

上場の意義を戦略的に再考せよ

宮下 和昌

経営共創基盤（IGPI）ジェネラルカウンセラー
IGPI 弁護士法人 代表弁護士

1. 我が国の株式市場の現状－「株式会社プライムマーケット」の財務分析－

東京証券取引所の上場企業数は、2012 年まで概ね 2,300 社から 2,400 社の間を推移していたが、2013 年の大阪証券取引所との経営統合を機に、JASDAQ 上場企業が合流したことで一気に増加した。またその後、スタートアップブームの影響で新規上場数が年々増加し、**東京証券取引所に上場する企業数は 2023 年には約 4,000 社の水準に達している**（図 1.1 参照）。

なお、2022 年に実施された市場区分の大幅な見直しにより、従来の「一部」「二部」「マザーズ」「JASDAQ スタンダード」「JASDAQ グロース」などの多層的な市場構造が、「プライム」「スタンダード」「グロース」の三市場に再編された。この再編により、プライム市場とスタンダード市場の上場企業数ほぼ同数となった（図 1.1 参照）。

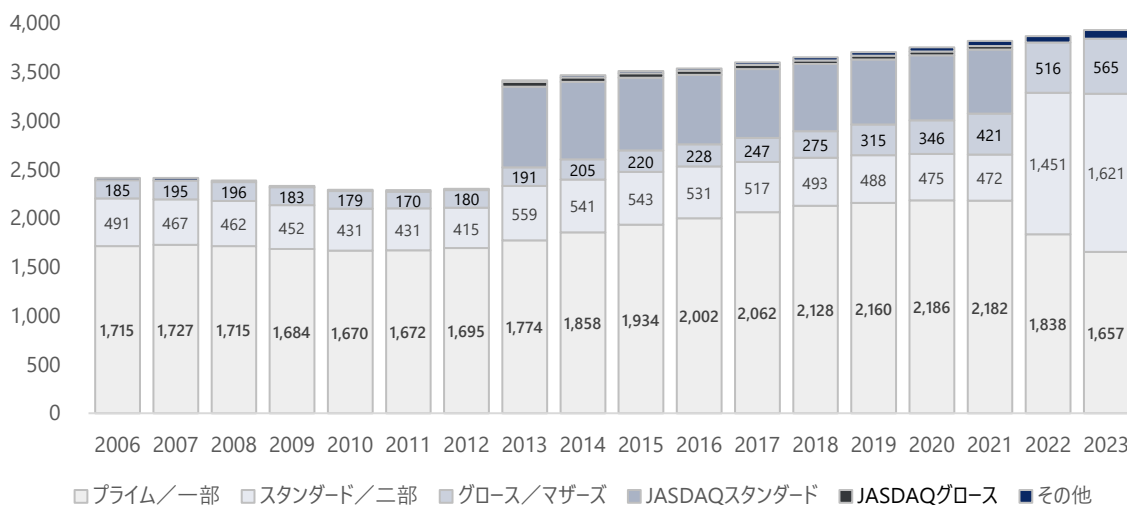


図 1.1：上場企業数の推移 東京証券取引所公開情報をもとに筆者作成

一方、**市場区分ごとの時価総額比率をみると、プライム／一部市場の存在感が一貫して圧倒的である**ことがわかる（図 1.2 参照）。2014 年から 2025 年にかけて、全体の時価総額は右肩上がりに増加しており、2025 年には 1,000 兆円に迫る勢いとなっているが、この勢いを牽引しているのはプライム／一部市場に上場する大企業の株価成長である。これに対して、スタンダード／二部やグロース／マザーズの全体に占める比率は限定的である。

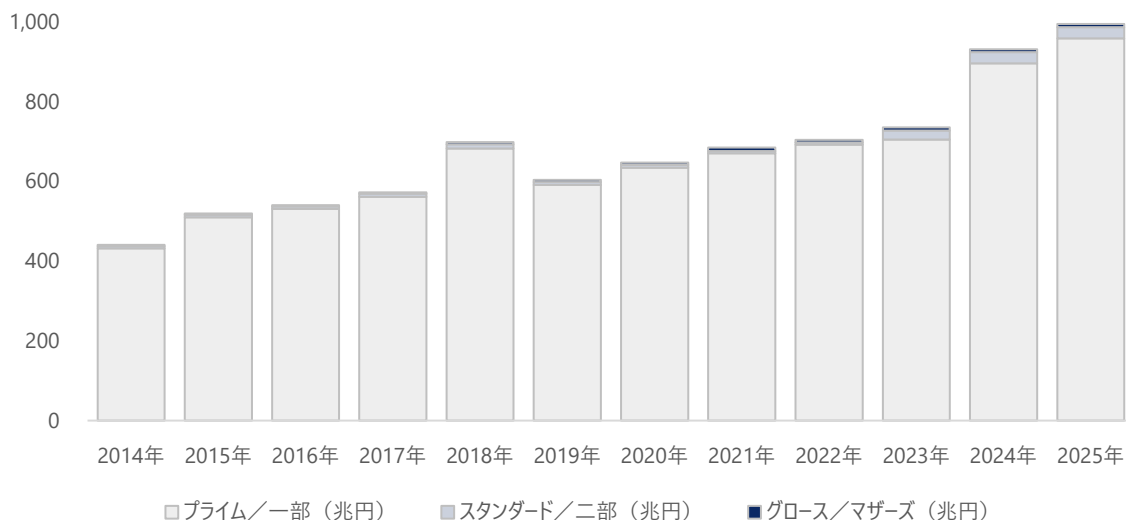


図 1.2：市場区分ごとの時価総額 東京証券取引所公開情報をもとに筆者作成

以下では、**市場全体の時価総額の 96%超を占めるプライム市場（旧一部）に属する企業群全体を「株式会社プライムマーケット」と銘打ち、その財務分析を行うことで我が国の株式市場の特徴を概観する。**

まず、“株式会社プライムマーケット”の売上高及び当期純利益の推移を見ると、**収益力が近年着実に改善している**ことが伺える。リーマン・ショックの影響を受けた 2008 年から 2009 年にかけては、売上高・純利益ともに大きく落ち込み、当期純利益率は 0.2%にまで低下したが、その後は持ち直し、2016 年には 5.2%まで回復した。2019 年に一時的に業績が悪化したものの、コロナ禍を経て 2021 年以降は再び大幅に改善し、2023 年には当期純利益が 48 兆円、純利益率は 5.6%と過去最高水準に達している（図 1.3 参照）。これは、企業の構造改革やコスト意識の向上、グローバル展開の強化に加え、為替等も寄与した結果と考えられる。売上高の伸びに対して利益の伸びが相対的に大きく、全体として利益体質への転換が進んでいるといえる。

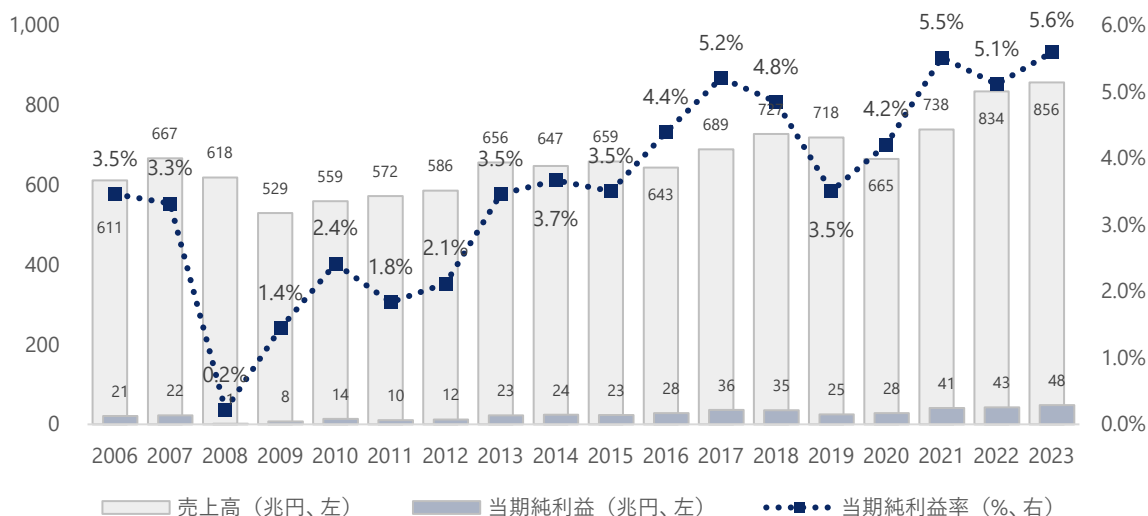


図 1.3：株式会社プライムマーケットの PL 分析 東京証券取引所公開情報をもとに筆者作成

次に、バランスシートに注目すると、2015 年の日本郵政グループの上場に伴い、同年から翌年にかけて総資産が非連続に増加しているが、その影響を除けば、**負債及び純資産の双方が増加傾向にあるなかで、財務レバレッジ (=総資産÷自己資本) は緩やかな減少傾向を示している** (図 1.4 参照)。これは、**各企業が内部留保を厚くし、自己資本比率を高める保守的な財務運営に回帰している**ことを示唆している。

