

「非公開化」の意義と問題点

大崎 貞和

要 約

1. 2005年7月以降、アパレル大手のワールドと飲料大手のポッカコーポレーションが、相次いで、MBO（経営陣による企業買収）による株式の非公開化に踏み切った。
2. 非公開化は、米国や英国では決して珍しい現象ではなく、日本においても、事業再生を図る目的で、投資ファンドの支援を受けた非公開化がいくつか行われている。しかし、業績が順調な有名企業による非公開化は異例であり、大きな関心を集めた。
3. 米国や英国では、多くの非公開化が、事業再編後の再上場を前提としながら実施されている。他方、株式併合などで株主数を減らし、取引所の上場廃止基準に意図的に抵触することで非公開化を実現したり、会社が上場廃止を申請するといった例もみられる。
4. 非公開化が行われる場合、経営者と一般株主との間の利益相反が問題となり得る。このため、米国では、非公開化に際する特別な情報開示義務が規則化されている。また、英国では、自発的な上場廃止申請にあたっては、株主総会の承認を得ることが求められている。
5. 日本の非公開化事例をめぐっては、大多数の株主が買付に応じたことで、株主の支持を得たとの見方もある。しかし、上場廃止が予想される状況では株主は応募せざるを得ない。少数株主保護のための仕組みが十分でない中で非公開化が行われれば、強圧的な買収と同じような効果を生むという問題がある。

I. 相次いだ非公開化

1. ワールドとポッカの非公開化

2005年7月25日、アパレル大手のワールドが、株式公開買付（TOB）を通じ、社長個人が事実上100%出資する会社の完全子会社となり、上場を廃止するという計画を発表した。いわゆる非公開化（Going Private）である。

発表によれば、買収を実施する会社（株式

会社ハーバーホールディングスアルファ）には、現在の出資者である社長以外のワールド経営陣も出資を行うとされており、MBO（management buyout）、すなわち現在の経営陣による企業買収の一例とみることができる。

非公開化の狙いは、「経営環境の変化に柔軟に対応した機動的な経営戦略や施策を短期的な業績変動に左右されることなく迅速に遂行する体制を整備する」とともに、「自己責任を明確にした経営体制への転換を図るた

め」とされ、短期的な収益力に注目しがちな外部投資家の影響を排除したいという経営陣の意図がうかがわれた。敵対的買収やそれに対する防衛策が、市場の関心を集めていることもあり、「非公開化は究極の買収防衛策」といった見方もなされた。

続いて、8月22日には、飲料大手のポッカコーポレーションが、投資会社アドバンテッジパートナーズと協力してMBOを実施し、株式を非公開化すると発表した。

最終的には、ワールドでは発行済み株式総数の約95%、ポッカでは約94%がTOBに並び、両社の株式は、所定の期間を経て、上場廃止となることが確実になっている。

2. 二つの非公開化の特徴

昨年来、西武鉄道やカネボウといった大手企業の株式上場廃止が大きな関心を集めたが、それらは、いずれも取引所の上場廃止基準に基づき、会社の意に反する形で上場廃止となったものである。これに対し、戦略的に行われる非公開化は、自らの意思で株式を公開したはずの企業が、自らの意思で上場廃止を選択するという点が大きく異なる。

このような非公開化取引は、米国や英国では、決して珍しいことではない。実は、日本においても、2001年頃から、業績の振るわない上場企業が、投資ファンドの支援を受けて事業の再生を図るといった目的で、非公開化に踏み切る事例が散見されるようになっていた¹。しかし、業績が順調な有名企業による非公開化は極めて異例であり、両社の動きは大きな関心を集めた。

II. 非公開化の背景

1. 非公開化に踏み切る理由

戦略的な非公開化は、米国では1970年代以降、英国では1990年代以降、投資ファンドの支援を受けた経営陣によるMBOなどの

過程で、しばしば実施されるようになってきた。上場企業が自発的な非公開化に踏み切る理由としては、次のような事柄が考えられよう。

第一は、株価が低迷し、株式の流動性が低い企業の場合である。こうした企業にとっては、株式公開の主要な目的の一つである株式発行による資金調達は容易でなく、むしろ、割安な株価に着目した買収者による敵対的買収の脅威にさらされるというデメリットの方が強く感じられるようになる。

経営者が、本来の企業価値が株価に十分に反映されていないと考える場合には、IR活動の強化が必要であるといった指摘がしばしばなされる。そうした指摘は正しいが、それでもアナリストによるカバレッジが十分に行われまいとといった事情があれば、非公開化という手段が検討されることもあり得るだろう。

第二に、上の点とも関連するが、上場維持に伴う取引所賦課金の支払いや情報開示、多数の株主の出席を前提とする株主総会の開催などに伴うコストを削減するという狙いから非公開化が検討されることがある。

一般的には、株式を公開することで、新株発行による大規模な資金調達が可能となるといった直接のメリットのほか、知名度の向上、融資条件や取引条件の改善、優秀な人材の集めやすさなど、様々なメリットが得られるが、そうした効果だけでは上場維持に係るコストが見合わないと判断する企業もないとは言えない。

