

上場廃止——成熟市場の一側面

小林 和子

はじめに

証券市場で「右肩上がりの」という形容は戦後四〇年の株価指数の長期上昇傾向を端的に示すものであった。発行高や流通高でも長期的な拡大の傾向線が引け、上場会社数・銘柄数や株式数についてもほぼ同様なことがいえた。いや株式市場バブルの崩壊後も上場会社数や上場株式数は増え続けた。東京証券取引所上場株式数についてこれが反転したのは一九九八年で、取引所再

開以来初の減少がこの年記録された。上場会社数は依然として増加しているが、上場株式数は九九年に若干持ち直した後なお低迷し、二〇〇五年末推計で三三六一億株と九八年の三四七七億株レベルに達していない。九八年の反転は、証券史に残る複数の大会社の上場廃止を主因とし、上場会社の増資抑制、自己株式消却の進展、新規上場会社の微減などが重なったものであった。

上場会社数の増加に反して、外国会社の数は減っている。東京証券取引所外国株市場上場会社

の数は一九九一年二月の二二七社をピークに、以後減り続けた。当初は非常に厳しかった外国株上場基準の緩和も進んだため、二〇〇五年二月七日に（マザーズ上場一銘柄を除く）二九銘柄が第一部市場に指定され「外国株式市場」概念は消滅した。うち三銘柄はすでに七月までに上場を廃止した。二〇〇五年前半には敵対的企業買収の嵐が吹き荒れたが、これに対応するかのよう後半にはMBOによる上場廃止の例が初めて登場した。ひとたび上場した後は不幸にして蹉跌しない限り市場からの撤退はない、という時代ではなくなったといえる。巨大化する株式会社にとって当然の目標とされてきた上場、そして考慮の外に置かれてきたといつてよい選択的上場廃止について、捉え直すべき時期かと思われる。

会社が上場する理由

株式会社が必ず公開・上場するとはもちろん限らない。株式会社百数十万社のうち公開・上場しているのは現在の日本で大会社を中心にしたかたか数千社である。少し歴史を遡ってみれば、戦前期には財閥系列の優良会社はほとんど上場していなかった。さりながら、戦後の日本では多くの大株式会社は公開・上場を強く求めてきた。まずは店頭市場に公開する、あるいは最寄りの取引所市場に上場することから始めて、東京証券取引所第二部上場、最終的には第一部上場を目指す、いわば上場の階段を登りつめることが、成長優良企業の積極的な目標でもあった。

会社が公開・上場する理由はなにか。

最大の動機は公開市場における資金調達の可能

性であろう。株式会社は本来的に広く社会的遊休資金を集中するシステムを備えているとはいえ、小規模の地縁・血縁型株式会社では集中しうる資金額に限りがある。小規模会社に対する銀行融資にも限りがある。しかし公開・上場されればその株式には市場価格が形成され、その価格次第では相当の、ないし非常に巨額の、市場からの資金調達を見込める。仮に資金調達をしなくとも、時価及び時価総額の形による市場評価の獲得は大きく、上場会社となれば銀行からの信用力評価も上がる。会社の飛躍的成長には公開・上場は極めて有効な資金調達のデコたり得る。

公開・上場するためにはそれぞれにに応じて株式会社は財務・会計・利益管理の体制を整備し、利益目的の組織体として適切な内部管理体制を敷かねばならない。会社の近代化、合目的性を

明確にした整備の推進はまた会社を成長させるものでもある。これらに加えて、副次的効果として労働力市場における好評価の獲得、上場会社としての社会的威信の向上が実現して、その会社の本業である生産商品・提供サービスの評価の向上につながるとも思われる。成長を強く期待する企業にとって公開・上場のメリットは大きい。

半面でデメリットもないわけではない。直接的には市場に公開・上場するコストがある。公開時、上場時の一時的コストだけでなく、公開・上場を維持するためにはそれなりの経費を負担せねばならない。間接的には有価証券届出書・有価証券報告書等の法的書類の作成、そのための組織内部の管理体制確立のコストが必要である。激増する株主管理事務、市場取引を通じた友好的あるいは敵対的な被合併・買収の可能性の増大も挙げら

