

2010 年 8 月 6 日

Mizuho Industry Focus

Vol. 87

ステークホルダー経営に向けた非上場化の検討 ～企業価値の源泉を守るために～

事業金融開発チーム 北村 真紀子

makiko.kitamura@mizuho-cb.co.jp

〈要 旨〉

- 企業が競争力を上げ、中長期的に企業価値を創造していく為には、その価値を生み出す源泉となり、企業にコミットメントを持つあらゆるステークホルダー（株主のみならず、従業員・顧客・社会・債権者等）を重視し、またその事業上の目的＝ミッションを忠実に遂行する経営を行っていく必要がある。
- その一方で、上場企業は、事業環境の構造変化と、会計制度変更等による金融市場の変化への対応といった岐路に立たされている。
- 具体的には事業環境の変化としては、深刻な少子高齢化による国内市場の縮小から内需依存型の企業にとっては成長戦略が描きづらい局面を迎えている。また金融市場の変化としては、IFRS（国際財務報告基準）導入による包括損益の影響で、事業会社や金融機関は株式保有が難しくなり、持合解消が進むことで買い手不在の株価下落リスクが想定される。アクティビストなどによる買付が活発だった頃と違い、敵対的買収は収束しているものの、一方で中国企業による日本企業への資本参加が本格化している。現在のところは友好的買収が中心だが、技術力を持った中小規模の上場企業や、キャッシュリッチ、優良資産を持つ上場企業は敵対的買収のターゲットにならないとも限らない。
- 日本の上場企業は 3000 社を超えるが、エクイティ・ファイナンスなど上場を維持する必要性のある会社、また株価を維持するエクイティストーリーを描き続けられる会社は一部に限られることが推察される中、企業が上場を続け、株式市場の要求に応え続けていくことは、本来重視すべきミッションや他のステークホルダーの犠牲を強いる可能性がある。
- これらの状況変化を受け、従来の投資ファンドと組み数年後の再上場を前提とした MBO ではなく、長期的な視点での非上場化事例が直近見られるようになりつつある。高水準の自己資本比率を備えた成熟企業が増える中、公募増資等のエクイティ・ファイナンスを必要とする見通しがなく、またその他の上場意義についても必要性が乏しい企業においては、「ステークホルダー経営の実践によって企業競争力の源泉を維持していく為の非上場化」という選択肢もあるのではないだろうか。

目 次

ステークホルダー経営に向けた非上場化の検討

I. ステークホルダーによる企業価値向上	
1. 企業価値とは	2
2. 企業活動の目的とは	5
3. ステークホルダー経営の実践事例	6
II. 本邦株式市場が抱える問題とリスク	
1. IFRS導入による持合い株式解消	8
2. 日本市場の低迷と新興国市場の台頭	9
3. 中国企業による日本企業買収増加に伴うチャンスとリスク	10
III. 資本調達面からの上場意義の検討	
1. エクイティ・ファイナンスからみた上場意義の重要度	11
2. 上場企業全体における資本の積み上げ	13
3. エクイティ・ファイナンス以外の上場意義の再検討	14
IV. 中長期視点での非上場化の検討	
1. 一般的なMBO案件のストラクチャー	17
2. 投資ファンドが入らないMBO案件の増加	18
3. 投資ファンドが入らないMBO案件の事例分析	19
4. 投資ファンドが入らないMBO案件の特徴	21
5. 中長期視点からの非上場化の可能性	22
6. ステークホルダー経営に向けた非上場化の検討	23

I. ステークホルダー経営による企業価値向上

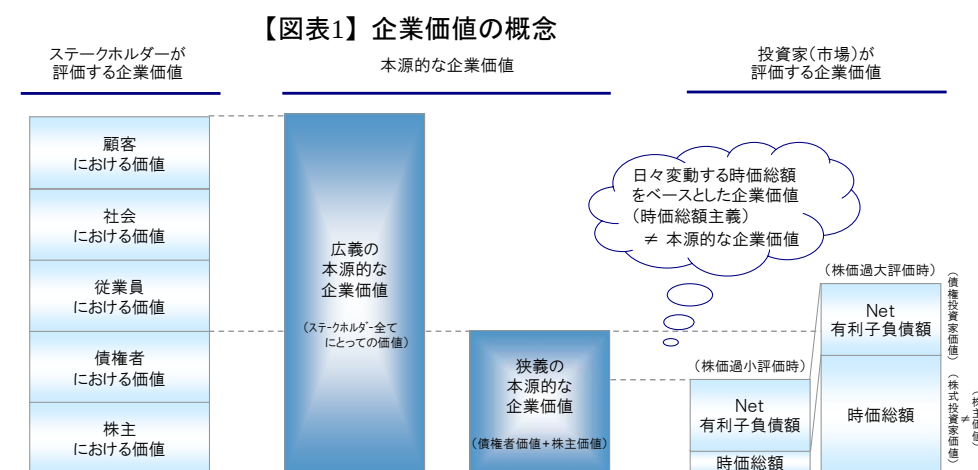
1. 企業価値とは

はじめに、本章ではステークホルダー経営^{注1}の観点からの企業価値向上について検討を行いたい。

コーポレートファイナンスの理論では、企業価値とは「株式価値(時価総額) + 純有利子負債」とされているが、実際に企業価値を生み出す源泉は株主資本と有利子負債だけではない。広義の本源的な企業価値は【図表1】のような、顧客・社会・従業員における価値を含んだものであると言える。

広義の本源的な企業価値 ≠ 時価総額 + 純有利子負債

企業がゴーイング・コンサーンで永続的に存続していく中で、キャッシュフローを生み出していくには、顧客の存在や、従業員のノウハウ・労働、社会インフラが不可欠であり、これらのステークホルダーの存在を重視して経営していくことが、中長期的な企業価値向上につながるものと考えられる。



(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

従業員、顧客、社会を含めたステークホルダー重視による企業価値の拡大

ステークホルダーのうち、株主・債権者は、価値を数値化できる為分かりやすいが、従業員・顧客・社会などの価値は数値化が難しく見過ごされやすい。例えば、企業価値の算出において使われる DCF 法では、フリー・キャッシュフローを現在価値に割り引いて企業価値を算出するが、短期的には、人件費や研究開発費を削減し営業利益を増加させ、設備投資を減少させれば、フリー・キャッシュフローを増大させることが可能である。DCF 法はゴーイング・コンサーン・ベースで企業価値を見ているが、その一方でサステナビリティ(長期持続可能性)に関する検証はなされない。キャッシュフローの予測期間は 5 年～10 年程度となっており、それ以降は

^{注1} 本稿における「ステークホルダー経営」とは、企業にコミットメント(深い関わり)を持つ、株主・債権者・従業員・顧客・社会といったステークホルダーそれぞれを重視して、長期的な視点で持続可能な企業価値の維持・向上を目指す経営をいう

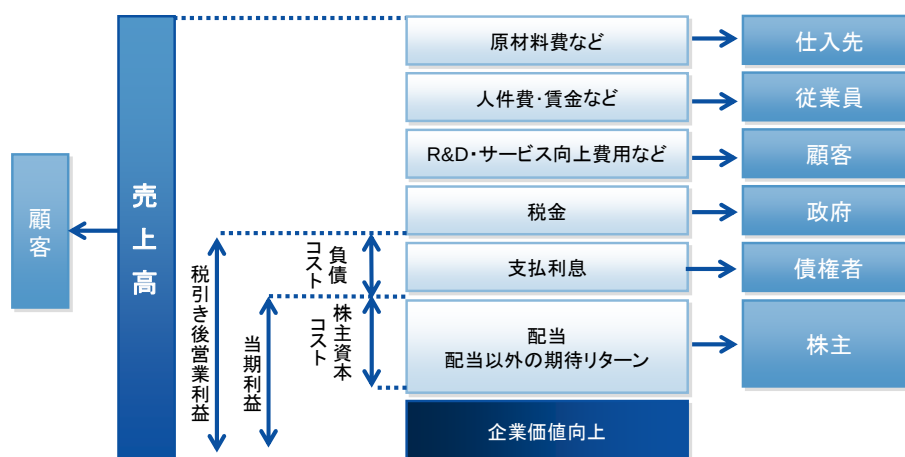
最終年度をベースとしている。そのため、人件費、研究開発費、設備投資が期間内に削減された場合の将来的なデメリットは考慮できない。

