

# 上場しない選択とその有用性—融資担当者の立場から(1)

## —上場可能でも上場しない企業(中島商会)の視点—

信金中央金庫 地域・中小企業研究所研究員

吉田 哲朗

(キーワード) 上場しない選択、株主利益、企業参加者の利益、互恵関係、人を大切にする経営

(視 点)

非上場の企業及びその株式を保有し、経営に関わる創業者とその一族にとって、株式の新規公開には様々なメリットがあり、彼らには現在も旺盛な上場意欲があることが思料される。

しかしながら、融資担当者は非上場の担当先企業に対して「上場しない選択」を助言する必要もあると考えられる。株式の上場が企業にとって必ずしも正解とは限らず、実際に上場しない選択をする企業が存在するからであり、当該助言が優良な融資先の維持につながるからである。

本論は、上場しない選択を行う企業のうち、上場可能でも上場しない企業であり、かつ今後も上場しないことを明言する株式会社中島商会をケーススタディとして取り上げ、同社が上場しない選択をした理由を明確にして、その有用性を考察する。なお、今回は、MBO (Management Buyout) により自らの意思で非上場化することで、上場しない選択を行った株式会社アデランスをケーススタディとして同様の議論を行う予定である。

(要 旨)

- 融資担当者が担当企業に対して「上場しない選択」を進言する一助とするため、上場可能でも上場しない企業が当該選択を行う理由を明確にすることを目的として、上場しない選択の有用性を考察する。
- そのために、上場可能でも上場しない企業で、かつ今後も上場しないと明言する塗料専門の卸売業者(専門商社)の中島商会をケーススタディとして、同社社長の中島弘晶氏への取材を中心に同社の経営方針や施策を調査している。
- 調査の結果、中島商会が上場しない選択を行う理由は、同社が顧客、取引先、従業員等の企業経営に直接関わる企業参加者の利益の重視を根幹とするため、株主の利益を重視する傾向の強い上場企業にはそぐわないと同社社長が判断したことにあると論結される。
- 同社は、急成長が望めない中、互恵関係を重視する「人を大切にする経営」を行うために具体的マネジメントを実行し、企業の存続を可能にしている。同社にとって上場しない選択には、当該マネジメントを阻害し、買収されるリスクも高いと想定されるため、有用性があると考えられる。融資担当者は、このような企業に対して、必ずしも上場が最善の策とは限らないと助言し、当該企業に対して円滑な資金供給の継続を検討する必要がある。

謝辞

取材への協力、取材内容や本社の掲載をご快諾いただいただけでなく、岡山マツダの写真掲載のご許可にもお骨折りいただいた中島商会の中島弘晶代表取締役社長に深く感謝します。

## はじめに ー上場しないという選択についてー

株式の新規公開(IPO:Initial Public Offering)は、経営者としても企業としても大きな目標であり、様々なメリットがある。経営者は自社株式を大量保有する創業者あるいはその一族(以下、創業経営者という)の場合がほとんどであり、IPOにより膨大な資産を手にする点で直接的なメリットがある。企業が上場するメリットについては、資金調達円滑化・多様化、企業の知名度の向上(人材確保の向上を含む)そして社内管理体制の充実と従業員の士気の向上(パブリックカンパニーとなることによる従業員モチベーション向上)があるとされる<sup>(注1)</sup>。日本取引所グループ社の統計によれば、東証と旧大証におけるIPOの企業数はリーマンショック後の2009年の19件をボトムとして、直近は2015年が95件、2016年が84件、2017年(7月まで)43件で推移しており<sup>(注2)</sup>、月平均で6~8件となるのがわかる。よって、非上場企業あるいは創業経営者には現状でも旺盛な上場意欲があると思料される。

このような流れに逆らうように、上場基準を満たせるにも関わらず上場しない企業や自らの意思で上場を廃止して非上場化する企業も存在する。前者は、新聞社や雑誌社のように報道や言論の中立性の観点から上場しない

