

**SCB**SHINKIN  
CENTRAL  
BANK**金融調査情報****29-21****(2017.12.6)****SCB****信金中央金庫**  
地域・中小企業研究所〒103-0028 東京都中央区八重洲 1-3-7  
TEL. 03-5202-7671 FAX. 03-3278-7048  
URL <http://www.scbri.jp>

## 上場しない選択とその有用性－融資担当者の立場から（２） －自らの意思で非上場化を行った企業（アデランス）の視点－

### 視点

株式の新規公開には様々なメリットがあるが、本論は、融資担当者が非上場の担当先企業に対して「上場しない選択」を進言する必要もあると考える。株式の上場が企業にとって必ずしも正解とは限らないからであり、上場しない選択は、融資担当者にとっても優良な融資先を維持することにつながるからである。

本論では、上場しない選択をした企業のうち、自らの意思で非上場化を行った株式会社アデランスをケーススタディとして取り上げ、同社が非上場化を選択した理由を明確することを目的として、その有用性を考察する。同社の上場をしない選択は、金融調査情報（29-9）「上場しない選択とその有用性－融資担当者の立場から（１）」の上場可能であるが非上場を選択した企業と真逆のアプローチとなるため、両社の事例から上場を選択しない企業の特徴を考察する。融資担当者が担当企業に上場しない選択を助言するための一助としたい。

### 要旨

- 上場しない選択を行った企業が当該選択を行う理由と上場しない選択の有用性を考察する。
- そのために、スティーブル・パートナーズに株を買い占められた後、MBO（Management Buyout）により、自らの意思で非上場化した総合毛髪業のアデランス社をケーススタディとして、代表取締役社長（COO）の津村佳宏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、アデランスが非上場化した理由は、買収されるリスクの回避もあるが、それ以上に株主の求めるスピードで利益の増加を求められる株式市場に上場していることが経営理念の実現を阻害する要因になるため、「経営改革において、非上場化が必要」と判断したことによる。非上場化を選択した有用性は、過去のアクティビスト・ファンド主導による経営毀損の修復、経営判断の迅速化であると同時に、「経営方針と雇用の継続」、「買収されるリスクの回避」、「経営の自由度の確保」の点で中島商会と共通性があると論結される。
- 融資担当者は、企業参加者との互惠関係によって長期に存続している担当企業が、資本の効率性を追求しても企業参加者の利益を重視する経営を行い、当該互惠関係を維持できるのかを考慮し、必要に応じて上場しない選択を行うよう助言すること、それによって、優良な融資先を将来にわたって確保することを検討する必要もあろう。

### キーワード

上場しない選択 株主利益 企業参加者の利益、互惠関係、人を大切にする経営

**目次**

はじめにー上場しないという選択、融資担当者の立場から

1. 本論の目的ー前論文との関係性から
2. ケーススタディ企業の選定
3. ケーススタディー株式会社アデランス
4. 調査結果
5. 結論
6. インプリケーション

**はじめに ー上場しないという選択、融資担当者の立場から**

金融調査情報(29-9)「上場しない選択とその有用性ー融資担当者の立場から(1)」(以下、前論文)で述べたとおり、非上場企業そして非上場企業の株式を保有し、経営に関わる創業者及びその一族(以下、創業経営者という)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と思われる。

一方で、上場可能でも上場しない企業や自らの意思で非公開化して上場をやめた企業も存在する。前論文では、まず、前者についてはサントリー、後者については、CCC(カルチュア・コンビニエンス・クラブ)を取り上げ、公刊された資料に基づき、両社の経営者が上場を選択しない判断をした理由は、株主利益にウェイトをかける必要がなく、経営の自由度が高くなる点で共通していることを紹介している。

吉本・勝部(2016)は、片庭(2000)の議論から一般的なMBOのメリットについて、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(経営の自由度の確保)、②市場での買収を仕掛けられるリスクがなくなること(買収リスクの回避)、③これまでの経営方針や雇用を継続できること(経営方針と雇用の維持)等を挙げているが、①~③は上場しない企業のメリットと読み替えられる。両社の選択は、少なくとも①に則ったものであることがわかる。

逆説的に言えば、上場後の企業は、経営の自由度が下がり、買収されるリスクを抱え、経営方針等についてステークホルダーへの説明責任が求められること(株主との対話を含む)になることを意味する。また、開示資料作成を含む様々な上場維持費用も必要となろう。上場後にMBOを行った場合でも、資金を金融機関から借り入れれば多大な借入金と利息支払が待ち受け、投資ファンドから出資を受ければ、再売却や創業経営者自身が解任されるリスクも想定される(吉本・勝部:2016)。よって、企業に密着した融資担当者の立場で見れば、担当企業の上場がそのリスク・リターンに本当に見合うものであるのか、企業の持続的発展に寄与するものであるのかを見極め、場合によっては、上場しない選択を助言することも必要となると考える。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。

