

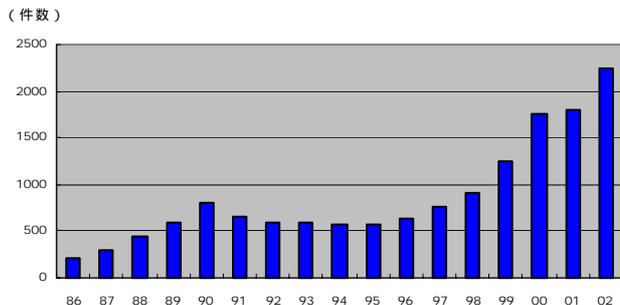
企業再編への新たな追い風

経営コンサルティング部

佐藤 正之

あまり利用されなかった上場廃止基準の緩和
経営計画の実現や競争力の維持・向上を図るため、
企業では様々な戦略を実行しているが、大胆なリストラ
クチャリングや業界全体を巻き込んだ再編の手段とし
て、M & Aが利用されることも多くなっている。実際に
日本のM & Aの件数を見てみると、近年、高水準で推
移している。

図表1 日本におけるM&Aの推移



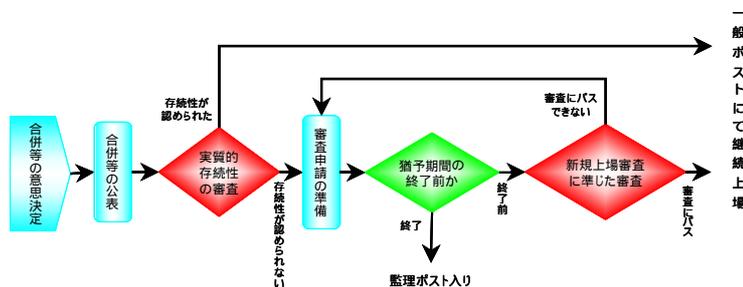
(注)M&Aとは、合併、株式取得、株式交換、株式移転、営業譲渡、会社分割、営業譲渡、資本参加
(出所)野村證券金融研究所データよりNRI作成

証券取引所においても、企業再編の妨げとならない
よう、上場廃止基準の見直しを行った。具体的には、株
券上場廃止基準第2条第9項(見直し当時は第8項)の
「不適当な合併等」に係るルール改正を2000年3月に
行い、合併等により上場会社が実質的な存続会社で
なくなる場合に、即座に上場廃止とするのではなく、猶
予期間内に新規上場審査基準に準じた審査をパスす
ることで上場を継続できることとしている。ちなみに合併
等とは、未上場会社との合併のほか、未上場会社を完
全子会社とする株式交換、分割による未上場会社から
の営業承継、未上場会社からの営業譲受、分割による
他の者への営業承継、他の者への営業又は事業の譲
渡、非上場会社との業務上の提携、第三者割当による
新株発行又は50名に満たない者に対する新株発行な
どである。また、上場会社と未上場会社との間で新設
合併、株式移転により新会社を設立した場合も実質的

な存続会社であるかの審査が行われる。なお、猶予期
間とは、合併等の実行日から、合併等の実行日以後最
初に終了する事業年度の末日の3年後の日まで(但し、
猶予期間の末日が事業年度の末日とならない場合は、
その直前に終了する事業年度の末尾まで)である。

上場廃止基準の中の「不適当な合併等」は、本来、
未上場会社が、その会社よりも小さな上場会社を合併
すること等により、新規上場審査を受けることなく上場
企業となってしまう、いわゆる裏口上場を防止するた
めに定められたものであり、ルール改正によって以下
のような手続きの流れとなっている。

図表2 「不適当な合併等」に係る手続きの流れ



まず、上場会社が未上場会社との合併等を公表する
と、証券取引所により、合併等の実行後、上場会社
の方が実質的な存続会社であるか(=合併等の実行後、
上場会社の方の事業のウェイトが大きく、上場会社
の方が主体であるか)の審査が行われる。この審査には
軽微基準があり、以下の2項目のどちらかを満たしてい
れば、上場会社の方が実質的な存続会社であると認
められる。1つは、未上場会社が上場会社の連結子
会社である場合で、もう1つは、総資産、売上高、経常利
益のいずれの金額も上場会社が未上場会社を上回る
場合である。