方針を掲げる場合もあるが、サントリーのように「上場企業では株主に許されないような経営手法を採ってきた(島田:2012)」企業もある。野口(2017)は、ローソンの社長を経験した現在のサントリーの社長の新浪氏への取材の中で、彼が「社長になった当初は上場も有りではないかと思ったが、今は全く考えていない」と述べ、その理由として「上場企業の社長も経験して思うのは、日本は20年の厳しい時代を乗り越えてきた中で、株主偏重主義がずいぶん入ってきたんじゃないかということです。…(中略)…非上場企業のサントリーの場合、長期的にものごとを考えて社会のためになることをやっていける。上場企業もルールが明確とかよいところもあるけど、今後の世界の潮流を考えたら社会に企業が役立って、長い間企業が成長できる基盤を作っていくこと(が大事)だと思います」と述べた旨を報告している。同社は子会社のサントリー食品インターナショナルを上場しても、サントリーホールディングスは上場しない選択をしている。

後者は、株主から経営陣が株式を買取るMBO(Management Buyout)によって自らの意思で上場を廃止し、非上場化する企業である。東京証券取引所と日本取引所自主規制法人は、2016年12月に連名でMBO後の再上場に関するパブリックコメントを募集する中で、直近10年間で100社以上のMBOによる非上場

---

(注)1. 詳細は日本取引所グループHP「上場のメリット」を参照のこと。  
・URL: <http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/ipo-benefits/index.html> (2017.9.4参照)  
2. 詳細は日本取引所グループHP「新規上場基本情報」を参照のこと。  
・URL: <http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/04.html> (2017.9.4参照)

化があったこと、特に2007年から2012年に集中していることを明らかにしている<sup>(注3)</sup>。MBOの中には、投資ファンドが経営改善後の再上場による資金回収を目的として資金を拠出して非公開化する場合もあり、トーカロ（再上場2003年）、キトー（同2007年）、チムニー（同2012年）、すかいらく（同2014年）は投資ファンドの援助を得て再上場を果たしている。当該パブリックコメントはこのような再上場の増加を意識したものである。吉本・勝部（2016）は、2000～2014年にかけてMBOによって上場を廃止した企業126社のうち、ある程度詳細なデータを取れる2008年以降の85社を対象に調査し、親会社から独立した企業が3社、オーナー企業で事業承継目的が確認された企業が41社（資金調達は金融機関からの借入金）、投資ファンドの援助を得て再上場した企業が2社（チムニーとすかいらく）、投資ファンドに売却された企業が6社、金融機関からの借入金で調達し、継続している企業が20社～30社、完全に合併独立した企業も3社あると分析している。これらの企業のうち、創業経営者の全額出資で非公開化した企業にCCC（カルチュア・コンビニエンス・クラブ）社がある。創業経営者である増田社長は、2011年2月3日の記者会見において、MBOを決断した理由を「株主を気にするあまり意思決定が遅れる恐

れがあった」、「短期的には大きな利益を生まない事業にも今後は積極投資する」と述べている<sup>(注4)</sup>。小屋（2011）は、同社がMBOを行った理由には上場維持費用の増加（会計基準の厳格化、J-SOX（金融商品取引法上の内部統制）の導入、IFRS（国際財務報告基準）準拠による開示項目の変更、有価証券報告書等の継続開示に係る費用等）もあったとの旨を述べている。吉本・勝部（2016）は、一般的なMBOのメリットについて、片庭（2000）の議論を踏襲し、①短期的な市場の声に惑わされることなく、中長期的な経営戦略が構築できること（経営の自由度）、②市場での買収を仕掛けられるリスクがなくなること、③これまでの経営方針や雇用を継続できること、④のれんわけ（事業承継）等があると述べているが、①～③については非上場企業の利点と読み替えることができる<sup>(注5)</sup>。CCC社の選択は少なくとも①に則ったものであることがわかる。

二つの企業の上場に係るアプローチは真逆であるが、上場しない選択の理由については「短期的な市場の声に惑わされることなく、中長期的な経営戦略が構築できること」で一致している。換言すれば、両社ともに上場企業が中長期的な経営戦略を構築できないこと、すなわち経営の自由度が低下することを問題にしていることがわかる。経営の自由度