キャッシュフローを生み出す源泉は全てのステークホルダーであり、株主・債権者は物的資本を投下している一方で、経営者・従業員は人的資本を投下している。顧客は収益を、社会は企業活動の基盤を提供している。それぞれの生み出す価値が考慮されるべきであり、また企業活動の成果の分配も全てのステークホルダーに対して行われるべきである。

バランスの取れた価値配分が将来利益につながる

将来に亘る安定的な利益の確保のためには、顧客・取引先・従業員・債権者・株主等との長期的で良好な関係が不可欠である。株主はリスクテイクであり、最終的な価値享受者である為、株主が利益を得るには、原則として他の主要なステークホルダーは概ね利益を得ている状態でなければならない。株主が目先の利益を追求し、研究開発費の削減、仕入先/販売先との取引価格の過度な調整、重要資産の売却、人件費削減等を通じ、配当原資となる純利益を一時的に増加させるような行為は、他のステークホルダーからの利益移転を意味し、本来の企業価値向上とは異なる。【図表 2】のように、全てのステークホルダーがバランスよく価値配分されることが、企業の長期にわたる存続を考えれば結果的に企業価値を向上させると考えられる。

【図表2】各ステークホルダーへの価値配分イメージ



(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

ステークホルダーの代替可能性と時間軸

重視すべきステークホルダーを考えるにあたっては、会社からみた代替可能性(特定のステークホルダーである必要があるかどうか)や、そのステークホルダーが会社にコミットメントをもつ時間軸も重要である。

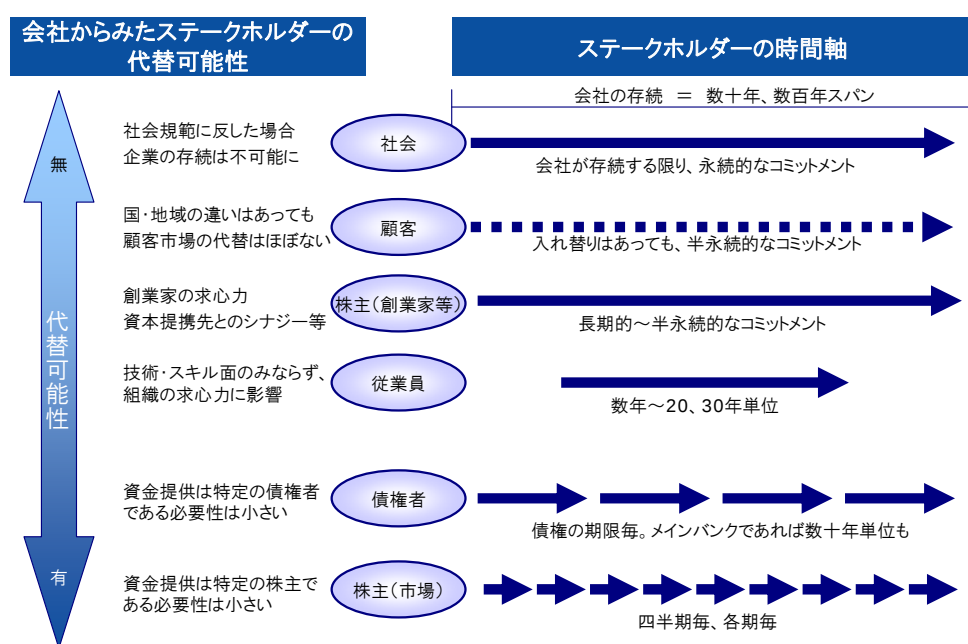
代替可能性を考えた場合、会社が存続するにあたって活動基盤となる社会や顧客は、基本的に代替できるものではなく、一度失われた場合、食品メーカーの不祥事からも分かるように企業活動への影響は極めて大きい。また雇用については、近年では転職市場が発達し、非正規雇用も増加しており、ある程度代替可能と言えるが、雇用が不安定で離職率が高い組織では技術・スキル面の流出が起き、ノウハウや社内外の人的ネットワークも蓄積されない。また、組織の求心力を低下させ、企業競争力を削ぐ可能性がある。このことから代替可能性には限界があると考えられる。

一方で市場株主や債権者の代替可能性については、“お金に色はない”とすると、資金の出し手が誰であっても、つまりどの市場株主が株式を保有しても、どの債権者が社債の購入や貸出を行っても、事業面に重大な影響は及ぼし難いため、特定の出し手である必要性は小さく、代替可能ともいえる。ただし株主の中でも、創業家株主はリーダーシップや組織求心力の点から、資本提携先は事業面の一体性やシナジー創出の点から特定の株主である必要があり、代替は容易ではない。

時間軸で考えた場合、顧客、社会、創業家株主等は企業に対して長期的～半永続的、従業員は基本的には数年～数十年単位で会社にコミットメントを持つのに対し、債権者は債権の期限毎、市場の株主は四半期ベースで売買を検討するなど時間軸が短い点が指摘される。

時価総額や有利子負債と異なり、企業価値の概念において価値を数値化できないステークホルダーの重要性を考えるうえでは、【図表3】のような時間軸や代替可能性の概念も考慮に入れるべきである。

【図表3】ステークホルダーの代替可能性と時間軸



(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

2. 企業活動の目的とは

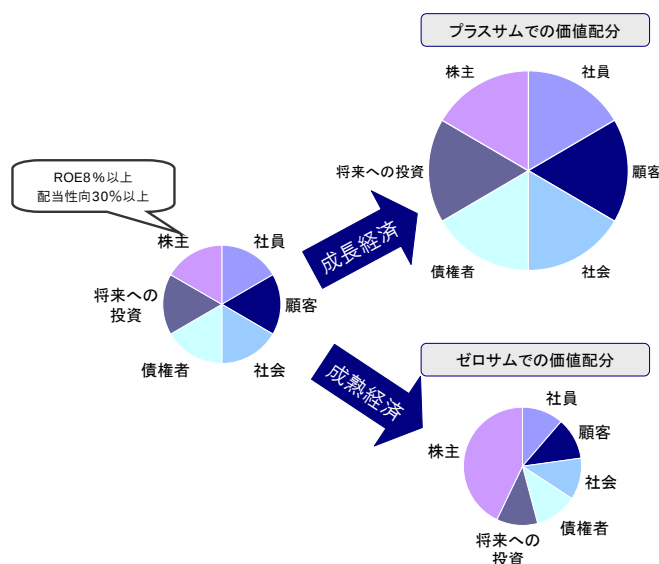
会社は何のために存在するか？

「会社は何のために存在するのか？」という視点に立ち返ってみると、会社の目的というのは株主利益の最大化が最終的な目的ではなく、それぞれの会社が持っている事業のミッションを追求していくことであると考えられ、「資本はその目的を助け、貢献するものであって、資本のために経営するわけではない」と言える。^{注2}

株式市場の要求

その一方で、上場企業は企業年金連合会が掲げるROE8%以上、生命保険協会が掲げる配当性向 30%以上など投資家の要求に応えていかなければならない。これらの要求は、成長経済で全体のパイが拡大していく局面では、無理なく応えることができて、成熟経済においてはゼロサムゲームとなり、他のステークホルダーの価値を毀損する可能性がある。

【図表4】 ゼロサムでの価値配分イメージ



(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

ROE や配当性向の達成が重視される傾向にあるが、実際にはこれについては問題点も存在する。ROE は、株主の投資効率指標であり上場企業は長期的にこれを高めていく必要があるが、分子の利益を増加させる以外に、分母の資本を減少させることでも達成可能な為、縮小均衡に陥るリスクがある。「高 ROE を達成しても、“良い会社”になったという実感がない。ROE 目標だけでは、社員の士気を高めたり、よりよい商品やサービスを生み出したりといった効果はもたらさない」という声もある。売上高や利益額の目標があり、財務安定性の規律があったうえで、併用することが望ましく、ROE を他の指標に優先することは企業の競争力向上につながらないといった懸念も指摘される。

^{注2} 企業会計 vol.61 No.12 「公開会社法とは何か〔第1回〕」上村早大教授コメントより

利益処分の中での配当政策の位置付けについても、「利益があるときに、雇用に回すか、設備投資に回すか、あるいは配当に回すかは株主が口を出す問題ではなく、経営判断事項です。配当可能利益はすべて株主のものであるということになると、経営者は多様な経営判断ができません」「配当政策というものは、経営政策の一部で、アメリカでも総会議案ではない」^{注3}という見解も出ており、配当性向等を確約し、利益処分の優先事項とすることへの疑問が投げ掛けられている。

