができる。手法も転換社債などを含め自由度が比較的高い。実際に高度成長期にはこうした資金調達が有効に機能し企業の成長にとって重要な役割を果たし、上場するという事は大きな意味を有していた。

しかし、安定株主間の株式の持ち会、メインバンク制度による経営監視など日本独自の経営システムが機能していた当時と現在とでは環境が異なる。一流企業の証しという意味だけでは上場ならば、変化している現在の環境のもとではリスクが増大する可能性があることも考慮すべきだ。

図1 上場の効果



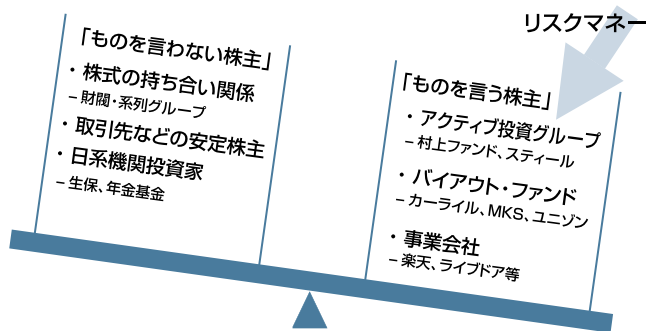
本質的には上場するという事は、企業が機関投資家、個人を含む一般投資家から市場を通じて広く資金を調達するのを可能にすることだ。例えば、新規に上場する企業は

### 2. 経営環境の変化をどの様に捉えるべきか？

過去において、「しゃんしゃん総会」という言葉に代表されるように、経営者は株主の代理人であるにもかかわらず、株主の方を向いて経営しているという意識は低かった。そして、そうした意識を捨てられない企業ほど、資産効率という視点で鈍感な部分がある。どの程度の資産を用いて年率何%の利益を上げているか、利益を上げる上で活用されていない「無駄な」資産をどの位そぎ落としているかが問われているのである。村上ファンドや米スティール・パートナーズといった投資グループが、東京スタイル、大阪証券取引所、ユシロ化学などの非効率性を突いた。このような出来事を特殊なケースとして片づけることはもはやできない。

# 「視点」

図2 資本市場における発言力の変化



株主の視点で見た場合、これら投資グループの主張には合理性があり、情動的な側面を除けば反論する余地は少ない。経営者は不測の事態や投資の自由度を確保するために利益などの内部留保を指向する。だが本来は企業価値を高めるであろう投資機会が無ければ、事業リスクに対する最低限必要な内部留保を除いて配当や自社株買いによって株主に還元するのが筋だからである。

また、これまで「ものを言わない株主」の代わりに経営監視の役割を担ってきたのがメインバンクであった。パブルに浮かれ土地を担保にした過剰融資に走るまでは、メインバンクは融資資金の使用意図を審査し、企業経営者に対する監視機能を果たしてきた。しかし、議論の本質は間接金融から直接金融の論点に移行しており、その解決策はこれまでの商業銀行的業務から投資銀行的業務へと移行している。単純にこれまでのメインバンクが経営監視を行える訳ではなくなっているのである。(図2)

そして最も大きな変化は年金資金をはじめとするリスクマネーの供給の大幅な拡大と、その機動的運用者が市場で多様な行動を起こすようになった事だ。機動的運用者とは村上ファンドやスティールパートナーズの様な投資グループもあれば、企業価値のより本質的な向上を指向するカーライル・グループやMKSパートナーズ、ユニゾンパートナーズに代表されるバイアウト・ファンド、もしくは楽天、ライブドア等に代表されるM&A(企業の合併・買収)を活用して業容の拡大を狙う事業会社など多様である。ライブドアのニッポン放送に対する買収が世間を騒がせ、現在楽天によるTBSへの投資が話題になっているが、自社の企業価値を活用して資金を調達し他社の買収を狙うといったこれまでの日本には見られなかった動きが今後相次ぐだろう。投資機会をうかがうプレーヤーは確実に増えている。(図3)

### 3. 非上場企業のメリット

現在、機関投資家によるリスクマネーが十分存在し、資金用途が明確でその投資対効果が高く評価される企業や事業であれば、公開市場を活用しなくても十分に資金調達が可能である。そうであるならば、なぜ企業は上場を維持していく必要があるのだろうか。

