

地方からの新規株式公開

2008年から2017年まで

齋藤達弘

この論文の目的は、2008年から2017年までの10年間を対象期間とし、地方に本社を置く企業の新興株式市場における新規株式公開（IPO）50社について分析することにある。地域経済にとって上場企業の存在は大きく、地方からのIPOは地域経済の活力の現れといえよう。IPO総数は2009年から2015年まで連続して増加し、戦後7回目のIPOブーム、あるいは東証マザーズ開設後の第3の波といわれている。しかしながら、IPO総数は年間200社を超えていた2000年と比べると、半数にも満たない水準であり、地方からのIPO総数の落ち込みはより厳しく、さまざまな取り組みがなされているものの、回復の兆しが見えてこない。この論文では、コーポレート・ファイナンスの視点から、地域金融機関とのメインバンク関係に注目している。地方からのIPO企業のほぼ半数が、地域金融機関から役員を受け入れている、あるいは地域金融機関の株式を保有している、のいずれかの関係にある。また、この論文では資金調達と事業継承に着目した事例研究を提示している。

キーワード: 新規株式公開（IPO）、新興株式市場（マザーズとジャスダック）、地方企業、地域金融機関、メインバンク、ベルグアース、リックコーポレーション

1. はじめに

この論文の目的は、地域経済の活性化という視点から、2008年から2017年までの10年間を対象期間とし、「地方」に本社を置く企業の「新興株式市場」における新規株式公開（Initial Public Offering（IPO））について分析することにある。⁽¹⁾ IPOは経済の活力を測る目安といわれる。地域経済にとって上場企業の存在は大きく、地域に本社を置くIPOは地方経済の活力の現れといえよう。この論文は、コーポレート・ファイナンスの視点から、どのような企業が地方に本社を置いて新規株式公開しているのか、どのような株主構成なのか、地方からのIPOにおいて地域金融機関はどのような役割を果たしているのか、すなわちメインバンク関係に注目する。

この論文において「地方」に本社を置く企業というとき、登記上の本社ではなく、地方に「本社機能」があることを意味している。そして、その「地方」とは、東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県、愛知県、京都

この論文は科学研究費補助金（基盤研究（C）, 課題番号 23530431）の研究成果として発表した齋藤（2015）を拡張するものである。

⁽¹⁾ IPO研究の中心的テーマは、短期的なアンダー・プライシングや長期的なアンダー・パフォーマンス、新規公開株式の価格形成、IPOサイクルなどである。これまでのIPO研究については Brau and Fawcett（2006）や Pagano, Panetta, and Zingales（1998）、Ritter and Welch（2002）、岩井（2010）、岡村（2013）、忽那（2008）などを参照されたい。

府、大阪府、兵庫県、以外の道県である。一般に東京都と東京都以外という区分が用いられることが多いのだが、ここでの「地方」は三大都市圏を除いて定義している。なお、地方と地域という言葉は区別することなく用いることにする。⁽²⁾

やや古い数字になるが、2012年8月時点で、「地方」の上場企業数の比率は約18%、株式時価総額の比率は約9%である。⁽³⁾「地方」の上場企業数の上位は、福岡県、静岡県、北海道、広島県、新潟県で、下位は長崎県、秋田県、島根県、徳島県、佐賀県となっている。⁽⁴⁾ちなみに、東京都は上場企業数の約49%を、株式時価総額の約64%を占めている。上場企業の半数は東京にあるという一極集中状態である。上位にある道県には、静岡県を除いて、かつて証券取引所があった、あるいは現在も証券取引所がある。『日経産業新聞』（2017年11月25日）は「地方で起業機運が盛り上がっている場所」として福岡市を取り上げている。福岡県や福岡市は「首長自らベンチャー創出に関わる全国でも少ない自治体」であることに加え、福岡証券取引所の存在が大きいと指摘している。地方証券取引所は地方からのIPOを促進する役割を担っていたことをうかがわせる。

ここでの「新興株式市場」とは、マザーズ（Market Of The High-growth and Emerging Stocks (Mothers)）と、2013年7月から東京証券取引所（東証）の管理下に入ったジャスダック（JASDAQ）とを指している。そのように限定する理由は、地方から東証1部や東証2部（これらを総称して本則市場とよぶ）への直接IPOがあるにしても、それらを「新興株式市場におけるIPO」に位置付けることは適当ではないからである。また、サンプル・サイズが小さいという理由から、地方証券取引所が開設する新興株式市場であるアンビシャス（札幌）やセントレックス（名古屋）、Q-Board（福岡）は含めていない。サンプル・サイズが小さい理由の一つは、中小企業総合研究機構（2012）がいうように「2000年7月東京証券取引所の（地元企業育成を目的としていた）テリトリー制廃止により、地方企業が地元の地方市場からスタートするスタイルは廃れている」からであろう。

地方からのIPOを報じる新聞記事の典型を紹介しよう。

育苗大手のベルグアース（愛媛県宇和島市、山口一彦社長）は大阪証券取引所ジャスダック市場に上場する。農業生産を手掛ける上場企業は四国で初めて。（中略）同社は農業や家庭園芸で使う「接ぎ木苗」の生産量日本一のメーカー。上場予定日は（2011年）11月29日。愛媛県の上場企業は13社、同県南予地域では2社となる見通しだ。

これは『日本経済新聞』（2011年10月25日付、朝刊、四国）からの抜粋である。「四国で初めて。愛媛

⁽²⁾ 近年、区分としての都市銀行や地方銀行という用語は、それぞれ、主要行（メガバンク）や地域銀行と言い換えられることが多い。この論文では「地方」に本店がある銀行という意味で地方銀行という用語を用いる。

⁽³⁾ http://kaburobo.xii.jp/yh/html2/prefecture_mvalue.html（2013年12月13日にアクセス、現在は閉鎖されている）

⁽⁴⁾ リンガーハットや山下医科器械、サダマツは、登記上の本社は長崎県にあるが、本社機能は長崎県にはない。長崎県に本社と本社機能を持つ上場企業は長崎市に本社を置く十八銀行だけである（<http://todo-ran.com/t/kiji/21371>）。十八銀行が経営統合などにより上場廃止になると、長崎県は全国で唯一、上場企業の本社がない県になる。

県の上場企業は 13 社、同県南予地域では 2 社」と強調しているように、地域に本社を置く上場企業が誕生することは地域経済にとって慶事のビッグ・ニュースである。地方からの IPO には「上場している企業に就職したいと考える学生が多く、地元にとどまる学生を増やしたり、県外の学生を獲得するためにも上場企業の誕生が望まれる」というように地域活性化への期待もある（『日本経済新聞』（2013 年 9 月 11 日付、朝刊、四国））。

2013 年の IPO は 2012 年から 12 社増えて 58 社になり、それらの本社所在地は東京都が 32 社で、東京都以外が 26 社であった（『日本経済新聞』（2013 年 12 月 3 日付、朝刊））。この 58 社には東証 1 部や東証 2 部、プロ向け市場「TOKYO PRO Market」などへの IPO が含まれていて、新興株式市場、すなわちマザーズとジャスダックに限るとそれぞれ 29 社と 12 社、合わせて 41 社である。この 41 社のうち本社所在地が、この論文が定義する「地方」にあるのは 7 社（17%）である。同じスクリーニングを遡って適用して「地方」を抽出すると、2008 年は 49 社のうち 5 社（10%）、2009 年は 19 社のうち 1 社（5%）、2010 年は 22 社のうち 3 社（15%）、2011 年は 37 社のうち 3 社（8%）、2012 年は 48 社のうち 9 社（19%）となる。一方、同じスクリーニングを下って適用して「地方」を抽出すると、2014 年は 80 社のうち 7 社（9%）、2015 年は 98 社のうち 4 社（4%）、2016 年は 86 社のうち 9 社（10%）、2017 年は 96 社のうち 3 社（3%）である。⁽⁵⁾ ⁽⁶⁾

『朝日新聞』（2017 年 1 月 3 日付、朝刊）は「地方企業上場、5 年で 2.6 倍」と報じ、『日本経済新聞』（2017 年 7 月 26 日付、朝刊）は 2013 年以降に東証に上場した「地方」企業は 3 割を占めていると報じている。しかし、そこでの「地方」は「東京または外国」以外と定義されている。一方、「地方」をこの論文のように捉えると、2008 年から 2017 年までの合計 593 社のうち「地方」は 51 社（8.6%）となる。⁽⁷⁾ 地域経済の活性化が着々と進んでいるような印象を与える新聞報道であるが、楽観できる状況にはない。なお、「地方」51 社には 2012 年にジャスダックに上場したイオングループの九州子会社、マックスバリュ九州が含まれている。この論文ではこの親子上場を除外した 50 社を「地方からの IPO」として分析対象とする。

この論文の構成はつぎのようである。第 2 節では新興株式市場の歴史について概観する。第 3 節では地方からの IPO における地域金融機関の役割について考察する。第 4 節では IPO の推移について観察する。第 5 節では 2008 年から 2017 年までの地方からの IPO、50 社について検討する。第 6 節ではこの節で紹介したベルグアースを、第 7 節では 2008 年に新規株式公開し、2016 年に経営統合により上場廃止になったリックコーポレーションを事例研究する。第 8 節はまとめである。

⁽⁵⁾ IPO 総数は、月刊誌『会計情報』（https://www2.deloitte.com/jp/ja/footerlinks/publications.html?icid=bottom_publications）から採取している。

⁽⁶⁾ 2014 年にマザーズに上場した株式会社オプティムは登記上の本社は佐賀県佐賀市であるが、実際の業務は東京都港区で行っていることから、ここでは「地方」には含めていない。

⁽⁷⁾ 東証マザーズ上場会社所在地分布（http://mothers.tse.or.jp/listed_companies/listing3.html（現在は閉鎖されている））によると、2013 年 3 月末に上場している 185 社のうち 20 社（10.8%）となる。