## 1. 本論の目的—前論文との関係性から

前論文では、60年超継続し、上場可能であるが上場しない選択を行った株式会社中島商会をケーススタディとして取り上げている。中島商会代表取締役社長の中島弘晶氏への取材によって、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3つの視点で考察している。

中島商会は、急成長が望めない業界で企業の存続を図るため、互恵関係を重要視して、株主だけでなく、顧客、従業員、取引先等の企業に直接かかわる企業参加者<sup>1</sup>の利益を大切に「人を大切にする経営」を経営の根幹に位置づけている。同経営を実践するため、中島社長は、上場企業の株主や投資家が求める資本の効率性（ROA）や企業価値向上ではなく、利益額の拡大（あるいは営業キャッシュフロー増加）を経営目標に掲げ、純利益の3分の1程度の教育・研修費用をかける経営を行っている。中島商会が上場しない選択を行う理由は、急速な利益成長が望めない中で、互恵関係を大切に「人を大切にする経営」を行うには、株主の利益を重視する傾向の強い上場企業はそぐわないと中島社長が判断したことにあると論結される。また、同社にとって上場しない選択の有用性は、上述の3つの視点で説明できると考察される。

本論では、上場可能であるが上場しない企業と真逆のアプローチで上場しない選択を行った企業、すなわち自らの意思で非上場化した企業を取り上げる。①上場可能でも上場しない企業、②自らの意思で非上場化した企業の双方とも、上場しない選択をしている点では同じであるため、その有用性は「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3つの視点で説明されると想定される。一方で、上場しない選択を行う理由は、各企業の事情によると想定される。

本論は、自らの意思で非上場化を選択した企業の理由とその有用性を明示することを目的とする。さらに、①と②の上場しない選択を行う理由とその有用性を再考する。これらの過程を通じて、融資担当者が上場しない選択を助言するための一助としたい。

## 2. ケーススタディ企業の選定

本論は、上場企業のうち、MBO（Management Buyout）を利用して自らの意思で非上場化を行い、経営者が経営を放棄せずに継続し、経営改革を実行する株式会社アデランス（以下、「同社」という）をケーススタディとして取り上げる。

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ル・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が、さらに業績が悪化したため、2011年に創業者の根本信男氏が社長に再就任しており、2014年にスティール・パートナーズは同社株式を売却して撤退している。その後、同社は、2017年2月に「信頼性の高い企業

<sup>1</sup> 企業参加者については小林（1978）の議論を踏襲している。

(根本:2017) 」と評価するインテグラル社の出資を受入れ、MBOにより非上場化を行い、現会長の根本氏と現社長の津村佳宏氏が株式の50.1%を保有したまま、経営の立直しを行っている。同社のMBOのパートナーのインテグラル社は、「『投資のExitありき』で逆算して投資先企業の経営を考えることはいたしません」、「ハートのある信頼関係を事業全ての基礎とします」、「企業は人です。信頼関係があれば、企業は潜在能力を最大限に発揮して発展できるはずです」として、「長期的な企業価値向上を愚直に追求する」、「同じ目線に立ち、時間をかけて挑戦し続ける事で改革を着実に進めていきます」と述べている<sup>2</sup>。よって、同社は経営者が事業を委譲することも、パートナー企業ともに短期的な利益獲得を目指しているわけではなく、中長期的に企業の持続的発展を重視する方向に舵を切っていると想定されるからである。

### 3. ケーススタディ—株式会社アデランス<sup>3</sup>

#### (1) 同社の概要

株式会社アデランスは1969年に設立された東京都新宿区に本社をおく「毛髪関連事業およびグループ会社の経営管理ならびにそれに付帯する事業」を営む企業である。2016年2月期において、同社の資本金129億円、連結売上高791億円、従業員(社員<sup>4</sup>)6,565名、グループ会社は世界17カ国57社となっている<sup>5</sup>。同社の調査<sup>6</sup>に従えば、2015年度の国内男性用かつらの市場規模は691億円で同社シェアは16%、国内女性用かつらの市場規模は771億円で同社のシェアは37.9%であり、業界を代表する企業の1つと捉えられる。

<sup>2</sup> 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)