逆に、企業が戦略的に重要な局面にさらされた場合、上場していないメリットは実は大きく生かされる。非上場企業は上場企業と比較し経営資源活用の自由度が高く、本質的な企業価値向上に向けた中長期的な投資をしやすいからである。一円も配当せずにすべての原資を同業他社のM&A(企業の合併・買収)や中国などの成長市場に対する戦略投資、先行的な研究開発にまわす事も可能である。リストラ局面であれば減損処理など必要な損失計上を大胆に実行し、早期に財務体質を改善することも市場を意識することなくできる。事実、減損会計に関し上場企業の中には市場に与えるインパクトを気にして大胆に処理できないケースが多い。

また、上場企業は良くも悪くも株価を気にせざるを得ない。IR活動など株価形成には市場原理で左右されるという本質的な企業価値の向上以外の要素も重要であり、必要悪としてのコストが発生している。しかし、非上場企業で少数に株主が限定される場合は、そうした特別な株主対応をする必要も無く、通常取締役会がまさに株主総会的な役割を果たす。上場企業では、毎年六月下旬に経営陣は総会の予行演習に多くの時間を費やすという事態も数多く見られ、首をかきげたくなる事も多い。非上場企業においては無意味な対株主コミュニケーションコストが不必要であるという意味は意外と大きい。

売上高六十億円前後の産業用フィルターメーカー「ロキテクノ」は投資ファンドによる株式公開買い付け(TOB)を機に2003年にジャスダック上場を廃止した。ファンドの選定から上場廃止後の経営にいたるまで終始、社長以下同社の経営陣が主導、最終的にファンドの買収目的会社を経営陣が買い取った。同社の経営陣は「上場廃止によって機動的な経営判断で抜本的な事業改革を進めること」が目的であると説明。株式上場の意義については、「情報開示や株主総会が煩雑」「資金調達面で株式市場の恩恵がない」「業界での知名度が高く採用面、営業面のメリットも希薄」としている。

上場していない利点の根本は少数の株主による意思決定の早さ、企業価値向上に向けた株主間の意思統一の容易さによるところが多い。方向感に欠けた意思決定に縛られることを排除できる利点は競争環境の厳しい現在において非常に重要な企業運営の形態であるとも言える。

図3 03~05年11月・自主的上場廃止企業 [投資会社の傘下入り/非公開化]

廃止時期	企業名	業種	内容
2003年	神田通信工業	通信機器製造	ブリヴェンチャーリッチ企業再生の傘下入り自主的上場廃止
2003年	キトー	クレーン製造	カーライル傘下入り自主的上場廃止
2003年	ロキテクノ	フィルター製造	ラフィアキャピタル傘下入り自主的上場廃止
2004年	フードエックス・グループ	飲食店(タリーズ)	ACFX傘下入り自主的上場廃止
2005年	ベルシステム24	コールセンター	日興プリンシパルインベスツメンツ傘下入り自主的上場廃止
2005年	キンレイ	飲食店(かごの屋)	キャス・キャピタル・ホールディングス・ワン傘下入り自主的上場廃止
2005年	学研クレジット	クレジット	NIFキャピタルパートナーズ傘下入り自主的上場廃止
2005年	ジプロ	自動車用品卸	非公開化
2005年	ワールド	アパレル	非公開化

東証、大証、ジャスダック

出所:新聞記事

#### 4. 非上場化という戦略的オプション

非上場企業のメリットを認識しても既に上場している企業にとっては無意味な議論と思われる場合が多い。これまで、上場企業が自主的に上場を取りやめるということは非常に考えづらい選択であったからだ。しかし、本当に上場企業の非上場化は非現実的なオプションなのだろうか。

確かに経営者は株主利益を追求して行動することが求められており、利益を棄損するような判断を取ることはできない。何の手立ても無く上場廃止を決めれば、株価は大きく下がり既存株主の利益を損なうことは明白だ。

自主的な廃止ではないがカネボウの事例にも見られる通り、上場廃止が決まり株式の流動性が損なわれることが決まった瞬間からその株価は大きく値下がりし、約五分の一程度になってしまった。(図4)これには不思議な面がある。確かに財務諸表などの虚偽記載によって企業価値の評価が下がることはあるが、上場廃止によって本質的な企業価値が五分の一になるとは考えづらい。つまり、需要と供給によってその価格が決まる市場原理が企業の価値を底上げて価格形成されていることの証明になっている。カネボウの場合の上場プレミアムは非常に高く、400%もあったわけだ。