成熟経済での 株主利益追求 が及ぼす影響

会社は株主のもの、株主利益を生み出すことが会社の目的であるという株主主権論もあるが、よりマクロ的な見方から考えると、企業の事業活動の基盤は社会であり、B to B でも B to C でも最終的には個人の消費者が存在する。消費者はいずれかの企業の従業員（公務員、自営業者、自由業等の場合を除いて）であることが多い為、労働分配率を削ることは、消費市場を削減することにつながり、収入減少は少子化にもつながりやすい。

収入が減少し、人口が減少すれば、全体として消費は縮小する。社会全体、消費市場全体のパイ拡大無くして企業の成長は難しく、一方で企業の成長無くして株主や債権者が価値を拡大し続けていくことは難しい。成熟経済において株主が短期的視点で他のステークホルダーからの利益移転を追求することは、最終的には株主自らの収益源をより一層縮小させていく可能性もあるのではないだろうか。

3. ステークホルダー経営の実践事例

ステークホル ダー経営を反 映した経営理 念

ステークホルダー経営の考え方は、各企業の経営理念においても盛り込まれていることが多い。

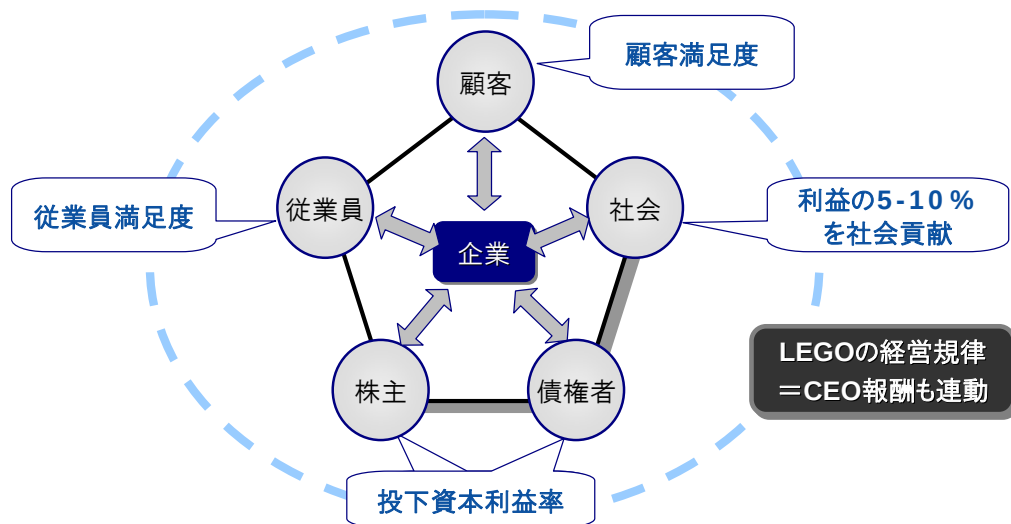
米国の上場企業ジョンソン・アンド・ジョンソンは、企業理念として掲げる「わが信条(Our Credo)」の中で、第一の責任は顧客に対して、第二の責任は社員に対して、第三の責任は地域社会に対してあり、第四の最後の責任が株主に対してある、と各ステークホルダーの優先順位を順序付けており、経営陣は「第一から第三までの責任が満たされると株主に対する責任も十分に満たされる状態になる」としている。これは損益計算書の利益計算の順序とも類似している（顧客＝売上高、社員＝販管費、地域社会＝税支払、株主＝当期純利益・配当）。ジョンソン・アンド・ジョンソン日本法人の元社長松本晃氏はカルビーの現会長兼CEOとなった現在も、利

^{注3} 企業会計 vol.62 No.2 「公開会社法とは何か〔第3回〕」上村早大教授コメントより

益はどこに還元するかというインタビューに対して「顧客と取引先、従業員とその家族、コミュニティ、株主の順番」「利益を上げ、新しい商品を開発して、顧客に供給していくことが第一」と答えている。

デンマークの非上場企業レゴ・グループでは、顧客満足度、従業員満足度、社会貢献(利益の5～10%を途上国の教育支援に充てる)、投下資本利益率を目標に掲げ経営指標としており、CEOの報酬もこれらの指標に連動するかたちをとっている。それぞれのステークホルダーの目線から経営規律が働いていると考えられる(【図表5】)。

【図表5】 レゴグループの経営規律イメージ



(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

日本でも、国内米菓市場のトップ 10 商品のうち、柿の種等、6 製品を持つ米菓メーカーの亀田製菓では、「経営とは、経営者と従業員がその職場を通してお互いに信頼協力、全能力を発揮して社会に貢献する一方、お互いに経済生活を確保する共同の場でなければならない。企業経営本来の目的とは安い原価で最良の製品を作り社会福祉に貢献するとともに、これらにつらなる人々が安んじて生活を楽しむためのものでなくてはならない。」という創業時の経営理念を、現在も掲げている。

第1章では、企業におけるステークホルダー経営について、その考え方や意義、実践事例について述べてきたが、次章では企業を取り巻く潮流の変化と、その影響について検討していきたい。

Ⅱ. 本邦株式市場が抱える問題とリスク

本章では、上場企業を取り巻く外部環境として、株式市場が抱える課題について述べていくこととする。

1. IFRS導入による持合い株式解消（長期投資家不在の時代へ）

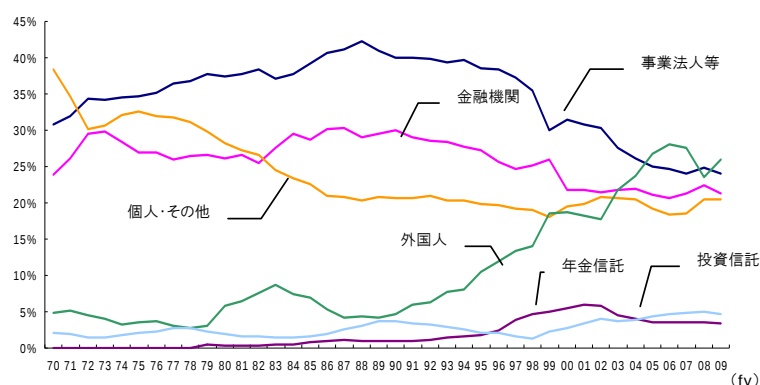
その他包括損益導入の影響

早ければ 2014 年度からの強制適用が見込まれる IFRS では、持合い株式の時価の変動が、その他有価証券評価損益として、その他包括損益に含まれ、純資産の変動要因となる。このことから、IFRS 導入に向けて金融機関や事業会社による持合い株式解消が進むことが想定される。

受け皿不在による株価下落リスク

更に IFRS 導入は、法人株主だけではなく、本来は長期投資家のはずの年金基金を短期的視点に変えてしまう可能性がある。本質的には長期的な投資家として企業にガバナンスを効かせる株主であるはずの企業年金など機関投資家は、時価評価による会計面の影響が負担になる点で法人株主と同様である。退職給付会計による企業年金の資産評価は、期末の株価下落で、年金資産が目減りすると積み立て不足に陥り、企業本体の収益が圧迫され純資産も減少する。このことから、年金基金においても株式運用を減らす動きがあり、年金基金による株式保有比率はむしろ法人株主と同様に IFRS 導入によって下がるのが懸念される。残る投資信託と個人投資家においても、日本における個人資産は依然として株価好調期においても現預金が主流であることから大幅な増加は期待しにくい。外国人株主についても、リーマン・ショック以降、比率が伸び悩んでいる（【図表 6】）。海外投資マネーが東証よりも新興国市場へ流れる動きもあり、将来の大幅な外国人株主増加は期待しにくい中、大規模な持ち合い解消が発生した場合、自社株取得や ESOP（従業員株式保有制度）ではボリュームの点で対応しきれず、株式の安定的な受け皿不在による株価下落が懸念される。