れる。

通例はメリットが大きいため、公開・上場に向けて会社は努力を集中する。しかし公開・上場したとしても、メリットとデメリットを比較考量して、一時的にはともかく中期・長期的に見てデメリットのほうが勝てば、会社には上場を取りやめる選択もありうる。成熟市場にはこの選択が内包されている。

会社にとつてのメリット・デメリットを挙げたが、他面で会社には強い認識がないが上場によつて株主数が激増し、株主、投資家にとっては資産運用・増大のチャンスが広がる。市場取引も増えて、市場自体が厚み・深みを増す。上場会社の増大は当然に市場の成熟を進めていく。上場により会社は、市場に開かれた株主と、個別の会社と直接には係らない動きをする市場とを、最大の関係者として受け入れることになる。

非上場・非公開の選択

現実には多くの中・小規模株式会社は公開・上場していない。上場基準が高いたためでもあるが、また公開・上場を意識的に計画しない故でもある。前述のようなメリットがあるにもかかわらず一部の大株式会社を含めて公開・上場を「考えない」理由は何か。『会社四季報未上場会社版二〇〇六年上期』（東洋経済新報社）の中の「注目会社」のうち上場予定が「計画なし」あるいは「未定」となっている一七五社について、見てみる。

- 一、株主資本金額が少ない 一
- 二、少数特定者持株比率が多い 五四
- 三、完全子会社 五五
- 四、株主数が少ない 四一

- 五、株主名・数が不明
 - 六、同族保有
 - 七、系列下にある
 - 八、組織の特殊性
 - 九、不明
- これらの要因を複数持つ場合もあったが、筆者の判断で一応一つに絞った。要因の確定は東京証券取引所二部上場規程を一応の基準として用い（一〜四）、筆者の判断を加えた（五〜九）。株主資本金額が少ないとは一〇億円以下を意味するのみで、当該規定がないマザーズ上場は可能である。
- 最大の理由と目されるのは少数特定者（上位一〇名の株主）の保有比率が高いことと、完全子会社（一名の株主による一〇〇％保有）であることで、両者を併せれば実に一七五社のうち一一〇社がこの範疇に含まれる。東証上場規程では完全子

会社は論外だが、少数特定者の保有が七五％以上では上場できない。これに抵触する、あるいは抵触はしないが強く中核的保有に拘るがゆえに上場を計画しない会社は多い。上場の結果、市場取引を通じて支配権が他者に移転することもありうるからである。少数特定者にそこまで集中していかなくても現存株主数が極端に少ない場合もある。東証上場規程では最低でも八〇〇人の株主が必要である。少数特定者持株比率がさほど高くないものは株主数が少ないものと同族保有のいずれかに分けてみた。系列下にあるとしたのは、株主数も少数特定者持株比率もクリアしているが緩やかな企業グループ内にあることが上場しない理由と考えられるものである。株主数が不明とは会社からの回答がないためである。なお金融持株会社方式が普及したため、従来ならば単体で上場していた金融事業・証券会社等が上場を廃止し、単体での上

場復帰を考慮していない場合などが「完全子会社」分類には相当数含まれている。組織の特殊性としたものには、日本酒類販売（酒卸ユニオンの中核）、生活協同組合コープこうべ（旧組合出資者が現株主となり約一三万名）、日本出版販売（大手出版社が大株主）及び日本原子力発電（五電力が株主）が含まれる。筆者に判断できなかったものは不明とした。

分類ことの社数はあくまで現在の、しかも筆者の判断が含まれているものである。現在は「上場計画なし」「未定」であっても、近い将来完全子会社を止める、少数特定者持株数を変更する、株主数を増やすなどして、市場に登場する可能性はある。前出数字に入っていない東レエンジニアリングなどは株主数二名で、東レが九九・九%保有している会社であるが、「いずれは上場したい」としている。

