

「戦略的非公開化」という選択肢

欧米では、株式の公開を継続するメリットを感じなくなった公開会社が、あえて上場廃止を選択する「戦略的非公開化（ゴーイング・プライベート）」が盛んに行われている。「上場廃止」というと、わが国では倒産や吸収合併が理由であることが多いため、あまりイメージは良くないが、最近になってわが国でも戦略的非公開化を選択する会社が現れ始めている。

1. 欧米で盛んな戦略的非公開化

米国では、70年代頃からLBO（Leveraged Buy-Out）やMBO（Management Buy-Out）などと呼ばれる投資ファンドや現経営陣などによる企業買収が盛んになったが、その中には公開会社の支配権を獲り、非公開にすることを目的とするものが多く含まれている。買収公開企業の規模が小さい場合は、現経営陣等が自らの財産や借入により買収資金を捻出するが、規模がある程度以上になると、KKR（Kohlberg Kravis & Roberts）に代表されるような投資ファンドが買収資金の調達を支援する。最近では、98年に22件、99年に50件の非公開化取引が行われたという¹。

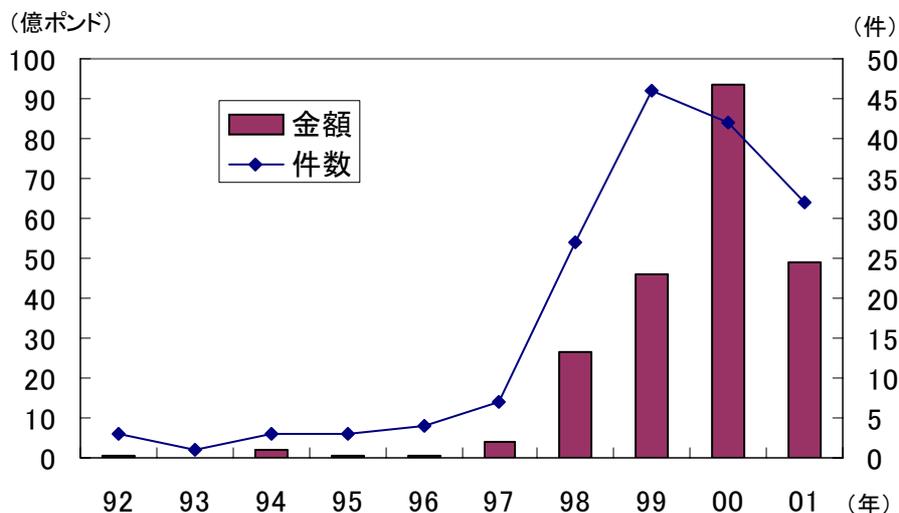
一方英国では、80年代の初め頃よりMBOが盛んになり始めたが、公開会社を非公開化するMBOがみられるようになったのは、主に90年代以降で、98年から件数が急激に増加している。2001年は前年よりも件数、金額共に減少したが、件数は32件、取引金額は総額49億ポンドと依然として高い水準で推移している（図1）²。このうち1億ポンド（約180億円）を超える大型の案件が14件に上った。

また、英国に比べて件数は少ないが、ドイツやフランス、オランダなど他の欧米諸国においても非公開化取引が行われている。

¹ パイパー・ジャフレー社の調査より。

² 投資ファンドの支援を受けたケース。ちなみに、欧米では非公開化取引のことを、“going private”又は“public to private (P2P)”と呼んでいる。

図 1 英国における非公開化取引



(出所) The Center for Management Buy-out Research, “Management Buy-outs Quarterly Review”より野村総合研究所作成

2. 株式を非公開にする理由

1) 低い流動性と株価のディスカウント

株価低迷や低流動性のために、①資本市場からの資金調達が困難である、②敵対的買収の脅威に晒されている、③事業承継のための持分売却ができないなどといった問題を解消する目的で非公開化が行われる場合がある。