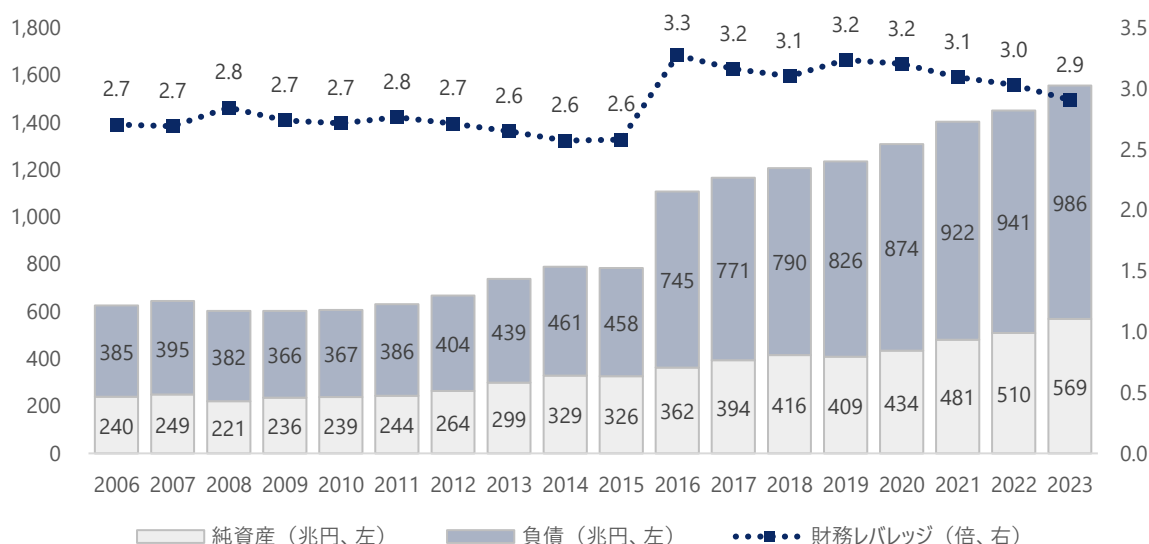


図 1.4：株式会社プライムマーケットの BS 分析 東京証券取引所公開情報をもとに筆者作成

資本効率の推移についてしてみると、**2007 年まで 9% 台で推移していた ROE (自己資本利益率) は、リーマン・ショックとコロナ・ショックという 2 度の大きな落ち込みを経て、現在は、再びリーマン・ショック以前の水準に回復している**。しかし、**2007 年の ROE は総資産回転率 1.0 回に支えられた「回転率型」であったが、その後、売上高成長を上回るスピードで資産規模が拡大し、前述のとおり 2015 年の日本郵政グループが上場銘柄に組み込まれた結果、2023 年は総資産回転率が 0.6 回に低下している**。この低下分は **ROS (当期純利益率) 5.6% と財務レバレッジ 2.9 倍への増加によって補われ、ROE 構成は「マージン+レバレッジ型」へと変化している** (図 1.5、図 1.6 参照)。価格引上げ及びコスト削減による利益率の向上と、戦略的な資本政策を通じて、資本効率の向上を実現してきた。とはいえ、マージンとレバレッジへの過度な依存は、景気後退や金利上昇時に脆弱性を孕む。**経営者は、今後の外部環境の変化を見据え、資産構成の見直しと事業の選択と集中により、安定的かつ持続可能な資本効率の確保を図ることが求められる**。

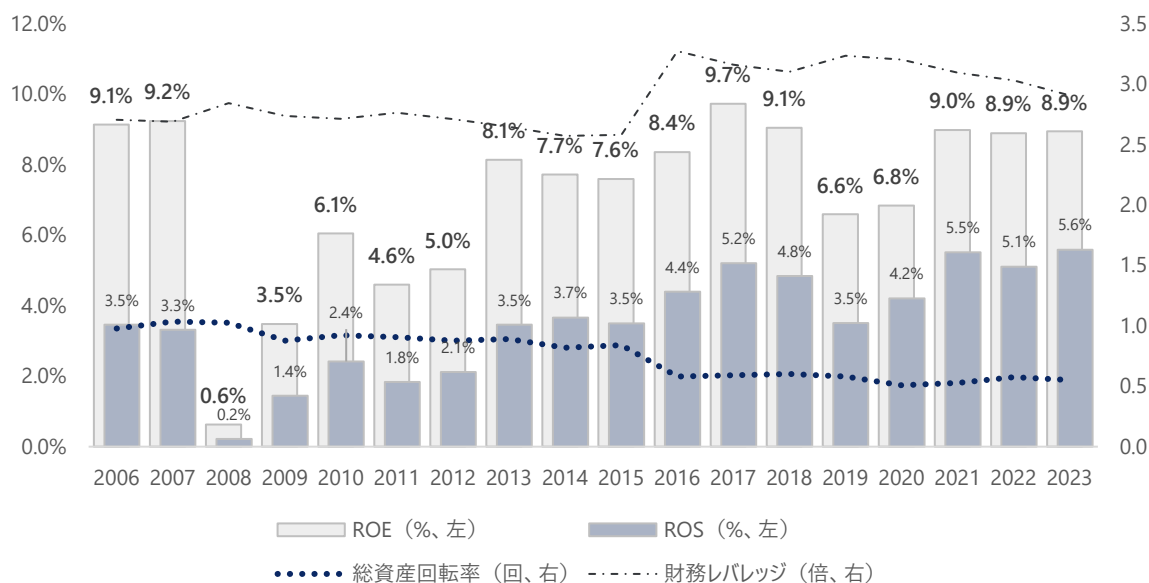


図 1.5：株式会社プライムマーケットの資本効率分析 東京証券取引所公開情報をもとに筆者作成

なお、株式会社プライムマーケットから日本郵政グループという資産規模の大きい低回転ビジネスを除外した場合、レバレッジ依存はある程度抑制される。その一方で、総資産回転率の長期低下トレンドは依然として残存しており、経営者は“資産の軽量化”と“マージン持続力の強化”の両面から、バランスの取れた ROE ドライバー配分を追求することが求められる（図 1.6 参照）。

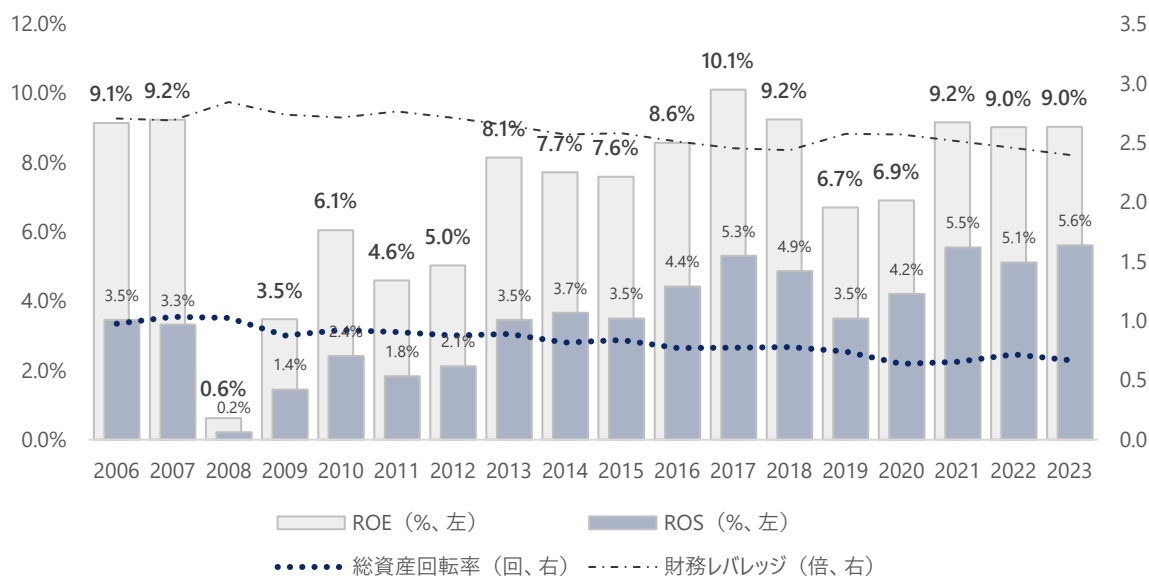


図 1.6：株式会社プライムマーケットの資本効率分析（日本郵政除く） 東京証券取引所公開情報をもとに筆者作成

最後に、“株式会社プライムマーケット”の時価総額及び PBR（株価純資産倍率）の推移を確認しておこう。2006 年から 2007 年にかけて時価総額は約 550 兆円を超え、PBR も 1.5 倍から 2.0 倍の高水準を記録したが、リーマン・ショックで大きく低下し、2008 年下半年から 2012 年にかけて PBR が 1 倍を下回る時期が続いた。その後、

時価総額は上昇基調に転じているが、一方で、PBR は時価総額の成長と必ずしもリンクしておらずコロナ禍の時期も含め 1.0 倍から 1.5 倍の間を行き来している（図 1.7 参照）。「 $PBR = ROE \times PER$ 」であり、ROE の水準が前述のとおり約 9% の水準に持ち直していることを考えると、この結果は市場の成長期待（PER：株価収益率）が低下していることを示唆している。資本市場は各企業に対して「稼ぐ力の維持」よりも「稼いだ資本の再配分を通じた価値創造ストーリー」が描けているかを重視しており、この点に疑問符を打たれていることが PBR の伸び悩みの原因である。