2. 日本の新興株式市場の歴史（マザーズとジャスダック）

1963年、日本証券業協会は店頭登録制度を設立した。店頭登録制度は、1983年に成長企業やベンチャー企業向けに整備され、1998年に証券取引法における店頭売買有価証券市場（取引所市場と並列する市場）と定義された。そのときに、日本店頭証券株式会社は証券業を廃止し、株式会社ジャスダック・サービスへと商号を変更して市場の運営業務に専念することになった。ジャスダック（JASDAQ）とは Japan Securities Dealers Association Quotation System の略称で、株式店頭市場機械化システムという意味である。

しかし、（店頭売買有価証券）市場とはいうものの、証券取引所としては認められていなかった。そのため、上場ではなく店頭登録あるいは店頭公開とよばれていた。画期は2004年12月であった。株式会社ジャスダック・サービスは証券取引所の免許を取得し、株式会社ジャスダック証券取引所へと商号を変更した。その結果、「店頭売買有価証券市場」は「取引所有価証券市場（ジャスダック証券取引所）」へと変わった。このときから店頭登録や店頭公開が名実ともに上場とよばれるようになった。

2000年5月、大阪証券取引所（大証）は新興企業向けの市場として「ナスダック・ジャパン」を開設し、2000年6月から売買が開始された。ナスダック・ジャパンは、日本の投資家にアメリカの成長銘柄への投資機会を、日本の成長企業に株式公開の場を提供することを目的としていた。大証は、全米証券業協会（The National Association of Securities Dealers, Inc. (NASD)）とソフトバンク社が折半出資したナスダック・ジャパン株式会社（社長は孫正義）と業務提携した。ちなみに、NASDによる店頭気配値伝達システム（Automated Quotations）が世界で初めての立会がない電子株式取引を可能にした NASDAQ である。しかし、大証とナスダック・ジャパンの覇権争い、ナスダック・ジャパンの経営不振などから、NASD が撤退し、大証はナスダック・ジャパンとの業務提携を解消し、2002年10月から、ナスダック・ジャパンの名称を「ニッポン・ニュー・マーケット・ヘラクレス」と変更して単独で運営することになった。⁽⁸⁾ 大証は2004年4月に株式公開し、自らヘラクレス市場に上場している。

2008年11月、大証は株式会社ジャスダック証券取引所に対して株式公開買い付けを実施し、76.1%の株式を取得して株式会社ジャスダック証券取引所を子会社にした。そして、2010年12月、大証は、乱立した市場を整理・統合するために、ジャスダック証券取引所と NEO（ジャスダック証券取引所における新興企業向けの株式市場）、「ニッポン・ニュー・マーケット・ヘラクレス」の三つを統合して「新 JASDAQ 市場」を創設した。新 JASDAQ 市場は、「スタンダード」と「グロース」に分かれていたヘラクレスの体制を引き継いで、「スタンダード市場」（950 銘柄）と「グロース市場」（54 銘柄）の2部構成となった。

2011年11月22日、東証グループと大証が経営統合することを発表し、2013年1月1日、大証が東証グループを吸収合併し、株式会社日本取引所グループに商号を変更した。日本取引所グループは2013年1月4日に東証1部に上場している。経営統合の第一弾として、2013年7月16日に大証1部と大証2

⁽⁸⁾ 2002年10月15日に大証とナスダックの提携が解消され、2002年12月16日にヘラクレス市場がスタートしている。

表 1

ジャスダックとマザーズの形式基準 (2011年9月)

あずさ監査法人 (http://www.azsa.or.jp/knowledge/ipo/2011/ipo_201109_02.html (現在は閉鎖されてる)) から再掲している。

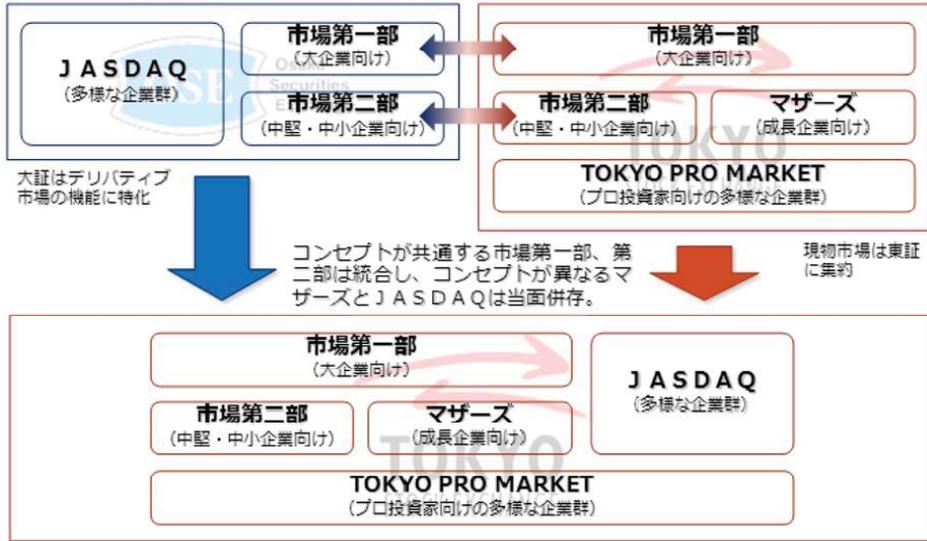
審査項目	大阪証券取引所		東京証券取引所
	JASDAQ スタンダード	JASDAQ グロース	東証マザーズ
1 株式数 (上場見込み)	300人以上		
2 流通株式 (上場見込み)	-		a. 流通株式 2,000単位以上 b. 流通株式時価総額 5億円以 c. 流通株式数(比率)上場株券等 の25%以上
3 時価総額 (上場見込み)			10億円以上
4 浮遊株時価総額	5億円以上(上場日)		-
5 株式公開数	公募又は売出し株式数が上場株式数の10% 又は1,000単位のいずれが多い株式数以上		上場時まで 500単位以上の公募を行うこと
6 事業継続年数	-		新規上場申請日から起算して、 1年以上前から取締役会を設置して 継続的に事業活動していること
7 純資産の額	2億円以上(直前末期)	正(直前末期)	-
8 利益の額等	経常利益及び税引前利益が 1億円以上(直前期) ただし、上場日における時価 総額が50億円以上の場合は 利益の額は問わない	-	-

部をそれぞれ東証1部と東証2部に吸収し、ジャスダックを東証に移行した。第二弾として、2014年3月24日にTOPIX先物や日本国債先物などデリバティブズ(金融派生商品)を東証から大証に移行し、大証の正式名称を「大阪取引所」に変更した。このような経緯から、新興株式市場のマザーズとジャスダックは東証に併存することになり、新規株式公開を巡る東証と大証の市場間競争は幕を閉じた。⁽⁹⁾

東証は、マザーズについては「規模や業種などによる制限を設けていません」として「高い成長可能性」に注目していることを強調し、ジャスダックについては「信頼性、革新性、地域・国際性という3つのコンセプトを掲げる市場」と紹介している。⁽¹⁰⁾ マザーズとジャスダックのコンセプトの違いは表1に示すよ

⁽⁹⁾ 市場間競争の典型的な事例を『日本経済新聞』(2011年11月25日付、朝刊、中部)が報じている。名古屋証券取引所(名証)が中部3県(愛知、岐阜、三重)のジャスダック上場企業に名証2部への重複上場を勧誘しているという記事である。名証が地方証取として生き残るために、中部3県のジャスダック上場企業64社の中で名証の上場基準を満たしている約70%の企業に「ジャスダック上場だけでは、地元で十分に情報発信できない」と知名度の向上を訴えている。名証は上場のための手続きを簡素化し、その費用を引き下げている。

⁽¹⁰⁾ http://www.tse.or.jp/listing/b_listing/process.html (現在は閉鎖されている)



<http://www.tse.or.jp/rules/togo2013/> (現在は閉鎖されている)



<http://mothers.tse.or.jp/listing/index.html> (現在は閉鎖されている)

図 1. 東京証券取引所と大阪証券取引所の統合 (2013 年 7 月 16 日).

うに形式基準に現れている。主たる違いは点線で枠組みした純資産と利益の審査基準にある。マザーズは将来の成長可能性がある企業を対象として金額基準を設けていないが、ジャスダック（スタンダード）は一定の事業規模と実績を持つ企業を対象として純資産と利益に金額基準を設けている。赤字決算であってもマザーズには上場できる。

2013年7月16日、図1の上段に示すように、大証の現物市場が東証に統合された。それにより、大証のジャスダック（JASDAQ）は東証の管理下に入り、1999年に創設された東証マザーズと併存することになった。東証はマザーズを「近い将来の市場第一部（東証1部）へのステップアップを視野にいたれた成長企業向けの市場」と位置付けている。図1の下段に示すように、新規に東証1部上場企業となるためには形式要件として時価総額が250億円必要となる。一方、マザーズから東証1部への市場変更の場合、形式要件としての時価総額は40億円ですむ。市場変更のためにはこのほかにも一定の要件を満たさなければいけないのだが、東証1部上場を考えると、マザーズはジャスダックと比べて優遇されている。その一方で、2011年3月の東証の規則改正（市場コンセプト明確化のための対応）により、2014年3月31日以降、マザーズに上場してから10年が経過した時点で、マザーズに継続して上場するか、東証2部へ市場変更するかを選択しなければならなくなった。⁽¹¹⁾ マザーズは、東証にとっても、企業にとっても、通過点と考えられている。

東証は、マザーズ上場企業に対して、時価総額が10億円未満ならば上場廃止に、10億円以上ならば東証2部への移籍を促している。2014年10月24日、上場市場の選択（有価証券上場規程第316条）に基づき、2003年2月にマザーズに上場したエリアクエストが東証2部への市場変更を選択した。マザーズに上場し続けることもできたが、時価総額が40億円に満たないときには、主幹事証券（インヴァスト証券）による「成長性がある」という確認書を提出する必要があった。