株式に流動性を付与することは、株式公開の目的の 1 つであるが、取引所に上場しているからといって必ずしも高い流動性が保証されるわけではない。すなわち、市場には何千もの銘柄が上場されており、その全ての銘柄が頻繁に売買されるわけではない。機関投資家のファンド・マネージャーは、多額の資金を動かすために、大型株に売買が偏りがちになる。また、証券会社のアナリストは主要な銘柄にリサーチを集中し、とても全ての銘柄をカバーすることはできない。その結果、一部の銘柄に売買が集中し、アナリストがつかないような中小型銘柄や、注目度の低い業界に属する銘柄などは売買の流動性が低く、株価もディスカウントされることが多い。

例えば、ニューヨーク証券取引所（以下 NYSE）では、売買回転率（turnover ratio）³が 90 年代以降年々上昇し、2001 年は年間 94%と過去最高を記録したが、取引の中身を見ると、およそ 2,800 の上場銘柄のうち最も売買の活発な 50 銘柄で売買高全体の約 3 割、同 250 銘柄で売買高全体の 6 割以上を占めている。また、非常に流動性の高い市場として知られる

³ 売買回転率 = 売買高合計 / 平均上場株式数

ナスダック市場（以下 NASDAQ）でも、上場会社数の約 2 割を占めるスモール・キャップ銘柄の売買高は NASDAQ 全体のわずか 1% を占めるに過ぎず、大型銘柄の多いナショナル・マーケット銘柄に売買は集中している。

会社の本来の価値が株価に適正に反映されていないと考える企業の経営者は、まずインベスター・リレーションズ（IR）を強化すべきであると考えられる。IR が功を奏し、株価上昇や流動性の向上につながる場合もある。しかしながら、収益が改善しているにもかかわらず、市場から無視され、一向に株価が上昇しないといったケースもあり、そうした場合に非公開化が選択肢として浮上する。

2) 支配権の集中

株式を公開すると、公開会社に課される情報開示義務の遵守や、一般株主による経営監視により、経営の透明度は高くなる反面、短期的な業績に株主や投資家、アナリストなどの注目が集まる傾向があるため、経営陣が中長期的な成長戦略を推進したり、思い切った事業改革を行うことが難しくなる場合がある。そうした際に、株主からの短期的な収益向上の圧力を排し、再び経営陣やオーナーなど一部の株主に支配権を集中するために非公開化取引が実施される。

経営陣等の持分比率が高まると、会社の業績の向上が自らの利益に直結するため、以前よりも経営改善や事業の成長に対するモチベーションが高まる。また、よりインセンティブを高めるようなコンペンセーション契約も締結しやすくなると考えられる。

投資ファンドが支援する非公開化取引においては、彼らが相当の持分を保有することになる場合が多いが、投資の目的が将来的なキャピタル・ゲインの獲得であるため、企業価値の向上に向けて経営陣への助言などを行うことが一般的である。

3) 公開継続のコスト

公開を継続するためには、SEC に提出する情報開示書類の作成や監査にかかるコスト、株主総会の開催コスト、投資家向け説明会の開催やアニュアル・レポートの作成など IR にかかるコスト、取引所に納める上場継続費用（表 1）など様々なコストを負担しなければならない。コストは金銭的なものにとどまらず、人的コストも非常に大きい。例えば、取締役は IR に多くの時間を割かれる。また、株主への諸サービスのために担当者を置かなければならない。比較的規模の小さい公開企業にとっては、特に負担が大きく感じられるケースがあり、これらのコストが公開企業であることのベネフィットに見合わないという判断も非公開化を推進する。

表 1 上場継続費用の例（ナスダック・ナショナル・マーケット）

上場株式数	年間費用
0～1,000 万株	\$21,225
1,000～2,500 万株	\$26,500
2,500～5,000 万株	\$29,820
5,000～7,500 万株	\$39,150
7,500 万～1 億株	\$51,750
1 億株以上	\$60,000

