

2019年7月10日

IPO を見据えた持株会社化の意義

3つの利点と3つの留意点からの考察

コンサルティング第二部
コンサルタント 宮崎 保明

[要約]

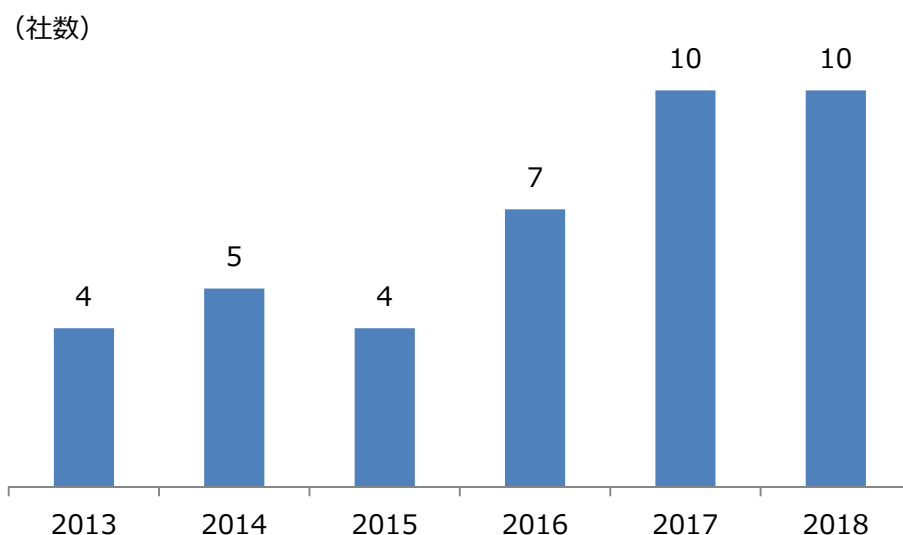
- 近年、持株会社が IPO を実施する事例が散見されており、今後も持株会社による IPO は増加すると考える。そこで、持株会社体制への移行と IPO の両方を検討している非上場会社にとって、IPO を見据えて持株会社体制へ移行する場合に考えられる利点と留意点を検討した。
- IPO に先立つ持株会社化は、上場後に比べて経営者の意向を踏まえた組織体制を構築しやすいこと、経営スピードが要求される上場会社において上場時点から効率化された経営体制を整えられること、IPO を見据えることで従業員がより強い目的意識を持つことができることから、経営者・企業・従業員のいずれの立場からも利点がある。
- 持株会社化と IPO 準備が一連の計画として実施される場合は、計画における時間、人員の制約が大きいため、通常持株会社化と比べて IPO 時の論点を前倒して検討する必要があることに留意する必要がある。
- 持株会社体制への移行と IPO の両方を検討している非上場会社にとって、どちらを先に実施するかは経営判断であり、正解はない。しかし、上場後の企業経営への影響に着目すると、非上場会社が持株会社体制への移行を IPO 準備の前段階として位置付け実行することは、合理的な選択である。

1. はじめに

近年、日本における新規株式公開 (IPO) 数が、年間で 100 社に近い水準で推移している。こうした状況において、ユニコーン企業の IPO のように紙面を賑わすことはあまりないが、

持株会社の IPO 数も増加傾向にある（図表 1）。

（図表 1）持株会社の IPO 数の推移（2013 年～2018 年、テクニカル上場¹を除く）



出所：東京証券取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所、福岡証券取引所の公表資料を基に大和総研作成

これらの企業が IPO を実施することを念頭において持株会社体制に移行したかどうかは定かではない。そもそも、持株会社体制への移行と IPO は、どちらを先に行うのが正しいということではなく、実施の是非や時期は経営判断に委ねられるべきものである。

しかし、持株会社による IPO 自体は珍しいものではなく、今後も増加すると考えられる。そして、これら両方を検討する非上場会社にとって、持株会社体制への移行を IPO 準備の前段階として位置付け、実施することは、合理的な選択であると考え。そこで、本稿では IPO を検討している企業が IPO に先立って持株会社体制に移行する利点と留意点を取り上げたい。その理由を述べる。