(注)3. 詳細は日本取引所グループHP「MBO後の再上場時における上場審査について」を参照のこと。

URL:<http://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/nlsgeu0000020ffh-att/20161202-01.pdf> (2017.9.5参照)

4. 詳細は、2011年2月3日付日本経済新聞電子版「『TSUTAYA』のCCCがMBO 買い付け総額700億円 4日からTOB」を参照のこと。

・URL: [https://www.nikkei.com/article/DGXNASGD0301A\\_T00C11A2000000/](https://www.nikkei.com/article/DGXNASGD0301A_T00C11A2000000/) (2017.9.6参照)

5. ④は上述のMBOを事業承継に利用することを意味するが本論の焦点と異なるためここでは言及しない。

は、特に投資家（株主）が上場企業に「企業価値の向上」を求めるようになってきた現状では、より一層低くなることが懸念される。企業価値の向上は、企業の経済価値（売却金額）を高くすることであるため、企業の中長期的な戦略と一致するとは限らないからである。例えば、企業価値の代表的な計算方法であるDCF (Discounted Cash Flow) 法は、企業が将来に生み出すキャッシュフローをベースに計算されるが、中長期的な経営戦略に必要な設備投資や新規投資はキャッシュフローの減少要因となるため、「リスクのある成長投資より、還元強化の方が企業価値向上に貢献する<sup>(注6)</sup> (竹内：2016)」と主張する機関投資家も出てくる。企業に必要な一定の知名度と潤沢な手元流動性あるいは円滑な資金調達方法があれば、上場しないという選択が経営の自由度を高める手段となる可能性があることがわかる。

## 1. 非上場企業へのアプローチ — 融資担当者の立場から —

上述のように、IPOには様々なメリットがあるため、企業及び創業経営者が上場意欲を持つのは当然である。また、相応の手数料を得られるため、証券会社の積極的な営業攻勢も想定されよう。しかしながら、上場した後の企業は、経営の自由度が低下し、買収されるリスクを抱え、経営方針や雇用の確保のために株主を中心とするステークホルダーへの

説明責任を果たさねばならず、さらに様々な上場維持費用を負担する必要がある。上場後にMBOで非上場化する場合でも、その資金を金融機関からの借入で調達すれば多額の借入金返済と利息支払が待ち受けることとなり、投資ファンドからの出資で調達すれば再売却や創業経営者自身が解任される可能性がある（吉本・勝部：2016）。よって、融資担当者は、担当企業の上場が企業の持続的発展に寄与するか否かを見極め、場合によっては、必ずしも上場が最善の策とは限らないと助言することも必要である。それは上場を契機に優良な融資先を失わないことにも直結しよう。

適切な助言には、上場しないという選択の有用性をより具体的に把握する必要があると考える。それは、「これまでの経営方針や雇用を継続できること」が、なぜ非上場企業のメリットになるのかを具体的に説明することにもつながると考える。

## 2. 本論の目的と対象企業

上場可能でも上場を選択しない企業には、上場可能でも上場しない企業とMBOにより自らの意思で非上場化した企業の2種類がある。上場しない選択の有用性は、上場のデメリットの裏返しとなるため、どちらのアプローチでも共通すると想定される。

本論では、上場可能でも上場を選択しない企業が、上場しない理由を明確にすることを

---

(注)6. この議論は、Jenson (1986) の、利払いや配当支払いによってキャッシュフローを減少させ、経営者の裁量を制限することが、株主価値の棄損可能性を減少させるために、企業価値が向上するとの議論と通底する。

目的として、その有用性を「経営の自由度の確保」、「買収されるリスクの回避」、「経営方針と雇用の継続」の視点から考察する。MBOにより自らの意思で非上場化する企業については、次の論文で取り上げる。融資担当者が安易な上場意欲を持つ企業に適切な助言を行うための一助としたい。

