

2011年12月27日 全10頁

上場会社数の減少が続く国内証券取引所

資本市場調査部
太田 珠美

再考される上場メリット、海外証券取引所との提携強化により空洞化防止を

[要約]

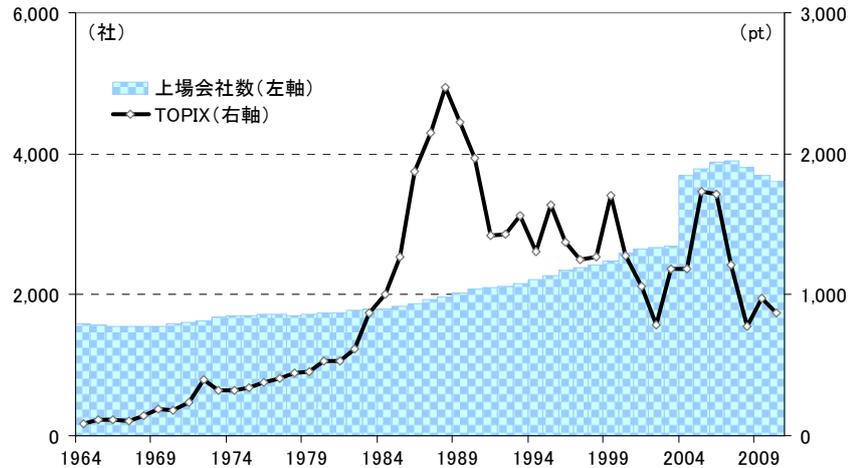
- 国内証券取引所の上場会社数は、上場廃止会社数が新規上場会社数を上回る状態が続き、2007年をピークに減少を続けている。企業が上場を廃止する理由は、企業組織再編に伴うもの（他社との合併や子会社化）が最も多い。近年、MBO等により自主的に非上場化を選択する企業も増加している。これまでMBO後に再上場を果たした企業は本稿執筆時点でわずか2社であり、MBO実施時は再上場を目指していた企業も、再上場を断念し他の事業会社の傘下に入るケースがみられる。
- 上場会社数減少の背景として考えられるのは、株式相場の低迷により株式市場から調達できる資金の額が不透明であるのに対し、上場コストが増加傾向にあることである。長期的に続く低金利により、借入や社債発行による資金調達コストは低水準であり、株式市場以外からの資金調達が容易であることも一因である。
- 2011年は日本企業が台湾や香港の証券取引所に預託証券を初めて上場させるなど、海外の証券取引所を活用した資金調達がみられた。海外の証券取引所に上場するコストを考えると、既に国内証券取引所に上場している企業が海外証券取引所に急速にシフトするとは考えがたいが、未上場でこれから上場を目指す企業が海外証券取引所に流出していく可能性は高い。
- 国内証券取引所も上場会社を増やそうと様々な試みを行っているが、企業の海外進出に伴い、進出先にある証券取引所への上場を検討する企業は今後増加するであろう。国内投資家のことを考えれば国内証券取引所への上場も維持されるような対策が求められ、その手段の1つとしては国内証券取引所が海外証券取引所との提携を強化することにより「上場会社に対しては海外証券取引所で資金調達を行う際のサポートをする」という対策も考えられよう。

証券取引所の上場会社数の減少が続く

上場廃止会社数が新規上場会社数を上回る

日本の証券取引所に上場する会社数は3,626社ある（2010年度末現在）。1990年以降、株式相場が大きく下落するような局面が何度かあったものの、長期的にみれば上場会社数は増加を続けていた。しかし、近年では上場廃止会社数が新規上場会社数を上回る状態が続き、2007年度をピークに、上場会社数は減少を続けている（図表1）。上場基準を満たさなくなった企業が退出することは止むを得ないが、新規上場会社数の減少は日本株式市場の低迷につながりかねない。