<sup>3</sup> 以下、特段の記載がない限り、2017年10月5日に株式会社アデランス本社応接室における同社代表取締役社長の津村佳宏氏への取材及び説明資料(津村:2017)による。

<sup>4</sup> アデランス社では、「社員が主役」とするサーバントリーダーシップマネジメントを実施しており、社内では従業員と言う用語を使用しないようにしている。本論もそれに倣い、アデランス社の従業員を示す場合は「社員」と述べる。

<sup>5</sup> 資本金は同社決算短信、その他は同社資料(津村:2017)の記載による。

決算短信は、同社HPを参照されたい。

アデランスHP: <http://pdf.irpocket.com/C8170/lstfl/mNsq/kXVm.pdf> (2017. 10. 18 参照)

<sup>6</sup> 2017年2月期第2四半期決算説明会資料(2016年10月14日)による。詳細は同社HPを参照されたい。

アデランスHP: <http://pdf.irpocket.com/C8170/xAmX/XMZl/EK3v.pdf> (2017. 10. 18 参照)

(図表) アデランス本社 (入居しているビルと受付)



(備考) 信金中央金庫 地域・中小企業研究所撮影

## (2) 同社の推移

### イ. 創業から拡大期

同社は、創業時、男性の薄毛意識の高まりに着目し、アフターケアを完備した男性用のオーダーメイド・ウィッグ事業から開始している。その後、女性の薄毛、美容・ファッション意識の高まりと当時はなかった女性用のオーダーメイド・ウィッグに着目し、1985年に女性用オーダーメイド・ウィッグ事業を開始して大成功を収めている。その後も1987年に育毛事業、1995年に男性型脱毛症の対策として増毛商品を発売している。2000年に入ると米国や欧州(フランス)企業を買収し、アジア(フィリピン)に生産拠点を設けるなど、積極的な海外展開を行い、2003年2月期には当時の創業来の最高売上高の売上高771億円、営業利益では129億円を達成している。現在の同社代表取締役社長(COO)の津村佳宏氏は「同社が創業からの理念として保持している『世界中に多くの毛髪で悩み、苦しみ、困っている人たちがいる。彼らの生活の質(QOL: quality of life)を上げ、笑顔を取戻す』ことを時代に合わせて対応してきた結果である」と胸を張る。彼は「時代によって変化するお客様の要望に対応する経営を行うため、売上高に一喜一憂するのではなく、凹凸はあっても緩やかな右肩上がりですべて売上が伸びればよい」と述べる。

### ロ. スティール・パートナーズが経営権取得

津村社長は、このような経営に影が差し始めたのが、皮肉にも創業以来最高の売上高を記録した2003年ごろであり、外資系アクティビスト・ファンドのスティール・パートナーズが同社株式を大量取得に取得したことに端を発したと述べている。牛島(2016)は2000年代初めのアクティビスト・ファンドの特徴について「一定割合の株式を保有していることを武器にして…(中略)…目標は、企業に対し増配や自社株買いを要求し、最終的には高値で保有株式を売り抜け、短期的な利益を

手にすること」と解説するが、スティー爾・パートナーズはその代表格とされる<sup>7</sup>。

同社は2003年2月の決算をピークにして売上高の伸張は止まり横ばい状態が続くが、津村社長は、今までの戦略が一段落したためであり、次の戦略への布石を打つ時期であったと述べる。スティー爾・パートナーズは、この状況を容認せず、2004年から経営の改善を要求し始め、株式の買増しを行い、最終的には30%近くの株式を保有するに至ったのである<sup>8</sup>。スティー爾・パートナーズは2008年8月の臨時株主総会で2名の取締役を送り込んでいる（藤田:2009）。

2009年5月の株主総会で、自社の取締役候補者の提案とスティー爾・パートナーズが推薦する取締役候補者の株主提案が対立し、スティー爾・パートナーズの提案が可決される。津村社長は、その後、スティー爾・パートナーズが推薦する人事やマーケティング等の経営のプロといわれる社長や役員等の経営者が次々と送り込まれ（以下、外部経営者という）、強いトップダウン型の経営となったと述べる。津村社長の説明及び資料（津村:2017）の内容から、外部経営者は、新潟の生産本部、物流センター、R&A拠点の廃止、必要な国内外の不動産売却、100%子会社で大手美容チェーン企業との資本提携の解消等、本社経費を拠出している利益率が低いが改善見込みがある店舗の閉鎖（約30店舗）、老朽化店舗の移転凍結と新規店舗の出店中止、社内認定試験廃止等の教育コスト削減そして約450名の希望退職等の施策を行っている。よって、外部経営者は、スティー爾・パートナーズの期待するとおり、目先のキャッシュフローを増加させ、短期的な企業価値向上あるいは株価上昇を目指す施策を実行していることがわかる。