### 3. ケーススタディ企業の選定

上場可能でも上場しない選択を行った企業2種類のケーススタディの対象企業について、上場可能であるが上場しない企業については株式会社中島商会对象企業とする。同社は、長期に継続している企業（企業の平均存続年数を超える38年以上<sup>(注7)</sup>）で、東証一部上場の可能性がある未上場企業<sup>(注8)</sup>のうち、将来も上場の意思がないことを明言する企業であり、取材に快諾いただいたからである。MBOにより自らの意思で非上場化する企業については、株式会社アデランスを対象とする。同社は上場中にアクティビスト・ファンドであるスティーラー・パートナーズに買収され、彼らの派遣した経営者を受け入れたものの経営が迷走し、創業者の根本信男氏が社長に再就任して経営権を取り戻し、スティーラー・パートナーズは最終的に撤退している。

その後、同社は、スカイマーク社やイトキン社の企業再生を手がけたインテグラル<sup>(注9)</sup>社の投資ファンドを受入れて、MBOにより非上場化し、MBO当時の社長（現会長）の根本氏と副社長（現社長）の津村佳宏氏が株式の50.1%を保有したまま、インテグラル社とともに経営の立直しを行っている。よって、アデランスは、上場のメリット、敵対的買収をされた場合の問題点、そしてMBOによる上場をしない選択のメリットを全て具体的に経験した稀有な企業と考えられるからである。アデランス社については、前述のとおり次回で取り上げる。

### 4. ケーススタディ —株式会社中島商会<sup>(注10)</sup>—

#### (1) 同社の概要

帝国データバンクによれば、同社は1950年に設立された岡山県岡山市に本社をおく塗料専門の卸売業者（専門商社）であり、2017年3月において、資本金5,000万円、売上高191億円、従業員320名となっている（図表1）。関連会社を含めれば、全国・海外に39拠点のネットワークを持ち、主に企業を顧客とする<sup>(注11)</sup>。同社社長によればグループ全体の総資本利益率

(注)7. 帝国データバンクによれば、日本企業の平均年齢は37.16年とされる。

URL: <http://www.tdb.co.jp/trivia/index.html> (2017.9.8参照)

8. 東京証券取引所（2017）の上場基準を参考に、純資産10億円以上で、直近1年の売上高が100億以上（時価総額は計算できないため除外）か、最近2年間の利益の額の総額が5億円以上の企業を対象とする。

9. インテグラル社は、『Trusted Investor＝信頼できる資本家』を経営理念として、スカイマーク社、イトキン社等の事業再生を手がけている。詳細はインテグラル社HPを参照のこと。

URL: <https://www.integralkk.com/> (2017.9.11参照)

10. 以下、特段の記載がない限り、2017年9月21日に中島商会本大会議室における同社代表取締役社長の中島弘晶氏への取材及び説明資料（中島：2017）による。

11. 詳細は、中島商会HPを参照のこと。

URL: <http://www.nakashima-shokai.co.jp/index.php/campany/data.html> (2017.9.11参照)

図表1 中島商会本社



図表2 岡山マツダ本社



(備考) 両図表ともに信金中央金庫 地域・中小企業研究所撮影

(ROA) は1.5%程度とのことである。

同社の創業社長は、第二次世界大戦終了後に山口県の塗料販売店で勤務した後、1950年に岡山で独立・創業している。同社は、創業当時から自動車メーカーのマツダ株式会社（当時の社名は東洋工業株式会社）の塗装を手がけるだけでなく、「互恵関係を大事にしたい」という思いから、(株)岡山マツダ（マツダ車の販売会社）を設立し、分社化している（図表2）。同社の社長は中島商会社長の親戚である。中島商会の主な仕入先は創業時からの取引先である日本ペイント株式会社（約70%）であり、また、マツダ社の自動車塗装専門の関連会社を用意している<sup>(注12)</sup>。同社及び同グループ企業は、自動車塗装事業の他、野外作業を前提とする汎用塗料（建設用塗料）事業、屋内作業を前提とする工業用塗料事業（電化製品、農機具、金属製品等）、施工管理の関連会社を事業の中核に据えている。