『日本経済新聞』（2014年11月21日付、朝刊）は「東証2部は、1部昇格を視野に入れているがマザーズほど成長スピードが速くない中堅企業が上場する市場、という具合に色分けされる」と解説している。エリアクエストの市場変更は東証2部への昇格とはいえないだろう。マザーズから東証2部へ、そして東証1部へというステップアップが構想されているものの、マザーズのコンセプトが明確になる分だけ、東証2部の位置付けが中途半端になるのではないかと思われた。そして、その懸念はすでに顕在していた。『日本経済新聞』（2014年11月26日付、朝刊）は、東証2部から東証1部に「昇格」する企業が2014年は55銘柄に達すると報じている。これは2005年の78銘柄以来9年ぶりの多さである。より上位の市場を目指すように働きかける東証の思惑通りになっている。⁽¹²⁾

2013年11月25日、楽天がジャスダックから東証1部に市場変更すると発表した。当時の楽天の時価

⁽¹¹⁾ 2014年3月31日時点で上場後10年を経過する企業は42社あった（<http://www.mito.co.jp/investment/weekly/topics/topics140120.pdf>）。上場後10年を経過したマザーズの上場会社については本則市場（東証1部または東証2部）の上場廃止基準が適用される。

⁽¹²⁾ 東証2部から東証1部に市場変更するためには、株主数は800人以上から2,200人以上に、時価総額は20億円以上から40億円以上に、という一定の規模が求められ、加えて株式売買高や利益水準にも基準があり、約3か月の審査が必要になる。

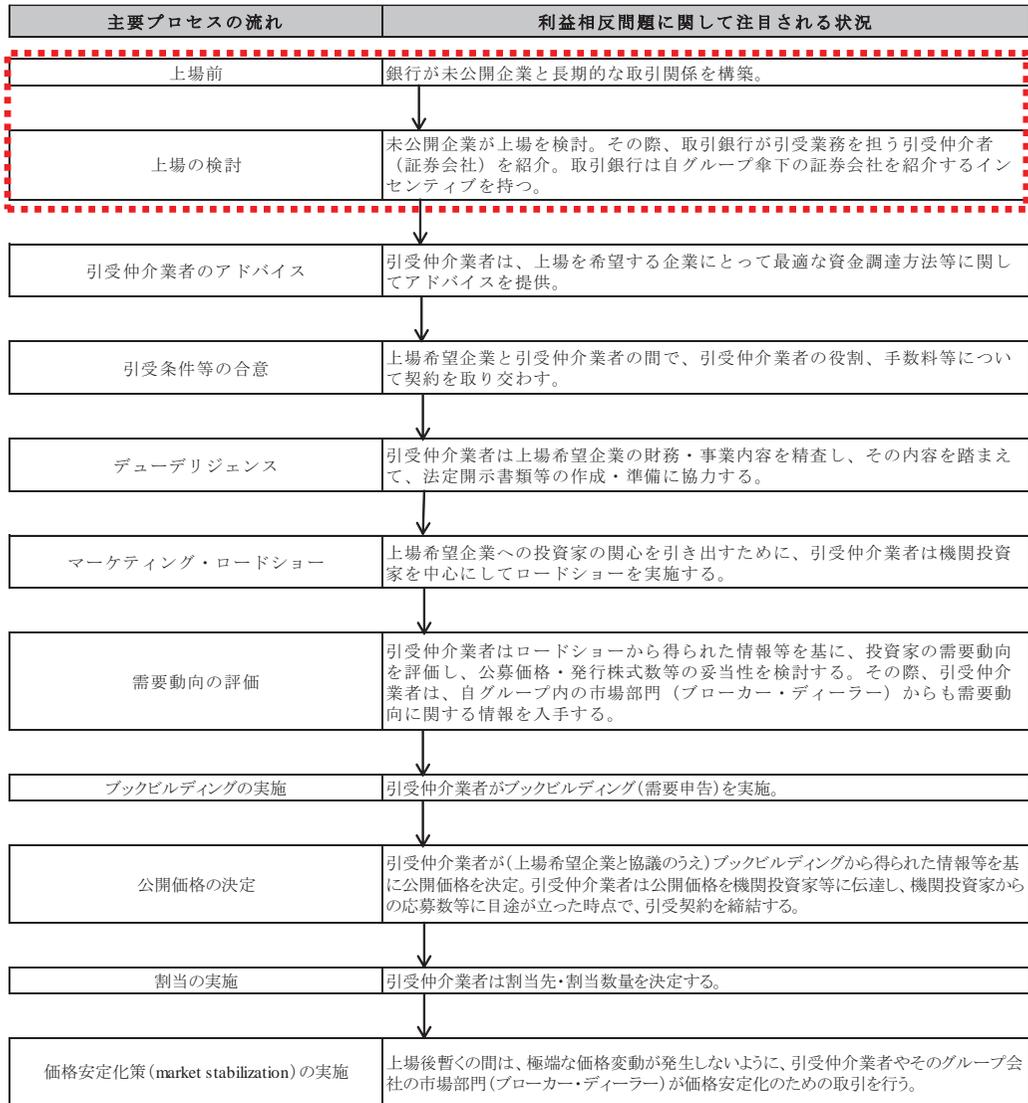


図 2. 新規株式公開プロセスの全体像 (岩井 (2010, 図 1)).

総額はジャスダック最大の約 2 兆円で、ジャスダック時価総額の約 15% を占めていた。ジャスダックから楽天が抜ける影響は大きく、図 1 に書かれている「マザーズと JASDAQ は当面併存」が短期間になるのではないかと推測されている。

3. IPO における地域金融機関

図 2 は IPO プロセスの全体像を示している。この論文は点線で枠組みしている「上場前」と「上場の検討」に注目する。「上場前」は企業と銀行が長期的な関係を構築する段階である。企業が「上場を検討」す

表 2

日米銀行の中小企業向け貸出件数

小野 (2007, 図表 3-5) から再掲している。

	中小企業向け貸出			従業員1人 当たり貸出件数	1店舗当たり 貸出件数
	(残高,10億円)	(件数)	(貸出残高/件,万円)		
[米国]					
Bank of America	952	165,615	575	1.3	38
Wells Fargo	1,318	520,877	253	4.6	167
JPMorgan Chase	1,280	1,030,195	124	8.6	403
Citi	1,188	3,792,905	31	20.0	4,665
[日本]					
東京三菱銀行	17,544	995,163	1,763	70.7	3,580
UFJ銀行	23,301	1,474,100	1,581	86.1	3,021
地方銀行60行平均	1,556	139,670	1,114	72.5	1,184
第二地銀45行平均	702	64,265	1,093	64.9	904
信金292金庫平均	200	20,768	964	54.5	702

- (注) 1. 2004 年データ。2004 年末為替レート (103.78 円/ドル) で円貨換算。
 2. 米国の中小企業向け貸出は融資額 100 万ドル (約 1 億円) 以下の事業向け貸出、日本の中小企業向け貸出には個人向け貸出を含む。

(資料) American Banker, FDIC "Institution Directory," 日経 NEEDS-FinancialQUEST 企業財務データベース, 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」, 金融庁「中小・地域金融機関の主な経営指標」。

る段階で、銀行は引受仲介者 (証券会社) を紹介する。そのさい、銀行はグループ (関係がある) 証券会社を紹介するインセンティブを持つと考えられる。⁽¹³⁾ 「上場を検討」するかどうかは企業が経営者次第であるが、この論文の関心はその段階まで成長する過程で銀行 (メインバンク) がどのような役割を果たしているのかにある。それを検討するために、この論文では地方に本社を置く企業と地方銀行を対象としている。

『日本経済新聞』(2014 年 4 月 6 日付, 朝刊, けいざい解説) は、日本のベンチャー支援で欠けているのは「バンクブル (bankable)」の状態になるまでを支える資本だと書いている。バンクブルとは「企業が自力で銀行借入れなどの資金調達ができるような状態」である。銀行は「事業を始めてはみたが思うように売上が伸びず、信用を確立できない段階」の企業には融資しないからベンチャー支援が必要だという主張である。そのような主張から、ベンチャー企業の資金調達先においてエクイティだけに焦点を当てられるのだが、負債を考慮しないことは現実的ではないだろう。

地方に本社を置く企業と地方銀行が多かれ少なかれ関係を持つことは当然だろう。内田 (2010, 290 頁) は「新規に借入を行うとする企業は、まずは信用金庫や信用組合から借入を行うが、成長し、良い企業であるという評判を確立するに従って、これらの金融機関から卒業し、より規模の大きな地方銀行、さらにはメガバンクからの借入に移行していく、といわれる」と述べている。このようなダイナミックな関係は、アメリカについては Gopalan, Udell, and Yerramilli (2011) が実証分析しているのだが、日本につい

⁽¹³⁾ Kutsuna, Smith, and Smith (2007) を参照されたい。

ては、内田（2010，290頁）が「といわれる」と書いているように、実証分析の結果ではなく、実務家の著作や実務家へのインタビュー、経験則などに依るのだろう。この論文が対象とするのは「卒業後」ということになる。⁽¹⁴⁾

多胡（2004，297–298頁）は「地域金融機関は地域の逸材が集中する地域限定インベストメント・バンクだ」という。これが、東証が地方からのIPOを促すために地域金融機関に協力を要請する所以である。東証は地域経済を活性化させる施策における地域金融機関の役割は大きいと考えている。一方、池尾（2003，128頁）は、従業員1人当たりの貸出規模が大きいのは産業金融中心だからで、そのためにリテール・バンク（retail bank）に徹し切れないと解釈している（表2を参照されたい）。⁽¹⁵⁾ この解釈には、銀行のビジネス・モデルをインベストメント・バンクとリテール・バンクに二分すると、日本の銀行のうちでインベストメント・バンクに転身できるのは一握りで、大部分の銀行はリテール・バンクへ転身するしかないという認識が根底にある。つまり、池尾（2003）は「地域金融機関はインベストメント・バンクにはなり得ない」と考えている。地域経済における地方銀行の役割について、インベストメント・バンクたり得るのかということが論点になるのだが、これまでにこのような視点からの研究は管見の限りだが見当たらない。