このような施策にも関わらず、その後の業績は厳しいものになる。2009年2月期の決算では、売上高と営業利益は、各々704億円、25億円であったが、スティー爾・パートナーズが実権を握った2010年2月期は各々573億円、▲52億円、2011年2月期は481億円、▲58億円と赤字に転落している。株価も外部経営者が経営権を握

<sup>7</sup> スティー爾・パートナーズは、ブルドックソースの買収防衛策にかかる裁判で東京高裁より「買収対象についても、対象企業の経営には特に関心を示したり、関与したりすることもなく…（中略）…専ら短中期的に対象会社の株式を対象会社自5月末には身や第三者に転売することで売却益を獲得しようとし、最終的には対象会社の資産処分まで視野に入れてひたすら自らの利益を追求しようとする存在といわざるを得ない」として、「抗告人関係者は本件については濫用的買収者であると認めるのが相当」とされている。詳細については東京高裁判判例「平成19年（ウ）第917号 株主総会決議禁止等仮処分命令申立却下決定に対する抗告事件」を参照されたい。

裁判所 HP:[http://www.courts.go.jp/app/files/hanrei\\_jp/950/034950\\_hanrei.pdf](http://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/950/034950_hanrei.pdf)

(2017.10.20 参照)

<sup>8</sup> 石井（2011）は、2011年3月当時で27.7%保有していると述べている。

った直後の2009年9月末は終値1,284円であったが、その後は1,000円前後で低迷し、根本氏が復帰した2011年5月末の終値は738円となっている。

津村社長は、業績低迷の要因を多面的に分析しているが、何よりも次の成長に向けて早急に布石を打たねばならない時期に研究開発拠点が閉鎖され、希望退職によって「能力の高い人材から辞めてしまう」事態になったことが何よりも手痛かったと述べている。特に人材流出については、「ウィッグの開発は無論のこと、製作・調整も職人的要素が強いため、辞めた社員にお客様もついていくことも多い。そして、辞めた社員は、同業他社に就職するだけではなく、自ら起業し、あるいは他業種企業に就職して新規事業の中心者となり、新規参入者になっている。結果として、技術的ハードルが高いために新規参入が難しかった業界が競争激化し、厳しい価格競争に見舞われた」と述べるように、同社は無論のこと、業界全体を揺るがすことになったと分析するのである。

#### ハ. スティール・パートナーズ撤退

このような背景から、スティール・パートナーズは、会社建直しのため、業界を熟知している創立者の根本信男に社長再就任を依頼し、同社は経営権をスティール・パートナーズから取り戻す。根本社長（当時）が就任当時はスティール・パートナーズが株式を大量に保有していたため、彼らから招集された外部経営者が残っており、彼らは短期的な収益拡大路線を継続するよう求めていたが、スティール・パートナーズは同社の経営が安定し始めた2014年10～12月にかけて同社株式を売却したこと<sup>9</sup>、2016年の株主総会で全て退任し、2017年から本当の意味で新体制へと舵を切っている。

## 二. 根本社長体制とMBOによる非上場化

津村社長は、根本氏の社長の就任時は、研究拠点と物流センターが閉鎖され、顧客との接点となる店舗が減少し、人材も流失した上、自らが招いた競争激化と低価格競争にさらされており、社内が混乱していたと述懐する。外部経営者による社名変更（ユニヘア）は対外的な知名度低下をもたらし、社内の混乱に拍車をかけたとのことである。

津村社長は、根本社長（当時）は、まず、社名を「アデランス」に戻し、社員が自分たちのオリジンを取り戻すことから始めたと述べる。次に、経営理念の前半部分で、「私たちアデランスグループの最大の使命は、毛髪関連事業を通じてより多

<sup>9</sup> 詳細は、日本経済新聞のWeb版、2014年12月24日付記事「米投資会社スティール、アデランス株の大半売却」を参照されたい。なお、アデランス社の株価は2014年9月末終値1,366円、12月末終値1,136円である。

日本経済新聞HP：[https://www.nikkei.com/article/DGXLASGD24H60\\_U4A221C1TJ2000/](https://www.nikkei.com/article/DGXLASGD24H60_U4A221C1TJ2000/)

(2017.10.23参照)