一方で、企業の中にはその潜在力を低く評価されているケースもある。これは、過大な流動資産(現預金)を持ちながらも市場価値が相対的に低く見られている企業を意味しているわけではなく、事業が本来持つ潜在力や可能性が低く見られている企業や、構造改革や新規投資を実施すれば企業価値が格段に向上する可能性を持つ企業も市場には多く存在するということだ。こうした企業は成長軌道に乗り、企業価値を向上させていくために大胆な経営改革が避けられない。だが、異なる指向を持った不特定多数の株主を相手に短期的な収益や配当を求められる上場企業の場合、なかなか実行に踏み切れないジレンマに陥る。

自社を評価した場合、企業価値が高まる余地がありながら、上場していることが制約になっていると感じている経営者は勇気を持って自社の非上場化を検討すべきである。気をつけるべき点は単に非上場化することが目的ではないということ。株主を少数化することが重要な目的になる。経営目標を共有化できるファンドなど機関投資家の協力を得て、株式公開買い付け(TOB)などによって、市場か

らいったん株式を買い上げ非上場化する手法が有効なのはこのためだ。

その間、改革活動にまい進するのだが、改革に成功すればその後再上場するという選択肢もあれば、非上場のまま運営を続ける道も選択できるようになる。

では、実際に非上場化によって成功している企業はあるのか。答えはイエスだ。一例をあげるとジャスタックに上場していた「キトー」という企業が米国の大手投資ファンド、カーライル・グループとともに取り組んでいる事例が好例と言えよう。

キトーは工場用クレーン製造の大手でチェーンを使った巻き上げ機構などの特定カテゴリでは日本におけるトップシェア企業である。しかしながら、2、3年前までは国内の設備投資規模は右肩下がりして縮小しており、さらに顧客であるメーカー企業の生産拠点の海外シフトの動きも相まって非常に苦戦を強いられていた。また、新規事業として取り組んできた自動倉庫事業も一部の顧客には非常に高い評価を得ていたものの事業としては厳しい環境に置かれていた。

借入金負担もあり抜本的改革になかなか踏み込めなかったキトーに対し2003年7月、カーライルが友好的な株式公開買い付け(TOB)を実施することを表明。これによりキトーはカーライルから財務的、戦略的に支援を受け、非上場化によって戦略的自由度を確保することが可能になった。

キトーはノンコア事業として苦戦していた自動倉庫事業を業界トップのダイフクに売却し資金を得ると共に収益性を改善。また、新たな成長市場として中国での新工場投資や北米、中米における販路拡大策など、海外市場に投資を振り向ける戦略的施策の実行が可能になった。中国市場の高い成長性に乗り遅れずに事業拡大に成功したことに加え、国内設備投資が堅調に推移したため、キトーの業績は大きく改善したと言われている。

このように、国内で圧倒的なシェアを持ち、海外でも戦える技術力を持った企業に対し、投資ファンドなどが財務的に支援することで企業を再び成長軌道に転換させることが可能である。潜在力のある日本企業はまだ市場に存在している。では、なぜこうした成功事例が次々と生み出されて来ないのだろうか。これは、既存の経営者の内向き意識によるものが非常に大きい。上場企業の経営者の多くはこれまで市場と直接向かい合ってこなかった。ある意味、非常に狭い世界の中で「お山の大将」をやってきた。社長になってしまえば、その任期を全うすれば良かったのである。しかし、もはや経営環境は変わった。

企業経営者は企業価値を念頭に必要な対策を講じねばならない。中長期的な株主価値を高め、同時に従業員の利益を確保して企業を改革しようとするならば、企業にはこれまで現実的な選択肢として見えてこなかった非上場化や投資ファンドの活用など多くの手段があることに気付くはずだ。

図4 カネボウの株価(終値)推移



5.まとめ

この「戦略的上場廃止」という動きは既に始まっている。ワールドやポッカといった消費者に名の売れた企業もこの道を選んだ。(図5)さらに我々の知る限りにおいて、その検討を進めている企業は複数社存在する。また、市場では半導体や液晶製造装置向け部品などの表面処理加工を手がけるトーカロのように既に非上場化による企業改革を経て企業価値を高め、再上場するというケースも出ている。

戦略的上場廃止を議論する上で重要なのは、企業の本質的な価値向上に向けて現在おかれている経営環境がふさわしいかどうかである。このため企業に求められるのは現状を正しく再認識し、中長期的な目標をどこに置くかを徹底的に議論し意思決定することである。これは健全企業であろうと不振企業であろうと視点こそ異なるが同様の課題であり、その方向性無くして具体的にどんな経営改革に取り組むべきなのか見えてこない。そして、こうした通常業務を超えた議論においては社内の限られた知見で検討、判断するのではなく、第三者の専門的な意見、評価を踏まえたうえでその方向性を決断するという事も必要な条件である。