東証は地方銀行と連携して、地方企業のIPOを支援する方針を打ち出している（『日本経済新聞』（2017年7月26日付，朝刊））。その第1弾が、ほくほくフィナンシャル・グループとの提携で、上場を検討している銀行の取引先企業に東証の担当者を伴って訪問したり、行員を東証に派遣してIPO業務を学ぶことになる。北陸銀行頭取の庵栄伸が「企業価値の向上を通じて地域活性化を図る」との考えを述べている（『日本経済新聞』（2017年7月26日付，朝刊，北陸）。よく耳にする内容だが、企業経営者が地域活性化を目的としてIPOを決断することはないと思われ、企業価値の向上がどのように地域活性化につながるのかは自明ではない。また、「取引先が上場を機に事業を拡大すれば、融資も伸びる」かどうか自明ではなく、地方銀行の対応能力が不足するようならば、内田（2010，290頁）がいうように「メガバンクからの借入に移行していく」ことになれば、融資は伸びない可能性が高くなる。

4. IPOの推移

図3は1990年から2017年までの28年間のIPO総数の推移を示している。ここでは、マザーズと2013年7月から東証の管理下に入るジャスダックとを「新興株式市場」（JASDAQ + Mothers + Hercles）

⁽¹⁴⁾ 信用金庫の融資は地域の会員中小企業（従業員数300人以下、あるいは資本金9億円以下）が対象となる。この制約があるために、企業が成長するとき、信用金庫からの融資を受けられなくなることが起こりえる。このような企業は「卒業生」とよばれる。そのようななかでも、表6に示しているように、信用金庫をメインバンクとした地方からのIPOがある。信用金庫と上場企業の関係については鉢嶺（2002a，2002b）と澤山（2009）を参照されたい。

⁽¹⁵⁾ 日本銀行（2017，VI章）は、日本の地域金融機関は、欧米の同規模の金融機関と比べて、従業員数が多いと指摘している。従業員数を減らすとき、表2における従業員1人当たり貸出件数は多くなり、アメリカとの差が大きくなる。池尾（2003，128頁）が指摘しているように、産業金融が中心だから、従業員が多いのではなく、貸出件数が少ないと考えるのが適当だろう。

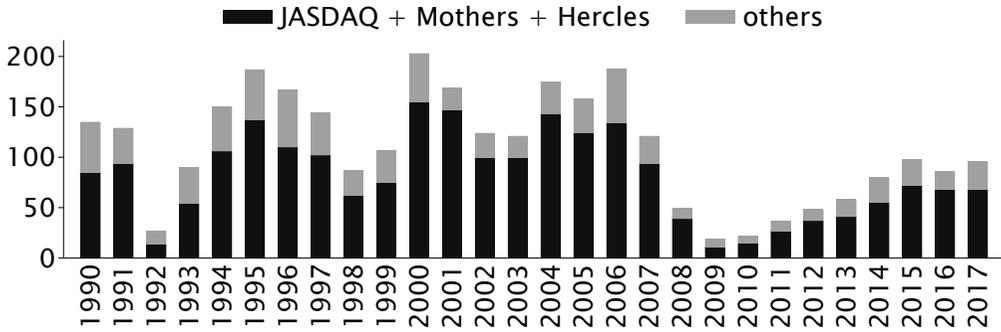


図3. 新規株式公開企業数の推移.

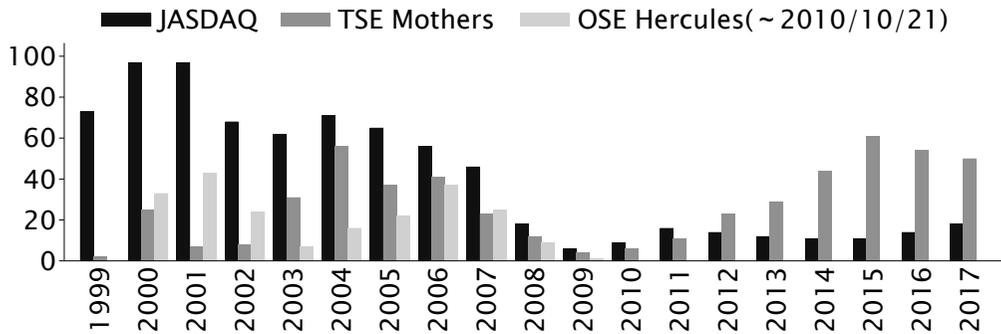


図4. 新興株式市場における新規株式公開企業数の推移.

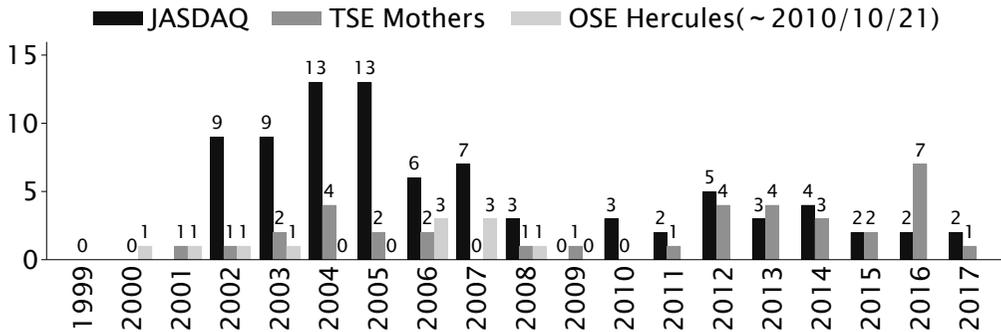


図5. 新興株式市場における、地方に本社を置く新規株式公開企業数の推移.

新興株式市場とはジャスダックとマザーズである。地方とは、東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、以外の道県である。

として、それ以外をその他 (others) と区分している。図3を見ると、日本における IPO は「新興株式市場」が大宗を占めてきたことがわかる。1999年11月に東証にマザーズが、2000年5月に大証にナスダック・ジャパンが開設され、これに IT ブームが重なり、2000年に IPO 総数のピーク、204 件を記録している。この現象について、岡村 (2013, 23 頁) は「単に新たな市場が創設されたためだけでなく、市場基準緩和により公開可能な企業数が増加したこと、そして新規公開の主幹事獲得をめざす各証券会社による企業の発掘が活発になったことが背景にある」と考察している。その後、株式市場が下落した影響が

ら IPO は減少したが、IPO 総数は 2007 年までは年間 100 件を超える水準で推移していた。

2008 年、IPO は激減した。その原因について、出原敏（元・野村證券株式会社公開引受部）はつぎのように分析している。⁽¹⁶⁾

IPO 数の減少には構造的なものもあるように思います。長い間 IPO 数を支えてきた中堅優良企業といわれる企業の IPO が減ってきています。地方を含め多くの中堅優良企業といわれた企業の IPO 化が進んだ一方、グローバル化・技術革新への対応遅れ、事業承継難、新興市場創設による早期 IPO 等により、ふと見渡すとそういった企業の IPO 予備群が減ってきています。

一方、岡村（2013, 23 頁）は上場審査基準の緩和には負の側面があり「新興市場で IPO を実施した企業において、経営者の逮捕、経営陣内部の内紛、粉飾決算などの問題が生じたことは、投資家の信頼感を大きく損ねた」と問題を指摘している。IPO は第一には経済の活力を測る目安だが、その増減には多発する不祥事に対して、規制が厳しくなり、事務負担を重くするというような制度変更の影響も小さくない。

2014 年は 77 社が上場した。2000 年から 2001 年の通信バブルや 2005 年から 2006 年のネット・バブルには遠く及ばないものの、戦後 7 回目の IPO ブームといわれた。また、マザーズ開設後、2000 年前後のインターネット企業の台頭、2005 年から 2006 年までのヒルズ族の誕生を経ての第 3 の波ともいわれた（『日経産業新聞』（2015 年 1 月 5 日付））。その特徴を『日本経済新聞』（2014 年 12 月 1 日付、朝刊）は「4K」、すなわち駆け込みと小粒、高齢、下方修正と分析している。駆け込みとは、株式市場が好調で、投資資金が集まりやすいうちに上場しようという動きである。小粒とは、上場社数は増えたものの、1 社あたりの資金調達額は平均 50 億円（昨年は 69 億円）と小さいことである。高齢とは、設立から上場まで 30 年以上の会社が 17 社（昨年は 10 社）に増えたことである。下方修正とは、上場後に業績を下方修正する事例が目立ったことである。『日本経済新聞』（2014 年 12 月 1 日付、朝刊）は上場社数が多くなるほど玉石混淆の 4K 傾向は強まると指摘している。⁽¹⁷⁾

大崎（2014）は市場間競争の結果「日本における IPO のハードルは著しく低下した」と主張している。2012 年末時点で、アメリカの上場企業は NYSE が 2,399 社で、NASDAQ が 2,577 社、合わせて 4,976 社である一方で、日本の上場企業が 3,545 社である。経済規模や金融構造の違いに照らすと、日本の上場企業数は相対的に多いといえよう。⁽¹⁸⁾しかし、それは、忽那（2014）がいうように、「上場基準が緩和された結果、リスクの高い小規模な企業が市場に参加するようになっただけ」なのかもしれない。

⁽¹⁶⁾ <http://www.independents.jp/data/column/idehara/ipo-9.html>（現在は閉鎖されている）

⁽¹⁷⁾ 『日本経済新聞』（2017 年 11 月 19 日付、朝刊）によると、実態が伴っていない事業説明に AI やフィンテックなどの流行語を多用する、来期以降に業績が急減速するとわかっているのに開示しないなどについて、東証が上場審査を厳しくし、幹事証券会社も慎重に準備するようになった結果、2017 年に上場した企業の中で上場後に業績見直しを下方修正した企業は 3% にとどまっているという。