くの人々に夢と感動を提供し、笑顔と心豊かな暮らしに貢献することです」という創業以来の理念を掲げ、後半部分でより具体的に「私たちの目指すもの『最高の商品』、『最高の技術』、『心からのおもてなし』」という指針を示して、原点回帰の方向性を明確に社員に提示している。しかし、競争が激化するなかで（特に女性ウィッグ事業の苦戦）、事業全般の毀損を修復することは簡単ではない。津村社長は、このような社内外の環境を踏まえた上で「最高の商品、最高の技術、心からのおもてなしは簡単に出来るものではないし、その実現には全社員の生活を守り、将来に向けた商品をじっくりと開発し、適切な投資が必要になる。一方で、上場企業は一年間のゴールで毎年直線的に利益を上げるように求められる。お客様に喜んでもらうことを会社の使命とするならば、当社にとって非上場化が必要と私も根本社長（当時）も考えていた」と述べる。当時は海外企業の M&A 等によるのれん代の償却や為替差損等の問題もあり、根本社長（当時）は津村副社長（当時）とともに、自らの意思で MBO による株式の非上場化（株式の非公開化と同意）を決意したとのことである。

非上場化に当たり、彼らは経営ビジョンとして設定した「グッドカンパニーの実現」のため、経営活動において重要な順番を①社員とその家族、②パートナーとその家族、③お客様、④地域社会、⑤株主として、ES「社員の遣り甲斐」、CS「お客様満足」、CSR「企業の社会的責任」による ESCR 三方よし経営を行うこと、経営改革のスローガンとして「企業の発展の『すべては人で決まる』」とするアデランスクォリティーの追求を行うことを決める。そして、同社の経営ビジョンを理解し、受容したインテグラル社の出資を受入れ、根本社長（当時）と津村副社長（当時）が株式の 50.1%と経営権を保ったまま、MBO による非上場化を行い、その後、根本社長は会長に、津村副社長は社長に就任している。

#### ホ. 津村社長体制と原点回帰の経営方針

津村社長の経営方針は、原点回帰そのものである。まず、「スティーブル・パートナーズ時代の経営は、トップダウン経営のために執行役員 4 名体制をとっていたが、人数が少ないために現場との距離が遠くなり、かえって意思決定が遅かった」として、執行役員 4 名体制から 13 名体制に変更し、「役員の役割の明確化と責任と権限を明確化して現場に近づけ経営スピードを高める。情報の共有化と経営ベクトルのすり合わせは月例の執行役員会議で行う」と述べている。他の中心的な施策は、「『モノ』から『コト』へアフターサービス体制の強化」、「研究開発や商品開発力強化で商品・サービス競争力強化」であるが、これらも経営理念にもとづいた原点回帰の施策に他ならない。

#### (3) 原点回帰の経営と現状

津村社長は、「上場しているときは、苦しい状態になるとマイナスを減らすことばかりに目が行き、周りが見えなくなってしまい、思い切った行動が取れなくなってし



まった」と述懐したうえで、非上場化により自分たちのすべきことが明確になった旨を述べている。彼は、新商品開発を例に挙げ、「経営者が会計的な利益計上の時期に間に合うよう叱咤するのではなく、『お客様のために最高の商品を提供すべき』という姿勢を明確にすることで、社員も見切り発車ではなく、最高の商品をあきらめない姿勢に変化した」と述べ、原点回帰の経営理念が社員に浸透し始めたことを喜ぶ。社員教育も「すべては（お客様の）笑顔のために」という原点回帰の発想から強化する。同社は、次の戦略への布石を打つため、大学との産学協同研究等により「世の中にないものを生み出す」投資を行っているが、これらもアデランスの原点に立ち戻った施策である。

津村社長は「経営の効率を心がけることは当然のことであるが、それに捕らわれて『最高の商品』、『最高の技術』、『心からのおもてなし』が出来なければ本末転倒になる」として、「売上高は 1,000 億円を目指す、総資本利益率（ROA）は 3%程度で十分だし、それ以下でもかまわない」と述べる。また、「高い利益率を確保しようとするれば、取引先に無理な要求をすることになり、下請けいじめもつながる」と述べている。

津村社長は、非上場化に伴うガバナンスの弱体化の懸念についても、上場企業でも株主からの利益拡大要求に負けてガバナンスが弱体化した企業も散見されるとして、非上場だからといってガバナンスが弱体化するわけではないと一蹴する。彼は、非上場でもガバナンスは高めることが出来るし、その強化は（四半期毎の決算発表にて、短期的な思考にならないという意味で）上場企業よりも容易と述べ、ひとつひとつを見直してきちんと計画を立て、PDCA サイクルで実行している旨を述べている。