【図表6】投資家別株式保有割合の推移



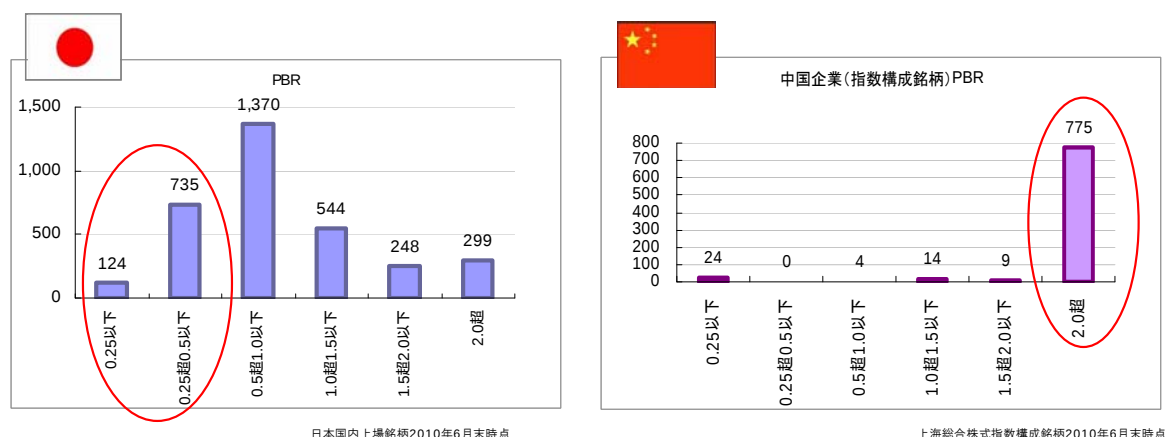
(出所) 東京証券取引所ウェブサイトよりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

2. 日本市場の低迷と新興国市場の台頭

PBR1 倍割れの日本とPBR2 倍超の中国

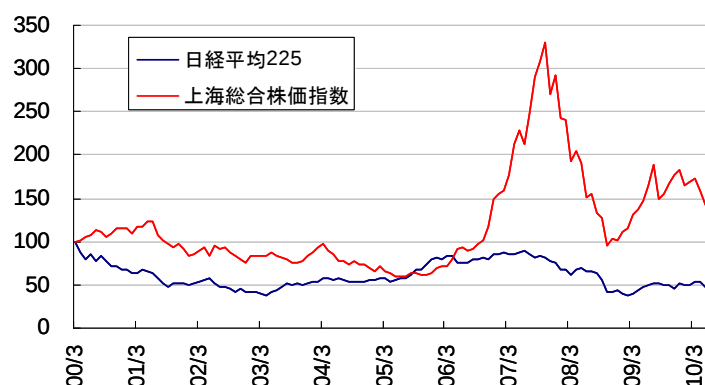
それだけでなく、既に先進国の株価は低迷している。2010年6月末時点でのPBRを日本の全上場企業ベースで見ると、1倍割れが大多数を占め、中でもPBR0.5倍以下が800社を超える状態となっている。一方、上海総合株式指数の構成銘柄で見るとPBR2倍超が圧倒的多数となっている(【図表7】)。株式指数も、日経平均225は、リーマン・ショック以降低水準で推移している一方で、上海総合株式指数はリーマン・ショックで一旦下落したものの力強い回復を遂げている。また、2009年末における世界主要企業の時価総額500社ランキングでは、中国・香港企業は54社(前年比15社増)で米国の165社に次いで2位。日本は40社(前年比17社減)となり数で中国・香港が上回っている。

【図表7】日中のPBR水準比較



(出所) ロイターよりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

【図表8】日中の株価指標推移比較



2000年3月31日終値を100として指数化

(出所)ロイターよりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

3. 中国企業による日本企業買収増加に伴うチャンスとリスク

中国企業による OUT-IN 型 M&A が増加

このような株式市場の体力差が存在する中、中国で株を発行し、割安な日本企業を買収することはファイナンス面から考えると容易である。実際に、中国政府が中国企業の海外進出を奨励する、「走出去」といった国家戦略の後押しもあり、M&Aでも中国企業の勢いが目立っている。近年中国企業による日本企業への資本参加は増加しており、2010年以降は、OUT-IN型の対日M&Aの30%を中国企業が占めている。

上海出身の経済ジャーナリスト、莫邦富氏は、「経済不況の中、日本企業、特に地方の中小企業は、経済のグローバル化を背景に、資本構成の再編や新たな経営スタイルを模索している。一方、中国企業は海外企業の買収により、高度な技術や人材を手に入れ、企業の競争力強化やグレードアップを図る目的がある。両者の利益は一致しており、今や中国企業が日本企業を買収する絶好の機会を迎えている」^{注4}との見解を示している。小型株はアナリストにカバーされていないことが多く、株価が上がりにくい為割安になりやすいとも言える。

これまでの事例の多くはWIN-WINの関係となる資本参加を目指したものであり、ラオックスやレナウン等も、業績悪化時の救済という友好的買収であったが、今後敵対的買収が出てくる可能性も否定はできない。買収対象となり得るのは、業績悪化や株価低下局面で割安で買うことができ、かつ技術力がある企業、ブランド価値がある企業、キャッシュリッチ・土地の含み益がある企業などが想定される。

注4 中国ニュース通信社 Record China 2009.8.24 より

アジア展開を志向する企業にとっては、中国資本と協力して、販路を拡げるなどの良い面も考えられるが、その一方で場合によっては、買収により経営方針等が変更されたり、技術ノウハウが流出し、従来持っていた競争力を失う可能性も否定できない。

買収防衛策の検討

仮に敵対的買収が発生しても、アクティビスト・投資ファンド等と違い、買い手が事業会社で、シナジー発揮や海外展開など正当と思われる理由があれば(真の理由ではなく、表向きであったとしても)、“濫用的買収者”とは見なせず、買収防衛策を発動できない可能性も想定される。

株主に対して、このような事象が発生した場合、独自の成長が企業価値に資するという合理的な説明ができるかどうかのポイントになるが、最終的な買収防衛には非上場化するか、買収には割高となるような高い株価を維持し続けるかのいずれかが必要になるのではないだろうか。

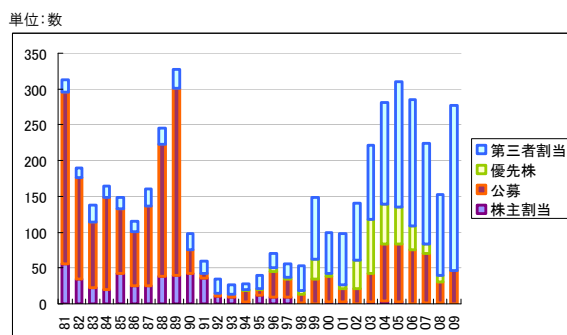
Ⅲ. 資金調達面からの上場意義の検討

1. エクイティ・ファイナンスからみた上場意義の重要度

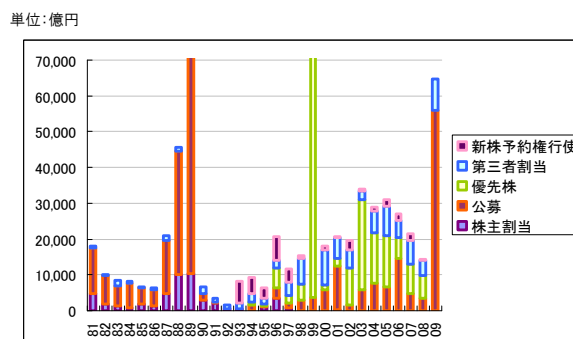
エクイティ・ファイナンスを行わない上場企業が多数存在

上場の主な目的であるエクイティ・ファイナンスが、どの程度活用されているかを、長期的なトレンドでデータを取り分析すると、日本の上場企業 3,901 社(2009 年 6 月末時点)のうち、過去 10 年間でエクイティ・ファイナンスを行っていない銘柄は 2,253 銘柄(全体の約 58%)に及ぶ。(ただし、合併・純粋持株会社化などによる証券コード変更には対応していない) 1981 年以降の増資件数の推移をみると、バブル崩壊前は公募増資が主流であったのに対し、バブル崩壊後、特に 2000 年以降は第三者割当増資が過半を占める状況が続いている。金額ベースでは 2009 年に公募増資が大きな割合を占めるが、これはメガバンク、全日本空輸、野村 HD など一部の銘柄が数千億～1 兆円規模の大型増資を実施した為である。