## (2) 同社の現状と問題

同社の自動車塗料事業は、仕入れた塗料を調色して販売しており、その技術に独自のノウハウを持つが、顧客の細かな要望に応えるため、利益率は低くなる傾向がある。技術的なハードルが高い一方で利益率が低いと、過去、何度か外資系企業が参入を試みたものの、最終的には断念している。

塗料卸売業界全体の傾向として、各企業が自らの得意分野別に棲分けされており、同業他社から自社の得意分野への参入はないと想定される。また、日本独自の利益率が高く、導電、断熱、落書防止、防音等の機能を持つ機能性塗料の市場が期待されるが、現状では商品が汎用化しつつあると述べる。

中島社長は、このような状況を精査し、業界各社は当面は低位安定的に経営できるが、将来的には厳しいと分析する。第一に機能性塗料は、そもそも市場規模が小さい上、技術的な限界に達しており、各社とも

(注)12. (株)NNCを指すが、2017年に入って中島商会に吸収されている。

量産化に舵を切っているため、利益率が低下する傾向にある点を挙げる。第二に自動車用塗料について、電気自動車が普及すれば、塗装すべき部品数が激減する可能性が高い点を挙げる。第三に、建設用塗料市場は塗料販売会社の減少や建材の無塗装化によって市場規模が縮小している点を挙げる。第四に建設塗料に関わる施工業者が減少している点を挙げる。同社の取引先の施工業者は年間の完工高が1億円未満の同族経営の企業が多く、同社のアンケート調査では、同規模の企業で廃業を考えている企業は92%にも及ぶ<sup>(注13)</sup>。社長は、そもそも施工業者は利益水準が低く、子供に会社を継がせる意識に乏しいことが理由である旨を述べている。

### (3) 同社の経営の方向性

中島社長は、上述のような認識から、現在のうちに将来への布石を打つ必要があると述べている。その第一が、頭打ちになっている国内業界を離れ、海外展開を行うことである。同社は、マツダ社やそのサプライヤーに対応するためにメキシコに関連会社を設立するだけでなく、中国の富裕層相手に上海に高級壁塗り素材を展開する等の手を打ち始めている。第二に、主として海外経由で粗利益率の高い仕入先を開拓し、求められるスペックに応じた商品の提供幅を拡大する方法の模索である。第三に、塗

料販売店の吸収・買収（M&A）の推進である。これらのうち、次期3ヵ年の中期経営計画のなかで具体的な売上の数値目標を設定したのがM&Aの積極推進（20億円/全体220億円）である。

中島社長は、塗料販売店は全国に約3,000社程度あるが、約80%が従業員10名以下で利益率は低いという。顧客となる施工業者も減少傾向にあるなかで、以前より販売店への値引要請も強くなっていると述べる。彼は、その原因を家電量販店やスーパー等のリフォーム事業への参入に求めている。彼は、家電量販店等は本業で利益を上げればよく、リフォームをほぼ原価で引き受けるので、下請けの施工業者の利益が圧迫され、塗料販売店もそのあおりを受けると分析する。よって、多くの塗料販売店は以前にも増して経営が苦しくなっており、同社が塗料販売店からM&Aの相談を受けることも多くなったと述べる。彼は、事業拡大（売上高増加）に直接結びつくこと、このような塗料販売店は、商売の継続と従業員の雇用保証を目的としており、M&A仲介業者の案件のように時価総額を限界まで吊り上げて売り込むようなことをしないこと、そして同社は売掛金と製品在庫の状況を見ることで適正な企業価値を把握できるノウハウを持っていることから、M&Aの積極推進を中期経営計画に掲げたと述べる。

(注)13. 同社のアンケート調査の回答店数は997社、年間完工高1億未満の施工店数640件、事業継続の意志を表明した店数は51件とのことである。

中島社長は、小さな塗料販売店は収益管理等がわかっていない場合も多いため、買収した企業に役員（社長）を送り込み、中島商会の企業理念やノウハウを提供することで収益改善できる場合も多いと述べ、20名程度の専門要員がいると胸を張る。彼らは一定期間を過ぎると本社に戻り、次の買収先に派遣される。買収先の従業員は解雇せず、買収前の給料を保証する。社長は、たいていの場合、従業員の給料は中島商会より安いと述べ、業務への取組状況に合わせて昇給させ、同社の給与テーブルに吸収できるようになれば、改めて人事制度の統一や企業全体を本社に吸収する等を行うと述べている。