上場廃止の理由

さて、強く上場を望み、相当なコストをかけ、組織を整備して上場した上は、普通であればその会社は半永久的に上場を維持し続けたいと考えるであろう。さりながら、その希望に反して上場廃止に至る場合もある。

東証上場規程第六章には「上場有価証券の上場廃止」が規定されている。第一五条は発行者による上場廃止の申請、第一六条は発行者の申請によらない上場廃止を規定している。日本の証券取引所はロンドン証券取引所のように発行者以外の者による「勝手上場」制度を取らないので、上場は発行者の申請によるものである。したがって上場廃止も（外国株券を含めて）まずは発行者の申請が先に来る。発行者の申請によらない場合の上場

廃止は「株券上場廃止基準」による。二〇〇五年五月現在の廃止基準第二条第一項は以下の通りである。

- 一 号 上場株式数 四〇〇〇単位未満
- 二 号 株式の分布状況 少数特定者持株数七五％超で一カ年以内に是正されなかつたとき、同九〇％超で取引所が定める日までに是正計画を提出しないとき、株主数が最低で四〇〇人未満など
- 三 号 売買高 最近一年間の月平均が一〇〇単位未満、三カ月間売買未成立
- 四 号 上場時価総額 一〇億円に満たず、九カ月以内に一〇億円以上にならないとき
- 五 号 債務超過 一カ年以内に解消されないとき
- 六 号 銀行取引の停止（手形等の不渡り）
- 七 号 破産手続、再生手続、更正手続又は整理の必要 再建計画が開示されたときには開示

から一カ月間の上場時価総額が一〇億円以下の場合

- 八 号 営業活動の停止
- 九 号 不適當な合併等 上場会社が非上場会社の吸収合併などを行い、当該上場会社が実質的な存続会社でないと取引所が認めた場合、三カ年以内に審査基準に適合しないときなど
- 一〇号 監査報告書等を付した有価証券報告書又は半期報告書の提出遅延
- 一一号 有価証券報告書等の虚偽記載、又は監査報告書に「不適正意見」「意見の表明をしない」旨の記載があり、その影響が重大であると取引所が認めた場合
- 一二号 上場契約違反等 上場時必要書類や適時開示報告書提出等に関する重大な違反等
- 一三号 取引所が承認する株式事務代行機関への委託をしないこととなつた場合等

- 一四号 株式の譲渡制限を行うこととした場合
(特別の法律による場合を除く)
- 一五号 完全子会社化
- 一六号 指定振替機関における取扱いに係る同意の撤回
- 一七号 その他公益・投資家保護のため取引所
が上場廃止を適当と認めた場合
- 一九九四〜二〇〇四年の間の東京証券取引所上
場廃止の理由は、前半は合併、後半は完全子会社
化が中心であり、いずれも個別の上場会社が単独
で上場廃止基準に抵触したのではない。個別に
廃止基準に抵触したもので最大の理由は整理・更
生関係であるが、これはどの時期でも同じである
う。直近の二〇〇五年についてはどうか。
- 一、有価証券報告書の提出遅延
- 二、公益・投資家保護のため
- 三、完全子会社化

- 四、会社解散(総会決議)
- 五、合併
- 六、少数特定者持株比率超過
- 七、財務諸表等虚偽記載・監査報告書で
「意見表明されず」
- 八、民事再生法申請
- 一 外国会社を除いた上場廃止五〇社のうち三四社
までが上場廃止基準第二条第一項第一五号の完全
子会社化である。少数特定者持株比率超過に入る
三社のうちニッポン放送は上場廃止の後にフジテ
レビジョンの完全子会社になった。完全子会社化
された会社の大半は上場会社を親会社とするが、
未上場会社を親会社とするものが四社あり(ベル
システム²⁴、学研クレジット、ワールド、ポッカ
コーポレーション)、後出のMBOによる上場廃
止会社はこの中に含まれる。東証には上場会社が
自ら上場廃止を申請した例はなく、大証の上場を
- 三四
- 二
- 一
- 六
- 三
- 二
- 一