(注) 2002 年 1 月現在。

(出所) NASDAQ 資料より野村総合研究所作成

3. 非公開化のプロセス

1) 非公開化の手続き

(1) 上場廃止基準への該当

第一の方法は、非公開化取引を通じて取引所の上場廃止基準に該当させるというものである。

日米株式市場（東証、NYSE、NASDAQ）の上場廃止基準には、上場株式数、時価総額、株主数、売買高、株価などの項目があり（表 2）、それらに該当すると、定められた猶予期間等を経て上場廃止となる⁴。非公開化に当たっては、株主数を一定人数未満（3 市場とも 400 人未満に設定されている）に減らしたり、少数特定者⁵に株式を集中させたりするような取引をあえて行うことにより上場廃止基準に該当させる。

⁴米国株式市場では、毎年多くの会社が廃止基準に該当することを理由に上場廃止となっているが、わが国ではそのような事例はほとんどない。

⁵少数特定者の定義は、東証では大株主上位 10 名及び役員と会社自身、NYSE と NASDAQ では、役職員とその家族及び持株比率 10%以上の大株主となっている。

表 2 日米取引所の上場廃止基準概要

	東証	NYSE	NASDAQ
上場株式数	4,000 単位未満	少数特定者以外の株主の持株数が 60 万株未満	少数特定者以外の株主の持株数が 75 万株未満
時価総額	規定なし	過去 30 営業日の平均時価総額 1,500 万ドル未満など	浮動株について 500 万ドル未満
株主分布	<ul style="list-style-type: none"> 少数特定者の持株数が、上場株式数の 75% (当分の間 80%) 超 株主数 400 人未満 (上場株式数 1 万単位未満) など ともに猶予期間 1 年 	株主数 400 人未満	株主数 400 人未満
売買高	直近 1 年間の月平均売買高 10 単位未満、又は 3 ヶ月間売買不成立	直近 1 年間の月平均売買高 10 万株未満 (但し、株主数 1200 人未満)	規定なし
株価	規定なし	1 ドル未満 (30 営業日連続)	1 ドル未満 (30 営業日連続) ⁶
その他	倒産、不適当な合併、上場契約違反、株式交換等による完全子会社化など	倒産、上場契約違反など	マーケットメイカー 2 社以上、株主資本 1,000 万ドル未満

(注) 1. NASDAQ については、ナスダック・ナショナル・マーケットの 2 つの基準のうち第 1 基準を掲載。

2. 東証は、第一、二部についての基準。

(出所) 各取引所資料より野村総合研究所作成

一方、英国における上場廃止基準は日米とはやや異なる。英国では、2000 年に成立した金融サービス・市場法により、取引所ではなく金融サービス庁 (FSA) に上場関連の規制権限が委ねられている⁷。FSA が定めた上場規則によれば、通常取引を不可能にするような特別な状況が生じ、もはや取引が認められないと判断された場合に、FSA の上場監督局 (UK Listing Authority) が当該証券の上場を廃止すると定められている⁸。当局の裁量が非常に大きくなっているが、当局のガイダンス・マニュアルには、通常、①上場中止が半年以上続いた場合と、②少数特定者以外の株主の持分が不十分である場合 (概して 25% 未満) に上場を廃止すると記されている。上場が中止になるのは、主に情報開示義務が遵守されていない場合である。

(2) 上場廃止の申請

第二の方法は、発行体自らが上場廃止を申請するという方法である。申請が取引所や当

⁶ ただし、その後 90 日の間に 1 ドル以上になれば廃止を免れる。

⁷ 英国金融サービス・市場法第 77 条

⁸ 上場規則第 1 章第 19、20 条

局により承認されれば、上場廃止となる。

日米英の上場廃止申請に関する規程をみると、NYSE の規程には、上場廃止申請の条件として、①監査委員会と取締役会による申請の承認、②上場廃止申請のプレスリリース、③最低でも大株主上位 35 人に対して、最短で上場廃止がいつになるかなど、上場廃止申請の内容を書面で通知すること、が明記されている。

英国の FSA の規程では、発行体が上場廃止を申請したことを、上場廃止日の少なくとも 20 日前までに、Company Announcement Office に申告するとともに、株主に通知しなければならない、とされている。

東証の有価証券上場規程にも、上場廃止申請の条文があるが（第 15 条）、申請のために満たすべき条件や、どのような場合に取引所が申請を承認するかなどといった詳細については定められていない。ちなみにわが国では、上場廃止の申請がなされたケースはほとんどない。