図表 1 国内全証券取引所の上場会社数および TOPIX の推移



(注) 年度末時点。2004 年度から 2009 年度まではジャスダック証券取引所上場分を含む (2003 年度以前の店頭市場は含まない)。

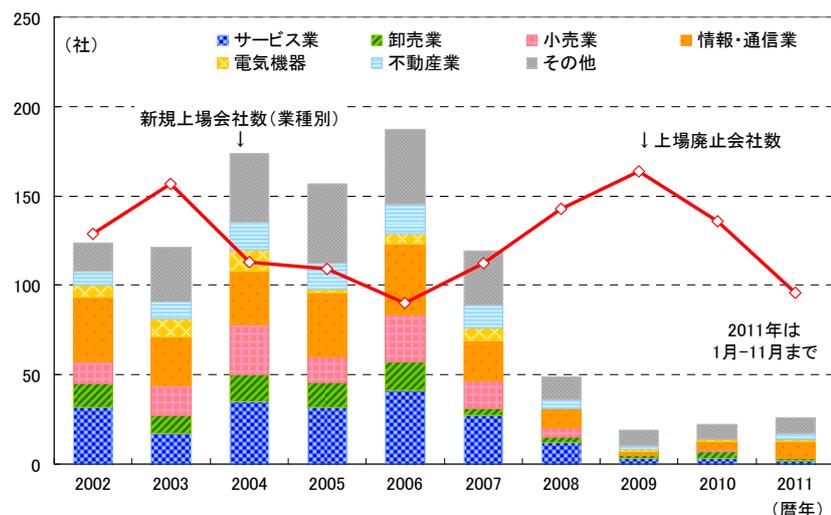
(出所) 各証券取引所「株式分布状況調査」より大和総研作成

2000年代後半以降、
IPO件数が減少

2007 年までは、毎年 100 社を超える企業が証券取引所に新規上場していたが、2008 年以降低迷している (図表 2)。新規上場会社数の減少は、2001 年～2002 年に IT バブル崩壊やアメリカでのテロ事件などの影響で株式相場が低迷した際にもみられたが、その際も新規上場会社数が年間 100 社を下回ることにはなかった。2003 年以降は株式相場が上昇に転じたこともあり、新規上場会社数も増加に転じた。

しかし、国内では 2006 年のライブドア事件以降、投資家の新興企業に対する不信感が台頭し、粉飾決算等の不祥事事件が相次いだ。世界では 2007 年のサブプライム・ローン問題に端を発する金融危機が発生、株式相場が低迷を続けた。株式市場からの資金調達に積極的な企業が減り、新規上場会社も減少した。

図表 2 国内全証券取引所の新規上場会社数、上場廃止会社数の推移



(注) 新規上場会社の集計は上場日ベース、上場廃止会社の集計は上場廃止日ベース。全証券取引所における上場廃止会社数は、非上場化した企業を対象とする (東証と大証に重複上場している企業が、東証の上場を維持したまま大証の上場を廃止するような場合は集計対象としていない)。

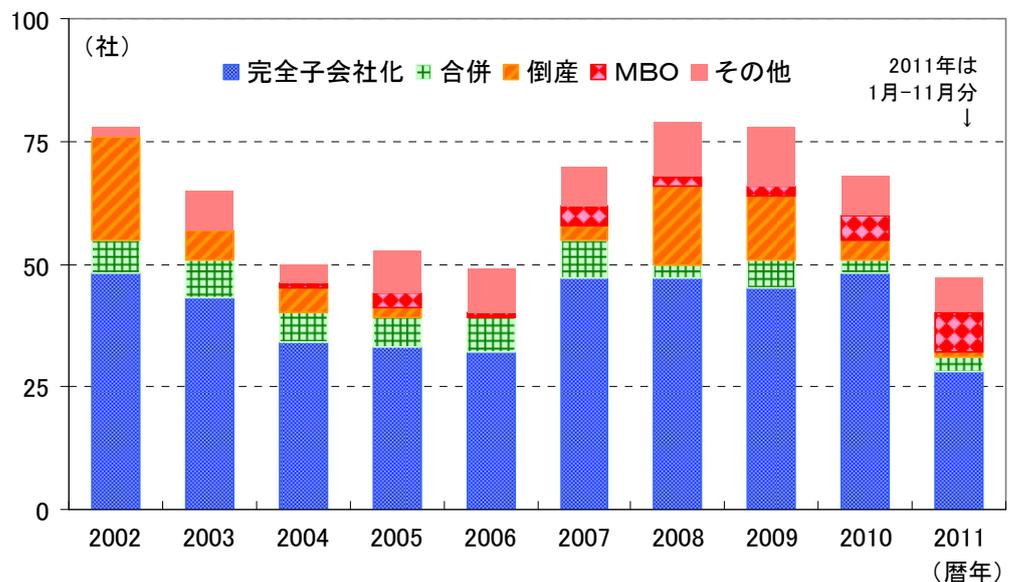
(出所) アイ・エヌ情報センター、QUICK 社より大和総研作成

上場廃止は企業組織再編によるものが多い

近年、上場廃止会社数は減少傾向にあるものの、新規上場会社数を上回る状態が続いている。証券取引所に上場している企業は各証券取引所（または市場）が定める「上場廃止基準」に該当した場合、上場廃止となる。また、企業が自主的に申請し、上場廃止となる場合もある。