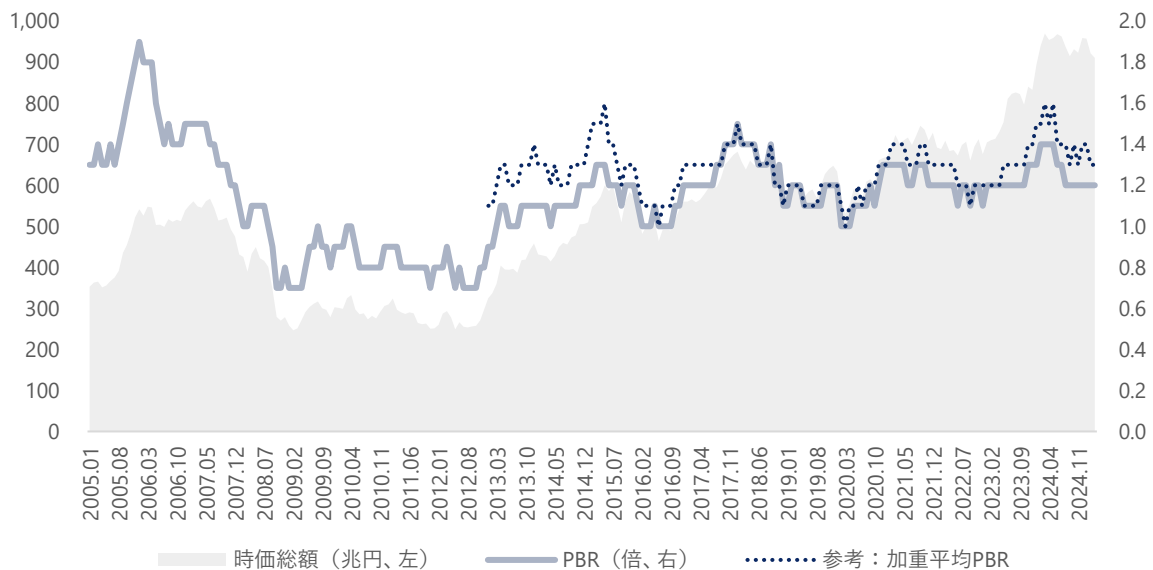


図 1.7：株式会社プライムマーケットの時価総額分析 東京証券取引所公開情報をもとに筆者作成

2. 株式市場の構造変化に関する国際潮流

次に、視点を外に転じ、株式市場の構造変化に関する国際潮流をみていこう。米国の上場企業数はこの 30 年間で劇的に減少した。**1996 年には約 8,000 社を数えたが、2024 年には約 5,000 社まで減少している。**一方この間、**米国株式市場の時価総額は約 9 倍に成長している**（図 2.1 参照）。すなわち、**米国市場では、上場企業数の減少にもかかわらず、個社の規模拡大によって市場全体の成長が実現されたことになる。**その背景として、いくつかの要因が複合的に作用している。まず、ベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティの発展により、非上場のまま成長資金を確保する手段が多様化したことが挙げられる。また、2000 年代初頭のサーベンス・オクスリー法（SOX 法）制定に象徴される規制強化や、アクティビスト投資家の台頭により、上場に伴うコストや経営リスクが相対的に増大したことも、上場回避や市場退出を促す一因となった。結果として、米国では、競争単位の質的転換、すなわち、**数の拡大から質の向上への転換が進んだと捉えることができる。**

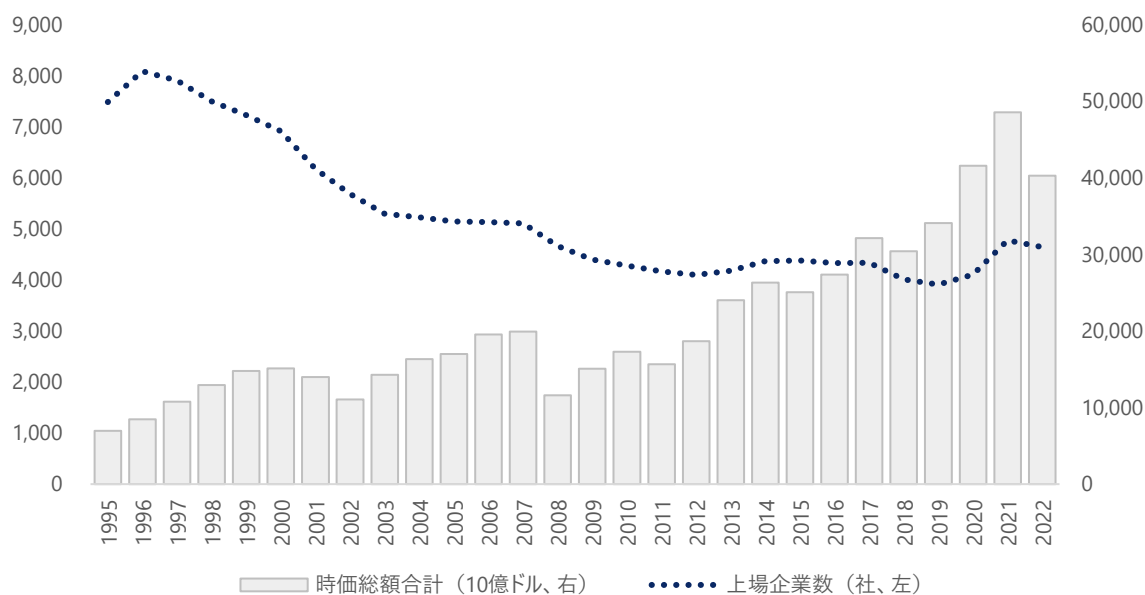


図 2.1：米国の上場企業数及び時価総額合計額の推移 World Bank Data 公開情報をもとに筆者作成

一方、日本は主要先進国とは対照的な動きを示している。前述のとおり、米国では 1990 年代半ば以降、上場企業数が緩やかに減少を続け、2020 年代には半減した。また、イギリス、ドイツ、フランスにおいても、スタートアップ企業による IPO ブームを背景に 2000 年代半ばに一時的な増加を見せたものの、その後は減少傾向に転じている。これに対し、**日本は過去四半世紀にわたり上場企業数を増加させており、その数は約 2 倍に達している**（図 2.2 参照）。こうした傾向の違いは、新興企業向け市場の拡充（図 1.1 参照）、中堅企業の上場志向の強さ、競争力強化に向けた合従連衡の遅れといった独自の市場構造に起因していると考えられる。

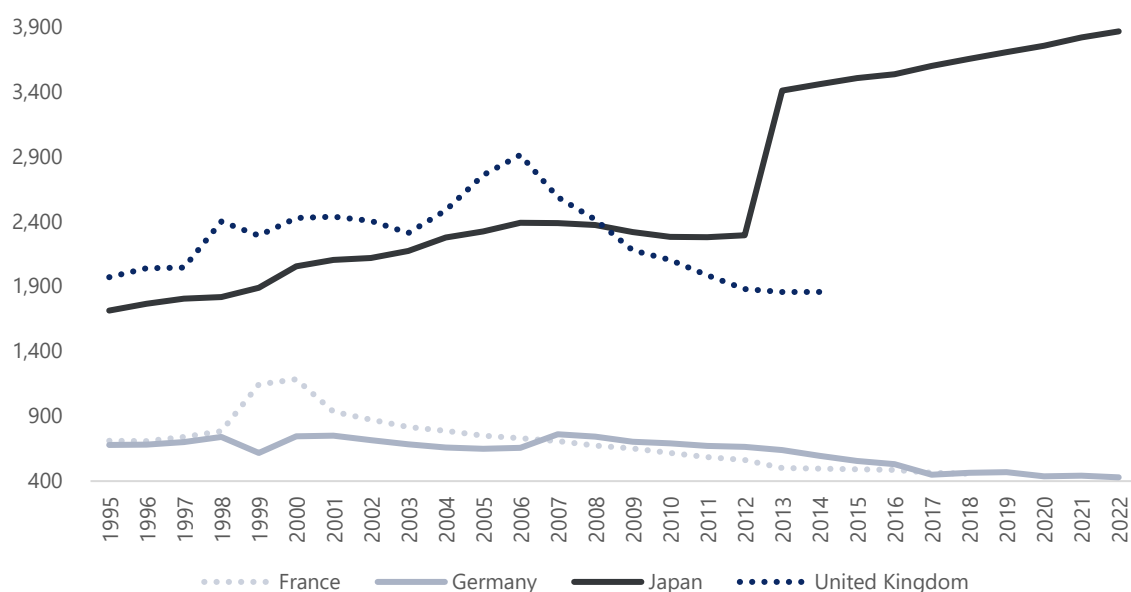


図 2.2：日独仏英の上場企業数の推移 World Bank Data 公開情報をもとに筆者作成

しかし、**世界全体の時価総額に占める日本企業の割合は、2022年時点で約5.7%にまで低下しており、日本の株式市場のグローバルな存在感は大きく後退している**（図2.3参照）。米国では上場企業数の減少にもかかわらず市場への資金流入が加速し、時価総額が拡大しているのに対し、日本では上場企業数の増加にもかかわらず株式市場の“シェア”が低下しているのである。