2) 非公開化取引の手法⁹（主に米国で用いられているもの）

（1）現金合併（キャッシュアウト・マージャー）

少数株主を現金の交付によって完全に排除する方法（スクイズ・アウトと呼ばれる）の 1 つで、米国では最も一般的に用いられる。非公開化を目指す会社と、非公開化取引を支援する投資ファンドの出資によって設立された SPC を合併させる際に、当該会社の少数株主に対して、新会社の株式の代わりに現金を交付するのが典型的なパターンである。これにより、経営陣やオーナー一族などの内部者と、投資ファンドで会社の支配権を完全に握ることができる。

（2）自社株公開買付

自社株公開買付により少数株主の持分を減らし、支配株主の持分を高めるという方法である。買付資金は内部留保金や借入金を活用するため、規模のそれほど大きくない会社がこの方法を用いる場合が多い。自社株公開買付の結果、支配株主が相当の支配権を握った後、現金合併によって完全に少数株主を排除するケースもある。

（3）株式併合

少数株主の中で最も持分の多い株主の株式が端株になるような株式併合をし、端株と現金を交換する方法である。米国の多くの州会社法で、端株が生じるような取引が生じた場合、端株の代わりに現金を交付することが認められていることを利用したものである。

⁹ 詳しくは、西村総合法律事務所編『M&A 法大全』第 13 章及び、内間裕・佐粧朋子「日本における MBO の普及・活性化に向けて（中）」『商事法務』1538 号を参照。

3) 少数株主の保護

非公開化取引によって一部の者が支配権を握る際には、少数株主の保護が必要となる。これが確実に行われないと、少数株主からの株主代表訴訟に発展する可能性がある。

第一に、非公開化取引が行われることが、少数株主に周知徹底されなければならない。例えば米国には、1934年証券取引所法に基づく SEC 規則 13e-3 (Going Private Transaction by Certain Issuers or Their Affiliates) という、非公開化に関する特別の情報開示制度が設けられている。非公開化取引を実施する会社は、取引の目的、内容、手続き、外部の専門家に取引の公正性に関する意見を求めた場合はその意見などを盛り込んだ開示資料を SEC に提出しなければならない。

第二に、少数株主が、非公正な価格で株式の売却等を強制されることがあってはならない。欧米では通常、投資銀行や公認会計士など外部の者をアドバイザーとして雇い、買取価格の算定をさせることによって、取引の公正性を担保している。米国の例などをみると、時価に相当のプレミアムが付けられるケースが多い。

4. ケーススタディ

1) 投資ファンドの支援を受けた現金合併～Spring Industries

以下のケースは、投資ファンドによる出資を受け入れ、少数株主の保有株式を現金と交換することを合併条件とする現金合併（キャッシュアウト・マージャー）により、少数株主を排除するという典型的な非公開化取引のケースである。

Spring Industries（以下 Spring）は、1887年に創立され、1966年に NYSE に上場を果たした米国サウスカロライナ州を拠点とする繊維製品の大手メーカーで、シーツや布団、タオルなどを主に製造している。同社は、90年代は概ね業績好調で、株価も上昇傾向にあったが、98年にいったん収益が落ち込むと、株価は98年6月に付けた61ドルのピークから急落した。この際、機関投資家等大口の株主から短期的な収益向上及び株価回復のプレッシャーを受けた。同社の経営陣は長期的な視野に立って経営戦略を構築することを望んでいたが、株主の期待に沿うために業績の回復を急いだ。その結果、99年以降再び業績が回復し、ROEも8～9%を達成した。にもかかわらず、同社の株価は低迷を続け、2000年10月には、10年前の水準である22.5ドルまで下落した。

そこで、経営陣は2000年7月より、投資銀行のアドバイスを受けながら、株式の非公開化や他企業との連携など、採り得る選択肢の検討にとりかかった。そして、翌月には投資ファンドの Heartland Industrial Partners（以下 Heartland）と接触し、以後経営にも携わる創業者一族を中心に、非公開化を目的とした再資本化スキームの構築を目指した。そして、