東京証券取引所（以下、東証）で過去上場廃止となった企業の「廃止理由」の内訳をみると、企業組織再編（子会社化や合併、MBO¹等）に関するものが大半を占める（図表3）。その中でも、他社（親会社を含む）の完全子会社となって上場廃止となるケースが最も多い。また、経済が低迷していた2002年（ITバブル崩壊）や2008年～2009年（サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機）は倒産による上場廃止が増加している。

図表3 東証における上場廃止会社の理由別社数



(注1) 集計対象は東証のみ。項目分類は筆者による。上場廃止理由が破産・民事再生・会社更生手続きであるものを倒産として1項目にまとめて集計。MBOにはMEBOを含む。

(注2) 集計は上場廃止日ベース。

(出所) 東証より大和総研作成

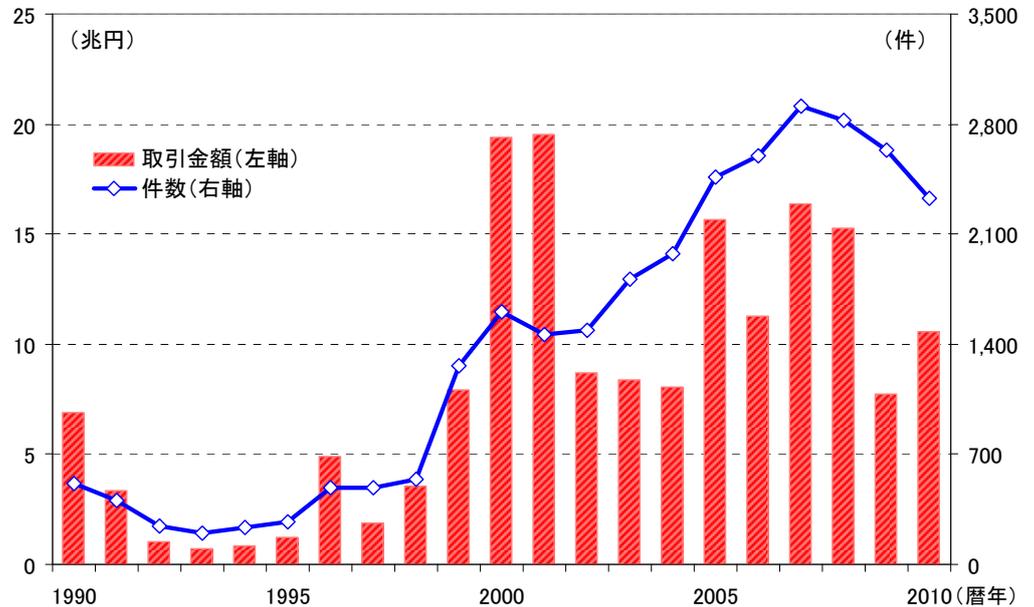
1990年代後半以降、1997年の独占禁止法改正による純粋持株会社の解禁、1999年の商法改正による株式交換・移転制度の導入、2001年の商法改正による会社分割制度の導入等と、立て続けに企業組織再編を後押しする法制度が整った²。企業の連結経営に対する意識が高まったこと、また経済のグローバル化が進む中、国際競争力の強化が求められ、国際シェアの確保や業務効率化等を進める必要性が強まったことなどが法制度の変更を促し、2000年頃から日本企業にかかわるM&Aが増加した（図表4）。上場会社同士でも合併や親子上場の解消などが進み、上場会社数減少の一因となった面もある。なお、企業組織再編が進んだ要因としては、

¹ MBO (Management Buyout) とは、経営者による企業の買収のことをいう。また、近年は経営者だけでなく、従業員も参加するケース (MEBO = Management Employee Buyout) もみられる。MBOは、企業の経営者が企業の所有者 (株主) から企業を買収し、事業を承継するスキームであり、現経営陣が経営権を維持したまま、株主からの独立により機動的な経営戦略を実行するために行われる (MBOに関する詳細は、金本悠希「MBOとは(1)～(3)」(2006年 大和総研)を参照)。