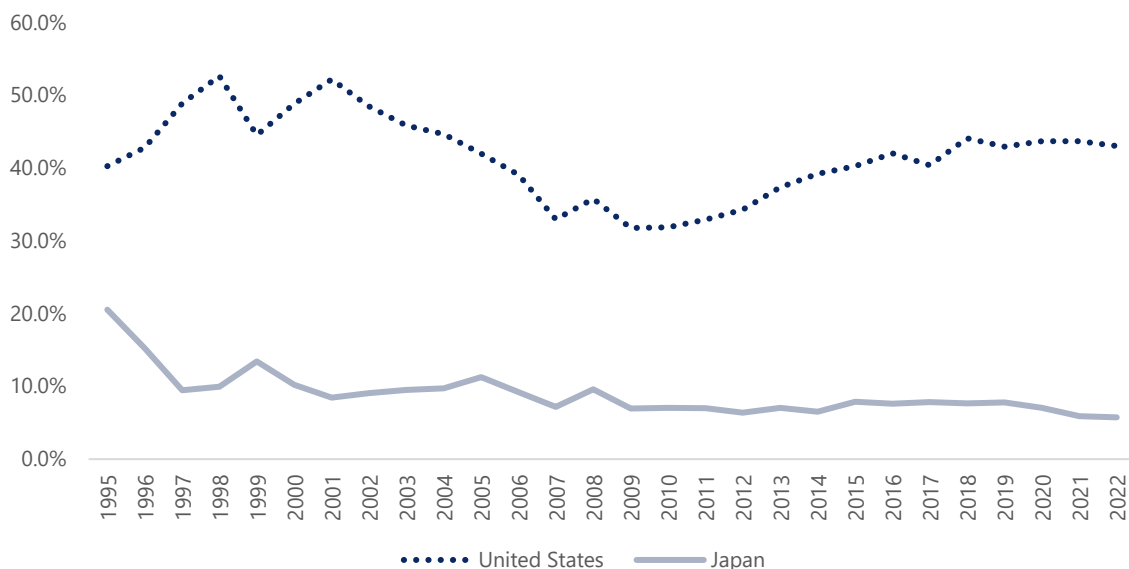


図2.3：日米の時価総額の割合 World Bank Data 公開情報をもとに筆者作成

この対照的な動きは、単に上場企業数の多寡だけではなく、企業規模や成長性といった質的側面の違いを浮き彫りにする。実際、**日本市場では中小規模の上場企業が多数を占める一方で、グローバルな投資家から魅力的な投資対象とみなされる大型企業（いわゆるメガキャップ）の育成が十分ではなかった**（図2.4、図2.5参照）。企業の成長力強化や産業構造の革新によって一社当たりの企業価値を高めていくことが、日本の株式市場全体の地位向上には不可欠である。

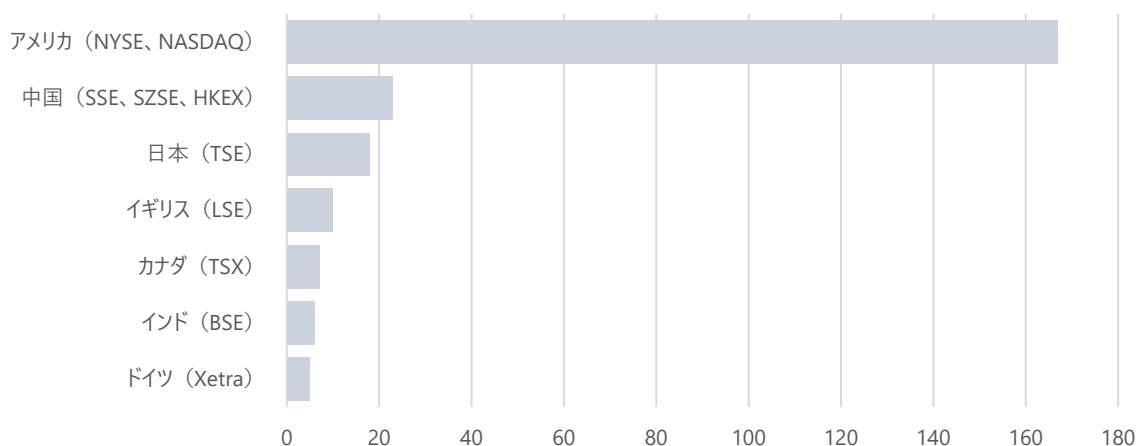


図2.4：時価総額10兆円以上の企業（10兆円クラブ）の数（2025年5月時点） 筆者作成

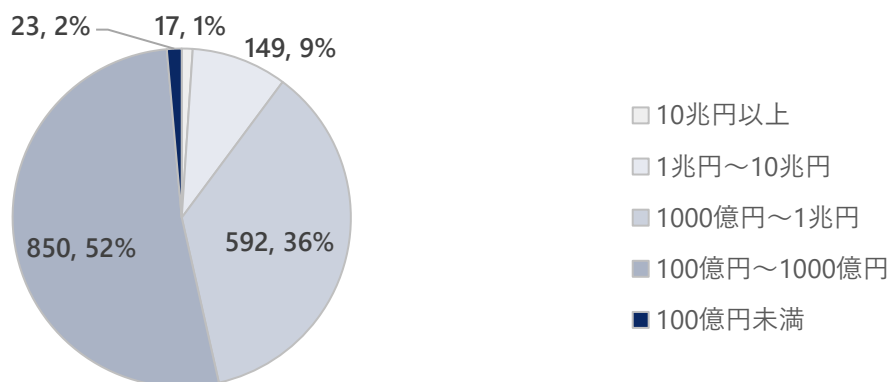


図 2.5：時価総額規模別プライム構成銘柄の分布（2025 年 5 月時点） 筆者作成

3. 上場コストの増大と経営への影響

企業にとっての“上場コスト”は年々増加している。その内容は、上場手数料、開示資料作成コスト、監査報酬といった定量的なコストにとどまらず、むしろ、**資本市場から求められる経営水準の高度化という無形の負担にこそ注目すべき**である。2015 年に東京証券取引所が導入したコーポレートガバナンス・コードは、本年度施行から十周年を迎える。この間、同コードは 2 度の改訂を経るとともに、経済産業省による「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」など、関連ガイドラインも数多く整備された（図 3.1 参照）。これに応じて、日本の上場企業は指名委員会や報酬委員会の設置、独立社外取締役の選任、内部統制システムの強化といったガバナンス施策の導入を進めてきた。独立社外取締役は、コード公表時点の 2015 年で約 3,000 人だったが、2024 年時点で約 6,700 人と倍以上に増加している（図 3.2 参照）。さらに、投資家とのエンゲージメントの深化や ESG 情報の開示拡充など、対応すべきテーマは高度化し続けている。**これらの取り組みは企業価値向上に資する重要な改革である一方、実務対応に要する経営リソースの増大は無視できない。**とりわけ、**経営者が本来注力すべき事業戦略策定やイノベーション創出といった領域に対して、相対的にリソース配分が圧迫されるリスクが顕在化しつつある。**特にマイクロキャップやスモールキャップの企業においては、**上場維持のために必要な定性的・定量的コストと、上場によって得られる便益とのバランスが取れていない、いわゆる“上場コスト割れ”の状態に陥るケースが少なくない。**「流動性の乏しい株式」「低位の時価総額」「限定的な資金調達メリット」といった状況下では、上場ステータスの維持が企業経営にとって必ずしも合理的とはいえない。むしろ資本市場から期待される高度な経営水準を実現・維持するために過剰な経営資源を費やさざるを得ないという構造的な非効率を抱えることになってしまう。

時期		コーポレートガバナンス改革の内容
2013 年	6 月	【内 閣】「日本再興戦略」閣議決定
2014 年	1 月	【東 証】「JPX 日経インデックス 400」開始
	2 月	【金融庁】「スチュワードシップ・コード」策定
	6 月	【内 閣】『日本再興戦略』改訂 2014」閣議決定
	8 月	【経産省】「伊藤レポート」公表
	8 月	【東 証】「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」設置
2015 年	5 月	【国 会】改正会社法が施行（社外要件見直し、監査等委員会設置会社導入）
	6 月	【東 証】「コーポレートガバナンス・コード」策定
2017 年	3 月	【経産省】「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」策定
	5 月	【金融庁】「スチュワードシップ・コード」改訂
2018 年	6 月	【東 証】「コーポレートガバナンス・コード」改訂
	9 月	【経産省】「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」改訂
2019 年	6 月	【経産省】「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」策定
2020 年	3 月	【金融庁】「スチュワードシップ・コード」再改訂
	7 月	【経産省】「社外取締役の在り方に関する実務指針」策定
	7 月	【経産省】「事業再編実務指針」策定
2021 年	3 月	【国 会】改正会社法施行（上場会社における社外取締役の設置の義務化等）
	6 月	【東 証】「コーポレートガバナンス・コード」再改訂
2022 年	4 月	【東 証】新市場区分（プライム／スタンダード／グロース）への一斉移行
2023 年	3 月	【東 証】「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」公表
	4 月	【金融庁】「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」公表
	5 月	【東 証】「JPX プライム 150 指数」公表
	6 月	【経産省】「社外取締役向けケーススタディ集－想定される場面と対応－」公表
2024 年	6 月	【金融庁】「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024」公表
2025 年	4 月	【経産省】『稼ぐ力』の CG ガイダンス」公表