#### 4. 調査結果

津村社長は、スティー爾・パートナーズが同社株式を購入したのは、同社の成長戦略が一段落した時期であり、相応の内部留保もあったため、次の成長戦略を立てるべき状況にあったと述べており、経営戦略としても業績としても踊り場にあったことを意味する。同社の株価は 2002 年 5 月末には 4,240 円台であったが、その後、下落基調をたどり、2003 年 12 月末には 1,729 円になっている。2000 年代初めのアクティビスト・ファンドにとって、株価が低迷し、相応の内部留保があり、かつ成長戦略が明示されない企業は、安く株を買い集め、高値で引き取らせる相手として魅力的であり、スティー爾・パートナーズの選択はその点で合理的である。2009 年度以降のスティー爾・パートナーズ主体の経営も、短期的に内部キャッシュフローを増加させて企業価値を向上させ、保有株式を高値で売り抜けようとする点ではマニュアルどおりといえよう。しかしながら、その施策により、ほぼ寡占状態であった市場が価格競争を伴う競争市場へと変化し、収益が悪化して株価も低迷したことは彼らにとっても想定外であったと考えられる。創業者

に経営を戻し、株価が回復傾向になった時点で早々に撤退したことがその証左である。

アデランスの立場から見れば、2004年から10年以上、スティール・パートナーズ主体の経営に振り回され、R&D 拠点や優秀な人材を失い、業界における優位性が低下し、あるいは社名変更による認知度低下に悩ませられ続けたといえる。しかし、2008年の株主総会におけるスティール・パートナーズの持株比率は30%弱に過ぎず、彼ら主体の経営を認める提案が可決されたのは、一般の株主も味方したからであり、津村社長は「一般の株主への対応不足であったと反省している」との旨を述べている。

株式投資を行う側から見ると、2003年の時点で同社が次の成長への足がかりを準備し、日常的に株主に説明責任を果たしていれば、株価の長期下落傾向に陥ることはなく、一般の株主とも良好な関係を保ち、結果的にアクティビティ・ファンドがつけいる隙はなかったともいえよう。よって、同社は、その反省から、根本社長（当時）が経営権を取り戻した後、上場企業として一般の株主の信頼を得るためのオーソドックスな対応を行い、この問題を克服している。同社は、次の収益源となる北米での医療事業（植毛・医療発毛等）に成功しているだけでなく、将来の利益の源泉を確保するために大学と提携して腰を据えた研究開発を行う一方で、「グローバル CSR 広報室」を設立し、経営の実態や今後の方針を国内外の株主を含むステークホルダーに公開し、説明責任を果たしていたからである。それにも関わらず、同社がMBOを選択した理由は、根本社長（当時）と津村副社長（当時）が「当社にとって非上場化が必要」と判断したことに他ならない。津村社長は、「万が一でも同じようなことがあれば、事業全般の毀損の修復は本当に厳しくなる」と述べて買収されるリスクを警戒するが、それ以上に「お客様の笑顔のために適正な経営のスピードと株主が求める利益のスピードと異なる」と総括し、「（株主の要求に拘泥して）株式市場でヒーローになる意味はない」と述べる。

根本社長（当時）が経営権を取り戻して以来、同社は、創業からの「お客様の笑顔のために」という想いと「最高の商品」、「最高の技術」、「心からのおもてなし」という3つの手段を具体化した経営理念を徹底している。3つの手段のうち「最高の商品」については、上述のとおりそれを生み出すためのマネジメントと腰をすえたR&Dを行っている。「最高の技術」については、それを提供するために、社員全員が毛髪の実験家となることを目標として、経営層や部署長が先頭に立って勉強する部署長研修会をスタートしている。「心からのおもてなし」については、直営店舗で自社だけでなく他社のウィッグユーザーのメンテナンスを行い、接客やマナーの勉強も戦略基本方針にあげている。同社は、売上高の目標を高く定める一方で、資本の効率性の指標である総資本利益率の目標をほとんど求めておらず、経営理念の徹底は財務目標の設定にまで浸透している。彼らは、「お客様の笑顔のため」と言う経営理念の実現に向けて、適正な経営のスピードに焦点を合わせているために、非上場化を選択したことがわかる。