第三に、現在の経営陣等、特定の株主に経営支配権を集中させるために非公開化が実施されることがある。

公開企業は、幅広い株主による経営監視が行われ、いわゆるコーポレート・ガバナンスが強化されると評価されている。しかし、半面、株主が短期的な収益力の向上に強く期待するといったことから、経営者の利害が必ずしも一致しない局面では、それが経営の自由

度の制約につながることも否定できない。**MBO**を通じた非公開化の狙いは、経営者自らが主要株主となることで、株主との意見対立という摩擦を回避し、思い切った経営戦略を円滑に実行することにある。

2. 非公開化を選ぶ企業のタイプ

米国での実証研究によれば、戦略的非公開化を選ぶべきとされるのは、CEOが主要な株主であり、収益力が弱く、株価純資産倍率が低く、株価の上昇率が低迷している企業だという²。最近では、2002年7月のサーベンス・オックスレー法制定で、内部統制監査制度が導入されるなど公開会社に対する規制・監督が強化されることになり、中堅クラスの上場企業を中心に非公開化への関心が高まっているとされる。

ここで注意を要するのは、一口に戦略的非公開化と言っても、実は、将来の再上場を前提として実施される場合が少なくないということである。非公開化を検討する企業には、株主からの様々な圧力を含む上場維持のコストを負担に感じ、公開企業であることのメリットを実感できていないという共通点がある。しかし、それを一時的な事態と受け止め、企業自身の体質が変わり、市場の状況が変化すれば株式を再び公開したいと考えるか、そうではなく永続的なものにとらえ、上場制度そのものに幻滅してしまっているかは、企業によって異なるだろう。

とりわけ、投資ファンドの支援を受けて行われる**MBO**の場合は、将来の再上場が前提となることが多い。投資ファンドは、背後に資金の最終的な出し手である投資家を有し、一定の期間内に相応のリターンを上げるよう要求されている。彼らが、株式買付の資金を拠出するのは、何らかのイグジット（exit、出口）が用意され、投資資金を回収する見通しが立てられるからに他ならない。その場合の出口の有力な候補となるのが、株式の再上

場である。

もちろん、他の企業への売却や上場企業との合併といった手段もイグジットとなり得る。いずれにせよ、**MBO**を実施した経営者達が「オーナー」となる非公開会社、という状態が永続するという前提では、投資ファンドが資金を投下することは難しいだろう³。

3. 再上場を考えない非公開化

他方、将来の再上場といったことは考えず、単に上場を廃止したいと考える企業もないわけではない。その場合、英国や米国では、しばしば、株式併合を行って議決権を保有する株主の数を減らし、取引所の上場基準に定められた株主数基準を満たさないことを理由に、上場を廃止するという手法がとられる。株主数を減らしておけば、取引所上場廃止後に、法定の継続開示義務だけを引き続き課されるといった事態を回避できる可能性もある⁴。もちろん、市場の動向で上場廃止基準に抵触しそうな状況が生じ、通常の上場企業であれば、株主数の増加策などを講じることを、単に放置することによって、上場廃止を実現するという方法も考えられる。

また、各取引所は、上場企業の申請による上場廃止の可能性を認めている（例えば、東証の有価証券上場規程15条）。従って、最も単純な方法として、経営陣による自発的な上場廃止申請の結果としての非公開化も可能である。

Ⅲ. 非公開化の問題点とその対応策

1. 情報開示の必要性

非公開化が、**MBO**を通じて行われる場合、株式を取得する経営者と株式を売却する一般株主（投資家）との間の利益相反の可能性が問題となる。経営者は、企業の内部情報に通じており、一般株主との間には情報の非対称性が存在する。この問題を解消するためには、

投資家が MBO の提案に応じるべきかどうかについて健全な判断を下す上で必要な情報が十分に提供されるよう、経営者側に情報開示を求める必要がある⁵。

この点をめぐって、米国の 1934 年証券取引所法は、一般の公開買付規制（いわゆるウィリアムズ法）とは別に、発行者もしくは発行者を支配する者等による買付に関する特別な規定を設けている（13 条(e)項）⁶。SEC は、この規定に基づいて規則 13e-3 を制定している。この規則は、TOB の手続きを踏んで行われる非公開化だけでなく、発行者や発行者を支配する者による上場の廃止や継続開示義務の免除につながるような買付全般に適用される。

非公開化が実施される場合に求められる情報開示については、規則 13e-3 及び同規則に基づいて提出を求められる様式（様式 13E-3）の記載事項ならびにその記載上の注意を定めたレギュレーション M-A に詳細な規定が設けられている。中でも、次のような点が注目される。

第一に、非公開化を実施する者が、当該取引が少数株主にとって公正である（あるいは不公正である）と合理的に信じていることを開示することが求められている。ここでは、取締役のうち非公開化に反対した者や棄権した者がいればその氏名や知り得た理由を開示することなどが求められている（項目 1014）。実務上は、投資銀行など外部の第三者に対して取引の公正性に関する意見（fairness opinion）を求め、その内容を開示するという対応が必要となる。