² 法制度の詳細に関しては、堀内勇世「最近のM&A関連法制の主な整備」(2004年 大和総研)を参照。

1990年代を通して企業間の株式の持合いが解消され、メインバンク制の機能も低下し、従来からあった企業間での資本や資金面での結びつきが弱くなったことも挙げられよう。

図表4 日本企業が関係するM&Aの取引金額および件数推移



(注) 完了日ベース。集計対象は上場・非上場を問わず、日本企業（もしくはその子会社）が買収側・もしくは被買収側となった案件。また、案件が完了したもののみを集計している（継続中案件は対象外）。取引金額は公表されているもののみ。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

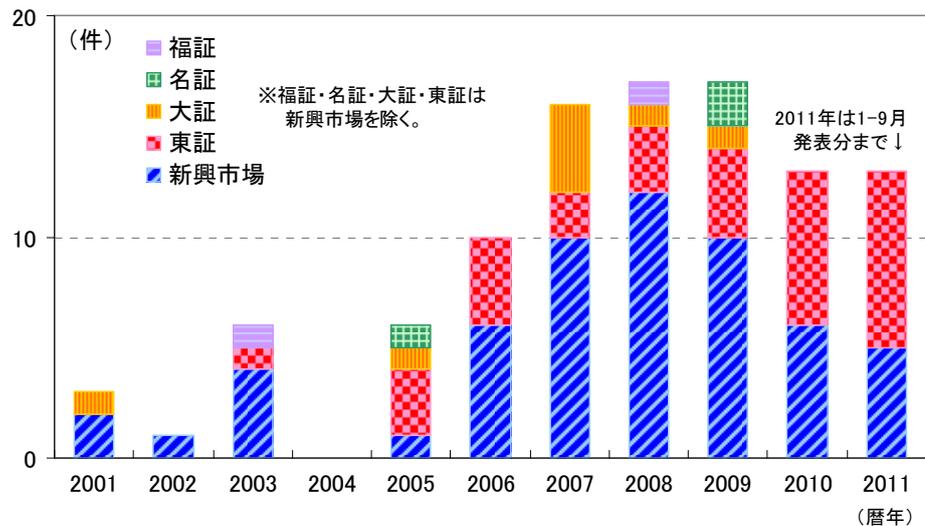
非上場化を選択する企業が増加

企業組織再編による上場廃止の中でも報道等で注目されやすいのは、MBOによる非上場化である。企業組織再編を理由に上場廃止となる場合であっても、例えば「合併後の存続会社が上場を維持する場合」や「上場会社である親会社の100%子会社になる場合」など、上場廃止となる企業の株主は存続会社もしくは親会社の株主となるケースも多い。一方、MBOが成立した場合、上場廃止となる企業の株主は、現金を対価として株主としての権利を手放すことが求められる³。

これまで、MBOにより上場廃止の道を選ぶ企業は相対的に新興市場へ上場している企業が多かった。一般的に、時価総額の大きい企業は買収資金も巨額になり資金手当てが困難であるし、また、時価総額が大きい企業ほど株主数も多くなり、株主構造が複雑になることから買収成否の不透明感が高くなる。時価総額の大きい企業にとって、MBOは積極的に行いにくい買収手法である。だが近年、新興市場以外でもMBOを選択する企業が増えている（図表5）。

³ 一般的なMBOでは、経営陣が設立するSPC等が、被買収企業の公開買付けを行った後に完全子会社化（スクイーズアウト）を実施し、100%株式の取得を行う。

図表5 国内証券取引所上場会社の MBO 件数推移



(注) 集計は発表日ベース、かつ MBO が完了したもののみ集計。新興市場は東証マザーズ、大証 JASDAQ、名証セントレックス、札証アンビシャス、福証 Q-Board の合計。旧店頭公開銘柄および旧ジャスダック証券取引所・大証旧ヘラクレス市場上場銘柄についても新興市場に含めている。なお、複数の証券取引所に上場している場合、それぞれの取引所で計上（東証・大証に重複上場していた場合は、それぞれ1社ずつ計上）。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