2. 3つの利点

IPO に先んじて持株会社体制に移行する利点について、経営者、企業、従業員の観点から

¹ テクニカル上場とは、上場会社が非上場会社との合併により解散する場合や、株式交換、株式移転により非上場会社の完全子会社となる場合に、その非上場会社が発行する株式について、速やかな上場を認める制度という。

説明する。

2-1. 経営者にとっての利点

まず、経営者にとっての利点として、公表前の段階では株主が限定されていることが挙げられる。持株会社体制への移行のような組織再編の実施には、多くの場合、株主総会での決議が必要となる。非上場会社であっても決議は必要であり、必ずしもそれが容易であるとは限らない。しかし、創業者又は創業者と近い関係にある者が経営職についている企業にあっては、株主との関係も近い場合が比較的多いであろうし、必要となる説明についても、よく見知っている人物であれば想定しやすいと思われる。一方で、上場企業の場合には、機関投資家や海外投資家も含む不特定多数の株主に対して説明し、承諾を得なければならず、その必要性を十分に理解してもらうために念入りな準備が必要となる。加えて、会社法に基づく法定書類の作成以外に、金融商品取引法に基づく対応や上場している証券取引所の規則に基づく適時開示の実施も必要となり、事務的な作業もより多く発生する。また、インサイダーの観点からは、公表前の情報の流出を防ぎ、内部者による取引が発生しないように努めるなど、情報の取扱いに細心の注意を要する点にも配慮が必要である。

2-2. 企業にとっての利点

企業活動の観点でも、上場前に持株会社体制に移行する合理性はある。通常、持株会社体制に移行する際には、将来的な経営計画に基づき、それに適した組織設計や収支設計、関係会社の管理等について十分な検討を行う。IPOにおいて求められる内部管理体制の構築やガバナンスの整備とは観点は異なるものの、実施にあたって経営上の課題を広く整理する必要性がある点については共通している。そのため、持株会社体制への移行を通して、企業の組織としての統制は強化されているはずである。また、上場後は他の上場会社と常に比較され、株主の利益にもより配慮した経営を行うことが求められる。そうした要求を満たすためには、上場間もない企業であったとしても上場企業として求められるスピードで事業を展開する必要があることは変わらない。その点で、経営の効率化は、まさに持株会社の強みとされていることの1つである。したがって、持株会社体制をとることが望ましいと考えているのであれば、上場前の段階でその体制を構築することで、上場後の経営体制の整備や事業展開において有利に働く。

2-3. 従業員にとっての利点

最後は、従業員に焦点を当てたポイントである。持株会社体制への移行は、経営者にと

っては重要な経営判断である一方、従業員にとっては業務上の営業施策等と比べてその意義が分かりにくく、持株会社設立後においても、その成果を実感するまでにはある程度の時間がかかる。とくに、管理部門では体制移行の前後における実務上の負担が重いために、移行当初においては、持株会社化をコストとして捉える従業員が出る可能性も否定できない。そこまで消極的ではないにしても、実務担当者が経営者と目的意識を共有するに至っていない事例は一定程度あると感じている。

その点で、IPO は従業員に高い負荷がかかるものの、上場企業になるという分かりやすい目標がある。経営者として、持株会社体制への移行の意義を従業員に理解してもらう努力はすべきだと考えるが、IPO を見据えている会社にとって、持株会社化は IPO 準備を開始するのに必要な施策の 1 つと位置付けることもできる。持株会社としての経営計画を構想し、組織や収支の設計を決定することは経営者中心で実行できるが、その計画を実現するには現場の運用が欠かせない。持株会社体制への移行が IPO の前提条件にもなっているという状況は、その中心的な役割を担う実務担当者にとって、経営者と目的意識を共有し、モチベーションをもって取り組む動機の一つになる。

以上より、IPO に先立つ持株会社化は、上場後に比べて経営者の意向を踏まえた組織体制を構築しやすいこと、経営スピードが要求される上場会社において上場時点から効率化された経営体制を整えられること、そして、IPO を見据えることで従業員がより強い目的意識を持つことができることから、経営者・企業・従業員のいずれの立場からも利点がある。