【図表 9】日本の上場企業増資件数の推移

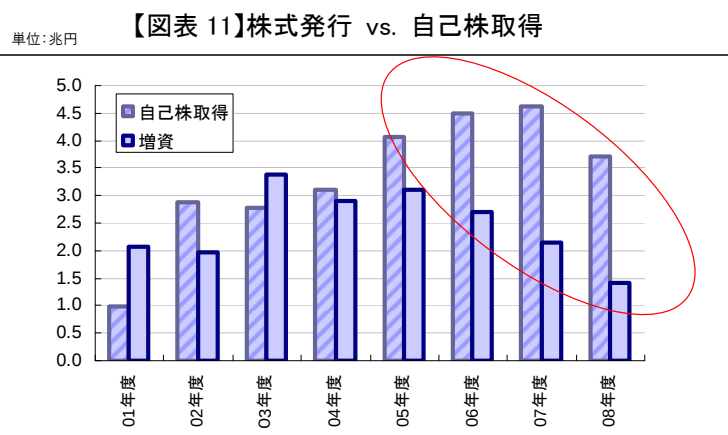


【図表 10】日本の上場企業増資金額の推移



(出所)【図表9、10】ともに東京証券取引所、INDBデータベース、ロイターよりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

また、2001 年の自己株取得解禁後の市場全体の増資額と自己株取得額を対比してみると、2004 年度以降自己株取得額が増資額を上回っている(【図表 11】)。これは、企業が資本市場で資金調達するよりも、市場から余剰資金を回収している傾向にあると考えられ、成熟企業が増加していることが推察される。



(出所) 東京証券取引所ウェブサイト、INDBデータベースをもとにみずほコーポレート銀行産業調査部作成

資本増強におけるメインストリームは第三者割当増資へ

これらの統計から、上場企業全体での成長マネー需要は限定的であり、かつエクイティ・ファイナンスを行なう場合でも公募増資ではなく第三者割当増資を選ぶ傾向にあることが分かる。一般投資家向けに説明可能なエクイティストーリーを描くことが可能である企業の一部に限られる状況が推察される。また、業績悪化時の資本増強や、親子間など企業グループ内でのシナジー強化による持分比率引き上げなども、第三者割当増資という手法を選択させているものと推察される。第三者割当増資は非上場でも可能である為、上場の必要性は必ずしも無く、むしろ、東証は第三者割当増資による希薄化を問題視しており、上場企業が実施する場合には規制がかかることとなった。希薄化 300% 超の場合には、上場廃止。希薄化 25%以上は独立した者からの意見書か、株主総会決議を要求することになった為、上場しながらの第三者割当増資活用には制約が生じることになる。

東証による第三者割当増資の規制強化

第三者割当増資については、希薄化による既存株主の持株比率低下など不利益をもたらす面が、長い間黙認されてきたが、足元問題視する動きがあり、規制の強化が実施された。東証は 2009 年 7 月 31 日に有価証券上場規程及び有価証券上場規程施行規則等の一部改正を行い、2009 年 8 月 24 日以降、希薄化率 300%超の場合は上場廃止(規程第 601 条

第1項第17号、施行規則第601条第13項第6号)。希薄化率25%以上または支配株主が異動する場合は、株主総会での決議又は、経営陣から一定程度独立した者(第三者委員会、社外取締役、社外監査役等)による第三者割当の必要性及び相当性に関する意見書が必要としている(規程第432条、施行規則第435条の2)。

また、2010年2月からは金融商品取引法上の情報開示義務を負うほか、第三者割当増資に関連する虚偽記載が原因で株価が下落した場合、故意や過失がなくても企業は損害賠償責任を負うこととなり、課徴金は調達金額の4.5%相当となっている。これ以外にも、投資家サイドからの要請として、2009年12月にカルパース(カリフォルニア州職員退職年金基金)など海外年金基金・運用会社11社が合同で公表した『日本の企業統治向上の取組みに対する意見書』の中で、「第三者割当増資は希薄化10%以内とすべき」としており、今後の株主総会で海外投資家の投票行動の指針になる可能性もある。

このように、上場を維持しながらの第三者割当増資には制約が生じることとなり、第三者割当増資をエクイティ・ファイナンスの主な手段として選択している上場企業にとっては、上場の意義を再検討すべき局面を迎えつつあるといえよう。

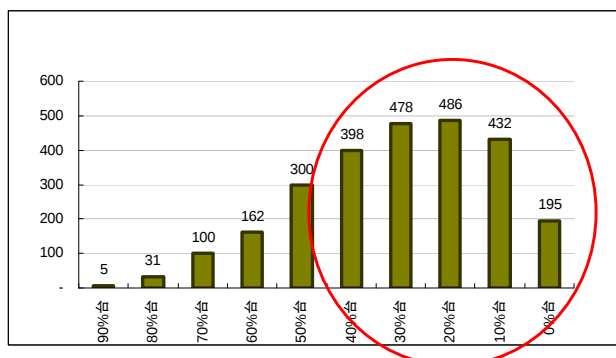
2. 上場企業全体における資本の積み上げ

過去20年間で
財務安定性は
高水準に

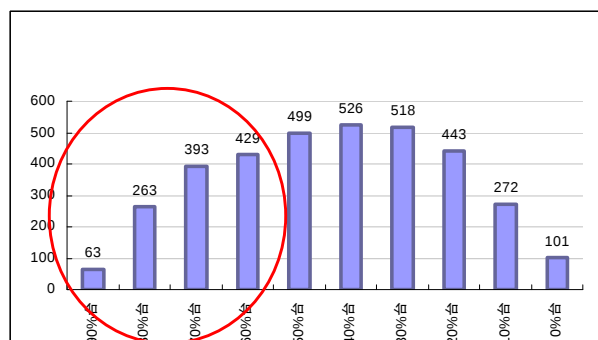
企業の財務状況からも同様のインプリケーションが得られる。2010年3月末の財務数値で全上場企業の自己資本比率とDER(デッド・エクイティ・レシオ)を調べた結果、自己資本の積み上げと無借金経営の上場企業の多さが目立つ。自己資本比率60%以上の企業数が全体の30%にのぼり、自己資本比率の最頻値は40%台。DERは0.25以下が45%超と財務安定性の高い企業が多い。これを1990年12月末時点の全上場企業の自己資本比率・DERと比較してみると、傾向の変化がわかる。バブル崩壊前の経済成長局面における上場企業全体の自己資本比率の分布は、40%~10%台に集中しており、最頻値は20%台である。財務安定性の観点からも資金調達における資本拡充の必要性が大きかったことが伺える。DERも2010年3月期と比較すると全体としてレバレッジが高い。

【図表 12】上場企業全体の 20 年前との財務安定性比較

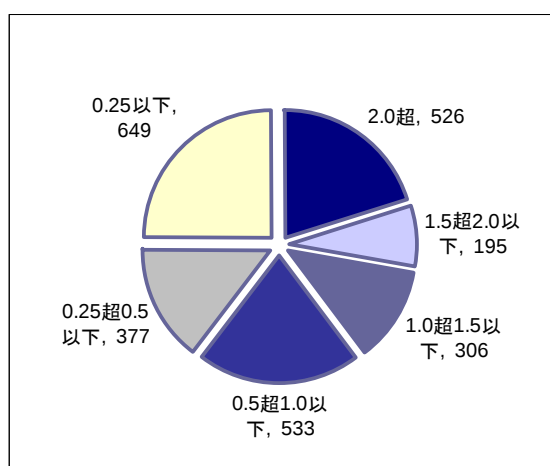
(1990 年 自己資本比率 分布)



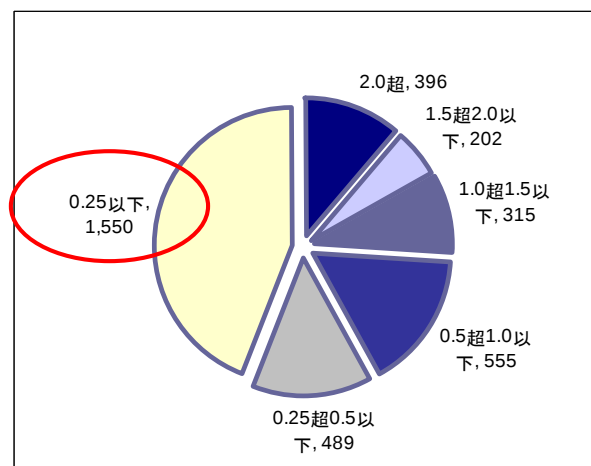
(2010 年 自己資本比率 分布)