第二に、非公開化の目的を明示するとともに、その目的を達成するための代替的な手段としてどのようなものが考えられたか、また、どのような理由で非公開化以外の手段が採用されなかったのかについての説明が求められる（項目 1013）。ここでは、非公開化を決定するにあたって検討した論点を列挙するだ

けでは足りず、非公開化のメリットと弊害をできる限り数量化しながら具体的に示すことが必要であるとされる。

2. 一方的な上場廃止の危険性

非公開化が実施されれば、少数株主は、株式を円滑に売却する手段を奪われることになり、保有株式の資産価値が低下する。そうした事態を防ぐためには、①非公開化が全株を対象とする TOB を通じて実施されること、②TOB に際して投資家の投資判断に必要な情報が十分に供給されること、が求められるが、現在のところ、非公開化に際しての TOB を義務づけたり、全株の買付を求めたりする制度は、日本においても、英米においても、とられていない。

そこで、例えば、英国では、2005 年 7 月 1 日に発効した新たな上場規則において、発行者が自発的に上場廃止を申請する場合、株主総会で議決権の 75%以上を保有する株主による投票を行い、過半数の支持を得ておかなければならないという規定を設け、一般株主の意向を無視した、経営陣の独断による上場廃止申請を防止しようとしている。

もちろん、この仕組みによっても、複数の大株主が非公開化に賛同している場合に、少数株主の権利が十分に保護されるかどうかは疑問である。上で述べた情報開示の徹底などと併せて、少数株主の権利保護が図られることが望ましい。

ワールドの非公開化をめぐっては、TOB に対して 95%の応募があったことで、「大半の既存株主が好感したことを裏付けた」との見方もなされている⁷。しかし、非公開化が成功すれば株式の流動性が失われ、その後は経営者に買い取りを求めることもできないわけであり、一般株主は、仮に TOB の条件に対して若干の不満を抱いたとしても、応募せざるを得ないのが実情である。とりわけ、少数株主の権利を保護する仕組みが十分でな

い中で非公開化が提案されれば、いわゆる強圧的 (coercive) 買収と同じような効果を生むことを見逃してはならない。

IV. おわりに

ワールドとポッカコーポレーションによる戦略的な非公開化は、これまで日本の主要企業には見られなかった珍しい試みだけに、大きな話題を呼んだ。

とはいえ、株式の上場には、多くの重要なメリットが伴う。多くの企業は、上場の維持に伴う様々なコストや労苦を負担に感じつつも、上場企業が担うべき社会的な責任の一部として素直に受け入れているのではなかろうか。サーベンス・オックスレー法によって、日本以上に上場維持のコストが大きいと言われる米国でも、戦略的非公開化を選択する企業は、ごく少数に留まり、急増する兆しもみられない⁸これを機に、日本市場で非公開化が続々と実施されるといった見方は的を射たものとは言えまい。

なお、既に触れたように、非公開化こそが「究極の買収防衛策」との見解も一部にあるが、そうした見方は的確ではないだろう。というのも、経営者による非公開化の提案が行われた後であっても、第三者が敵対的 TOB を仕掛けることは十分に可能であり、仮に経営者側の提案した条件よりも有利な条件を提示することができれば、それが成功する余地も排除できないからである⁹。

ような手段での回収を想定しているのか (あるいはしていないのか) 興味深い。

⁴ 例えば、日本の証券取引法では、上場を廃止した会社は、株券の保有者が 25 名未満とならない限り、引き続き有価証券報告書の提出義務を負う。なお、この要件は発行者にとって厳しすぎるとの批判も強く、去る 6 月 28 日に提出された金融審議会ディスクロージャーWG 報告書では、「非上場有価証券に係る有価証券報告書の提出免除要件の範囲の拡大についても検討することが適切である。」との指摘が盛り込まれた。

⁵ ワールドの非公開化をめぐるのは、TOB の完了から三週間後に業績予想が上方修正され、TOB に応じた投資家の間で不満の声も聞かれた。

⁶ Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Fourth Edition, Aspen Law & Business(2001), pp. 604-608.

⁷ 『日経金融新聞』2005 年 9 月 5 日付けに引かれた外資系証券会社のアナリストの発言。

⁸ Marc Mogenstern, Peter Nealis, “Going Private: A Reasoned Response to Sarbanes-Oxley?”, Kahn Kleinman, LPA, 2004.

⁹ 非公開化が実現した後には敵対的買収の対象とならないのはあまりにも当然であり、それを防衛策と呼ぶのは不適切であろう。

¹ 非公開化の意義や 2001 年頃までの状況については、岩谷賢伸「「戦略的非公開化」という選択肢」『資本市場クォーターリー』2002 年春号 170 頁以下参照。

² Leonard Rosenthal, Kimberly C. Gleason, Jeff Madura, “Did Sarbanes-Oxley Make Being Public Prohibitive? Evidence from Going Private Transactions”, January 11, 2005.

³ なお、今回のワールドのケースでは、将来の再上場は考えていないものと受け取ることができる。少なくとも 1,456 億円を要するという大規模な TOB を現経営陣が個人として保有する自己資金だけでまかなうことは当然困難であり、資金の拠出者が、どの