

ビズテク塾

「戦略的上場廃止① 上場の意義、時代で変化」

株式会社ローランド・ベルガー
代表取締役 水留 浩一

昨今、カネボウや西武鉄道の例に見られるように虚偽記載を発端に強制的に上場廃止に至る企業が問題となっている。上場廃止が発表になるや否や株価は大きく値下がりし、企業価値が数分の一に減少する事態に直面する。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ることを目標としてきた。

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とが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、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だ。

▼本質は資金の調達

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①上場益の獲得、家業からの脱却（新規上場時のみ）②市場を通じた資金調達③顧客、取引先企業などへの事業運営上の信頼性の担保④経営者、従業員の誇り（見え）——という要素に集約されると思われる。

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既存の株式を市場に放出する（売る）だけでなく、新株を発行（増資）することで新たな資金を得られる。上場時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円あるという点が多い。だが、企業の視点では、新規に発行する株式でいくら資金を調達できるかが大きな意味を持つ。

▼高度成長期には有効

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、安定株主の株式の持ち合い、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の上場ならば、現在の環境下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。

「戦略的上場廃止② 『もの言う』資本市場」

過去において安定株主による株式の持ち合いは、経営者に対し株主から監視されているという意識や緊張感を取り除いてきた側面がある。「シャンシャン総会」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。

そうした意識を捨てられない企業ほど、現預金等の流動資産を中心に資産効率という視点で鈍感な部分がある。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付けることはもはやできない。

▼強まる株主監視

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、心情的な側面を除けば反論する余地は小さい。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志向する。だが本来は、期待される以上に企業価値を高める可能性のある投資余地が無いのなら、企業の存続に最低限必要な内部留保を除いて配当や自社株買いで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だった。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、カネボウやダイエーに代表されるように銀行側も不良債権処理に追われる中でメインバンクとしての機能は後退し、産業再生機構という特殊な存在ではあるが投資ファンド的な存在を活用した債権処理を行わざるを得なくなっている。

▼買収機会狙うプレーヤー

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ことだ。機動的運用者とは村上ファンドやスティール・パートナーズのよう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志向するカーライルグループやMKS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たが、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。資本市場で投資機会をうかがうプレーヤーは確実に増えている。

上場企業は今、かつての安定株主に守られつつ資金調達や会社経営が可能だった時代から、「もの言う株主」から経営や資産の効率的運用を監視される新しい環境下に置かれている。気を緩めれば投資ファンドだけでなく、時には一般の事業会社から買収される可能性にさらされる。経営者はそうした資本市場と対峙（たいじ）している。

「戦略的上場廃止③ 非上場のメリット」

機関投資家によるリスクマネーが十分存在し、公開市場を活用しなくても十分に資金調達が可能だった場合に、上場している意味はどこにあるのだろうか。ここで一度、上場していないことのメリットを考えてみたい。

▼大胆な経営判断容易

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大きく生かされる。非上場企業は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ためである。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回すことが可能である。リストラ局面であれば含み損を抱えた資産を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可能である。近年減損会計が取りざたされているが、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。専門部門を設け多大なコストをかけて機関投資家や個人投資家に向けて広報（IR）活動をしている。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。IR上は株価を高く維持するために配当しながらも中長期的な成長シナリオを掲げ、そこに向けた戦略投資を継続していることを示す。

しかし、非上場企業で株主が小数に限定される場合は、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ことも多い。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。

▼競争激しいほど有効

売上高60億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TOB（株式公開買い付け）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、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と社員らが買い取った。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速さ、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激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。

「戦略的上場廃止④ 改革の『制約』なら検討を」

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することはできない。何の手立てもな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。

▼市場評価のぶれ

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5分の1程度になってしまった。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之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し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、最近世の中で騒がれている村上ファンドなどがターゲットにする過大な流動資産（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い。株式市場には置かれた環境によって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多いということだ。こうした企業が成長軌道に乗り、企業価値を向上させていくためには大胆な経営改革が避けられない。だが、異なる志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。

▼株主と目標を共有

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、必要な資金の調達も最近では自由度が増している。格付け機関の活用によって有利な条件の資金を確保しやすくなっている。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。

「戦略的上場廃止⑤ 成長軌道へ再び転換可能」

概念的に非上場化のメリットを論じてきたが、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。近年、投資ファンドなどの機関投資家が運用するリスクマネーが増えてきたことが、これを可能にしている。ジャスダ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ケースが好例といえよう。

▼キトー「自由度」を確保

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で縮小しており、さらに顧客であるメーカー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て資金を得るとともに収益性を改善。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いわれている。

▼経営改革の選択肢に

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はずだ。では、なぜこうした成功事例が次々と生み出されてこないのだろうか。

既存の経営者の内向き意識によるものが非常に大きいと考えられる。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ただけでなかった。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よかったのである。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。

「戦略的上場廃止⑥ 経営環境、まず再吟味を」

市場では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。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は、かつてジャスダックに上場していたが2001年にファンドの力を借りて株式公開買い付け（TOB）を実施。03年末に再上場を果たした。半導体・液晶関連需要が好調だっただけでなく、自動車用金型など新規分野の加工事業の育成に力を注いだことが奏功したという。現在、東証一部で高い企業価値を有する企業として評価を受けている。

▼世間体より雇用の安定

戦略的上場廃止を議論する上で重要なのは、本質的に企業価値を上げていく事を主眼とした場合に、現在置おかれている経営環境がふさわしいかどうかの問題なのである。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設計することだ。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。その上で重要なのはメリットとデメリットを認識し、何を優先し、何に目をつぶるかをはっきりさせることだ。

例えば非上場化の選択をした経営者には、不特定多数の株主を気にする必要はないが、それ以上に企業経営に関心を寄せる大株主、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。また、上場企業でなくなることが社員のモチベーションを下げたり、信用力を大きく棄損させると思われがちだ。だが、信用力に関しては財務基盤の脆弱（ぜいじゃく）な上場企業よりもファンドなどの資本による財務リストラに踏み切り、財務基盤を健全化した企業のほうが信用力が高いのは明白だ。従業員の意識も然り。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だろう。

▼ファンド選びは慎重に

仮に投資ファンドなどを活用して非上場化を検討する場合には、どのファンドをパートナーに選ぶかが重要だ。ファンドが投資する場合の多くは株式の大半を取得しており、特に重要事項を単独で決定できる3分の2以上のシェアを獲得することを基本にしている。これは、企業の保有者がファンドになったということであり、投資後に経営陣の経営手腕が問われると解任されるリスクが常に存在するということである。パートナーの選定においては単独で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決断するべきだろう。

上場している限り、敵対的買収リスクも含め多くの上場コストを負担している。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だけではない。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いかと。