3. 3つの留意点

IPO に先立って実施する持株会社化には、前章のような利点が考えられる一方、留意点も存在する。考えられる留意点について、本章では3つの観点から考察する。

3-1. 時間面の制約

まず、対応スケジュールの長期化と厳密化が挙げられる。IPO の予定時期よりもさらに早い段階から持株会社化の検討を開始する必要がある。IPO に関しては、上場申請期の 2 期前から上場時の体制を想定して企業運営を行うことが実務上求められるため、持株会社体制への移行はその前に完了しておかなければならない。通常の IPO では、証券会社等と相談のうえ数年単位のスケジュールを策定して実行されるが、持株会社化を伴う場合は、そのスケジュールも IPO の計画に影響を与えないように組み込まなければならない。例えば、組織再編に慣れていない企業は、会社法上必要となる法定書類の作成にも十分注意する必

要がある。必要な資料を作成していないために持株会社設立の登記が遅れることになれば、持株会社化に留まらず、IPOにも影響を与えることになる。そのため、組織再編の実務に明るいコンサルティング会社に、持株会社体制への移行支援を依頼する場合もみられる。

3-2. 人員面の制約

また、非上場企業の場合には、人員の面でも上場企業に比べてリソースが限られている傾向にある。上場企業に比べて規模が小さい非上場企業では、とくに管理部門は必要最小限の人数で業務を行っていることが多いと考えられ、人員に余裕がない状況でさらに持株会社化に伴う実務を並行して行うことが想定される。これはIPOにおいても同様であるが、持株会社化とIPO準備が連続することで、より長期間にわたって負担が続くことになる。また、持株会社への移行は経営に直結する施策であるため、その後にIPO準備を控えていることを考慮すると、実務担当者がどれだけ積極的に計画に関与しているかも計画の進捗に大きく影響する。上場企業と比べて大きな組織変更慣れていないため、実務作業をこなしていくことで疲弊し、計画全体を俯瞰する余裕がなくなると、思わぬところでタスクの抜け漏れが発生する可能性もあるので注意したい。

3-3. 前倒しでの論点検討の必要性

最後に、通常持株会社化と比べた場合の論点の多さが挙げられる。持株会社体制への移行後にIPO準備を控えることにより、持株会社化する際の論点がより多くなる。上場審査の基準として、上場企業であるためには、社外取締役や社外監査役、独立役員を確保しなければならないほか、同族役員が選任されている場合には、その状況に応じて対応を検討する必要がある。また、取引関係や資本関係についても、ガバナンスの観点から上場企業として適切な状態に整理することが求められている。非上場会社であるからといって、このような点を見逃して良いわけではないが、上場企業にはより高い水準のガバナンスが要求される。持株会社の設立当初からこれらの基準を全て満たす必要はないが、上場までに達成すべく、移行前の段階からその手段と方法、達成時期について、計画する必要がある。

本章では、持株会社化とIPO準備が一連の計画として実施される場合は、計画における時間、人員の制約が大きいこと、通常持株会社化と比べてIPO時の論点を前倒しで検討する必要があることについて説明した。これらの課題を解消するためには、計画の策定は綿密に行う必要があり、場合によっては外部機関を活用することも有効である。

4. おわりに

本稿では、将来的に IPO を見据えている企業が持株会社体制に移行する場合における利点と留意点について説明した。非上場企業の特性を踏まえると、経営者、企業そして従業員に対する利点が考えられる一方で、時間や人員面の制約が大きく、早い段階で論点整理が必要という留意点がある。しかし、留意点として挙げたものは、上場までの課題であり、証券会社や組織再編に通じたコンサルティング会社を活用し、綿密な計画を立てることで解消できる部分も多い。それに対して、想定される利点は上場後の企業経営にも影響を与える可能性がある。

冒頭で述べたとおり、持株会社体制への移行と IPO のどちらを先に実施するかは経営判断であり、正解はない。ただ、これらの点を総合的に考えると、非上場会社が IPO 準備の前段階として持株会社体制への移行を位置付け実行することは、合理的で検討に値する選択である。

「中長期的に IPO を検討しているが、持株会社体制にも関心がある」という方に、本稿が役に立てば幸いである。

—以上—