廃止したセーレンの例では東証上場を継続している。

外国株券についてはだいぶ事情が異なる。外国株券にはそれぞれに母国市場があるので、「外国の証券取引所における上場廃止等」に該当する場合、そして上場会社自らの上場廃止申請が多い。

東証外国株市場（一九七三年一月一日～二〇〇五年二月六日）三年の歴史では、上場廃止一四社のうち九六社までが自ら上場廃止申請を提出しており、二二社が本国での上場廃止を理由とした。一九九二年以降増えた上場廃止の多くは自主的な廃止決断である。廃止を決断させる理由は上場コストに見合う上場のメリットがあるかどうかであろう。国内会社と異なり外国会社が上場証券市場に求めるものは純粹に売買取引の隆盛と株価の上昇である。これが得られなければ廃止の決断は早い。二〇〇五年二月に第一部市場に指定さ

れた後の上場廃止三社（ペプシコ、IBM、モトローラ）も同様の理由であろう。一九七三年当初の上場会社で現在残っているのは唯一ダウ・ケミカル（米国）のみとなった。

MBOによる上場廃止

二〇〇五年の上場廃止にMBO（マネジメント・バイアウト）による例が初めて登場したことは興味深い。上場廃止基準としては第一五条完全子会社化に抵触することになる。現経営陣が発行済み株式を全額買い取って公開会社を非公開会社に転換することは日本ではこれまで皆無であった。前述のように株式会社に上場志向及び上場維持志向が非常に強かったため、また敵対的企業買収の脅威が少なかったためでもある。そもそも欧米に比して日本ではMBO自体が少なく、上場株式へ

のMBOであれば上場廃止規程に抵触しない範囲で行われた。欧米の例でも既存会社の一事業部門に対するMBOは未公開株式として出発して後に公開・資金回収する方法をとり、非公開化は主流ではない。一般に上場会社が経営の効率的展開を図る、あるいは経営悪化で上場廃止になる危険を避けたいのであれば、他の上場会社と合併する、ないし被買収を考える。近年の上場廃止理由に完全子会社化が多いのはその反映でもある。あえてMBOの方法により、上場廃止を選択する理由はどこにあるのか。一にかかつて「現経営陣」の経営支配維持、及びそれによる弾力的・画期的な経営方針の貫徹にある。本来のMBO概念には従業員等による経営権の買収が含まれるが、ここではそれを除いておく。発行済み株式買収の資金が仮に全額自己資金であれば極端な場合一人大株主にもなる、他者の出資であれば現経営陣を支持する

間接的な安定大株主の確保を意味する、借入金であれば現経営陣を支持する強力なメインバンク体制への移行を意味するであろう。資金調達面で中期的な展望が確保され、証券市場における「評判」が本業の商品・サービスの生産・販売あるいは社員採用等にほとんど影響しない場合には、上場廃止の決断が困難ではない。他面、敵対的買収に対する積極的、究極的な「備え」という性格が強調される。しかし、実際にはそれは二義的であろう。現に敵対的買収に直面していればともかく、将来の敵対的買収を回避するためにMBOによる上場廃止を行ったとすれば、それは買収回避というよりは「市場回避」であり、市場からも見放されるであろう。

MBOによる上場廃止の実際は第一段階で一定比率以上の株式を集めるTOB（公開買付）の形態を取り、通例これでは株式の一〇〇％を集中で

きないので、残る少数派の株式を別途買い取る（株式の簡易交換を含む）ことで、一〇〇%買収を成功させる。ごく小規模であれば現経営陣が資金を全額用意することも可能であろうが、そうでない場合には現経営陣を支持する投資ファンドあるいは金融機関などが資金を提供することになる。後者では少なくとも中期的な経営改善計画等について資金の出し手との間に十分な合意の成立が必要である。上場廃止するのであるから、株価上昇を狙って二カ月や三カ月で収支決算をはじき出そうという短期投資ファンドが係ることはありえない。通例MBOに係るバイアウト・ファンドは背後の投資家への還元を考えて四、五年から長くて一〇年で結果を出すことを期待する。