#### (4) 同社の経営方針と上場しない選択

同社は、創業当時から日本ペイント社やマツダ社との互惠関係を軸に成長した企業であり、換言すれば高い利益率を経営目標に設定できない。中島社長は、企業を持続的に成長させるためには利益額を増加させること、その意味で営業キャッシュフローを増加させることを経営戦略の中核におき、M&Aに関する同社のメリットは地域の施工業者等の囲込みと売上高及び利益額の上乗せと割り切る。同社は「限界まで膨らました時価総額」での買収を受けないが、被買収先との約束を大切に、地域に密着した事業を継続するために経営改善

を行い、買収先の従業員を大切に扱う。また、中島社長は人材の育成が中堅企業の肝であるとして、社内研修費に年間3,000万円かけると述べる。同社の純利益が2016年度2億、2017年度1.2億円(帝国データバンク)であることを考えれば、相当の費用であるとわかる。

中島社長は、「確かに社内で上場を希望する社員がいないわけではないが、金融機関からの借入による資金調達も難しくないので、自分を含めて経営者一族が莫大な資産を得ること以外に上場するメリットを感じられない」と述べる。彼は「特に上場後に求められるROAの向上のためには、利益率の低いマツダ社との取引を停止することが手っ取り早いかもしれないが、それこそ本末転倒もよいところだろう。リース会社から自前の本社や工場の売却、リース化で資産圧縮することを打診される機会も多いが、本業になんら意味のある活動とは思えない。約束を反故にする買収先企業の人員整理は、現在だけでなく将来の信頼を失うので考えもしない」という<sup>(注14)</sup>。また、「ただでも利益率の低い企業が上場維持費用を負担することは経営の圧迫にしかならないし、そもそも上場したところで地味な会社なため、継続的に一定量の売買がなされる企業になるとは思えない」と上場しない選択の理由を述べる。

(注)14. 同社は中期経営計画の中でROAを1.5%から2.0%に向上することを目標としているが、中島社長は「無理をして達成するのではなく、安易な売掛金を抑える等業務改善の意味合いが強い」と述べている。



## 5. 検証結果

中島社長が実践している経営の方向性は、同社の企業方針の根幹ともいえる「互恵関係を大事にしたいという想い」に基づいている。このことは、利益率等が低くなるとしても創業以来の取引先である日本ペイントを中心に仕入れ、顧客であるマツダ社をはじめとする企業との関係を大事にすること、さらに買収先企業を適正価格で買い取る一方で彼らの事業継続への想いを受け継ぎ、被買収先の従業員の雇用保証をするだけでなく、同社の社員として戦力化するための教育を行う姿勢からもわかる。中島社長は、このような経営方針を実践するには、機関投資家等の株主が要求するROAや企業価値の向上ではなく、利益額あるいは営業キャッシュフローの増加を行う経営を行う必要があると考えており、経営の自由度を確保するため、上場をしない選択を行っていることがわかる。彼は、上場すれば、人材育成にお金をかけることも難しくなるのではないかと懸念しているが、上場企業が純利益の1/3を社内研修費に使うのであれば、相応の説明責任を求められよう。また、中島社長も認めるように、上場企業の中で急成長が期待できない企業は、安値で放置される可能性があり、敵対的買収の対象となるリスクも低くないと想定される。

## 6. 結論とインプリケーション

中島商会の経営方針は、株主だけでなく、顧客、従業員、取引先等の企業の経営に直接

かかわる利害関係者を意味する「企業参加者（小林：1978）」の利益を重要視した企業の存続を経営の根幹におくものであり、中島社長はそれを互恵関係と表現していると考えられる。現状の中島商会の財務内容や現在も複数の証券会社が上場の勧誘に来ていることを考慮すれば、同社はいずれかの市場に上場できる能力があることが窺える。よって、中島社長が、中島商会を上場しない理由は、同社が企業参加者の利益の重視を根幹とするため、株主の利益を重視する傾向の強い上場企業にはそぐわないと判断したことにあると論結される。