## 5. 結論

津村社長は、事業全般の毀損を修復しながら「お客様の笑顔のために」という経営理念を徹底することを経営の根幹に据えている。そのために、彼は、積極的な投資と R&D を行い、社員を大切に教育を施し、取引先の利益を蔑ろにしないといった企業参加者を大切にする「人を大切にする経営」を徹底し、顧客満足<sup>ないがし</sup>の尺度になる売上高を重視しても、効率性の指標である総資本収益率 (ROA) に捕らわれない経営を行っている。また、同社は、外部経営者の安易なリストラがもたらした社内外の混乱を重く受け止め、経営活動において重要な順番の最初に社員とその家族を挙げている。よって、津村社長そして根本会長が、自らの意思で非上場化を行った理由は、もう一度同じ性格のファンド等<sup>ないがし</sup>に買収されれば、今度こそ企業の存続自体が難しくなるという危惧も大きな要因であるが、それ以上に株主の求めるスピードで利益の増加を求められる株式市場に上場していることが、経営理念の実現を阻害する要因になるため、「当社において、抜本的な経営改革には非上場化が必要」と判断したことにあるとわかる。

アデランスが非上場化を選択した理由は、事業全般の毀損を修復するとともに、経営理念を徹底し、企業参加者の利益を重視し、特に社員を撫育する経営を行うには、上場株主が求める資本の効率性 (ROA) を重視しない経営が必要となったことにあると言える。また、同社にとって非上場化を選択した有用性、すなわち上場しない選択を行う有用性は、「経営方針と雇用の継続」を行うためには「買収されるリスクの回避」と株主の意向に左右されない「経営の自由度の確保」の3つの視点で説明されることがわかる。

本論は、自らの意思で非上場化した企業 (アデランス) と上場可能でも上場しない企業 (中島商会) という真逆のアプローチから非上場を選択した企業を考察し、上場しない選択を行う有用性が上述の3つの視点で説明できることを確認している。当該視点のうち「買収されるリスクの回避」に関しては、両社にウェイトの差があるが、同リスクに直面する上場企業か否かの差に過ぎないと考える。よって、上場しない選択を行う有用性は、両社ともに3つの視点で説明されたとした当初の想定とほぼ同じと言える。

上場を選択しない理由については、両社ともに、経営理念を徹底し、企業参加者の利益を重視する経営を行うには、上場株主が求める資本の効率性を重視しない経営が必要という点で一致する。上場を選択しない判断を行った両社社長の言説も、中島社長が「メリットを感じられない」、津村社長が「非上場化が必要」と大筋で一致しており、ニュアンスの差異は経営する企業が上場企業か否かの差に過ぎないと考えられる。よって、上場を選択しない理由については、当初の想定とは異なり、両社の差異はほとんどないと言える。

## 6. インプリケーション

上場企業の問題点は、非上場企業の有用性の裏返しとして捉えれば、買収されるリスクを防ぐコストがかかり、経営理念の実現と株主からの利益配分要求との齟齬を調整し

なければならず、経営の自由度が低下することにある。この傾向は、機関投資家が企業価値の向上を企業に求める対話を行い、議決権を行使するようになることで、今後より一層強くなると想定される。また、上場企業は様々な情報開示や外形的な体勢整備に係る費用も支払う必要もある。よって、融資担当者は、企業参加者との互惠関係によって長期に存続し、企業参加者の利益を重視して資本の効率性（総資本利益率）をほとんど重視しない非上場企業には、上場しない選択を助言することが必要となる場合もあると考える。このような企業が上場し、資本の効率性を高めて株主の利益確保に注力することで、企業参加者との互惠関係のバランスが崩れてしまえば、企業を長期的に存続させる仕組みが瓦解する可能性が想定されるからである。それは、融資担当者が、優良な融資先を完全に失うことを意味する。株式を公開するに企業には、様々な上場維持費用を支払い、株主の要求を満足させるだけの利益配を行っても他の企業参加者との互惠関係のバランスを保てるだけの利益を長期に継続することが求められるが、企業価値の向上を求める投資家の増加に伴い、そのハードルは今まで以上に高くなると想定される。

上場のメリットは、創業経営者の利得を得る他には、企業の資金調達の円滑化・多様化、企業の知名度の向上、社内管理体制の充実と従業員の士気の向上とされる<sup>10</sup>。確かに、上場企業における公募株・公募債による円滑な資金調達のメリットは大きいですが、機動的な融資や私募債の発行でカバーできないことはない。知名度の向上、社内管理体制の充実や従業員の士気向上は上場だけが手段ではない。融資担当者は、上場が必ずしも担当する非上場企業にとって正解ではないということを意識し、必要に応じて上場しない選択を行うよう助言し、優良な融資先を将来にわたって確保することを検討する必要もあろう。

以上  
(吉田 哲朗)