図 3.1：日本のコーポレートガバナンス改革 筆者作成

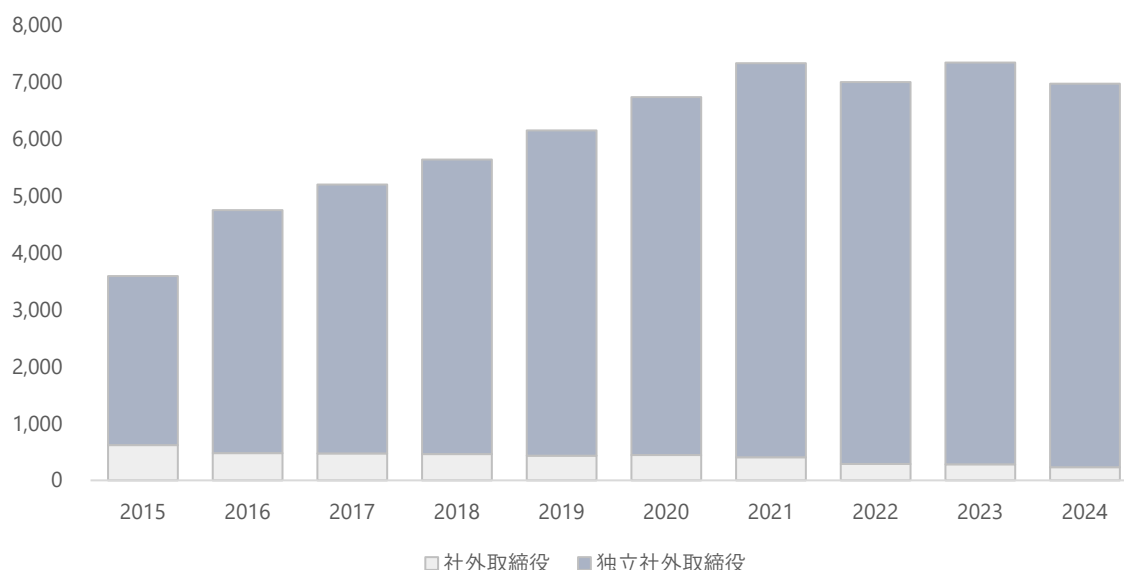


図 3.2：社外取締役ののべ人数の推移 日本取締役協会公開情報をもとに筆者作成

コーポレートガバナンス・コードの全項目を遵守する東証一部／プライム上場企業の割合は 2022 年時点で 3 割を超えており、90%以上の項目を遵守する企業を含めると、実に 9 割以上がコードを“コンプライ”している（図 3.3 参照）。しかし、同コードは本来、「コンプライ・オア・エクスプレイン（comply or explain）」、すなわち、コードを遵守するか、理由を説明した上で異なる対応を行うかという柔軟な運用を認める制度設計となっている。にもかかわらず、現実には“コンプライ”が形式的な目標と化し、十分な説明責任を果たさないまま機械的に遵守項目数を追う企業も散見されるなど、制度運用が形式主義に陥っている懸念がある。こうした背景のもと、コード公表から 10 年を迎える現在、遵守項目の多寡を競うのではなく、各企業が自社の事業特性や経営課題に即したガバナンスのあり方を再考し、コードの趣旨に沿った“実質的対応”を志向すべきとの認識が広がっている。たとえば、経営経験を有する独立社外取締役の登用や、社長・CEO の後継計画（サクセッションプラン）の策定など、取締役会の監督機能の実質的な強化を意図した施策が注目されている。また、2023 年には東京証券取引所が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を上場企業に対して要請し、PBR を株式市場の主要な評価基準として位置づけるなど、企業価値の向上に向けた定量的成果の提示が強く求められるようになった（図 3.1 参照）。こうした潮流は、企業統治の高度化を後押しするものではあるが、その一方で、上場企業に対する要請も着実に高度化・複雑化しており、とりわけ規模の小さい企業にとっては、上場維持に伴う負担が相対的に重くなるという構造的課題が顕在化している。

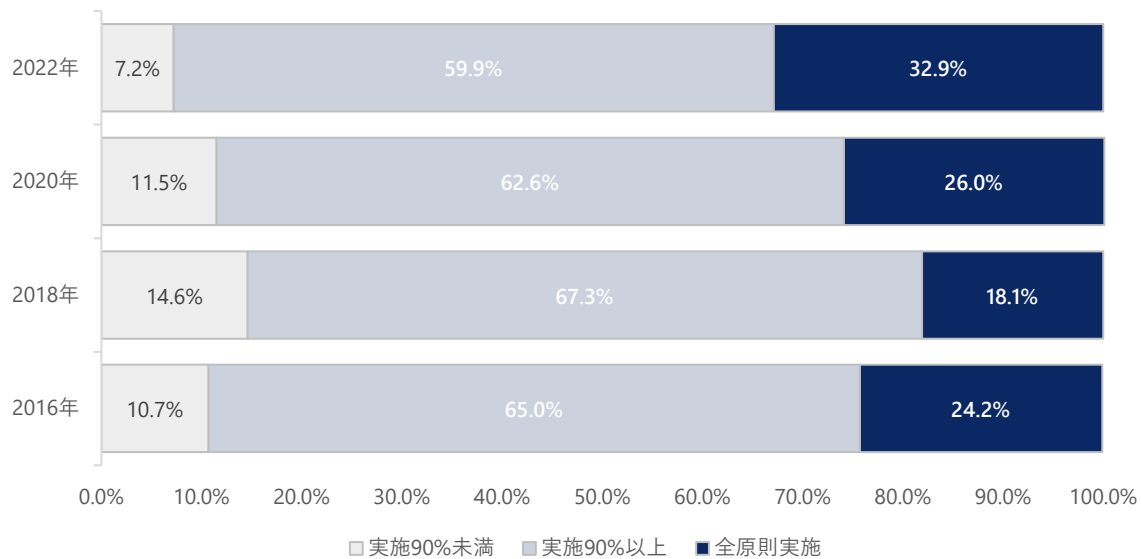


図 3.3：東証一部／プライム上場企業のコンプライ状況 東京証券取引所公開情報をもとに筆者作成

以上のように、上場企業を取り巻く環境はこの 10 年で大きく様変わりした。経営トップは株式市場や投資家対応に以前にも増して時間とコストを費やさざるを得ない状況となっている。こうした状況下で改めて問われるのが、「それでもなお上場を維持する意義は何か」という根源的な問いである。定性的コストも含めた上場コストの増加を直視し、自社にとって株式市場に残り続けることが本当にベストなのか、立ち止まって考える時期に来ている。

4. 上場の意義を改めて考える

上場を維持する意義は何か？と問われれば、経営者の多くが、「**株式市場を用いた機動的な資金調達（エクイティ・ファイナンス）を実施できること**」と答えるであろう。しかし、**公募増資を通じて多額の資金を調達する企業はごく限られており、上場企業全体としてもその活用度は高いとはいえない**。2009 年にはリーマン・ショック後の資本増強ニーズを背景に一時的な増資ラッシュが見られたものの、それ以降の調達金額は年間 1 兆円前後の水準にとどまっており、公募増資は平時においては例外的な資金調達手段となっている。実際、**2010 年以降の調達額を上場企業数で単純平均すれば、1 社あたり 1 億円から 3 億円程度に過ぎず、資金調達の周期を 10 年に 1 回と仮定しても 10 億円から 30 億円規模であり、これは未上場のスタートアップでも実現可能な水準である**（図 4.1 参照）。この背景には、証券会社による厳格な引受審査、株価希薄化に対する市場のネガティブな反応、投資家による調達意図への懐疑など、エクイティ・ファイナンス特有の高いハードルがある。結果として、多くの日本企業は日常的な資金ニーズを銀行借入などの間接金融に依存しており、株式市場は“潜在的な調達手段”としては存在していても、実際の活用機会は限定的というのが実態なのである。

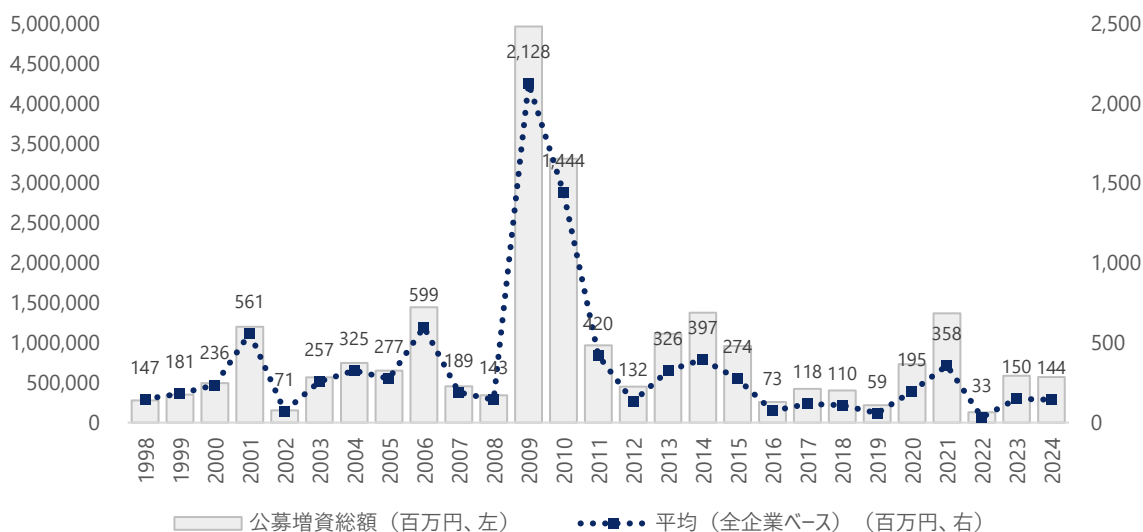


図 4.1：公募増資による資金調達額の推移 東京証券取引所公開情報をもとに筆者作成

また、「リアルタイムな株価形成を通じた経営成績の可視化」という上場の意義を謳う経営者もいるかもしれない。株式市場に上場していることで、企業価値は日々マーケットによって測定され、その評価が株価という形で可視化される。この仕組みは、非上場企業にはない経営成績の評価メカニズムであり、経営者にとって健全なプレッシャーとなると同時に、企業価値経営へのインセンティブともなる。**しかし現実には、多くの日本企業がこの株価というシグナルを十分に経営に反映してきたとはいえない。**実際、2024 年 5 月時点において、TOPIX 500 に含まれる上場企業のうち約 3 分の 1 が PBR 1 倍未満であり、市場から「解散価値未満」の評価しか受けていない。一方で、米国 S&P 500 では同様の水準にある企業は全体のわずか 2% 程度に過ぎず、日米間で大きな差が生じている（図 4.2 参照）。こうした状況は、株価を経営の指標として積極的に活用してこなかった、いわば「市場との対話の懈怠」を物語っている。長年にわたって株式の持ち合いや安定株主への依存が続いてきた結果、企業側が株主価値を意識した経営の必要性を感じにくくなり、「株価は気にしない」とする経営スタンスが温存されてきた。**TOPIX 500 における低 PBR 企業の割合は 2022 年から 2024 年にかけて大きく改善したとはいえ、現在においても、「リアルタイムな株価形成を通じた経営成績の可視化」という上場の意義が経営に深く根付いているとはいえない。**