新たな少数の巨額資金の出し手の対極には多数の零細株主がいる。当然のことながら、このTOBは現株主の絶対的多数が賛成しなければ成立

しない。成立したとすれば上場廃止は現株主の意志表示である。賛成を得られるのはどういう場合か。市場を活用する経営がすでに限界にきているという認識が受け入れられるかどうかであろう。

株価の伸び悩み、配当配分の伸び悩み、公募増資・社債発行等を長期にわたって行っていないことが納得され、TOB価格が不本意ながら株主をやるめることに対する心理的補償を含めて納得できるものであれば、現株主はTOBに応じるであろう。市場には他にも多種多様な株式がひしめいている。別の株式を選ぶ資金が浮上してきたと考えれば切り替えは難しくない。また、ネガティブな見方をするならば、現経営陣が上場廃止を選択する意志が強いのであれば、TOBが不成立であった場合に意欲的な経営を行うことは望み得ない。そうであればTOBに応じることは現実的でもあろう。

二〇〇五年の具体的な例で見てみよう。

七月八日に名乗りを上げた株式会社学研クレジット（個品斡旋、A社とする）はNIFキャピタルパートナーズB株式会社（投資会社、B社とする）を公開買付者とする公開買付に賛同し、このTOBがA社の経営陣によるMBOの一環として行われ、経営陣はTOB後もB社と連携して経営に当たり、TOB終了後にB社の株式を取得して資本参加する予定だと表明した。資金は最大九三億円である。A社の業績は難しく、業容転換のために非公開化と株主構成の簡素化を図ったものである。B社はNIFPAMA企業支援ファンドA号投資事業有限責任組合の〇〇%子会社である。A社の親会社である学習研究社（六五・九%保有）はもちろんTOBに賛同している。買付目標は六六・一二%であるから自社従業員持株会（二・四%）と合わせて買い付けの成功は予測さ

れうる。となると一般株主にとって問題は買付価格だが、直近三カ月間の東証終値平均値に約一九・一%のプレミアムがプラスされた。TOBに尽ない株主には、B社はA社を完全子会社化するために株式交換、株式移転の計画し、その際の価格はTOB価格より良いかどうかは分らないと表明した。一般株主にとって、選択の余地はほとんどなかったといつてよい。B社は七月二日に産業活力再生特別措置法の認定を受け、株式交換の実施を明確にした。

株式会社ワールド（アパレル、A社）は七月二五日にMBO実施を決定し、A社社長が代表の受け皿会社ハーバーホールディングスアルファ（B社）が七月二七日、九月一日にTOBを実施した。所要資金約二三〇〇億円の八割弱はA社の取引銀行などからの融資で賄い、実質はA社が負担した。残りは投資会社からの出資である。A社の

業績は良く、粗利率は向上している。「中長期的な経営方針」がMBOの目的とされた。TOBの集中目標は六六・六七%、成立時は九四・九%に達した。A社の特定株（『会社四季報』の定義による、日証金・日証決・従業員持株含む）は五六・九%で一枚岩ではなく外国人保有も多い。しかし浮動株（同前、一〇五〇単位）は五〇%と少なく、TOB成立状況を見ると、数字の上ではほぼ浮動株が残されたともいえる。TOB価格は過去半年の平均時価プラス二六%である。B社は産業活力再生特別措置法の認可を受けており、TOBに応じなかつた株主から強制的に簡易株式交換で残りを買い取ることができ、その買取りが実施された。所要資金約二三〇〇億円は日本のMBOでは過去最大の額である。

最後のポツカコーポレーション（飲料、A社）は八月二二日にMBO実施を発表、投資会社のア

ドバンテッジパートナーズLLPが保有する株式会社アドバンテッジホールディングス（B社）が八月二三日～九月二〇日に約六六・七%（所要資金約一六・六億円）を目標にTOBを実施し、九四・二六%を達成した。A社の特定株（同前）は過半を割り（四九・〇%）、浮動株（同前）がかなりあった（二〇・四%）。最大株主のネスレジャパンと大塚ベバレジには事前には話が付いておらず、TOB開始後に大塚は賛同することを決め、ネスレも結果としてTOBに応じた。TOB価格六九〇円（過去三ヶ月の最高六四八円、最低五二七円）は前週の最高五八五円を一七・九%も上回った。B社によるTOB成功の後、A社経営陣はB社に出資、引き続きA社の経営に当たっている。前例に同じくB社は産業活力再生特別措置法の認可を受けており、残りは株式交換で一〇〇%取得した。