(1990 年 DER 分布)



(2010 年 DER 分布)



(出所)C-STAR、四季報よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

※ 2010年は2010年3月期時点。1990年は1990年12月末時点

※ 1990年12月末時点は、単体のみ開示の会社は単体決算値、連結を開示している会社は連結決算値

3. エクイティ・ファイナンス以外の上場意義の再検討

公募増資を必要としない企業にとっての上場

資金調達面からは、上場企業においても以下の 3 パターンに分類できる。

- ①エクイティストーリーを描くことができ、公募増資を必要とする企業、
- ②第三者割当増資のみを行なう企業、
- ③増資を必要としない企業。

①のように、例えば海外展開を積極化し、株式交換などで M&A を行うような企業については、リスクマネー獲得の観点からも、株式の流動性の観点からも規模の大小に関わらず上場を維持する必要性が高く、上場を継続するべきだと考えられるが、②③の公募増資を行っておらず、今後も行う見通しのない企業についてはエクイティ・ファイナンス以外の上場意義

を再検討する必要があるものと思われる。

エクイティ・ファイナンス以外の上場意義を考えるにあたって、そのメリット、デメリットをまとめると、メリットとしては、①株式に流動性ができることで資金化しやすい。また株式交換などができる点、②市場からのガバナンスが効き、経営規律となり、経営の透明度が高くなる点、③上場基準を満たしているという信用とステータス、また情報開示等で知名度が上がることで、取引面や人材採用においてプラスに働く点が挙げられる。一方、①短期的な業績向上を求める株式投資家からのプレッシャー、②買収リスクの存在、③上場維持負担（J-SOX 対応、IFRS 対応、IR など）がデメリットと言える。

【図表 13】エクイティ・ファイナンス以外の上場メリット・デメリット比較

メリット	デメリット
① 株式の流動性 - 株式の資金化が可能 - 株式交換の対価に使える ② ガバナンス効果 - 株式市場からのガバナンスにより経営規律が働く - 有価証券報告書やIRなど情報開示で経営の透明度が上がる ③ ステータス・信用力 - 知名度が上がり取引に有利になる場合も - 従業員モチベーション向上等	① 短期的な業績向上を求めるプレッシャー - 株式投資家からの要求への対応 ② 敵対的買収リスク - 株価が割安の場合、特に注意が必要 ③ 上場維持負担 - IR、J-SOX、IFRS対応も含めた上場維持負担

(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

これらのメリット・デメリットを、会社の事業特性や個社事情を踏まえて比較検討すべきである。例えば、海外展開を積極化する成長企業においては、メリットの①である株式交換の対価としての流動性や、③の上場していることによる信用が重要な意味合いを持つ可能性もある。一方で、B to Cの大企業などでは、CM 広告等により十分に知名度が高く、規模が大きく社会的にも信用力があり、上場・非上場によるステータスや人材採用への影響は小さいと考える場合もある。

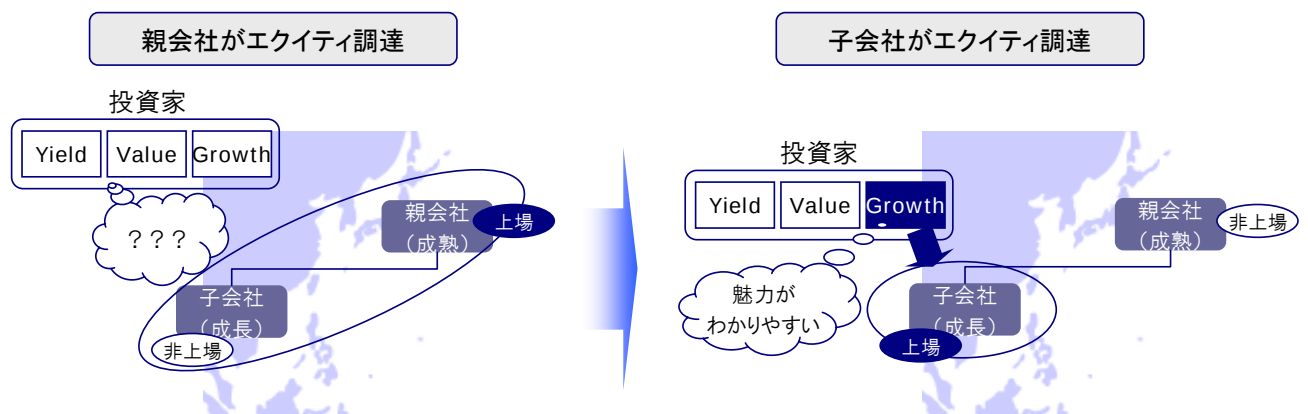
デメリットについても、①や②の影響度は株価水準や株主構成次第で異なる。③についても、企業規模によって IFRS 対応の難易度が異なる。小規模な上場企業にとっては、人材面やシステム面で対応負担が重くなる可能性もある。

このように、上場企業の中でも、公募増資等のエクイティ・ファイナンスを必要とする見通しがなく、またその他の上場意義についても必要性が乏しいと判断されるような企業においては、非上場化という選択肢も検討に値するのではないだろうか。

海外子会社にのみ資金需要がある場合

また、海外展開等でエクイティストーリーを描くことができ、公募増資を必要とする企業であっても、新興国など海外においてのみ資金需要が大きい場合には、現地で新興国市場に子会社が上場するという資金調達手段もある。2010 年に入ってから香港証券取引所における欧米企業の大規模資金調達も増加しており、「資金は使う国で調達する」という流れが出てきている。日系でもスズキの子会社マルチ・スズキ・インディア(インド)、イオンクレジットサービス子会社(香港・タイ・マレーシア)などがアジア地域で上場している。株式銘柄としても、成熟ステージの親会社と成長が見込まれるアジアの連結子会社が混在しているよりも、成長が見込まれる子会社単体の方がグロス銘柄として分かりやすく(【図表 14】)、投資家ニーズを喚起しやすいともいえる。また、販売市場での知名度向上の観点からも有効と考えられる。スタートアップでの資金需要は親会社が負担する必要があるが、海外子会社の事業が軌道に乗れば、仮に本丸の親会社が非上場となっても、現地で子会社がリスクマネー調達を行うことは可能である。

【図表14】 海外子会社によるリスクマネー調達



(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

IV. 中長期的視点での非上場化の検討

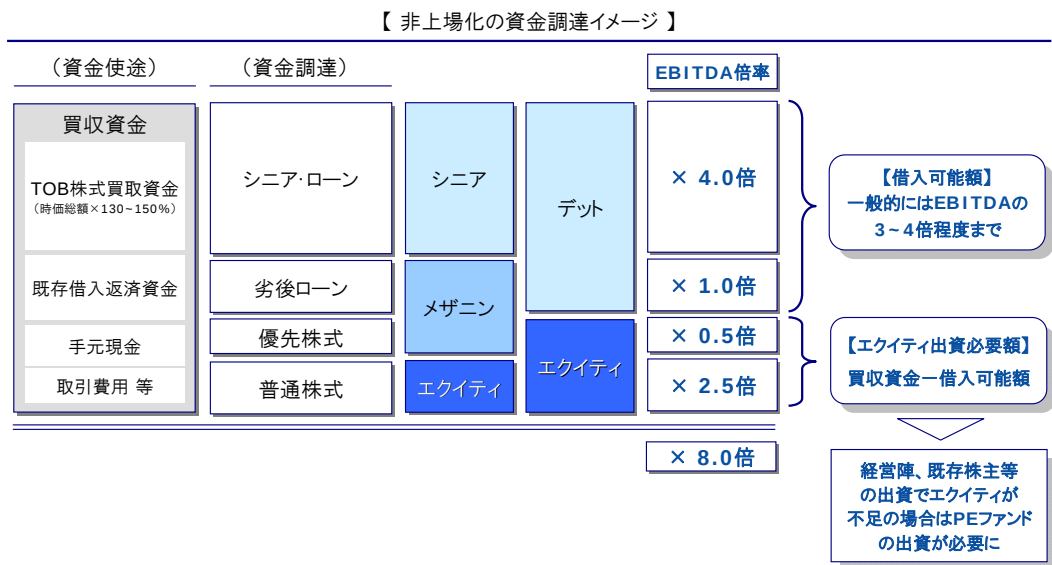
第4章では、外部環境の変化を受けて、最近みられるようになった非上場化事例の傾向について述べることとする。