中島商会は、創業から続くような企業参加者との互恵関係を愚直に実践し、従業員を撫育する「人を大切に経営」を行うため、利益額や営業キャッシュフローの増加のマネジメントを行い、企業の存続を可能にしている。それは、株主や投資家が求めるROAの向上あるいは企業価値の向上とは異なるため、同社の上場しない選択には、「買収されるリスクの回避」と「経営の自由度の確保」によって「経営方針と雇用の継続」が可能となる点で有用性があると言える。

企業に根ざした融資担当者の立場から見れば、同社のような企業の場合、万が一にでも効率性の視点で信用のある大口取引先との関係を縮小させないよう留意し、経営にとって上場が最善かどうかを熟考するよう促し、かつ円滑な融資を心がけることは考慮に値すると思われる。それは、上場を機会に他に融資先を奪われないための予防的措置にもなるも

のと思われる。

本論は、今回、上場可能であるが上場しない企業として中島商會をケーススタディとして取り上げ、急成長が望めない中、人を大切にしている経営を行うことで企業の存続を可能にするため、上場しない選択を行ったことを発見している。人を大切にしている経営を行う企業は上場企業にも存在するが、当該経営方針を堅持し、株主の求めるROAや企業価値向上あるいは利益の継続的な増加を蔑ろにすれば、その企業の株式は株式市場内で割安に放

置され、買収されるリスクが高まる。その意味でも中島商會が上場を選択しないという判断には有用性がある。逆に、アデランスは短期的な利益を求める相手に買収された経験を持ち、最終的にMBOにより自らの意思で非上場化している点で中島商會と真逆の道を歩んできた。今回は、アデランスをケーススタディとして取り上げ、非上場化した企業にも本論と同様の議論が成立するかについて検討したい。

#### 〈参考文献〉

- ・ Jensen, C. M., Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review, Vol.76, No.2, 323-329,1986
- ・ 片庭浩久『MBOのしくみのわかる本』中経出版（2012年4月）
- ・ 小林順治「企業の社会的責任と経営理念」『上智経済論集』第25巻第1号,pp7-27（1978年10月）
- ・ 小屋知幸「MBO急増は何を意味するのか」『日経ビジネスオンライン』日経BP社（2011年3月）  
URL: <http://business.nikkeibp.co.jp/article/manage/20110228/218649/>（2017.9.5参照）
- ・ 中島弘晶『中島商會 中期経営計画2019～モノからコトへの成長とイノベーション～』株式会社中島商會,2017.9.21取材時資料（2017年4月）
- ・ 野口恭平「サントリー新浪社長 非上場企業の強みとは」『NHK NEWS WEB,2017.6.20』（2017年6月）  
URL: [https://www3.nhk.or.jp/news/business\\_tokushu/2017\\_0620.html](https://www3.nhk.or.jp/news/business_tokushu/2017_0620.html)（2017.9.6参照）
- ・ 島田知穂「上場へと動く サントリーの思惑－独自性は維持できるのか」『週刊東洋経済2012年12月29日・1月5日合併特大号』東洋経済新報社,20-21（2012年12月）
- ・ 竹内弘文「KDDI、投資か還元か 会社側と市場の間に温度差 高収益でも死角あり」『日本経済新聞朝刊2016年11月2日版』日経新聞電子版（2016年11月）  
URL: <http://www.nikkei.com/article/DGKKZO09057490R01C16A1DTA000/>（2017.9.1参照）
- ・ 東京証券取引所『2017 新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』株式会社東京証券取引所上場推進部（2017年7月）
- ・ 吉本政和・勝部伸夫「わが国における上場企業のMBO：MBOの目的とその実態」『熊本学園商学論集第20巻第56号』熊本学園大学商学会,141-172（2016年3月）