非上場化の選択をした経営者には、資金の出し手であるファンドなどの存在がこれまでに無かったプレッシャーとなつてのしかかる事を理解しておかなければならない。しかしながら、企業の信用力という点に関しては財務基盤の脆弱(ぜいじゃく)な上場企業よりも財務リストラに踏み切り、財務基盤を健全化した非上場企業のほうが信用力が

図5 代表的な戦略的上場廃止の事例

	ワールド	ポッカコーポレーション
企業概要	• アパレル	• 飲料メーカー
廃止時期	• 2005年11月	• 2005年12月(予定)
スキーム	• ワールドの寺井社長が持つ非公開企業(ハーバーホールディングスアルファ)がTOBをかけ、ワールドを完全子会社化	• 投資会社アドバンテッジパートナーズ(AP)とポッカ経営陣が出資する特定目的会社がTOBをかけ、ポッカを完全子会社化
背景・目的	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 変化の激しいアパレル業界においては、スピードと中長期的視点での経営が重要と判断</li> <li>• 上場廃止により、製造部門進出・新業態・店舗開発などの改革スピードを上げる</li> <li>• 短期的成果を求める市場の声を左右されない経営体制を構築する</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ポッカの営業利益率は2%だが、金利上昇局面での支払利息上昇を脱み、5~6%程度に上げる必要があった</li> <li>• 同業大手との合併では、ポッカが完全に吸収されることを懸念し、APの支援受入を決断</li> <li>• APのマーケティング力と資金力による支援で、企業価値向上を狙う</li> </ul>

高いのは明白である。また、従業員の意識も然りであって、一時的な世間体よりも長期的な雇用の安定の方が重要であることは自明ではないだろうか。

上場している限り、敵対的買取りリスクも含め多くの上場コストを負担していると言っている。そうした中で経営者がとりうる選択肢は単に防衛策を講じることに腐心することだけではない。経営環境の変化を追い風と捉え、自ら進んで非上場化し経営者自身の意思によって大胆な経営改革に踏み込んでいく可能性を積極的に考えてみる必要があるのではなだろうか。

本稿は日経産業新聞ビズテック塾欄に2005/6/28~7/7に連載された寄稿文に加筆修正を加えたものである。

発行人プロフィールと「ひとりごと」



**プリンシパル**  
**平井 孝志** Takashi Hirai  
 takashi\_hirai@jp.rolandberger.com  
 東京大学大学院理学系研究修士課程修了後、米国系戦略コンサルティングファーム、デル及びスターバックなど複数の事業会社を経て、ローランド・ベルガーに参画。米国マサチューセッツ工科大学スローン経営大学院MBA。消費財、コンピュータ、自動車など幅広いクライアントにおいて、営業・マーケティング戦略、全社戦略の立案および実施に豊富な経験を持ち、最近では、中堅企業のターンアラウンド、組織改革を数多く手がける。企業・事業再生グループ中心メンバーの一人。

執筆者



**代表取締役 日本代表**  
**水留 浩一** Koichi Mizutome  
 koichi\_mizutome@jp.rolandberger.com  
 東京大学理学部卒業後、電通、米国系戦略コンサルティング・ファームを経て現職。米国ノースウェスタン大学ケロッグ経営大学院エグゼクティブMBA。消費財、サービス、流通業を中心とした経営改革、マーケティング・CRM戦略、新規事業戦略の経験も豊富に持ち、ローランド・ベルガーでは日本オフィスの代表及び企業・事業再生を専門とするリストラクチャリング・グループのアジア代表として、数多くの再生案件を手がける。

視点29号では「上場」の意味を問い直しています。

米国企業は概して株主重視の経営スタイルで、四半期という短期の業績に焦点が当たりがちです。1990年代は特に、多くの米国企業において、ファイナンス系バックグラウンドを持つ人間がCEOに就任するなど、過度に株価が意識され、ITバブルの一つの要因になりました。

日本においても、マザーズやヘラクレスなどの新興市場の設立、確定拠出型年金制度の整備等も進み、株式市場がより身近なものとなりました。また、直接金融の浸透、IR業務の定着などによって、上場企業経営者の株価に対するマインドシェアは確実に上がってきました。そこへITベンチャーと放送業界の騒動です。ここで重要なことは、何が目的で、何が手段か、を混同しないことです。経営の本質とは「正しいことを、正しいやり方で、継続して行うこと」と言えます。上場にしても、M&Aにしても、この経営の本質に照らし合わせて考え、手段と目的を混同せず、長期的視野に立った正しい経営判断を行っていくべきなのではないでしょうか。