この軽微基準に該当しない場合、合併等の当事
会社間において、経営成績及び財政状態、役員構

成及び事業所等の経営管理組織、株主構成、商号又は名称、その他当該行為により上場会社に大きな影響を及ぼすと認められる事項の5項目の審査要素を総合的に勘案して、上場会社の方が実質的な存続会社であるかの審査が行われる。審査の結果、上場会社の方が実質的な存続会社でないと判定されると、その時点で証券取引所から「不適当な合併等に係る猶予期間入りが見込まれる銘柄」として、社名やその理由等が公表され、投資家への周知が図られる。

上場会社の方が実質的な存続会社でないと判定された場合、猶予期間終了後も上場を継続しようとするれば、合併等の実行後の会社が猶予期間内に新規上場審査基準に準じた審査にパスする必要がある。審査の申請については猶予期間入りする前であっても可能であり、審査にパスすれば猶予期間入りが解除され、上場が継続される。

2000年3月のルール改正以降、2002年12月末までの間に、東京証券取引所から「不適当な合併等に係る猶予期間入りが見込まれる銘柄」として公表された会社は、わずかに7社である。

図表3 東証における猶予期間入り銘柄一覧

社名 (旧社名または関連社名)	所属部	猶予期間入りが見込まれると公表された日	猶予期間入り公表日	猶予期間入りが解除された日	備考
東証ディーケー(株) [旧東証電波工業(株)]	二部	2000/03/06	2000/09/29	2002/05/27	
新興プランテック(株) [旧(株)三興製作所]	二部	2000/03/24	2000/09/29	-	
ゼープラス(株) [旧(株)イシイコーポレーション]	二部	2000/04/18	2000/09/29	2002/12/19	
住倉工業(株)	二部	2000/10/04	2000/12/29		2002/05/10に準自己破産を申請
富士通コンポーネント(株) [(株)高見澤電機製作所]	二部	2001/02/15	2001/09/13	-	
アラビア石油(株)	一部	2002/02/01	-	-	
(株)ディーアンドエムホールディングス [日本マランツ(株)]	二部	2002/03/07	2002/05/10	2002/11/14	

(注)2002年12月末現在

この背景には、そもそも上場会社同士の合併等は対象とならないことや、上場会社と未上場会社との合併等だとしても、上場会社の方が実質的な存続会社と認定されたケースも多かったためと思われる。しかし、そればかりではなく、猶予期間に入る可能性があること、あるいは猶予期間に入ったことに対して、「近い将来において上場廃止の可能性があるので、流動性リスクが高く、マイナス評価は免れない」であるとか、「不適当な合併等に該当する行為を行うということは、上場廃止やむ無しとの経営メッセージと受け取れる」といった市場関係者の意見や、2002年になるまで猶予期間入りした会社が新規上場審査基準に準じた審査をパスした事

例がなかったこと等から、猶予期間が設けられたといっても、上場廃止基準に抵触することを避けるケースも少なからずあったのではないと思われる。

2002年の2つのトピックス

2002年において、この不適当な合併等に係る上場廃止基準に関して、2つの大きなトピックスがあった。

1つは、2002年になって、初めて猶予期間内に新規上場審査基準に準じた審査をパスし、上場を継続することになった会社が出たことである。このことから、猶予期間内に、上場会社に相応しい経営体制を再構築し、新規上場審査基準に準じた審査をパスできることが実証され、これまで言われていたような市場関係者のネガティブな意見がだいぶ払拭されたと思われる。また、(株)ディーアンドエムホールディングスの事例をみると、猶予期間入りしてから約半年という短期間で猶予期間入りが解除されているが、これは企業再編を計画した初期段階から猶予期間入りの解除に向けての準備をしていたものと想像される。(株)ディーアンドエムホールディングスのような事例は、今後、不適当な合併等に該当する企業再編を行う会社にとって、大いに参考となる事例と思われる。

もう1つのトピックスは、これまで東証二部上場の会社しか猶予期間入りしていなかったのだが、2002年になって東証一部上場のアラビア石油(株)が上場廃止基準のルール改正を利用した企業再編を公表したことである。東証一部上場会社となると、その動向に関する注目度も高いため、不適当な合併等に関するルール改正の認知度が大きく高まったものと思われる。また、東証一部上場会社といえども、競争力の維持・向上のためには上場廃止基準に抵触するような企業再編を行うといった先例となり、M & A等の企業再編の妨げとならないように行われたルール改正の趣旨に合致した事例といえよう。

2002年におけるこの2つのトピックスにより、これまでのように上場廃止基準に抵触することを避けるケースは減るのではないと思われる。これからは、今後の成長戦略の実現や競争力の維持・向上のためには、この上場廃止基準のルール改正をむしろ積極的に活用し、企業再編を行うことを決定するケースが増えるのではないだろうか。