1. 一般的なMBO案件のストラクチャー

MBO案件では投資ファンドが出資するケースが多い

通常、MBOの実施に当たっては、財務健全性の観点から対象会社のEBITDAの3～4倍程度までしかデットを入れることができない為、買収総額のうちデットで賄えない部分は数十億、数百億という規模のエクイティが必要となる。一般的に経営陣の出資で買収総額を賄うことは困難である為、投資ファンドからの出資を受ける場合が多い(【図表15】)。過去のMBO事例をみても、ポッカコーポレーション、すかいらーく、東芝セラミックス、レックスホールディングス、USJなど大型案件を中心に、投資ファンドがマジョリティ出資している。

【図表15】 一般的なMBOストラクチャー



(出所) みずほコーポレート銀行産業調査部作成

投資ファンドによる資本参加の問題点

ところが投資ファンド主導の場合、数年後のExitが前提となる為、売却を視野に入れて短期的に業績向上を図らなければならないため、安定した株主にはなり得ず、長期的視点での企業価値向上が難しい場合も有り得る。また再上場の場合、証券取引所の審査が厳格化される傾向もあり、過去再上場した事例は、トーカロとキトーの2社に留まるなど、実際には再上場はハードルが高いという現状もある。再上場以外のExitでは、他のファンドや事業会社への売却となり、新たな大株主がどのような先になるか懸念が残る。このような点から、Exitを前提とした投資ファンドのマジョリ

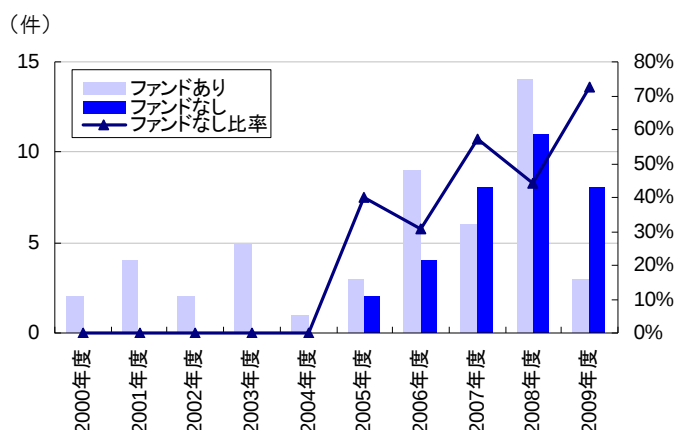
ティ出資は、中長期的な企業価値向上とは一部矛盾が生じる可能性があり、ステークホルダー経営の観点からは望ましい方法とは言い難い。

2. 投資ファンドが入らないMBO案件の増加

MBO案件の潮流

一方で、買収価格の水準や、対象会社の財務状況と、出資者の出資可能額次第では、投資ファンドが入らないケースも増えている。2000 年度以降の非公開化を伴うバイアウト案件を統計として見てみると、2005 年以降フィナンシャル・スポンサー（投資ファンド）なしの案件は増加傾向にある。上場企業のバイアウト案件に占める比率も高まっており、2005 年度には全体の 30%程度であったものが、2009 年度には 70%に及んでいる（【図表 16】）。

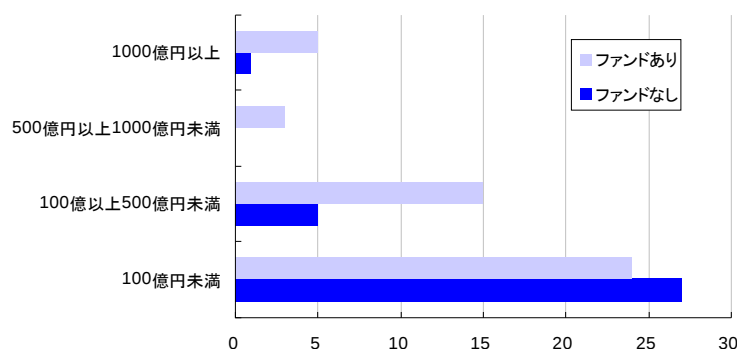
【図表16】 年度別MBO案件数(投資ファンド有・無)の推移



(出所) MBO案件プレスリリース等公開資料より集計し、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

金額別に見ると、100 億円未満の案件ではフィナンシャル・スポンサーなしの件数が、フィナンシャル・スポンサーありを上回っている。100 億円以上 500 億円未満の案件でも、3 件に 1 件はフィナンシャル・スポンサーなしとなっている（【図表 17】）。オーナー企業では、MBO によって、相続により株式が小口分散していくことを防ぐ効果が発揮されることもあり、創業一族の株式集約化の観点から、上場オーナー企業の小型案件が多いということも推察される。1,000 億円以上の大型案件になると、ワールド以外には存在しない。ファイナンスの調達アベイラビリティからも、ボリュームとして 500 億円未満が一つの目安と考えられる。

【図表17】 金額別MBO案件数(投資ファンド有・無)



(出所) MBO案件プレスリリース等公開資料より集計し、みずほコーポレート銀行産業調査部作成

ファイナンス調達の可否については、ストラクチャーに様々な前提要件があり、この点を事例を通じて分析する。

3. 投資ファンドが入らないMBO案件の事例分析

フィナンシャル・スポンサーなしの案件のうち、象徴的な大型案件であるワールド以外に、2009年度に相次いだ案件では案件規模100億円超500億円以下の中規模案件として、吉本興業、オオゼキ、ユニマツライフ、東京美装興業などがある。ストラクチャーでは大きく分けて2種類あり、創業家が株式の受け手となるケースと、取引先複数が出資するケースである。

創業家 100% 出資の事例

創業家が株式の受け手となるケースでは、事例としてオオゼキがある。オオゼキは、東京都城南エリアと神奈川県の一部に店舗展開する中堅食品スーパーであるが、群を抜く独自の効率経営で、1桁台後半の営業利益率を維持しており、小売業の中では収益性が高いことで知られる。MBO発表時、当社は中長期的な企業価値向上には、資本と経営を一体化することが必要となる一方で、当面エクイティ・ファイナンスによる資金調達が見込まれず、上場維持の負担が今後益々増大することが見込まれると発表した。

オオゼキでは創業家社長が買収主体となり買収目的会社を設立、既存の保有株式をいったんTOBに応じて売却し、決済後に約160億円を再出資する。金融機関からは、最大450億円の融資を受けることが決まっており、オオゼキが連帯保証人となり、さらに、買付者が保有するオオゼキ株式とオオゼキの一定の資産等を担保に供する予定とされていた。現預金・土地建物保有は約268億円に上る。また仮に450億円の上限まで借入を行ったとしても、再出資分を借入返済した場合、DERは約0.7倍である。

純有利子負債 EBITDA 倍率は 3.4 倍程度と安定的な水準となっている。

注5

創業家が 100%出資するケースのメリットは、経営権を維持・強化でき、ファイナンスは比較的低コストである一方、デメリットは、外部からのガバナンスが効きづらくなるなど経営規律の維持が課題と考えられる。またハイレバレッジになりやすい、経営者の必要資金は比較的多額(MBO 以前にある程度の保有比率があり、再出資可能であることが必要)である点に留意が必要である。

取引先等が複数出資する事例

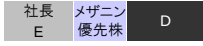
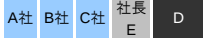
取引先が複数出資するケースでは、事例としてタレントマネジメント、映画・DVD 製作、ネット配信等を行っている吉本興業が挙げられる。当社は、出資者との資本・事業上の繋がりを直接的なものとし、連携を緊密化することが企業価値向上に資するものと考え、また上場企業として重視すべき各期利益の最大化という課題と中長期的競争力の強化という課題は、ときとして両立困難となる可能性もあるとし、出資構成のリストラクチャリングを実施した。