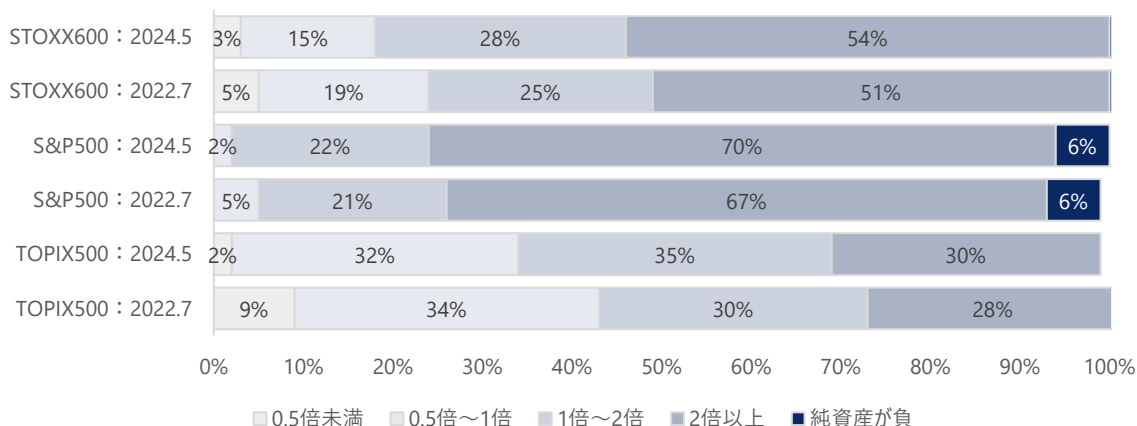


図 4.2：PBR の分布状況 東京証券取引所公開情報をもとに筆者作成

その他上場の利点として、**自社株式を M&A の対価（いわば「通貨」）として利用できる点が挙げられることがある**。しかし、**この利点は日本において実際にはほとんど発揮されていないのが実情**である。制度的には、「株式交換」や 2019 年の会社法改正により新たに導入された「株式交付」といった株式を対価とする M&A のスキームが整備されている。しかし、依然として税制面の障壁や買収対象企業が国内企業に限定されているといった使い勝手の悪さから、大型買収案件において十分な実績を残しているとはいえない。日本企業による大型 M&A では、現金対価によるものが今でもほぼその全てを占めており、株式交換や株式交付といった株式対価による M&A スキームが用いられることは極めて稀である。

また、**役員・従業員に対する非金銭報酬としてのストックオプション制度を整備できるという点**も上場企業であることの利点として強調されることがある。上場企業であれば自社株式の流動性が高いため、付与されたストックオプションの価値が明確であり、行使後に市場で売却してキャピタルゲインを得やすいと一般には考えられる。しかし、**非上場企業であってもストックオプションが従業員にもたらす経済的インセンティブは十分に確保し得る**。非上場株式であっても、成熟企業なら安定した業績に基づく配当によってインカムゲインを享受でき、成長企業であれば将来の M&A（他社による買収）によってキャピタルゲインを従業員にもたらすことが可能である。例えば、日本の BNPL サービス企業である Paidy は未上場のまま事業を拡大し、2021 年に米国 PayPal 社に約 27 億ドル（約 3,000 億円）で買収された。この買収により、同社の株式やストックオプションを保有していた創業者や従業員は IPO を経ることなく大きなリターンを獲得できている。リターンの獲得方法としては、買収者によるストックオプションの買取り、ストックオプションの早期行使（いわゆる acceleration）、買収者が新たに発行するストックオプションへの転換等の方法がある。ストックオプションを従業員へのインセンティブとする観点でも、上場の必要性は以前ほど高いとはいえない。

さらに、**上場企業であること自体が社会的な信用力や知名度を高め、営業上の信頼獲得や優秀人材の獲得にプラスに働くという利点**を強調する経営者もいる。しかしながら、**この点に関しても上場の有無が決定的な差を生むとは限らない**。近年では未上場のまま急成長を遂げ、評価額 10 億ドル以上の「ユニコーン企業」となったスタートアップが日本でも複数登場している。例えば、「Preferred Networks」や「スマートニュース」などは非上場ながら評価額が約 10 億ドル規模に達しており、国内外で高い知名度と信用を獲得している。また、「サントリーホールディングス」や「YKK」など創業家による経営を貫き非上場を維持しながら国際的ブランドとなった企業も存在する。**取引や採用における信用力を左右するのは、上場か非上場かという資本市場におけるステータスではなく、結局は企業価値なのである**。

5. 経営者が直面する新たな課題－アクティビストと同意なき買収－

上場を取り巻く環境変化として見逃せないのが、アクティビストの台頭と同意なき買収の増加である。まず、前者について、我が国においては、2000 年代に巻き起こった第 1 期アクティビストブームがリーマン・ショックによりいったん収束し、その後、2013 年のサード・ポイントによるソニーに対するアクティビズムを皮切りに第 2 期のアクティビスト活動が本格化した。同時期から我が国におけるコーポレートガバナンス改革が本格化したことも手伝い、**今や日本は米国に次いで世界で 2 番目にアクティビストが活発な市場**となっている（図 5.1 参照）。第 1 期のアクティビストの中には“ハゲタカ”と揶揄されるプレイヤーも存在したが、近年は企業と建設的に対話する

長期志向のヘッジファンドも現れ、その存在感は無視できないものとなっている。上場企業である以上、どの会社もアクティビストに株付けされ得るという前提で経営を考える必要がある。

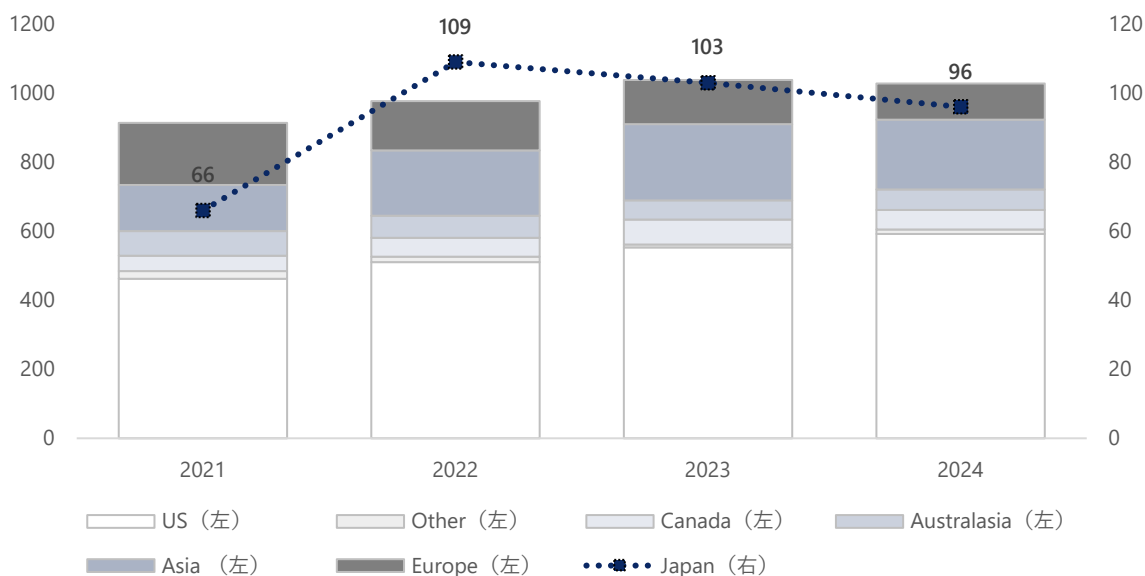


図 5.1：アクティビストのキャンペーン対象となった企業数 Shareholder Activism Annual Review をもとに筆者作成

また、以前は「敵対的買収」と呼ばれてきた「同意なき買収」というアプローチも資本市場における市民権を獲得しつつある（図 5.2 参照）。以前は、同意なき買収そのものがネガティブなものと捉えられ、企業は買収防衛策を導入することでそのリスクに備えようとしてきた。しかし、近年では、こうした画一的な防衛姿勢に対する資本市場や世論の見方が徐々に変わりつつある。経済産業省が策定した「企業買収における行動指針」（2023 年 8 月 31 日）では、「真摯な買収提案には真摯な検討を行うべき」ことが明記され、経営陣が安易に防衛策に走ることが正当化されにくくなっている。実際、近年ではコロナウィドによる大戸屋 HD の買収やニデックによる TAKISAWA の買収など、当初は経営陣が反対する中で進められた案件でも、最終的に株式市場の支持を得て成立に至る例が増えてきた。こうした潮流は、同意なき買収がもはや“異端”ではなく、市場規律の一部として受け入れられつつあることを示している。