2001年4月に以下のような再資本化取引に至った（表3、図2）。

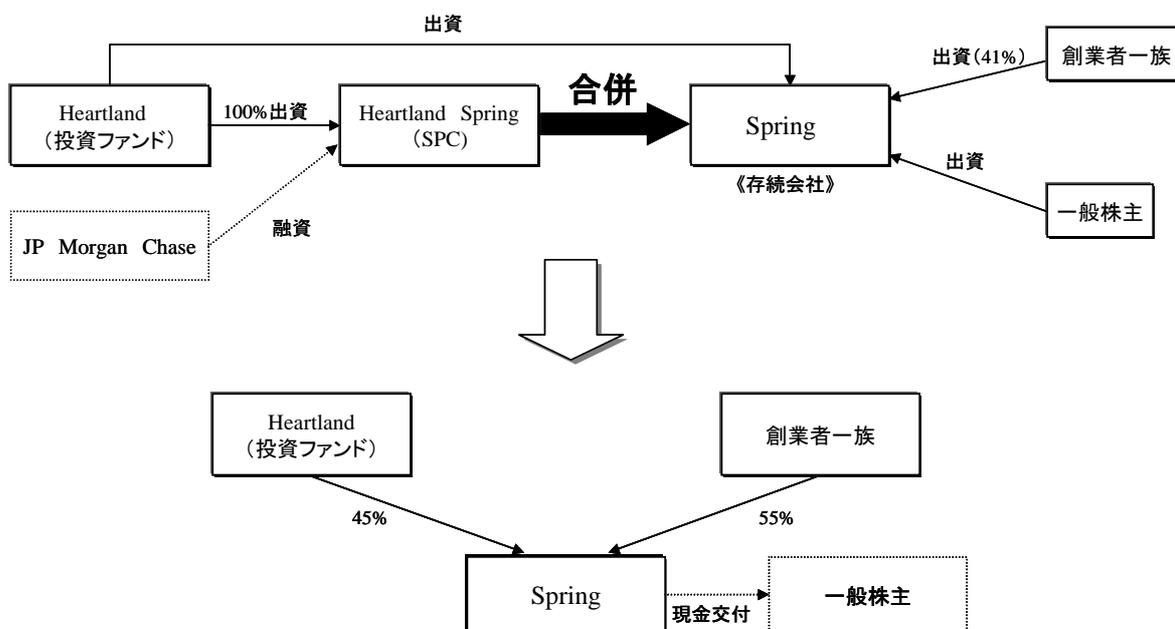
表3 再資本化スキームの概要

- ・ Heartland が 100%出資する特別目的会社 Heartland Spring と、Spring が合併。Spring が存続会社となる。
- ・ Heartland Spring の株式は、Spring の株式と 1 対 1 で交換。
- ・ 会長兼 CEO の Bowles 氏を含む創業者一族と Heartland の保有する Spring 株式はそのまま、それ以外の一般株主の保有する Spring 株式は 1 株当たり 46 ドルのキャッシュ（再資本化取引発表日前日終値に 27%のプレミアム）と交換。
- ・ 再資本化後の持分構成は、創業者一族が 55%、Heartland が 45%となる（再資本化前の創業者一族の持分は 41%であった）。
- ・ 再資本化に必要な資金は、Heartland による出資金や、JP モルガン・チェースからの借入により賄う。

（出所）野村総合研究所作成

少数株主を現金交付により排除し、会社の支配権を獲得した創業者一族は、Heartland によるサポートを受けながら、中長期的な成長戦略を模索している。Spring は、2001年9月に上場廃止し、非公開となった。

図2 スキーム図



（出所）野村総合研究所作成

2) 非公開化後、事業の再構築を経て再上場したケース～Willis Group Holdings

Willis Group Holdings は、米国や英国を中心に、100ヶ国を超える国々に販売網を持つ、世界第3位の保険ブローカーである。90年代後半、多数の会社が乱立する状態にあった保険ブローカー業界では、M&Aを含む業界再編が活発化しており、同社が業界内の競争に勝ち残るためには、大胆な事業の再構築をしなければならなかった。だが、それには相応の時間が必要とされたため、当時の経営陣は、短期的な収益を重視する株主や市場の目を逃れるための戦略的非公開化を志向した。