そのスキームは、買収金額約 500 億円に対して、コンテンツ提供先にあたるテレビ局各社を始めとして電通、ソフトバンク、ヤフー、京楽等が合計 190 億円を買収目的会社に出資している。メザニン・ファイナンス 50 億円と銀行から借入枠 300 億円が設定され、借入に対しては吉本興業と子会社の資産が担保として提供された。現預金・土地建物保有は約 247 億円に上る。また仮に 300 億円の上限まで借入を行ったとしても、DER は約 0.6 倍である。純有利子負債 EBITDA 倍率は 3.9 倍程度という水準となっている。^{注5}

取引先等が複数出資する場合のメリットは、エクイティを十分に入れることができ、低レバレッジなファイナンスとなるとともに、経営者の必要資金は比較的少額、出資者との事業シナジー強化が期待されるなどがある。一方、デメリットとしては、利害関係者が複数となる為、経営者のリーダーシップが必要、強いシナジーのある取引先・パートナーの存在が不可欠という点があり、留意が必要と言える。

^{注5} 財務数値は、各社 MBO 発表時の直近決算期末(2009 年 3 月期時点)ベース

【図表18】ファイナンス・ストラクチャーごとのPros/Cons

ストラクチャー	Pros	Cons	事例
1 投資ファンドが マジョリティ参加 	✓ Equityを十分に入れることができ、比較的lowレバレッジなファイナンス ✓ 経営者の必要資金は比較的少額	✓ 投資ファンドのExitを意識した経営になりやすい。経営権の維持や、Exit後の株主構成が課題	ポッカ トーカロ すかいらく 他多数
2 メザニンを活用 	✓ 経営権を維持しながら、Equityを確保できる	✓ 高いリターンを要求される ✓ 経営者の必要資金は比較的多額	三共理化学 吉本興業 東京美装
3 取引先等が複数出資 	✓ Equityを十分に入れることができ、比較的lowレバレッジなファイナンス ✓ 経営者の必要資金は比較的少額 ✓ 出資者との事業シナジー強化が期待される	✓ 利害関係者が複数となる為、経営者のリーダーシップが必要 ✓ 強いシナジーのある取引先・パートナーの存在が不可欠	吉本興業 (テレビ局など) 東京美装
4 創業家が100%出資 	✓ 経営権を維持・強化できる ✓ ファイナンスは比較的低コスト	✓ ガバナンスが効きづらくなる可能性。経営規律の維持が課題 ✓ ハイレバレッジになりやすい ✓ 経営者の必要資金は比較的多額 (MBO以前にある程度の保有比率があり、再出資可能であることが必要)	オオゼキ ユニマットライフ 三笠製薬 興和紡績

(出所) 公表資料よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成

4. 投資ファンドが入らないMBO案件の特徴

2009年度の投資ファンドが入らない中規模MBO案件では、どのケースにおいても、自己資本比率は70%以上である。有利子負債額は無借金かDER0.1以下など少額であり、現預金や担保可能資産も多い。買収プレミアムは過去6ヶ月平均株価に対し40%前後であり、応募率は高い。(一般的にMBOは、取締役利益に利益相反が生じる構造にあり、また株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間に、情報の非対称性も存在する為、買付価格の設定には十分な留意が必要である。)

非上場化理由 の特徴

経済産業省のMBO指針^{注6}にもあるように、MBO実施においては企業価値の向上を目的とすることが原則であるが、各社プレスリリースにおいても、長期的な目線で企業価値向上、企業競争力強化を実現することを非上場化の主な目的としている。

また、オオゼキ、ユニマットライフ、東京美装興業等では、エクイティ・ファイナンスの必要性有無と、上場コスト(J-SOX、IFRS、その他)の比較についても言及している。知名度についても、非上場化により不都合はないとの見解をプレスリリースにて示している。これらの点は2005年頃の投資ファンド主導のMBO案件では見られなかった非上場化理由である。

^{注6} 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」

財務面の特徴

非上場化ファイナンスを組成し易い事業・財務面の特徴としては、

- ・ 高いシェアを有する成熟企業など、長期間に亘り(少なくとも融資期間中)、安定したキャッシュフローが高い確度で見込まれること。
- ・ 多額の設備資金(および運転資金)を必要とせず、営業キャッシュフローで設備投資が賄える水準感であること。
- ・ 担保可能資産や事業継続には不要な売却可能資産が多く、現預金や資産売却見合いで非上場化ファイナンス供与可能であること。

といった点があげられる。これらの特徴により、非上場化ファイナンス時にレバレッジを活用したファイナンススキームの組成が可能となる。

5. 中長期視点からの非上場化の可能性

非上場化の検討フロー

日本の上場銘柄には、全体として低 DER、高自己資本比率である企業がかなりの割合を占めており、またエクイティ・ファイナンスのこれまでの実施状況をみても、当面必要としない会社も数多く存在している。IFRS 対応による上場維持負担増、包括損益導入による長期投資家不在(株価下落リスク)、成熟経済におけるエクイティ・ファイナンス需要の低下を考えると、上場意義を見出しづらいこともあり、中堅～小規模な上場企業、特にオーナー企業を中心に、今後も中長期的な視点から、投資ファンドと組まない(再上場を前提としない)MBO・非上場化が出てくるものと考えられる。

そのポイントは、以下の通りである。

- ・ 内需中心。また、公募増資による資本調達が見込まれず、その他の上場意義についても必要性が小さいこと
- ・ ハイレバレッジ調達を可能とする対象会社の財務状況(資産、借入)
- ・ Exitを前提とせずに長期保有できる株主の存在(創業家、取引先等)
- ・ MBO 実施以前に創業家等が一定割合を保有しており、再出資可能

非上場化後のガバナンス体制への留意

また、このような非上場化においては、上場している状態に比べて外部からのガバナンスが効きにくくなる点について、十分な留意が必要である。真にステークホルダー経営を実現していく為にも、経営規律の維持に工夫が必要と考えられる。社外取締役の活用や、有価証券報告書等一定の情報公開の継続など、意識的に何らかの規律を取り入れることが望ましい。

6. おわりに(ステークホルダー経営に向けた非上場化の検討)

日本企業にとっての上場

戦後から高度経済成長期を通して、右肩上がりに拡大してきた経済成長の中で、日本企業は事業拡大し、上場を目標としてきた経緯がある。成長マネーの調達、また上場企業という社会的な信用力・ステータスも日本においては大きな意味合いを持っていた。その時期に上場し、そのまま継続して現在まで上場を続けている企業も数多くあるものと思われる。

しかしながら、リーマン・ショックを機に、先進国経済が新たなステージを迎え、特に日本においては少子高齢化等の進展を受けて国内市場で過去のような大きな成長が見込めない状況になりつつある。このような状況において、企業にとっての上場意義は業界や個社ごとの事情によって変化し、成長マネーを吸収して海外展開を拡大する、つまりグローバルの成長メリットを享受すると共に海外投資家の要求にも応えていく外需型と、効率性追求でサステナビリティを重視した安定経営を目指す内需型に二極化していくのではないだろうか。

二極化とそれに
応じた最適な選
択肢

積極的に海外展開を進める大企業やグローバル企業は今後もリスクマネーが必須となり、エクイティ・ファイナンスを実施しながら外需獲得を目指して事業拡大していくと想定される。一方で内需型の中堅～小規模の上場企業においては、効率化や顧客囲い込みなどによって成熟市場においての安定経営を図る可能性が高いが、この戦略を上場維持した上で市場の要求に応えながら行うことは、ゼロサムゲームになりやすく、他のステークホルダーの価値を毀損する可能性もある。内需型などで上場メリットがデメリットを下回り、ストラクチャー面でも条件を満たす企業にとって、企業価値の源泉を守るステークホルダー経営の実践には、上場企業であることが必ずしも最適な形態ではなくなりつつあると考えられる。

以上

(事業金融開発チーム 北村 真紀子)

makiko.kitamura@mizuho-cb.co.jp

<引用・参考文献>

1. 新聞・雑誌

- 日本経済新聞(日本経済新聞社)
- 日経ヴェリタス(日本経済新聞社)
- 企業会計 vol.61-62
- MARR 2010 年 4 月号、7 月号

2. 書籍

- 「サステナビリティ」(アンドリュー・サビッツほか)

3. ホームページ、リリース資料等

- 証券便覧(みずほコーポレート銀行)
- 中国ニュース通信社 Record China

他、各社ホームページ、決算発表資料、プレスリリース等

©2010 株式会社みずほコーポレート銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

MIZUHO



Channel to Discovery