⁽¹⁸⁾ 『日経産業新聞』（2017 年 10 月 31 日付、レクチャー 日米スタートアップ概論）によると、「新規株式公開（IPO）でのイグジット（出口）が 5% 程度にすぎない米国と比べ、日本では IPO によるイグジットの比率が高い」という言説をよく耳にするという。しかし、それは「日本では IPO によるイグジットが簡単にできる」という意味ではない。日本において、スタートアップから IPO に至った会社の割合は 1.5% 未満と推定されている。

近年、IPO は伸び悩んでいる感がある。その要因の一つとして、『日本経済新聞』（2017年10月28日付、朝刊）は、公認会計士が不足している構造問題があると指摘している。公認会計士が弁護士とならぶ人気職業であったのは過去の話となっていて、その結果、上場企業1社あたりの監査法人に所属する公認会計士数の平均は2013年あたりから3.8人ほどで頭打ちが続き、新興企業の上場業務に手が回らないために発生する「IPO 難民」は100社を超えているという。『日本経済新聞』（2017年10月28日付、朝刊）は、このような背景から、今後、日本全体のIPOが減少する懸念があると案じている。

図4は1999年から2017年までの19年間の新興株式市場別のIPO総数の推移を示している。マザーズにおけるIPOが徐々に増加し、また大証のヘラクレスも少なくない数のIPOを担ってきたことがわかる。2002年12月にスタートしたヘラクレス市場は当初、IPOが低迷し、「大証はヘラクレス市場を閉鎖するのではないか」との観測が絶えなく、2005年ごろになってようやく上場予備軍との関係強化の地道な努力が実り始め、2007年にはマザーズと肩を並べるまでに成長した（前田（2016, 98頁））。

岡村（2013, 第1章）は1999年から2012年までに新興株式市場に上場した企業の特徴をまとめている。⁽¹⁹⁾業種で見ると、マザーズもジャスダックもサービス業が多く、加えてマザーズは運輸・情報通信業が多い特徴がある。⁽²⁰⁾新規株式公開までの年数は、マザーズが10年前後、ジャスダックが20年台という状況である。従業員については、マザーズは中央値でおおむね2桁である。売上高を中央値で見ると、マザーズは20億円前後、ジャスダックは50億円から100億円ほどである。このように審査基準の違いが上場企業の特徴に現れていて、成長段階の若い企業はマザーズを選択している。

図5は図4の内数として新興株式市場別の地方からのIPO総数の推移を示している。2007年まで、地方からのIPOはジャスダックを中心に年間10件を超えていた。中小企業総合研究機構（2007）は、地元の上場企業が少なために、上場準備ノウハウの蓄積がなかったり、経験者の話を聞く機会に恵まれなかったという不便はあるものの、地方だから困ったことはないというアンケート結果を報告している。

地方からのIPO総数は、2008年から2011年までは1桁の前半に落ち込み、2012年から増加傾向にある。近年の特徴はマザーズにおけるIPOの増加にある。「IPOが少ないときは東京に本社を置く企業がほとんどを占める傾向がある。逆に地方企業のIPOが多いと、全体の数が伸びる」という⁽²¹⁾「地方」の範囲をどのように考えるのかによるのだが、この論文のように「地方」を考えるならば、地方企業のIPOが総数に影響を与えるようなことは起こっていない。

なぜ地方からのIPOが増えないのか、その理由はさまざまにあげられる。多胡（2004, 275頁）は、地域では「一攫千金を担うベンチャー企業や「将来の大企業」を目指す上昇志向の強いチャレンジングな起業は一握りにしか過ぎない」という。中小企業庁（2008, 第3部第2章）は「従業員規模が大きくなるほ

⁽¹⁹⁾ 詳しくは岡村（2013）の付表8から付表12を参照されたい。

⁽²⁰⁾ 『日経産業新聞』（2017年10月27日付、レクチャー 日米スタートアップ概論）は、米国と比較すると、日本はBtoC（対消費者モデル）の起業が多く、BtoB（対事業者モデル）の起業が少ないという評価を報告している。

⁽²¹⁾ これは <http://www.sankeibiz.jp/business/news/120704/bse1207040502002-n1.htm> に掲載された記事なのだがアクセスできなくなっていて <http://blog.livedoor.jp/ss2286234570/archives/65675105.html> から引用している。

ど株式公開に対する関心が高いが、総じてエクイティ・ファイナンスへの関心が低く、その理由として「現状の方が経営の自由度が高い」や「同族会社を維持したい」などがあげられている。⁽²²⁾

そもそも「金融機関からの調達で十分」という理由もある。その背景には「擬似資本」がある。「擬似資本」とは「借換え等により、実質的に返済資金を調達する必要がない資金」である。中小企業庁（2008）は「金融機関の対応が変わらない限り資本的な資金として継続的な借入が可能であるが、契約上は期限付の借入であるので、安定的な継続が不確実な資金であるという限界もある」と指摘している。言い換えると、金融機関の対応次第で変わる可能性があるということだ。⁽²³⁾

5. 地方からの IPO 企業

この論文が対象とする地方からの IPO の 50 社について、表 3 は上場年と社齢（創業から上場までの年数）、主要事業などの基本情報を、表 4 は売上高と従業員数、純資産の財務情報と、株主資本比率と主幹事会社を、表 5 は大株主上位 10 人の株式保有比率とその内数を、表 6 はメインバンクとの関係を示している。

5.1. 基本情報

岡村（2013, 第 1 章）が観察しているように、業種で見ると小売業やサービス業、運輸・情報通信業が多い。地方からの IPO の特徴は医薬品の 5 社にあるといえよう。⁽²⁴⁾

本社所在地は、北海道（1 社、以下 1 社の記載は省略する）、秋田県、山形県、宮城県、福島県（2 社）、栃木県（2 社）、茨城県、新潟県（2 社）、富山県、石川県、福井県、長野県（2 社）、山梨県（2 社）、静岡県（3 社）、岐阜県、三重県、和歌山県（3 社）、岡山県、広島県（6 社）、香川県、愛媛県（3 社）、山口県（2 社）、福岡県（5 社）、大分県（2 社）、佐賀県（2 社）、宮崎県、鹿児島県と全国に分布している。ここでの本社所在地は「新株式発行並びに株式売出届出目論見書」（以下、目論見書と書く）の表紙に書かれている

⁽²²⁾ 『日経産業新聞』（2017 年 11 月 1 日付、レクチャー 日米スタートアップ概論）によると、近年、米国におけるイグジットは 9 割以上が M&A を通じて行われているという。日本では、創業経営者にとって会社は「わが子」のようなものだといわれる。古瀬（2011）は「中小企業 M&A における経営者の葛藤とその解消プロセス」という興味深い考察を展開している。

⁽²³⁾ 『日本経済新聞』（2014 年 12 月 1 日付、朝刊）は、地域金融機関が地元融資を拡大しやすい環境をつくるために、金融庁が 1 年以内に借り換える融資契約である「短期継続融資」を「不良債権ではない」と明確にし、金融機関に伝えたことを報じた。金融庁は、事業が頓挫して返済見込みがない場合は不良債権として査定する必要があり、このような融資を「根雪融資」とよび、「擬似資本」としての「短期継続融資」と区別する。「短期継続融資」は金融検査マニュアルで取り扱いが不明確で、「擬似資本」という言葉はネガティブな印象を持っていたが、これからは違ってくるだろう。

⁽²⁴⁾ キャンパスは、2000 年 1 月に愛知県豊田市で創業した後、2001 年 1 月に静岡県沼津工業技術センターに付設されたインキュベーションセンターに研究所を開設し、現在も沼津市に本社と基礎研究所を置いている。ジーンテクノサイエンスは、北海道大学遺伝子病制御研究所における免疫関連タンパク質の機能研究の成果を診断薬や治療薬として開発すること、医薬品開発における受託サービス業務を行うことを目的として札幌市に本社を置く「北海道大学発の創業ベンチャー企業」である。UMN ファーマは、未充足医療ニーズ（Unmet Medical Needs）を満たす医療用医薬品の研究開発と製造販売をする企業で、秋田大学医学部との共同研究により秋田県に所在している。その研究所は秋田大学バイオサイエンス教育・研究センターにある。メドレックスは帝國製薬からのスピンオフ企業で、帝國製薬の本社がある香川県東かがわ市に本社を置いている。

表 3

新興株式市場における、地方に本社を置く新規株式公開企業
(2008年から2017年までの50社)

新興株式市場とはジャスダックとマザーズ、地方とは、東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、以外の道県である。コードは証券(銘柄)コード、業種は東証33業種(中分類)である。コードの太字(25社)はマザーズへの上場を示している。企業名は「株式会社」を省略して表記している。社齢は創業から上場までの年数を示している。主要事業は「新株式発行並びに株式売出届出目論見書」を参考にして記載している。なお、つぎの企業は上場市場を変更したり、上場廃止になっている。(市場変更)

ウオーターダイレクト(2588)は2014年4月に東証2部に変更。スノーピーク(7816)は2015年12月に東証1部に変更。ピーエスシー(3649)は2014年11月に東証1部に変更、あわせて社名をファインデックスに変更。モバイルリクエスト(3669)は2013年12月に東証1部に変更。サイバーリンクス(3683)は2015年3月に東証2部に、2015年10月に東証1部に変更。アйдママーケティングコミュニケーション(9466)は2017年3月に東証1部に変更。大光(3160)は2013年7月に東証2部に、2017年5月に東証1部に変更。ミサワ(3169)は2015年4月に東証1部に変更。ティーライフ(3172)は2014年7月に東証2部に、2016年10月に東証1部に変更。ICDAホールディングス(3184)は2014年6月に東証2部に変更。エストラスト(3280)は2014年8月に東証1部に変更。アイ・ケイ・ケイ(2198)は2013年1月に東証1部に変更。ウチヤマホールディングス(6059)は2013年12月に東証2部に、2014年9月に東証1部に変更。エラン(6099)は2015年11月に東証1部に変更。企業名の後に東証1部は(1)、東証2部は(2)と記載する。

(上場廃止)

リックコーポレーション(3147)は東証1部のダイユーエイト(3546)との経営統合により2016年8月に上場廃止。トータル・メディカルサービス(3163)は東証1部のメディカルシステムネットワーク(4350)の子会社ファーマホールディングによるTOB(株式公開買い付け)により2013年9月に上場廃止。