MBOには批判も多いが 一定の合理性もある

MBO に対しては批判的な見方も少なくない。MBO は、本来企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき経営者が、自ら対象企業の株式を取得することになるため、利益相反的な構図を内包する。そもそも、経営者は社内の情報を株主より正確かつ豊富に保有しており、買付側（経営者）と売却側（株主）の間に情報の非対称性が存在する。また、株主は将来の成長を期待するからこそ株式を保有しているのであり、MBO により非上場化して経営を立て直すという経営陣の考えとは相容れない立場である（企業の将来に期待できない、もしくは上場したままでの経営建て直しが困難と株主が判断していれば、過去どこかの時点で株式を売却しているはずである）。ゆえに MBO に対しては、不合理な取引なのではないか、買取価格が不当に低く設定されているのではないかと既存株主が疑念を抱くことが少なくない。

上場会社が MBO により非上場化する意義は、株式市場における短期的圧力（株主からの業績回復や株価上昇期待）を回避するとともに株主構成を簡易化することで「長期的な視野に基づく柔軟かつ迅速な経営判断ができるようになる」ことにある。上場会社の株主は数が多いだけでなく、個人投資家や機関投資家など属性も多岐にわたる。「長期的な視野に基づく経営判断」を経営陣が行いたくても、全ての株主の投資スタンスが長期的である可能性は低く、短期的な株価上昇につながる対策を求めて経営陣に反対する株主が現れる可能性もある。

企業のライフサイクルの中で、上場を継続することが適さなくなった場合に非上場化することには一定の合理性があり、また、株主にとっても市場価格以上で株式売却の機会が提供されることは必ずしも否定されることではない⁴。

⁴ 一般的に、買取価格は時価にプレミアムを乗せた金額となるが、時価算定のタイミングや方法等により必ずしも買取価格が市場価格以上となるわけではない。

MBOはそれ自体が問題というわけではないが、前述のとおり、利益相反的な構図が生じることから、実施には細心の注意が求められる。2007年に経済産業省が「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」を公表しているが、そこで述べられているとおり、MBOの実施は「実施により企業価値を向上させられること」が大前提であり、その手続きは「株主の利益に配慮した公正なもの」でなければならない。

実際に、価値向上を実現し、MBOで非上場化した企業が、再び株式市場に戻ってきた事例もある。2001年にMBOにより非上場化したトーカロと、2003年に同様に非上場化したキトーである。トーカロは2003年に東証2部に再上場を果たし、2005年には東証1部への上場を果たした。キトーも2007年に東証1部への再上場を果たしている。とはいえ、本稿執筆時点で、再上場を果たしたのはこの2社だけである。MBO実施の際は「再上場を目指す」としていた企業も、その後他の事業会社の傘下に入ることを選択した事例もある。

薄まる上場メリット

これまでみてきたとおり、近年、上場会社数は減少傾向にあり、自ら非上場化を目指す企業も少なくない。ここで改めて、証券取引所へ上場するメリットとデメリットを確認しておきたい。

上場メリット

まず、メリットとしては、「資金調達手段の確保（資金調達の多様化による財務体質の強化）」や「知名度や社会的信用力の向上」が挙げられるが、その他にも上場を維持するための体制整備が必要であることから「経営管理能力の強化」も期待される。金融機関からの借入や社債の発行などの他人資本ではなく、返済する必要のない自己資本を、公募により多数の投資家から調達できるようになるため、財務面の安定性も増す。

また、既存の株主にもメリットがある。証券取引所の役割は、売買の場を提供することと、取引を集中させる（取引量を増やす）ことで売買の流動性を高め、株式の公正な価格を発見することにもある。上場すれば、既存株主は自身が保有する株式を公正な価格で現金化できるようになり、投下資本の回収が容易になる。

上場デメリット

上場のデメリットとして挙げられるのは上場コストの発生である。上場コストには証券取引所に直接支払う費用だけでなく、株主総会の運営や株主名簿管理人への事務委託に係る費用、金融商品取引法上の有価証券報告書等の継続開示に係る費用、監査報酬、J-SOX（内部統制）への対応など、間接的な費用もある。金融商品取引法改正による開示制度等の強化、監査法人における監査の厳格化、証券会社における引受審査の強化、証券取引所における上場審査の強化等により、上場するため（もしくは上場を維持するため）にかかるコストは年々増加している。また、上場していることで株主が日々変化するため、企業によっては買収防衛策を検討する必要も生ずる。