### <参考文献>

- ・石井洋平「旧アデランス社長を解任、スティー爾・パートナーズの迷走」『週刊東洋経済 2011年3月5日特大号』p18（2011年2月）
  - ・牛島信「企業はどのように『物言う株主』に向き合うべきか+新型アクティビストファンドの登場」『成長戦略としてのコーポレートガバナンス』日経ビジネスオンライン（2016年2月）
- 日経ビジネスオンライン HP：  
<http://business.nikkeibp.co.jp/atcl/skillup/15/275626/021800011/?P=2>

<sup>10</sup> 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)

(2017.10.18 参照)

- ・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, pp 7-27（1978年10月）
- ・津村佳宏『サーバントリーダーシップによる経営改革～率先垂範型組織作りのために～』株式会社アデランス（2017年8月）（2017.10.5取材時資料）
- ・藤島裕三「2009年上半期ガバナンス回顧① アデランス総会でスティール提案可決」『Consulting Report』大和総研（2009年7月）  
大和総研 HP: <http://www.dir.co.jp/souken/research/report/esg/cg/09071701cg.pdf>

(2017.10.19 参照)

- ・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）

## 〈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アデランス社の津村佳宏代表取締役社長に深く感謝します。また、社長のお忙しい日程の中で時間を調整し、色々とお気遣いいただいた八木専吉グローバルCSR広報室長にも心からお礼申し上げます。

本レポートのうち、意見にわたる部分は、執筆者個人の見解です。また当研究所が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこのレポートは作成されておりますが、その情報の正確性および完全性について当研究所が保証するものではありません。

**信金中央金庫地域・中小企業研究所 活動状況**  
(2017年11月実績)

○レポート等の発行状況

発行日	分類	通巻	タイトル
17.11.2	内外金利・為替見通し	29-8	物価上昇圧力はなお弱く、日銀は当面、現行の金融緩和策を継続
17.11.2	金融調査情報	29-12	信用金庫のベンチマークの開示状況
17.11.6	金融調査情報	29-13	「フィンテック」を活用した新たなFPサービス
17.11.7	金融調査情報	29-14	スマートフォンの普及とともに広がるアプリバンキング
17.11.8	産業企業情報	29-12	新展開で「稼ぐ力」の再構築に挑む中小企業事例からの示唆
17.11.10	内外経済・金融動向	29-3	都道府県間人口移動の要因と影響
17.11.17	経済見通し	29-3	実質成長率は17年度1.6%、18年度1.3%と予測
17.11.24	金融調査情報	29-15	信用金庫の若手職員育成事例について②ー城南信用金庫ー
17.11.27	金融調査情報	29-16	信用金庫の経費削減への取組みー経営戦略①ー
17.11.27	金融調査情報	29-17	信用金庫のフィービジネス強化への取組みー経営戦略②ー
17.11.28	金融調査情報	29-18	信用金庫の貸出金利の増強策ー経営戦略③ー
17.11.28	金融調査情報	29-19	信用金庫の店舗戦略の考え方ー経営戦略④ー
17.11.29	金融調査情報	29-20	「フィンテック」を活用した新たな融資サービス

○講演等の実施状況

実施日	講演タイトル	主催	講演者等
17.11.6	フィンテックの動向について	岩手県信用金庫協会	藁品和寿
17.11.8	日本経済の現状と今後の展望	福島信用金庫	角田匠
17.11.15	中小企業を取り巻く環境変化	福岡信用金庫	藁品和寿
17.11.17	「フィンテック」の動向について	瀧野川信用金庫	藁品和寿
17.11.17	仕事を通じて夢をかなえる	鹿沼相互信用金庫	松崎英一
17.11.17	著しい環境変化に挑む！100年続く老舗企業	川口信用金庫	鉢嶺実
17.11.22	環境変化に挑む！全国の中小企業の経営事例	長野信用金庫	鉢嶺実
17.11.24	昨今の地域創生にかかる取組みについて	静岡県信用金庫協会	石川孝
17.11.27	IoTと企業経営	津山信用金庫	鉢嶺実
17.11.29	信用金庫における地域創生に向けた取組事例	興能信用金庫	笠原博
17.11.30	日本経済と金融市場の現状と展望	平塚信用金庫	角田匠

<信金中央金庫 地域・中小企業研究所 お問い合わせ先>

〒103-0028 東京都中央区八重洲1丁目3番7号

TEL 03-5202-7671 (ダイヤルイン) FAX 03-3278-7048

e-mail : s1000790@FaceToFace.ne.jp

URL <http://www.shinkin-central-bank.jp/> (信金中央金庫)

<http://www.scbri.jp/> (地域・中小企業研究所)