公表年	買収企業	被買収企業	成否
2019 年	伊藤忠（総合商社）	デサント（スポーツウェア）	○
	HOYA（レンズ）	ニューフレア（電子ビームマスク描画装置）	×
2020 年	前田建設（ゼネコン）	前田道路（道路整備）	○
	コロナウィド（飲食店）	大戸屋 HD（飲食店）	○
	ニトリ HD（家具小売）	島忠（ホームセンター）	○
2021 年	日本製鉄（鉄鋼）	東京製綱（鉄鋼）	○
	オーケー（スーパーマーケット）	関西スーパー（スーパーマーケット）	×
	SBI HD（金融）	新生銀行（金融）	○
2022 年	コロナウィド（飲食）	シダックス（飲食）	×

2023 年	ニデック（モーター）	TAKISAWA（工作機械）	○
	第一生命 HD（生命保険）	ベネフィット・ワン（福利厚生）	○
2024 年	ブラザー（印刷）	ローランド DG（印刷）	×
	AZ 丸和（配送）	C&F ロジ（配送）	×
	ペインキャピタル（プライベート・エクイティ）	富士ソフト（Sier）	×
2025 年	ニデック（モーター）	牧野フライス（工作機械）	×
	YAGEO（電子部品）	芝浦電子（電子部品）	—

図 5.2：同意なき買収に関する近時の事例 筆者作成

このように、上場企業は常にアクティビストからの提案や同意なき買収といった外部からの圧力にさらされており、経営の現場は「常在戦場」の様相を呈している。そのため、**平時といえども、アクティビストとの建設的な対話の枠組みを整備し、自社の経営戦略や資本政策を定期的に見直す“ストラテジック・レビュー”の体制を構築しておくことが不可欠である。**一方、アクティビストによるパブリック・キャンペーンが行われた場合や、プライベート・エクイティ（PE）ファンドや事業会社からの買収提案があった場合等のいわば有事のシチュエーションにおいては、**法務・財務アドバイザーの迅速な起用、特別委員会の設置、対案の策定・検討といった全社横断的な複層的対応が求められる。**これには相応のコストと社内体制の動員を伴い、また、経営者自身が陣頭に立って対応せざるを得ない状況となる。その結果、**経営者のマインドシェアがこれらへの対応のために割かれることで、経営資源が分散し、本業に注力することが困難となり、意思決定の遅延や競争機会の逸失といった形で企業価値にネガティブな影響を及ぼす可能性がある。**

外部からの資本市場圧力が常態化しつつある今日、上場企業であることそれ自体が経営上の戦略課題として再認識されるべき段階にある。**企業は、自社の「最適資本構成」「最適株主構成」を見極めたうえで、上場という形態が中長期的な企業価値向上にとって本当に有効であるのかを再評価し、全社的な観点から戦略的判断を下す必要がある。**

6. 最適資本構成及び最適株主構成の追求

まず「最適資本構成」とは、単に自己資本と負債のバランスを定めることではなく、**資本コスト（WACC）を最小化し、企業価値を最大化することを目的とする財務戦略である。**株主資本コスト（Cost of Equity）は CAPM（Capital Asset Pricing Model）によって形式的に算定されることが多いが、これはあくまで理論上の出発点に過ぎない。企業と株主との間の信頼関係やガバナンス体制、情報開示の質や継続的なエンゲージメントの在り方は、投資家の期待リターンである株主資本コストに直接的な影響を与える。すなわち、**株主資本コストは完全に“given”なものではなく、経営者によって“manageable”な側面を持つと捉えるべきである。**ゆえに、最適資本構成を構築するためには、単に数値上の比率調整を行うだけでなく、その前提として、資本市場との積極的な対話を通じて株主資本コストを戦略的に引き下げる努力が不可欠である。

次に、**企業価値最大化の観点からの「最適株主構成」とは、経営に理解を示しつつ中長期で保有する株主が一定比率存在し、同時に市場の規律が働く流動性ある株主層も確保された状態を指す。**株式市場では株主の入れ替わりを完全に制御することはできず、経営陣が望む長期保有層の比率を高めるには時間と働きかけを要する。実際

には、継続的な IR 活動や魅力的な株主還元策を通じて長期投資家を惹きつける努力や、戦略的な株主割当の活用によって徐々に望ましい株主層を形成していくアプローチが必要だ。ここで重要なことは、**企業価値向上のための最適株主構成に絶対解は存在しないという点**である。例えば、イオンとトヨタ自動車はいずれも過去 15 年で大幅に株価を上昇させたが（図 6.1 参照）、株価上昇を支えた株主構成は極めて対照的である。



図 6.1：2010 年から 2025 年までの株価の推移 各社有価証券報告書をもとに筆者作成

イオンは、100 株以上の保有株主にオーナーズカードを付与し、買い物代金のキャッシュバックを行うなど、生活者との接点を重視した施策を通じて、圧倒的な個人株主数を実現している（図 6.2 参照）。こうした施策は、個人株主との関係性を深めるとともに、浮動株比率を抑え、経営の安定性を高める効果を持つ。しかし、株主優待重視の姿勢には限界もある。第一に、優待は物理的・地域的な制約から外国人投資家にとって魅力に乏しく、また保有株数と受益の非対称性から機関投資家にも歓迎されにくい。第二に、優待は企業の収益性や成長性を直接高めるものではなく、むしろ非効率な資本の利用として批判されることもある。事実、優待制度を廃止し、配当や自社株買いに経営資源を集中させる企業も増えている。

イオンとは対照的に、トヨタ自動車の主要株主は機関投資家や外国人投資家が多く、株主構成は極めてグローバル化している（図 6.2 参照）。また、英語での IR 資料や海外 IR 活動にも積極的であり、長期志向の機関投資家に対して中長期戦略や資本政策の丁寧な説明を行っている。こうした姿勢は、株主からの信認を得ることによる資本コストの低下にも寄与しており、企業価値向上に向けた戦略的株主構成が実現されている一例といえる。

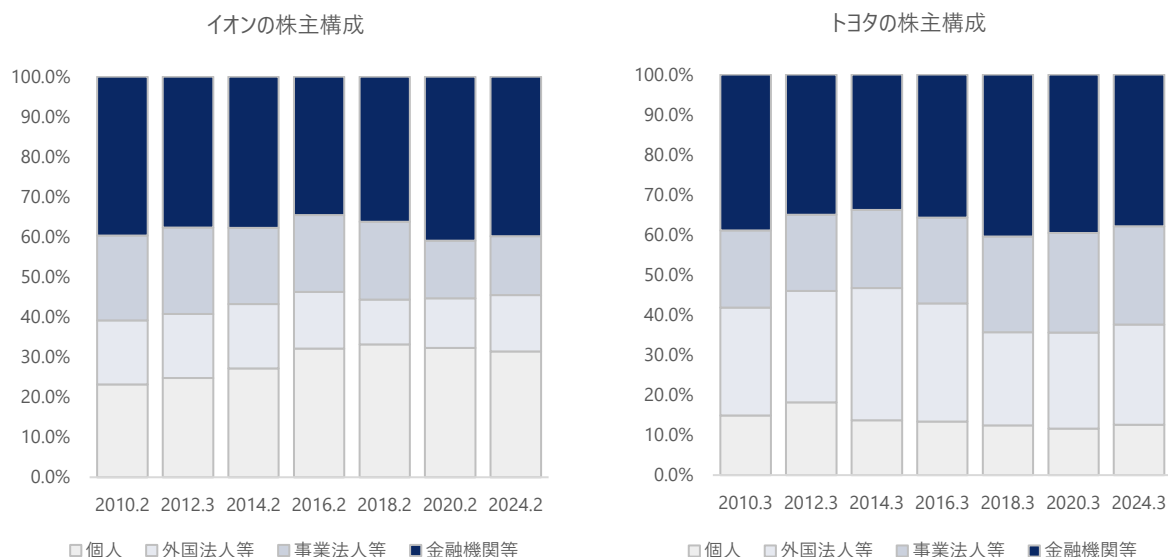


図 6.2：株主構成の比較 各社有価証券報告書をもとに筆者作成

このように、企業価値の最大化に資する株主構成とは、単に持株比率の分布だけでなく、株主の性格・行動・経営への関与姿勢を踏まえて設計されるべきものである。個人株主を大切にすることも、機関投資家との建設的対話を重ねることも、いずれも企業と株主の信頼関係に基づく長期的な協働を目指すものでなければならない。**企業は、自らにとっての「望ましい株主像」を明確に定義し、その獲得・維持のために、還元政策、情報開示、経営姿勢のすべてにおいて、この目指すべき姿と整合的な対応を取ることが求められる。最適株主構成は、静的な結果ではなく、経営戦略の一部として動的にデザインされるべきものである。**

7. 最適資本構成及び最適株主構成の先にある非上場化という選択肢

資本構成・株主構成の最適化を追求するとき、最終的に株式市場から撤退し非上場企業となる決断、すなわち「**非上場化**」も資本政策の有力な選択肢として浮上する。実際、東京証券取引所では 2024 年に永谷園、ベネッセ、ローソンなど 94 社が上場廃止となり、その数は 2013 年の日本取引所グループ発足以降で最多を記録した（図 7.1 参照）。こうした動きは、上場維持のコストと便益を比較検討した結果、上場を維持する意義が薄れた企業が自発的に市場退出を選んだケースといえる。東京証券取引所も「上場維持コストが増加し、非公開化という経営判断が増

加することも想定されるが、そうした判断も尊重（上場企業数に重点は置かない）」との方針を示しており、株式市場を取り巻く環境変化が非上場化の選択を後押ししている面がある。