ガバナンス強化に関しては企業への負担が大きすぎるとの意見もあるが、上場会社の不祥事は後を絶たず、緩和の動きにはなりづらい状況である⁵。

⁵ 上場会社に限らず、企業のガバナンスは強化される動きになっており、法務大臣の諮問会議である法制審議会が2011年12月7日に公表した「会社法制の見直しに関する中間試案」では、現状維持とする案も併記されたものの、一定規模以上の企業に対する社外取締役選任の義務付けや、監査・監督委員会設置会社制度の新設などの改正案が盛り込まれた。

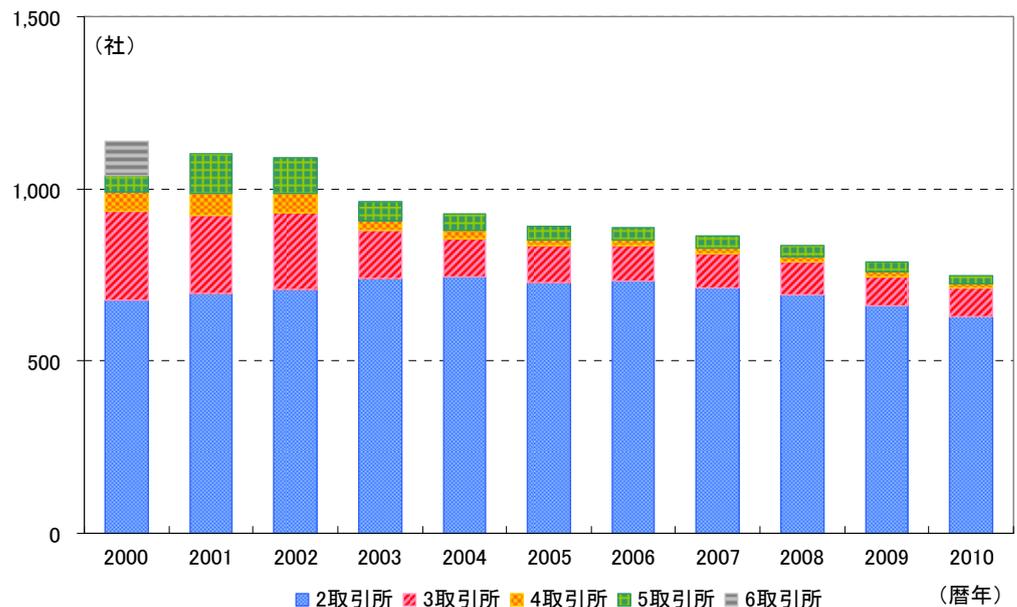
小さくなる上場メリット、大きくなる上場デメリット

証券取引所に上場する会社数が減少する背景として考えられるのは、株式相場の低迷が続き、増資をしても十分な額の資金が調達できるか不透明であるにもかかわらず、上場コストは増える傾向にあり、結果的に上場メリットが小さく、上場デメリットが大きくなっていることであろう。また、情報通信技術の発達などにより企業が独自に情報発信しやすくなったことで、知名度や社会的信用力を向上させる手段が増え、資金調達以外の上場メリットも過去と比べれば小さくなっている。

近年、例えば東証と大阪証券取引所（以下、大証）に重複上場している企業が、上場コスト削減のため、東証の上場を維持したまま、大証の上場だけを廃止するなど、上場先を減らすケースが増えている（図表6）。そのため、大証・名古屋証券取引所（以下、名証）・札幌証券取引所（以下、札証）・福岡証券取引所（以下、福証）の上場会社数は減少が続いている⁶（図表7）。

重複上場の解消は、最低限必要と企業が判断した証券取引所への上場は維持されるため、上場会社数の減少の直接的な要因ではない。しかし、重複上場解消の流れは、そのまま企業が証券取引所に上場するコストに敏感になってきていることの表れとは言えるだろう。

