

PwC's View

特集: **ERM** (全社的リスクマネジメント)

Vol. **12**
January 2018





はじめに

上場廃止となった会社が再度上場する事例が散見されるようになりました。また、株式会社東京証券取引所（以下、「東証」。）において再上場に関する考え方などが公表されました。特にMBO(Management Buy-Out)により上場廃止となった会社が再上場する場合には、市場に対する信頼を維持する観点から、通常の上場審査に加えて個別に投資者保護のための追加的な審査が行われることとなります。以下では、再上場の際の留意事項、特にMBO後の再上場の際の留意事項を解説します。

なお、本文中の意見に係る部分は、全て筆者個人の私見であり、PwCあらた有限責任監査法人の正式見解でないことをあらかじめお断りします。

1 | 再上場の事例

2014年から2017年9月までの日本国内における再上場の事例は以下のとおりです。

図表1：MBO後に再上場した事例

会社名	再上場年月	上場廃止年月	再上場までの年月
(株)すかいらーく	2014年10月	2006年9月	8年
(株)ツバキ・ナカシマ	2015年12月	2007年5月	8年7カ月
(株)ソラスト	2016年6月	2012年2月	4年4カ月
(株)オークネット	2017年3月	2008年10月	8年5カ月
(株)スシローグローバルホールディングス	2017年3月	2009年4月	8年
ウェブロックホールディングス(株)	2017年4月	2009年7月	7年9カ月

図表2：ファンド等による買収後に再上場した事例

会社名	再上場年月	上場廃止年月	再上場までの年月
(株)ベルシステム24ホールディングス	2015年11月	2005年1月	10年10カ月
(株)マクロミル	2017年3月	2014年4月	3年

その他にも、日立マクセル(株)(現在はマクセルホールディングス(株)、2010年3月上場廃止、2014年3月再上場)のように完全子会社化により非上場となったのちに再上場した事例や、日本航空(株)(2010年2月上場廃止、2012年9月再上場)のように会社更生により非上場となったのちに再上場した事例などもあります。

2 | 東証における上場審査の日程に関する留意事項

東証における上場審査では、上場申請から上場承認までの標準審査期間として、本則市場(東証一部や東証二部)では3カ月、マザーズ市場やジャスダック市場では2カ月とされています。一方で、再上場を目指す会社など市場や投資者に重大な影響を及ぼす可能性が高いと考えられる申請会社は、審査上の確認項目が多岐にわたることが想定されるため、標準審査期間に加えて1カ月以上の審査期間の確保がいられています。

ちなみに、このように標準審査期間に加えて1カ月以上の審査期間の確保が求められる会社として、下記のような会社が例として挙げられています。

- 民営化企業
- 議決権種類株式の活用などがバナンズ上議論を要するスキームを採用している申請会社
- 再上場企業

- 申請会社グループやその経営陣が過去に重大な事件・法令違反を起こしているなどコンプライアンス上の重大な懸念のある申請会社
- その他新たな論点が含まれる申請会社
- 上場時に見込まれる時価総額が概ね1,000億円を超える申請会社等

3 「MBO後の再上場に対する考え方」の再整理の経緯

再上場の事例の蓄積や、将来においてMBO後の再上場案件が増加していく可能性に備え、2015年12月から東証における上場制度整備懇談会において議論が始まりました。そこでは、MBOにより上場廃止となった会社に一定期間再上場を認めない規制の可否などが議論されましたが、そのような制度的・一律的な規制はかえって資本市場の活力をそぐことになりかねない、との結論になっています。その代わり、再上場時の上場審査の視点や運用が再整理され、意見募集を経た上で、2017年2月に公表されています。

上場会社におけるMBO

そもそもMBOは、上場会社の経営者が株主から株式を買い取って会社を非公開化する取引です。MBOには、上場会社として役割を終えた企業を市場から退出させるという意義をもつ場合もあれば、機動的な経営改善を可能とすることで企業価値を向上させるなどの意義をもつ場合もあり、一方で、株主にとってはプレミアム取得の貴重な機会でもあります。

このようにMBOは、活力ある資本市場を維持していく上で重要な役割を果たしている面があり、国内でもこれまで実施された件数は少なくはありません。

一方でMBOは、一般のTOBと異なり、株主から経営を付託された経営者が自ら株主との間で利益相反を引き起こす取引であること、また、経営者が株主と比べて大きく情報優位に立つ取引です。そこで、2007年9月に経済産業省が「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」(以下、「MBO指針」。)を取りまとめ、MBOを行う場合には公正な手続によりプレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性を確保すべき、とされています。また、東証の上場ルールで必要かつ十分な開示が求められ、投資者保護のための公正な手続が行われているかどうか注視され、明らかに問題がある場合には是正が指導されています。

MBOによる上場廃止とイグジットとしての再上場

MBOのうち、経営改善により企業価値の向上を目指すケースでは、MBOを実施する当初から再上場などによるイグジットを念頭に置き、MBOと再上場が一連の取引として行われることがあります。

MBOを実施して上場廃止となった会社が再上場する場合には、MBO時の計画とMBO後の進捗との間の乖離が明らかになることから、MBOと再上場との関連性が問われたり、あらためてプレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性が問われたりすることがあります。

そこで、東証の上場審査では、過去にMBOを実施して上場廃止となった会社が再上場する際には、市場に対する信頼を維持する観点から、通常の上場審査に加えて、MBO後の状況を勘案しても、投資者保護の観点から問題がなかったかどうかについて追加的な審査が行われます。