コード	企業名	本社	上場年	社齢	主要事業
水産・農林業(0050)					
1383	バルグアース	愛媛県	2011	10	野菜苗の生産販売
食料品(3050)					
2588	ウオーターダイレクト(2)	山梨県	2013	9	宅配水製造・販売
2820	やまみ	広島県	2016	17	豆腐関連
医薬品(3250)					
4575	キャンパス	静岡県	2009	9	抗癌剤の創薬
4584	ジーンテクノサイエンス	北海道	2012	11	バイオ医薬品開発
4585	UMN ファーマ	秋田県	2012	8	バイオ医薬品開発
4586	メドレックス	香川県	2013	11	バイオ医薬品開発
4595	ミズホメディ	佐賀県	2015	39	体外検査用医薬品
非鉄金属(3500)					
5724	アサカ理研	福島県	2008	39	貴金属回収
機械(3600)					
6248	横田製作所	広島県	2013	60	業務用ポンプ・バルブ
精密機器(3750)					
7779	CYBERDYNE	茨城県	2014	10	ロボット医療機器の製造・販売
その他製品(3800)					
7816	スノーピーク(1)	新潟県	2014	56	アウトドア製品の製造・販売
7812	クレストック	静岡県	2015	32	テクニカル・ドキュメント
7813	プラッツ	福岡県	2015	21	介護用ベッド
7810	クロスフォー	山梨県	2017	31	ダイヤモンド加工
情報・通信業(5250)					
3628	データホライゾン	広島県	2008	26	病院経営ソフトウエア
3649	ピーエスシー(ファインデックス)(1)	愛媛県	2011	26	病院経営ソフトウエア
3669	モバイルリクエスト(1)	大分県	2012	10	移動体管理システム
3671	ソフトマックス	鹿児島県	2013	39	病院経営ソフトウエア
3683	サイバーリンクス(1)	和歌山県	2014	58	ITクラウド
3974	ティビィシー・スキャット	栃木県	2016	48	美容サロン顧客管理システム
9466	アйдママーケティングコミュニケーション(1)	富山県	2016	38	流通企業の販売支援

(表3の続き)

コード	企業名	本社	上場年	社齢	主要事業
卸売業 (6050)					
3160	大光 (1)	岐阜県	2010	60	外食産業への卸売
3541	農業総合研究所	和歌山県	2016	10	野菜・果物の直売所事業
9264	エボック	広島県	2017	29	環境・エネルギー関連機器の製造・販売
小売業 (6100)					
3096	オーシャンシステム	新潟県	2008	30	フランチャイジー
3147	リックコーポレーション (上場廃止)	岡山県	2008	53	ホームセンター
3163	トータル・メディカルサービス (上場廃止)	福岡県	2010	17	調剤薬局
3169	ミサワ (1)	栃木県	2011	52	家具などの企画・販売
3172	ティーライフ (1)	静岡県	2012	29	健康食品などの通信販売
3177	ありがとうサービス	愛媛県	2012	12	フランチャイジー
3184	ICDA ホールディングス (2)	三重県	2013	46	新車・中古車販売
3190	ホットマン	宮城県	2014	39	フランチャイジー
3542	ベガコーポレーション	福岡県	2016	10	家具・雑貨のネット販売
3566	ユニフォームネクスト	福井県	2017	24	業務用ユニフォームのネット販売
証券、商品先物取引業 (7100)					
7175	今村証券	石川県	2014	70	金融商品取引
その他金融業 (7200)					
7187	ジェイリース	大分県	2016	13	家賃債務保証
不動産業 (8050)					
3280	エストラスト (1)	山口県	2012	13	不動産分譲
3293	アズマハウス	和歌山県	2013	36	不動産分譲
3297	東武住販	山口県	2014	30	不動産分譲
サービス業 (9050)					
2176	イナリサーチ	長野県	2008	30	医薬品非臨床試験
2198	アイ・ケイ・ケイ (1)	佐賀県	2010	15	冠婚葬祭の企画・運営
6059	ウチヤマホールディングス	福岡県	2012	6	介護・カラオケ・飲食
6060	ころネット	福島県	2012	41	冠婚葬祭の企画・運営
6090	ヒューマン・メタボローム・テクノロジーズ	山形県	2013	10	解析試験受注
6099	エラン (1)	長野県	2014	19	介護医療
6173	アクアライン	広島県	2015	16	水回りの緊急修理サービス
6190	フェニックスバイオ	広島県	2016	15	薬効試験受託主体
6195	ホープ	福岡県	2016	10	自治体の広告代理店
6537	WASH ハウス	宮崎県	2016	16	コイン・ランドリーのチェーン

住所から採用しているのだが、地方本社と東京本社という2本社体制の企業もある。たとえば、ミサワは2010年2月に宇都宮本社と東京本社という2本社体制に移行している。そして、2011年12月にマザーズに上場した後、2012年5月に宇都宮本社と東京本社を統合し、本社を東京都目黒区に移している。

上場年は2008年が5社、2009年が1社、2010年と2011年がそれぞれ3社、2012年が8社、2013年と2014年がそれぞれ7社、2015年が4社、2016年が9社、2017年が3社である。社齢（創業から上場までの年数）は、6年や8年という短い期間から50年を超える長い期間までさまざまである。主要事業は、情報・通信業における「病院経営ソフトウェア」や小売業における「フランチャイジー」、サービス業における「冠婚葬祭の企画・運営」など、同じビジネスが並んでいる。

IPOが企業固有のイベントならば同業他社に影響を与えることはない。Akhigbe, Borde, and Whyte (2003)はIPOが同じ業界の他社に与える影響について二つの効果を考えている。ある業界の一つの企業が株式公開することが、その業界全体に好ましいシグナルになるとき、ライバル企業もまた高く評価され

表 4

新興株式市場における、地方に本社を置く新規株式公開企業
(2008年から2017年までの50社)

売上高(億円)と純資産(億円), 従業員数(人), 株主資本比率(%)は株式公開直前の決算期の数値である。主幹事会社はIPO当時の会社四季報の証券欄における【幹】(主)または最初に期されている会社名を採取している。

コード	企業名	売上高	従業員数	純資産	株主資本 比率	主幹事会社(証券)
水産・農林業(0050)						
1383	バルグアース	30	153	5	23.4	野村
食料品(3050)						
2588	ウオーターダイレクト	55	79	7	21.4	野村
2820	やまみ	91	142	17	25.8	みずほ
医薬品(3250)						
4575	キャンバス	2	17	22	91.6	三菱UFJ
4584	ジーンテクノサイエンス	2	8	3	67.2	野村
4585	UMN ファーマ	10	53	28	26.8	野村
4586	メドレックス	7	26	8	88.9	野村
4595	ミズホメディ	40	133	12	36.0	三菱UFJ モルスタ
非鉄金属(3500)						
5724	アサカ理研	105	147	12	26.8	野村
機械(3600)						
6248	横田製作所	18	56	11	56.8	みずほ
精密機器(3750)						
7779	CYBERDYNE	3	69	25	86.2	SMBC 日興
その他製品(3800)						
7816	スノーピーク	45	177	13	30.8	SMBC 日興
7812	クレストック	132	1,523	30	25.1	三菱UFJ モルスタ
7813	ブラッツ	45	232	11	42.2	大和
7810	クロスフォー	41	64	10	33.4	みずほ
情報・通信業(5250)						
3628	データホライゾン	12	80	5	59.9	野村
3649	ビーエスシー	7	58	2	37.6	みずほ
3669	モバイルリクエスト	18	63	7	40.0	野村
3671	ソフトマックス	30	158	9	22.3	野村
3683	サイバーリンクス	71	346	14	43.3	みずほ
3974	ティビィシー・スキャット	29	200	15	51.3	SMBC フレンド
9466	アイドママーケティングコミュニケーション	66	168	11	44.6	みずほ
卸売業(6050)						
3160	大光	345	458	13	9.3	野村
3541	農業総合研究所	9	42	0.5	9.8	大和
9264	エポック	34	68	6	16.5	野村
小売業(6100)						
3096	オーシャンシステム	334	724	38	35.7	新光
3147	リックコーポレーション	263	248	13	9.6	新光
3163	トータル・メディカルサービス	58	170	13	32.6	大和
3169	ミサワ	38	230	2	4.8	みずほ
3172	ティーライフ	45	89	28	81.0	野村
3177	ありがとうサービス	71	152	10	27.1	野村
3184	ICDA ホールディングス	213	330	20	13.8	野村
3190	ホットマン	229	959	42	30.6	SMBC 日興
3542	ベガコーポレーション	75	160	17	46.6	野村
3566	ユニフォームネクスト	29	59	8	54.4	野村

(表4の続き)

コード	企業名	売上高	従業員数	株主資本		
				純資産	比率	主幹事会社
証券、商品先物取引業 (7100)						
7175	今村証券	40	160	57	49.0	
その他金融業 (7200)						
7187	ジェイリース	25	226	2	8.2	みずほ
不動産業 (8050)						
3280	エストラスト	69	39	7	10.1	SBI
3293	アズマハウス	100	91	169	43.9	野村
3297	東武住販	36	102	9	35.4	東洋
サービス業 (9050)						
2176	イナリサーチ	29	265	7	16.3	日興シティ
2198	アイ・ケイ・ケイ	101	473	42	29.8	野村
6059	ウチヤマホールディングス	161	1,126	64	36.0	大和
6060	こころネット	95	596	50	30.8	大和
6090	ヒューマン・メタボローム・テクノロジーズ	5	47	2	40.8	いちよし
6099	エラン	60	93	8	35.7	野村
6173	アクアライン	33	225	11	19.6	いちよし
6190	フェニックスバイオ	9	44	11	77.1	SMBC 日興
6195	ホープ	11	59	2	18.2	野村
6537	WASH ハウス	21	62	3	20.6	みずほ