図表6 国内証券取引所に重複上場をしている上場会社数の推移

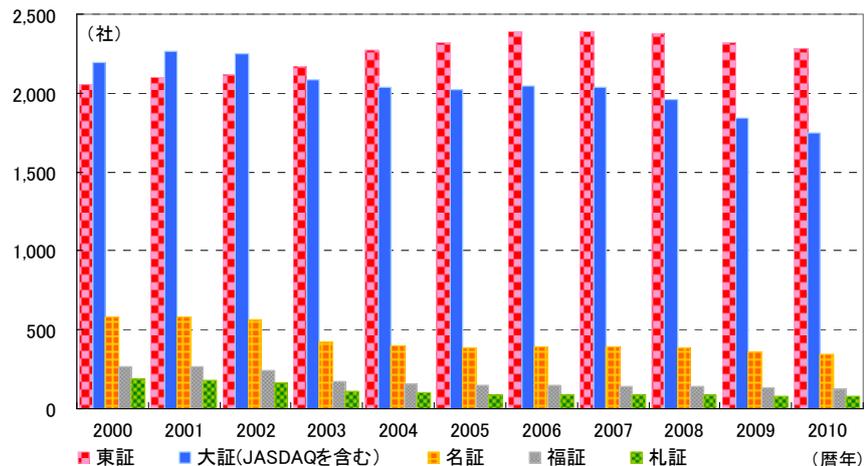


（注）集計は年末時点。2000年末までは京都取引所が存在したため、最大で6つの証券取引所への重複上場が可能であった（新潟・広島証券取引所は2000年3月に東証と合併したため、2000年末時点で存在した証券取引所は6つ）。

（出所）東証「東証要覧」より大和総研作成

⁶ ただし、地方証券取引所の上場会社数減少の大半は重複上場の解消によるものであり、例えば札証では上場会社数は2000年187社→2010年76社と半分以下になっているが、単独上場会社数をみると、2000年17社→2010年21社と増加している。福証も上場会社数は2000年268社→2010年129社と減少しているが、単独上場会社数は2000年35社→2010年38社と増加している。

図表7 証券取引所別の上場会社数推移



(注) 集計は年末時点。複数の証券取引所に重複上場している場合はそれぞれの証券取引所で計上しているため、各証券取引所の合計値は図表1とは同じにならない(東証・大証に重複上場している場合は、それぞれ1社ずつ計上)。JASDAQには旧店頭登録、旧JASDAQ証券取引所の銘柄を含む。

(出所) 東証「東証要覧」より大和総研作成

国内証券取引所への取り込みを

証券取引所も上場誘致へ独自の取組み

日本で上場会社数が減少しているのは、そもそも企業の資金需要が旺盛でないことが根本にはある。加えて、長期的な低金利のため、低コストで借入や社債の発行による資金調達ができ、銀行の貸出姿勢も積極的であることから、企業は株式市場以外から資金調達しやすい環境にある。

国内証券取引所も上場会社を増やすべく独自の取組みを行っている。例えば、福証は関係機関と連携し、2009年から「九州IPO挑戦隊⁷」というプロジェクトを立ち上げ、上場を目指す企業のサポートを行っている。このプロジェクトが福証の上場会社数の増加につながるか、成果が確認されるのはこれからであるが、地方証券取引所による地域密着型プロジェクトの成否が注目される。また、東証は2011年3月に中期経営計画を公表し、「2013年度以降60社以上が継続的に新規上場する申請会社の獲得を目指す」という数値目標を初めて掲げ、営業体制を強化している。海外企業の誘致活動も強化している模様であり、今後の成果に期待したい。

日本企業の海外進出に伴い、上場先も海外に広がる可能性

経済のグローバル化が進んだ現在、企業が「上場を目指す」といった場合、その目指す先は必ずしも日本の証券取引所ではない。また、既の上場している企業も、海外の証券取引所を活用して資金調達を行っている。例えば、2011年は2月にエルピーダメモリが台湾証券取引所に上場し、4月にはSBIホールディングスが香港証券取引所に上場した⁸。日本企業の海外進出が進む中、進出先での資金繰りを行う一手段として、進出先の証券取引所に上場するというのは有効な手段であ

⁷ 地元の関係機関が連携し2009年7月に発足したプロジェクトで(福証が事務局)、九州・山口・沖縄地域で3~5年以内の株式公開を目指す企業に対し、最長2年間、無料でサポートする。半期ごとに入会企業を募集しており、2011年7月現在、1期生10社(H23.7修了)、2期生6社、3期生5社、4期生4社の合計25社。

⁸ どちらも株式ではなく、預託証券(台湾預託証券:TDR、香港預託証券:HDR)を上場させている。

る。香港証券取引所では人民元建て株式による新規上場が行える体制を整備しており⁹、上海証券取引所では国外の優良企業を上場させる「国際ボード」の開設を予定している。日本企業の海外戦略において中国の存在は大きく、人民元の調達手段として、両証券取引所への上場を選択する企業も出てくるだろう。