同社は、ロンドンとニューヨークに株式を上場していたが、投資ファンドのKKRと保険会社6社の出資する買収目的会社を買収されるかたちで、98年に非公開化した。買収金額は、14億ドルであった。新会社には、同社の旧経営陣等も出資した。非公開化後は、新たなCEOを外部から招いたり、150人を超えるマネージャーを新規に雇い入れたりする一方で、北米地区の事業を包括的に見直すなど事業の再構築を積極的に推進した。その結果、収益基盤はより強固なものとなった。そして、2001年6月にNYSEに再上場を果たし、米国の景気が下降する中で、株価は堅調に推移している（図3）。

図3 Willis Group Holdings 株価



(出所) Yahoo Finance (<http://finance.yahoo.com>)

3) オーナー会社の事業承継のケース～Knurr

Knurr は 1931 年創業のドイツの電子通信装置の梱包機器メーカーで、ミュンヘン証券取引所に上場していた。同社はドイツで多く見られるいわゆるオーナー会社で、当時の Hans Knurr 会長やその一族が株式の大部分を保有していた。Knurr 氏は高齢のため引退を考えていたが、一族にも、また現経営陣の中にも適当な後継者が見つからなかった。そこで同氏はロンドンを拠点とする有力なプライベート・エクイティ・ファームである 3i にコンタクトを取り、綿密な協議を経た上で、2000 年 5 月に 3i グループやそのファンドが出資する持ち株会社に、同氏の保有分を含む発行済み株式の 93%を売却した。その後、3i 傘下の持ち株会社が公開買付を行い、残りの少数株式を買い付けた。

5. わが国の状況

1) わが国でも萌芽し始めた戦略的非公開化

最近わが国でも、投資ファンドの支援を受けた非公開化取引が拡がり始めている。2001 年には 3 件実施され、2002 年にも既に 1 件が実施済みで、1 件が予定されている¹⁰ (表 4)。わが国の商法では、キャッシュアウト・マージャーが認められていないこともあり、全てのケースにおいて、投資ファンドが 100%出資する買収目的会社が、非公開化を目指す会社に公開買付をかけるという手法が用いられている。その際、買付価格には 32.5~94.7%という高いプレミアムが付けられている。

非公開化を目指す会社の特徴として挙げられるのは、第一に、一部の株主への持分の集中度が高いこと（特定株主比率は全て 60%以上）である。ただし、非公開化取引後の状況をみると、どのケースにおいても現経営陣が引き続き経営に携わってはいるものの、会社の持分のほとんどを投資ファンドが保有しており、現経営陣の持分は少ない。第二に、時価総額がそれほど大きくない（全て 80 億円未満）ことである。戦略的非公開化を望む企業に中小型の銘柄が多いことと、投資ファンドが投資しやすい企業のサイズが数十億から数百億円であることと関係していると考えられる。

¹⁰ この他にも、2002 年 3 月に、野村プリンシパル・ファイナンスの 100%子会社が UHT（ジャスダック上場）株式の公開買付を実施し、発行済み株式の約 94%を買い付けた。この公開買付は、将来の非公開化を前提とした友好的なもので、非公開化後、現経営者等が 30%を上限に株式を保有することが予定されている。

表 4 戦略的非公開化の例

会社名	マインマート	トーカロ	関西メンテナンス	シーシーアイ	キリウ
業種	小売	金属製品	ビル管理	化学	自動車部品
旧上場市場	ジャスダック	ジャスダック	大証 2 部	ジャスダック	東証 2 部
上場廃止年月	2001 年 3 月	2001 年 8 月	2001 年 12 月	2002 年 3 月	2002 年 5 月 (予定)
買収者となる 投資ファンド	ユニゾン・キャピタル	ジャフコ	オリックス	野村プリンシ パル・ファイ ナンス	ユニゾン・キャピタル
公開買付の プレミアム	94.7%	32.5%	38.0%	52.9%	45.8%
特定株比率	62.2%	78.6%	72.0%	60.3%	64.1%
時価総額	59.3 億円	47.7 億円	50.3 億円	79.6 億円	47.3 億円
備考	事業承継	日鐵商事（東証 2 部）による子会社売却。			日産自動車系列。同社のリバイバル・プランの一環での売却。