る。これを情報効果とよぶ。一方で、IPO 企業が、調達した資金を事業拡張のために用いるとき、業界の競争環境が厳しくなることから、競争優位を獲得する。競争劣位に立たされるライバル企業は低く評価される。これを競争効果とよぶ。Akhigbe, Borde, and Whyte (2003) の実証分析は情報効果と競争効果が相殺し合っていることを示している。⁽²⁵⁾ 地方からの IPO に同じビジネスが並ぶ現象は情報効果の現れと解釈できそうだが、その背景には、ビジネス・モデルとなる前例があると上場を促しやすいという証券会社の事情もあるだろう。

5.2. 財務情報

どの程度の大きさの企業なのかを見るために、売上高と従業員数を示している。従業員数は業種に依存してさまざまであるが、2桁の企業が少なくない。売上高と従業員数は正に相関している（相関係数は0.60）。純資産の平均値は17.1億円、株主資本比率の平均値は36.5%であるから、逆算すると総資産の平均値は46.9億円になる。

主幹事証券会社は50社のうち19社が野村証券であり圧倒している。岡村(2013, 付表7)から、全国では野村証券と大和証券が競っている状況にあることから、野村証券は地方に強いことが窺える。証券会社は地方銀行との提携とは別に独自に地方の上場予備企業を開拓していることには留意しなければいけない。⁽²⁶⁾ 岩井・保田(2011)は大手証券会社は中堅証券会社と比べて質の高い企業を選別している傾向が見

⁽²⁵⁾ Hsu, Reed, and Rocholl (2010) は競争効果の源泉をファイナンシャル・レバレッジと投資銀行のお墨付き (certification)、知的資本 (knowledge capital) の三つに求めている。

⁽²⁶⁾ 『日経金融新聞』(2006年5月31日付)は、地方銀行が証券会社と提携して市場誘導ビジネスを進めると報じている。市場誘導ビジネスとは、地方銀行が顧客に提携する証券会社を紹介し、証券会社から手数料収入を得るビジネスである。大手の野村證

表 5

新興株式市場における、地方に本社を置く新規株式公開企業
(2008年から2017年までの50社)

大株主上位10人の株式保有比率は株式公開直前の決算期の数値で単位は%である。なお、創業者（一族を含む）とVC（投資事業有限責任組合を含むベンチャー・キャピタル）、従業員（持株会）は大株主上位10人の内数である。

コード	企業名	大株主上位10人の株式保有比率			
		上位10人	うち創業者	うちVC	うち従業員
水産・農林業 (0050)					
1383	ベルグアース	82.25	53.87	25.32	3.06
食料品 (3050)					
2588	ウオーターダイレクト	78.02		36.69	
2820	やまみ	100.00	98.22		0.88
医薬品 (3250)					
4575	キャンバス	40.48	17.92	10.18	5.39
4584	ジーンテクノサイエンス	50.01		44.69	
4585	UMN ファーマ	46.08		23.30	
4586	メドレックス	60.49	30.98	25.49	
4595	ミズホメディ	86.84	49.35		13.13
非鉄金属 (3500)					
5724	アサカ理研	86.17	48.52	9.92	
機械 (3600)					
6248	横田製作所	95.52	61.16		14.36
精密機器 (3750)					
7779	CYBERDYNE	97.35	49.31	22.39	
その他製品 (3800)					
7816	スノーピーク	90.85	50.78	10.0	
7812	クレステック	77.10	11.00	34.73	11.38
7813	プラッツ	65.07	39.52	12.59	2.41
7810	クロスフォー	81.46	66.57	4.78	
情報・通信業 (5250)					
3628	データホライゾン	78.04	49.48	16.37	
3649	ピーエスシー	91.70	68.48	14.68	
3669	モバイルリクエスト	88.28	56.28	16.02	4.43
3671	ソフトマックス	90.97	69.38		1.24
3683	サイバーリンクス	66.15	42.00	1.83	8.18
3974	ティビィシー・スキャット	79.77	34.83		
9466	アイドママーケティングコミュニケーション	100.00	95.51		1.46
卸売業 (6050)					
3160	大光	81.91	59.76		7.42
3541	農業総合研究所	99.21	20.90	0.56	1.69
9264	エボック	71.34	51.82	3.15	7.53
小売業 (6100)					
3096	オーシャンシステム	91.36	79.65		10.28
3147	リックコーポレーション	69.57	32.34	6.91	20.90
3163	トータル・メディカルサービス	99.54	79.77		9.50
3169	ミサワ	98.78	76.15		2.94
3172	ティーライフ	90.38	76.00	5.97	6.98
3177	ありがとうサービス	99.07	78.85	9.58	0.34
3184	ICDA ホールディングス	90.29	77.06		
3190	ホットマン	88.92	21.77		20.75
3542	バガコーポレーション	97.82	70.19	19.21	0.76
3566	ユニフォームネクスト	99.51	82.70	7.00	1.82

(表5の続き)

コード	企業名	大株主上位10人の株式保有比率			
		上位10人	うち創業者	うちVC	うち従業員
証券、商品先物取引業 (7100)					
7175	今村証券	91.04	76.65		10.49
その他金融業 (7200)					
7187	ジェイリース	75.44	57.30	4.26	2.67
不動産業 (8050)					
3280	エストラスト	95.30	52.10	17.00	
3293	アズマハウス	94.47	94.47		
3297	東武住販	86.59	67.88	11.16	1.96
サービス業 (9050)					
2176	イナリサーチ	87.82	42.49	16.24	11.11
2198	アイ・ケイ・ケイ	96.58	92.26	0.57	2.25
6059	ウチヤマホールディングス	90.87	75.54	6.89	2.71
6060	こころネット	81.34	60.14		5.99
6090	ヒューマン・メタボローム・テクノロジーズ	75.57		39.06	
6099	エラン	98.10	80.55		
6173	アクアライン	94.23	72.60	11.50	3.12
6190	フェニックスパイオ	87.02	18.04	9.63	
6195	ホープ	93.31	52.76	18.02	
6537	WASHハウス	96.58	69.50	24.12	

られると報告している。

Pagano, Panetta, and Zingales (1998) は、IPOの動機としてファイナンシャル・レバレッジの引き下げをあげている。つまり、借入金により設備投資し、成長した後に借入金を返済するために株式公開により株式による資金を調達する。株主資本比率の低い企業については該当するのかも知れない。最も株主資本比率の低いミサワは、株式公開のときに株式の発行により約3億7,000万円を資金調達し、長期借入金を約2億6,000万円、返済することにより、株主資本比率は4.8%から32.5%に上昇している。

5.3. 株主構成

大株主上位10人の株式保有比率の平均値は84.9%である。岡村(2013, 第8章)が示す1995年と1996年に店頭公開した247社の大株主上位10人の株式保有比率の平均値は79%であるから、地方からのIPOだからという違いはないように思う。一族を含む創業者の株式所有比率の平均値は53.5%である。

1998年の投資事業有限責任組合契約に関する法律や1999年の新事業創出促進法、そして新興株式市場の創設など、十数年の間にベンチャー・キャピタル(VC)を取り巻く環境が変わった。⁽²⁷⁾ 中小企業総合研究機構(2007)は、中小企業にとってVCからの出資は信用付与に役立っていると報告している。VC(投資事業有限責任組合を含むベンチャー・キャピタル)の株式所有比率の平均値は12.4%で、岡村(2013,

券や大和証券、日興コーディアル証券は40以上の金融機関と提携し、準大手の新光証券は76の金融機関と提携している。地方銀行から見ると、たとえば七十七銀行は6つの証券会社と提携していた。市場誘導ビジネスは地方からのIPOを促し、地域経済の活性化にもつながると期待された。しかし、この効果があったという報告は見聞きしない。

(27) 投資事業組合については田中・保田(2006)を参照されたい。

表 6

新興株式市場における、地方に本社を置く新規株式公開企業
(2008年から2017年までの50社)

「メインバンク」は、「新株式発行並びに株式売出届出目論見書」の「払込取扱場所」に記載された銀行が道県の金融機関であればその金融機関名を、そうでない場合は道県の金融機関についての記載がないことを確認した上で、道県以外の金融機関名を書いている。「出身役員」は「役員状況」における経歴に「メインバンク」が記載されている役名で、株式保有は「メインバンク」の名義で保有する比率である。

コード	企業名	本社	メインバンク	出身役員	株式保有
水産・農林業 (0050)					
1383	バルグアース	愛媛県	伊予	監査役	
食料品 (3050)					
2588	ウオーターダイレクト	山梨県	三菱東京 UFJ		
2820	やまみ	広島県	広島	監査役	
医薬品 (3250)					
4575	キャンパス	静岡県	みずほ		
4584	ジーンテクノサイエンス	北海道	みずほ		
4585	UMN ファーマ	秋田県	三井住友		
4586	メドレックス	香川県	中国・香川		
4595	ミズホメディ	佐賀県	西日本シティ	取締役	4.73
非鉄金属 (3500)					
5724	アサカ理研	福島県	常陽	監査役	2.77
機械 (3600)					
6248	横田製作所	広島県	広島信用金庫	監査役・取締役	
精密機器 (3750)					
7779	CYBERDYNE	茨城県	三菱東京 UFJ	監査役	0.05
その他製品 (3800)					
7816	スノーピーク	新潟県	三菱東京 UFJ		
7812	クレストック	静岡県	三菱東京 UFJ		
7813	ブラッツ	福岡県	福岡	監査役	3.81
7810	クロスフォー	山梨県	みずほ		
情報・通信業 (5250)					
3628	データホライゾン	広島県	広島		
3649	ビーエスシー	愛媛県	愛媛		1.63
3669	モバイルリクエスト	大分県	大分	常務・取締役・監査役	3.15
3671	ソフトマックス	鹿児島県	鹿児島		4.96
3683	サイバーリンクス	和歌山県	紀陽	監査役	2.42
3974	ティビィシー・スキャット	栃木県	三井住友		
9466	アイドママーケティングコミュニケーション	富山県	富山	監査役	
卸売業 (6050)					
3160	大光	岐阜県	大垣共立	監査役	4.01
3541	農業総合研究所	和歌山県	みずほ		
9264	エポック	広島県	みずほ		
小売業 (6100)					
3096	オーシャンシステム	新潟県	第四	取締役	
3147	リックコーポレーション	岡山県	中国		0.63
3163	トータル・メディカルサービス	福岡県	福岡	取締役	1.90
3169	ミサワ	栃木県	足利		
3172	ティーライフ	静岡県	静岡	監査役	1.43
3177	ありがとうサービス	愛媛県	百十四		
3184	ICDA ホールディングス	三重県	百五	監査役	
3190	ホットマン	宮城県	仙台信用金庫	取締役・監査役	
3542	ベガコーポレーション	福岡県	三菱東京 UFJ		
3566	ユニフォームネクスト	福井県	みずほ		