そして、先ほど述べたとおり証券取引所への上場には何より「知名度や社会的信用力の向上」というメリットがある。海外進出を進めている企業であっても、資金調達に関しては外部（進出先の金融機関や投資家）から積極的に行なっていないというのが現状である¹⁰。資金繰りや財務の安定性より「知名度や社会的信用力の向上」に主眼を置き、国内より海外証券取引所への上場を選択する企業もある。

特に未上場会社が海外証券取引所へ流出する可能性が高い

とはいえ、海外の証券取引所への上場は現地の法令諸規則への対応が必要であり、負担も大きい。一度上場すれば情報開示や株主への対応が必要になるのは、日本であっても海外であっても変わりはない。また、海外投資家からの資金調達は海外の証券取引所に上場していなくても可能である。既に国内の証券取引所に上場している企業が、海外の証券取引所に急速にシフトすることは考えにくい。国際会計基準（IFRS）が強制適用された場合、海外証券取引所への上場のハードルは一段階下がるが、現在は任意適用であり今後の方向性はまだ不透明である。

可能性が高いのは、未上場会社が日本の証券取引所を選ばずに、海外の証券取引所のみを上場するケースが増加することである。先ほど述べたとおり、証券取引所への上場は、どの国であっても相応の負担が生じる。しかし、これから上場を目指す企業は、国内と海外の証券取引所の中から、上場メリット（調達可能額や自社の知名度や社会的信用力を向上など）が大きく、上場デメリット（上場コストなど）が小さい、自社にとって一番有利と考えられる証券取引所を選び、その証券取引所の基準に合わせて上場準備を進めることができる。既に国内証券取引所に上場している企業と比べればハードルは低い。

海外との提携を活かし国内証券取引所に上場するメリットを

企業からすれば、日本であろうと、海外であろうと、自社が事業活動を行う上で一番有利な証券取引所に上場していればよい。しかし、日本の投資家からすれば、自国の証券取引所から上場会社が減る一方で、投資対象として魅力的な企業が海外の証券取引所に流出していくことは、投資コストの上昇につながる¹¹。日本の投資家の立場からすれば、国内証券取引所への上場が一番望ましい。

海外の証券取引所は、日本企業の誘致を積極的に行っている。企業の海外進出が進むにつれ、高い経済成長が予想され、距離的にも近いアジア域内の証券取引所への上場に興味を持つ企業も多いだろう。これからは国内証券取引所も海外証券取引所との提携で¹²、例えば、「海外の証券取引所にも上場したい（もしくは子会社を上場させたい）場合、東証上場企業であれば東証と提携している海外証券取引所への上場手続きが簡易になる」であるとか、企業の海外証券取引所への上場もサポートしつつ、国内証券取引所への上場も維持されるような手段を検討し

⁹ 香港証券取引所では当初 2011 年内に人民元建て株式の新規上場を実現させる予定であったが、株式相場の低迷により 2012 年以降に延期することとなった。なお、人民元建て REIT は既に上場実績がある。

¹⁰ 海外進出企業の資金調達については、太田珠美「海外進出企業の資金調達」（2011 年大和総研）を参照。

¹¹ 一般的に国内から海外証券取引所に上場する企業に投資する際は、為替コストが発生する（現地通貨建ての決済となるため）ほか、発注を委託する業者（証券会社など）に支払う手数料も国内に比べて割高になるケースが多い。また、企業および株価情報も取得しづらくなる可能性が高い。

¹² 既に東証や大証では複数の海外証券取引所と提携しており、ETF を中心とした海外関連商品の拡充で合ったり、東証上場商品の海外上場であったり、海外関連商品の多様化や海外投資資金流入の促進が図られている。

ていくことが必要ではないだろうか。日本では東証と大証が合併を表明したが、既に海外の証券取引所は国を超えた再編が進んでいる。アジア域内では証券取引所は再編には至っていないが¹³、韓国証券取引所はラオス政府と合弁でラオス証券取引所を、カンボジア政府と合弁でカンボジア証券取引所を設立しており、関係強化の動きがみられる。日本も積極的に海外、特にアジアの証券取引所との関係を強化していく必要があるだろう。

¹³ シンガポール取引所（SGX）とオーストラリア証券取引所（ASX）は2010年10月に統合計画を発表したものの、豪政府の反対により2011年4月に断念した。