- (注) 1. プレミアムは、買付価格と公開買付公表日より過去半年の平均株価とを比べたもの。
 2. 特定株比率は、上位 10 株主と役員合計持ち株比率。値は、公開買付が実施される直前の決算期のもの。東洋経済新報社『会社四季報』より。
 3. 時価総額は、公開買付公表日の前月末日の値。

(出所) 野村総合研究所

わが国でも非公開化を目指す公開会社が現れ始めている背景には、第一に、ここ数年バリエーションの案件を投資対象とする投資ファンドが相次いで設定されていることが挙げられる。また同時に、MBO の手法が徐々に世間に普及し、投資ファンドの支援を受けながら再資本化を行うことに対する抵抗感が薄れつつあることも指摘できよう¹¹。

第二に、大企業が、コア事業への集中やバランスシート調整などの事業再構築をここ数年積極的に進めていることが挙げられる。その一環として、上場子会社や関係会社などの株式を、第三者に売却するという動きが出てきており、間接的に非公開化取引を促進しているといえる。

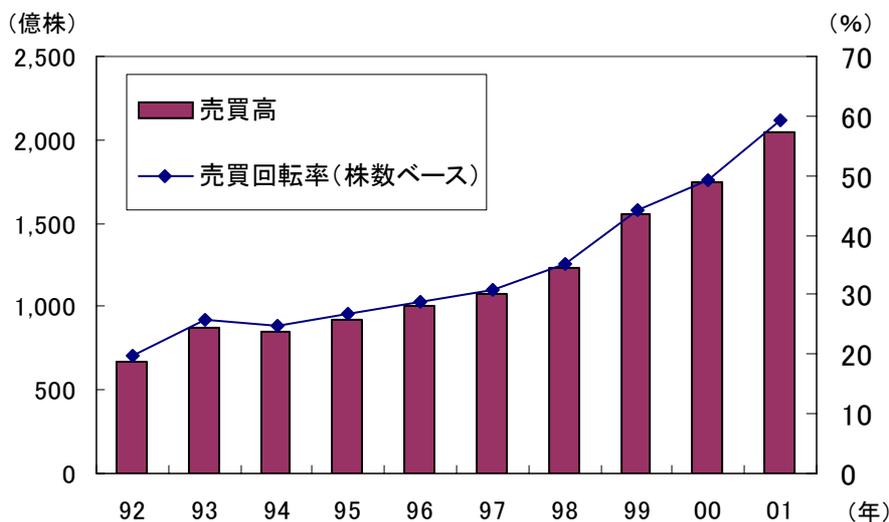
第三に、上場企業のオーナー株主が、事業承継のために持分を売却する相手として、現経営陣や彼らを支援する投資ファンドは望ましいという事情が挙げられる。市場での売却は、株価の下落を伴う可能性が強いため困難であり、また、競合他社への売却は、売却後の雇用関係や取引関係に対する懸念や、心理的抵抗感から難しいといった背景がある。

第四に、わが国にも、流動性が低く、株価がディスカウントされている銘柄が多数存在することが挙げられる。東証上場企業を例にとると、株式の売買高と売買回転率は過去 10 年間ほぼ一貫して上昇しているが（図 4）、売買高は銘柄によって偏りが大きく、ほとんど

¹¹ わが国の MBO の状況と制度上の課題等については、関雄太・岩谷賢伸「活発化し始めたわが国 MBO の現状と課題」『資本市場クォーターリー』2001 年秋号参照。

取引が行われない銘柄も多数存在する。2001年には売買回転率が0.1（10%）に満たない銘柄が500社を上回っており、流動性の高い銘柄は一部に過ぎないことがわかる（図5）。