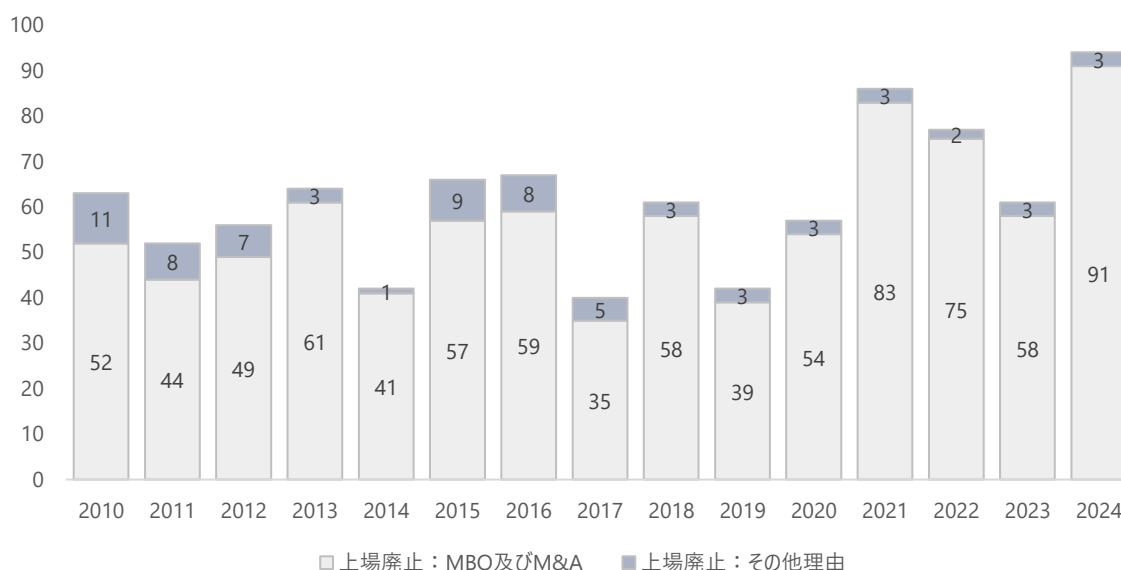


図 7.1：上場廃止企業数の推移 東京証券取引所公開情報をもとに筆者作成

非公開化には再上場を前提とした“一時的な非公開化”と再上場を前提としない“恒久的な非公開化”とがある。このうち前者は、経営陣やプライベート・エクイティ（PE）ファンドが主導して一度上場廃止とするが、将来的な再上場や第三者への売却を視野に入れるケースである。この手法を取れば、非上場化の期間は短期的な株価変動や四半期業績に縛られずに済み、思い切った構造改革や事業再編を機動的に実行できる利点がある。例えば、外食チェーン大手のすかいらーく（現すかいらーく HD）は 2006 年に MBO（経営陣による買収）で一時的に非公開化し、短期市場圧力のない環境で抜本的な改革を断行した結果、2014 年に再上場を果たしている。MBO 時点で約 2,700 億円規模だった時価総額は現在（2025 年 5 月時点）6,600 億円規模にまで成長している。

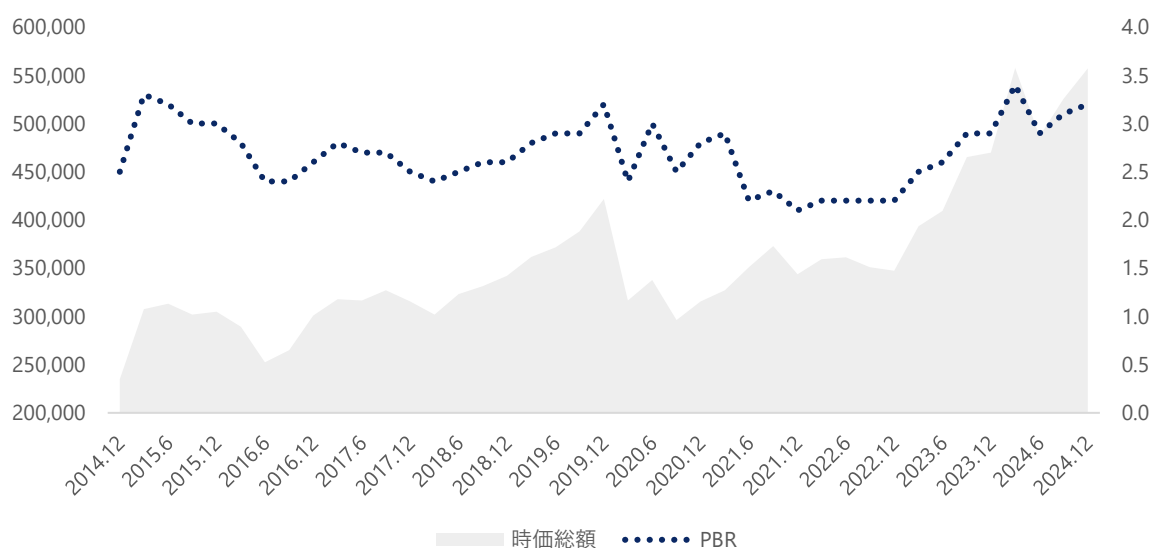


図 7.2：再上場後のすかいらーく HD の時価総額推移 筆者作成

もっとも、一時的な非公開化を実行する際には株主への明確な説明責任が伴う。「なぜ非公開化が必要なのか」「構造改革は上場を維持しながらでも実現可能なのではないか」といった点についての説明が必要となる。上場を維持しつつ大胆なビジネス・トランスフォーメーションを実現した例もある。米国のアドビでは、アクティビスト投資家であるバリュアクト・キャピタルが大株主として経営に関与し、ソフトの売り切りモデルから継続課金型（サブスクリプション）モデルへの大胆な転換を後押しして企業価値を大きく伸ばした。この事例は、必ずしも上場廃止を経なくとも企業改革を成し遂げた例といえる。

また、**恒久的な非公開化とは、事業会社などのストラテジック・パイヤーによる買収によって上場廃止となり、将来にわたり再上場の計画を持たないケース**である。被買収企業は買収企業のグループ・エコシステムに組み込まれ、他のグループ企業との人材・技術・ブランド・顧客基盤の共有などを通じた戦略的シナジー効果が期待される。また、グループ内で経営資源の重複を排し資本配分を最適化できるため資本効率の向上も期待される。上場企業に求められる開示や株主対応の負担からも解放され、長期的視野での価値創造に専念できる場合もある。ただ一方で、買収企業が上場会社である場合、被買収企業の業績は買収企業の連結業績として株式市場に開示することが必要となるため、四半期業績に縛られなくて済むかといえは必ずしもそうではない場合もある。経営戦略や経営観についての買収企業経営陣と被買収企業経営陣間のすり合わせが不十分である場合、“同床異夢”に陥ることになりかねないので注意が必要だ。

以上のように、資本コストや経営自由度、株主との関係性を総合的に勘案すれば、非上場化は決して奇策ではなく、企業価値最大化のための有力な選択肢なのである。**特に中長期視点での構造改革やビジネス・トランスフォーメーションが求められる企業のトップマネジメントには、自社の資本構成・株主構成と企業価値創造の関係性を冷静に分析し、必要とあらば果断に非上場化の選択肢を検討する構えが求められる。**

8. 結語－経営者は“最適解”を求めるな、“価値判断”を示せ－

株式会社プライムマーケットのROEはリーマン・ショック前の水準に回復した一方、PBRはコロナ後の現在も1倍前後にとどまっており、資本市場は“数字の改善”だけでは企業価値を評価しないとの厳格な態度を示している。**資本市場は、経営者が“最適解”の探索に腐心し、自社の存在意義を市場に腹落ちさせる“価値判断”を語り切れていない姿を見透かしている**といえる。

経営とは「最適解の探索」ではなく、「価値判断の表明」である。唯一の正解を求める作業ではなく、多様な選択肢の中から、限られた情報と不確実性の下で、自社の理念と将来像を起点に経営者が「価値判断」を下す営み、それこそが経営である。そしてまた、経営者には、変化を恐れずに本質的な“問い”と正面から向き合う姿勢が求められている。まさに経営は“There Are No Answers, Only Questions”だ。すなわち、**「自社はどのような価値創造を志すのか」、そして「その実現に最も資する資本構成と株主構成はいかなるものか」という本質的な問いと真摯に向き合い、これに対し自身の明快な価値判断を示すこと、これが今の資本市場が求める経営の姿なのである。**

以上

執筆者

宮下 和昌

経営共創基盤 (IGPI) ジェネラルカウンセル、IGPI 弁護士法人 代表弁護士
一般社団法人日本取締役協会 会長補佐

ソフトバンクグループの社内弁護士として、持株会社および戦略事業子会社の法務部門を兼務し、事業提携・M&A、戦略シナリオの策定、訴訟対応、新規事業開発、レギュラトリー対応、契約審査など、多岐にわたる企業法務に従事。

その後、株式会社経営共創基盤 (IGPI) に参画し、戦略コンサルタントとして活動。ベンチャー企業の業務改善からプライム上場企業の海外進出支援に至るまで、事業と法務の両面を統合したアドバイザリーサービスを提供。法律の枠を超え、企業の経営戦略やガバナンスの高度化に貢献することで、実効性の高いソリューションを提案し、顧客の企業価値向上に寄与。

一般社団法人日本取締役協会の会長補佐として、政策提言活動等を通じ、日本企業のコーポレートガバナンス及び経営力の向上に貢献。

慶應義塾大学総合政策学部卒、シンガポール経営大学 Master of Laws (LLM) in Cross-Border Business and Finance Law in Asia 修了、弁護士

発行：株式会社 経営共創基盤 (IGPI) Industrial Growth Platform, Inc.

〒100-6608 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 2 号グラントウキョウサウスタワー 8 階

TEL : 03-4562-1101 E-mail : news_igpi@igpi.co.jp URL : <https://www.igpi.co.jp>