三社はいずれもMBOであることを明確に公表している。特定株主構成の判断、TOBの資金調達と価格設定、そして産業活力再生特別措置法の認定（三分の二を集中すれば残りを株式交換で買取り可能）がMBOによる上場廃止成功に共通する要素である。少数特定者持株比率は上場会社である以上は一定以下の制限があるが、成功例のレベルは一般的な範囲（『会社四季報』定義で四〇～八〇％）である。また株式交換形式の株式買取りは新会社法で認められるので、この点に限れば平均的な上場会社は望めばMBOによる上場廃止が可能な状態にある。問題はMBOのための資金調達と上場廃止後の会社のガバナンスのあり方になる。資金調達は一〇〇億円前後なら十分に考慮の範囲内であろう。出資者は当面はそれなりの高率配当その他の方法による株主還元を、最終的には他ファンドなどへの転売あるいは再公開後の株

価上昇による出資回収を求めよう。

となると、やがては再上場の見通しが出てくる。実際にワールドは将来的には持株会社制に移行する方針で、必要部門だけを再上場する計画があることを表明している。ポッカコーポレーションは出資者がいずれ株式を売却すれば再上場もあるとしている。とはいえ一時的であれ永久にであれ、MBOによる上場廃止は「市場からの撤退」である。市場にさらされることによるリスクを回避し市場から切り離された経営に、リスクは無いのか。当然ある。株価、格付け、IR評価など「市場評価」の欠如がもたらす規律の弛緩である。

市場の成熟

MBOによる上場廃止は、市場型コーポレート・ガバナンスの方向性には相反するものであり、

クレバーな大株主経営者の舵取りに将来が賭けられる。現状の「市場」からは株主の承認を得て撤退するのだから、これはこれで一つのガバナンスのあり方ではある。ただし、大株主経営者が生身の個人であればいかにクレバーであつても判断を誤ることも衰えることもある。新たな大出資者や融資金融機関からの要求も公開会社に比して当然厳しいと思われる。強力な出資者・融資金融機関に適切な経営判断能力があるかどうかはわからない。日本の例は欧米のように果敢に積極的な経営を目指すというよりは株主構成の単純化により一定の方向転換を機動的に行つところに重点があるようだ。これがうまくいけば、再度の上場を念頭に置いた経営に結局収斂するのではないだろうか。

成熟した市場にはある基準について、ある時点で、一見相反する方向の判断が並存してよいと思

われる。市場の成熟にはその並存が必要であるのかもれない。配当可能利益をどこまで配当に回すかなどは会社の成長戦略との関係でいかようにも判断しうる。人材の採用についても同様だろう。上場廃止も外国会社には日常茶飯事である。

昨年のMBO・LBO向け融資は一兆四〇〇億円と過去最大規模に達したという。上場の階段を登る一方だった日本企業が数例であれMBOによる上場廃止を決定したことは、再上場の可能性を含めて成熟市場が持つ選択肢が一つ増えたと考える。個別企業の一時的、機動的な決断としてはそう把握するが、市場としてはやはり「市場からの評価」を恐れず、市場機能を適切に活用することを求めたい。

(参考文献)

東京証券取引所『上場関係規則集』二〇〇五年五月

小林和子「コーポレート・ガバナンスと証券市場」日本学術

会議コーポレート・ガバナンス研究連絡委員会『コーポ
レート・ガバナンスと企業の社会的責任』二〇〇五年八月
東洋経済新報社『会社四季報未上場会社版二〇〇六年上期』
松木伸男他『バイアウトファンド』二〇〇四年八月
村上勝他『MBO入門』二〇〇〇年九月

(こばやし かずこ・当研究所主任研究員)