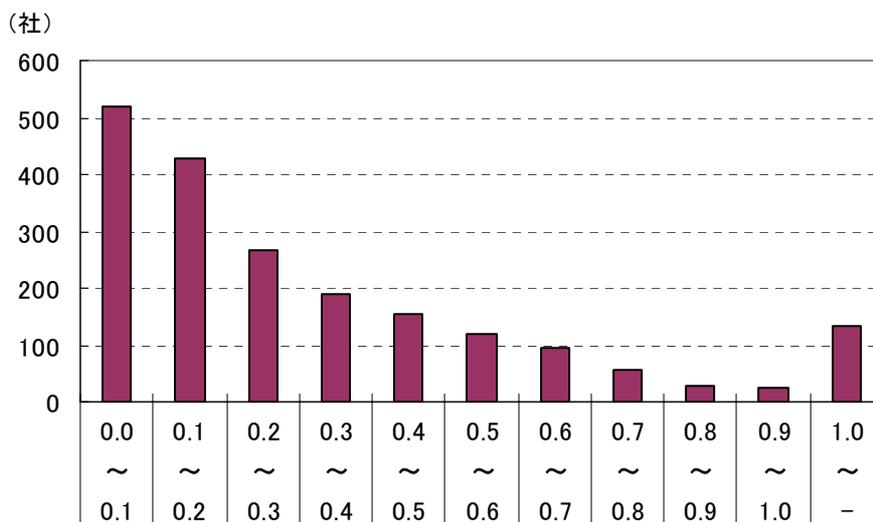
図4 東証の株式売買高と売買回転率



（注）東証上場全企業（マザーズ含む）が対象。売買回転率＝売買高合計／（年初上場株式数＋年末上場株式数）。

（出所）東京証券取引所『東証統計月報』より野村総合研究所作成

図5 東証の株式売買回転率分布（2001年）



（注）東証上場企業2010社（2001年に上場した会社を除く。マザーズ含む。）が対象。売買回転率＝売買高合計（2001年中）／上場株式数（2001年末）。

（出所）野村総合研究所

2) 戦略的非公開化の潜在的可能性

2001 年末現在の東証上場全 2,010 社（2001 年に上場した会社を除く。マザーズ上場銘柄含む。）を母集団とし、①売上の流動性が著しく低い（売買回転率¹²10%未満）、②投資ファンドに買収の支援を仰ぐのに適当なサイズ（時価総額 20～200 億円）である、③市場における評価が低い（株価純資産倍率（PBR）1 倍又は 0.5 倍以下）という 3 つの条件で、2001 年の数値についてスクリーニングした結果が以下の表 5 である。

表 5 スクリーニング結果

			519 社 (25.8%)
売買回転率 10%未満			316 社 (15.7%)
	時価総額 20～200 億円	PBR 1 倍以下	258 社 (12.8%)
		PBR 0.5 倍以下	118 社 (5.9%)

(注) 売買回転率は 2001 年の年間値。時価総額、PBR は 2001 年末の計数。

(出所) 野村総合研究所

3 つの条件を全て満たす会社が、PBR の条件を 0.5 倍以下とした場合でも 118 社を数え、非公開化の予備軍は JASDAQ 上場企業なども入れれば相当数に上ると予想される。これら 118 社の上場先をみると、東証第 2 部上場の会社が 99 社と圧倒的に多い。業種別にみると、卸売、建設、化学、機械、電気機器などが目立つ。

3) おわりに

株式市場からの資金調達や会社の社会的信用など、株式を公開しておくことのメリットは豊富にある。したがって、仮に公開のメリットが感じられなくなってきたとしても、まずは IR の強化などを通じて事態の改善に取り組むのが基本であろう。だが、それでも株価のディスカウントが解消されなかったり、また、支配権を集中して迅速な事業再構築を図るなど非公開化に積極的な目的がある場合には、公開企業は戦略的非公開化を一つの選択肢と考えてもよいのではなかろうか。

(岩谷 賢伸)

¹² 売買回転率 = 売買高合計 / 上場株式数 (年末) で計算