もともとMBOは、非公開化による機動的な経営改善を目的として、ファンドなどの関与の下に実行されるものが大多数であり、その場合にはイグジットの一つの手段として再上場が念頭に置かれるのが通常です。MBOと再上場に関連性があることのみをもって問題とされるものではなく、その関連性を踏まえ、MBO時の手続きやMBO後の状況も確認して、投資者保護の観点から問題がないか確認されます。

PwC IPO

再上場の際の留意事項

4 | 上場審査の視点と運用

東証の上場審査でMBO後の再上場の場合に、追加の確認をされるポイントを見ていきます。

(1) MBOと再上場の関連性

MBOと再上場はそれぞれ独立した行為であり、両者の間に必ずしも高い関連性があるとは限りません。そこで上場審査では、主導者（経営者・株主）の同一性や連続性、MBOから再上場までの期間の長短などが確認されます。

(2) プレミアム配分の適切性・MBO実施の合理性

プレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性を一義的・客観的に判定することはできませんが、MBO時に株主の判断の前提となる手続きが公正に行われた上でMBOが成立していれば、大多数の株主が納得して取引に応じたものということができ、プレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性を問う必要性は低い、と考えられます。そこで上場審査では、MBO時の手続きのMBO指針への準拠性などが確認されます。

再上場時から見て、MBO時の計画とMBO後の進捗との間にかい離がある場合であっても、再上場時にその理由について合理的に説明することができるのであれば、プレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性を問う必要性は低い、といえます。そこで上場審査では、MBO時の計画とMBO後の進捗との間にかい離についての説明が十分に説得力のあるものかどうかなどが確認されます。

(3) 上場審査の運用

上場審査では、上記(1)および(2)の視点に基づき確認が行われ、MBOと再上場の関連性が高くないか、プレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性が低くないかが審査されます。

その上で、再上場時のコーポレート・ガバナンスの体制や再上場に至るまでの経緯の説明・開示などを勘案し、総合的に再上場の可否が判断されます。

5 | 開示事例

直近の再上場事例では、前述の追加確認のポイントを含め開示が充実してきています。ここで、関連する開示事例を図表3のとおりにまとめました。

上場時の開示資料である「有価証券届出書」などにおいて、【企業情報】第1【企業の概況】の冒頭(1【主要な経営指標等の推移】より前)に開示される事例が見受けられます。

図表3：再上場に際しての開示事例

A社	B社	C社
上場廃止までの経緯と事業運営主体の変遷図	上場廃止・その後の主要株主の異動の経緯と事業運営主体の変遷図	上場廃止までの経緯と事業運営主体の変遷図
非上場化に至った経緯とその目的	上場廃止の経緯	マネジメント・バイアウト(MBO)に至った経緯とその目的
非上場化に至る手続きとその妥当性		
非上場化後の経営施策と経営指標の推移	上場廃止後の状況	MBO後の経営改革
最近5年間における当社グループの主要な連結経営指標の推移	非上場化による効果	
再上場について	再上場する目的、理由	

出所：「有価証券届出書」より筆者作成

このように、前述の上場審査の視点と運用の追加確認のポイントはもとより、経緯についての丁寧な説明と、再上場の目的や理由が開示されていることが読み取れます。

一般的なIPOの場合には調達資金の使途などは開示されますが、再上場の場合には再上場の目的や理由が明確に開示される事例が見受けられる点は注目に値すると考えられます。

6 | おわりに

今回は、再上場の際の留意事項、特にMBO後の再上場の際の留意事項を解説しました。MBOの件数は2007年から2012年にかけて集中しているといわれており、投資ファンドの一般的な投資期間等を考慮すると、近い将来において再上場の件数が増加していく可能性がある、といわれています。このようななか、MBO後の再上場時における上場審査の視点や運用が明確化されました。MBO後の再上場時には、MBOと再上場の関連性や、プレミアム配分の適切性・MBO実施の合理性などの追加確認のポイントに留意して上場準備を進めることが必要です。また、再上場の場合には東証における上場審査の日程について、標準審査期間（本則市場は3カ月、マザーズ市場・ジャスダック市場は2カ月）に加えて1カ月以上追加されるといわれていますので、上場準備のスケジュールでの留意も必要になります。

清水 直樹（しみず なおき）

PwCあらた有限責任監査法人

IPOソリューション部 シニアマネージャー

2006年公認会計士登録。会計監査業務経験後、株式会社東京証券取引所への出向も経験。帰任後も継続して上場準備に際しての体制整備や会計アドバイスをを行っている。

メールアドレス：naoki.shimizu@pwc.com

PwCあらた有限責任監査法人

〒100-0004

東京都千代田区大手町 1-1-1 大手町パークビルディング

Tel: 03-6212-6800 Fax: 03-6212-6801

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社(PwCあらた有限責任監査法人、PwC京都監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む)の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

© 2018 PricewaterhouseCoopers Aarata LLC. All rights reserved.

PwC Japan Group represents the member firms of the PwC global network in Japan and their subsidiaries (including PricewaterhouseCoopers Aarata LLC, PricewaterhouseCoopers Kyoto, PwC Consulting LLC, PwC Advisory LLC, PwC Tax Japan, PwC Legal Japan). Each firm of PwC Japan Group operates as an independent corporate entity and collaborates with each other in providing its clients with auditing and assurance, consulting, deal advisory, tax and legal services.