(表 6 の続き)

コード	企業名	本社	メインバンク	出身役員	株式保有
証券、商品先物取引業 (7100)					
7175	今村証券	石川県	三井住友		
その他金融業 (7200)					
7187	ジェイリース	大分県	豊和	副社長・取締役	4.26
不動産業 (8050)					
3280	エストラスト	山口県	山口		
3293	アズマハウス	和歌山県	三井住友		
3297	東武住販	山口県	山口		0.67
サービス業 (9050)					
2176	イナリサーチ	長野県	八十二	監査役	
2198	アイ・ケイ・ケイ	佐賀県	佐賀	取締役	0.57
6059	ウチヤマホールディングス	福岡県	三菱東京 UFJ		0.40
6060	こころネット	福島県	福島	常務・取締役	4.53
6090	HMT	山形県	山形		1.66
6099	エラン	長野県	みずほ		
6173	アクアライン	広島県	みずほ		
6190	フェニックスパイオ	広島県	広島	監査役 (2人)	
6195	ホープ	福岡県	佐賀		
6537	WASH ハウス	宮崎県	宮崎		2.96

第 8 章) が報告している平均値 7% よりもやや高い。

注目すべきは従業員持株会で、とりわけ小売業やサービス業で広く観察できる。これらの業種の企業は社齢が長い。従業員持株会が業種に特有なのか、社齢の長さが影響しているのかは今後の課題として残される。

5.4. メインバンクとの関係

地方に本社を置く企業と地方銀行が多かれ少なかれ関係を持つことは当然だろう。しかしながら、企業が株式公開前に銀行とどのような関係であったのかを公開情報から知ることは難しく、目論見書から株式公開直前の状態を知ることができるだけである。

表 6 はメインバンク関係を示している。表 6 におけるメインバンクはつぎのように考えている。目論見書の「払込取扱場所」に注目し、企業の本社が所在する道県の地域金融機関であるときには、それをメインバンクとしている。その上で、目論見書を「銀行、金庫」というキーワードで文書検索し、借入金明細表があるときにはその金融機関から借り入れしているかどうか、役員の状況から金融機関出身の役員がいるかどうか、株主の状況に金融機関名があるかどうか、メインバンク以外の金融機関が記載されていないかどうかを確認している。「払込取扱場所」の銀行が企業の本社が所在する道県の金融機関ではない（たとえばメガバンクである）ときには、本社が所在する道県の地方銀行名をキーワードにして目論見書を文書検索し、該当無しを確認した後、そのメガバンクをメインバンクとしている。

表 6 から、医薬品業種と若干の例外を除いて、地方からの IPO 企業は本社が所在する道県の金融機関をメインバンクとしていること、そして、少なくない企業が金融機関から役員を受け入れていることがわか

表 7

メインバンク出身の役員とその入社時期

コード	企業名	上場年	メインバンク	出身役員	入社時期
水産・農林業 (0050)					
1383	バルグアース	2011	伊予	監査役 (常勤)	2007年1月
食料品 (3050)					
2820	やまみ	2016	広島	監査役 (常勤)	2013年12月
医薬品 (3250)					
4595	ミズホメディ	2015	西日本シティ	取締役 (社外)	2015年3月
非鉄金属 (3500)					
5724	アサカ理研	2008	常陽	監査役 (常勤)	2006年12月
機械 (3600)					
6248	横田製作所	2013	広島信用金庫 広島信用金庫	監査役 (常勤) 取締役	2008年1月 1991年4月
精密機器 (3750)					
7779	CYBERDYNE	2014	三菱東京 UFJ	監査役 (常勤)	2011年6月
その他製品 (3800)					
7813	ブラッツ	2015	福岡	監査役 (常勤)	2006年4月
情報・通信業 (5250)					
3669	モバイルリクエスト	2012	大分 大分 大分	常務取締役 取締役 監査役 (常勤)	2011年3月 2011年11月 2003年4月
3683	サイバーリンクス	2014	紀陽	監査役 (常勤)	2011年4月
9466	アイドママーケティングコミュニケーション	2016	富山	監査役 (常勤)	2011年6月
卸売業 (6050)					
3160	大光	2010	大垣共立	監査役 (常勤)	2007年7月
小売業 (6100)					
3096	オーシャンシステム	2008	第四	取締役	2007年2月
3163	トータル・メディカルサービス	2010	福岡	取締役	2007年7月
3172	ティーライフ	2012	静岡	監査役 (非常勤)	2008年10月
3184	ICDA ホールディングス	2013	百五	監査役 (非常勤)	2011年6月
3190	ホットマン	2014	仙台信用金庫 仙台信用金庫 仙台信用金庫	取締役 (社外) 監査役 (常勤) 監査役 (非常勤)	2014年1月 2004年9月 2013年6月
その他金融業 (7200)					
7187	ジェイリース	2016	豊和	取締役副社長 取締役	2015年7月 2013年7月
サービス業 (9050)					
2176	イナリサーチ	2008	八十二	監査役 (常勤)	1994年7月
2198	アイ・ケイ・ケイ	2010	佐賀	取締役	2004年10月
6060	こころネット	2012	福島 福島	常務取締役 取締役	2003年7月 2005年5月
6190	フェニックスバイオ	2016	広島	監査役 (常勤) 監査役 (非常勤)	2014年6月 2007年6月

る。多くは監査役だが、常務取締役や取締役として受け入れているケースもある。表7に役員が入社した時期を示している。上場の2、3年前に入社している監査役は上場のためと考えていいだろう。

しかし、表6から、役員と株式との関係を明確にできない。50社のうち、役員と株式の両方が12社、役員だけが8社、株式だけが7社である。役員派遣が先で株式保有が後なのか、株式保有が先で役員派遣が後なのか、それともそのような前後関係はないのかを見極めるためには、サンプル・サイズを確保する

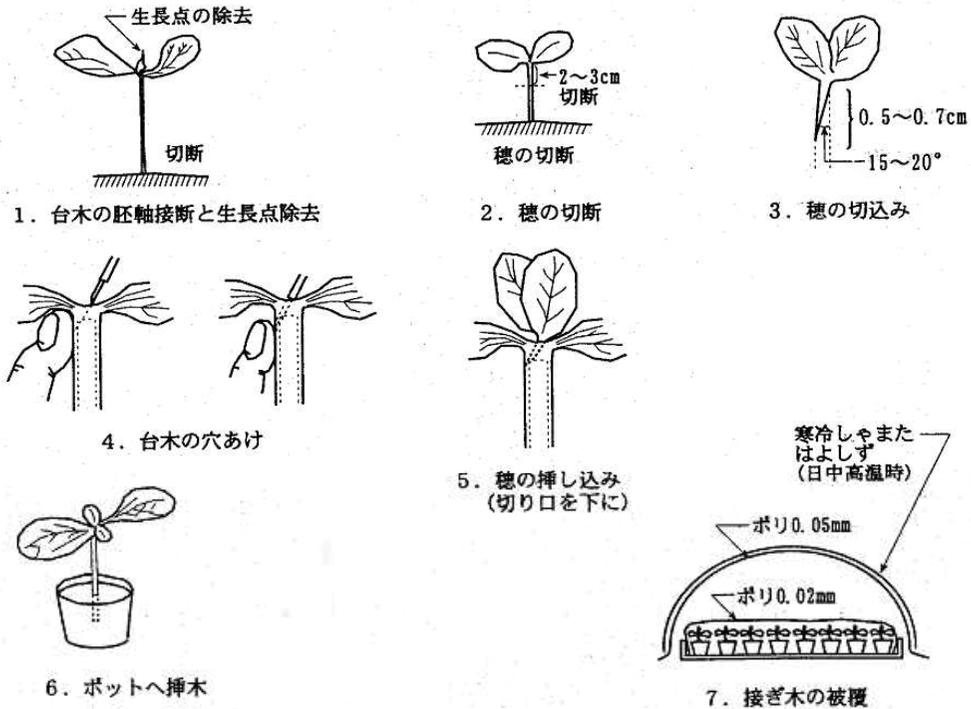


図6. スイカ栽培の「断根挿し接ぎ」.

http://www.ja-fukuikeiz.or.jp/traceability/20_saibai/suika_hanasaki.pdf (現在はアクセスできない)

だけの数の聞き取り調査が必要になる.

表7から、監査役を除いて、上場前にメインバンクから転籍して入社するケースは少ないことがわかる。メインバンクからの若手や中堅の出向はあるのかもしれないのだが、それは経営陣として地方からのIPOに参画しているとはいえない。内田(2010, 第4章)が紹介しているように、メインバンクの経営介入は収益が悪化したときに取締役が派遣されるというだけなのかもしれない。

6. 事例研究1: ベルグアース

この節では、第1節で紹介した育苗大手のベルグアースを取り上げる。ベルグアースに注目する理由はその資金調達方法にある。表5に示した株主構成におけるVC(投資事業有限責任組合を含むベンチャー・キャピタル)と表6に示したメインバンクとの関係に照らして、地方からのIPOのモデルと考える。⁽²⁸⁾なお、この節の記述は、叶(2008)と山口(2006, 2012), 山口(2011)を参考に行っている。以下、人物の敬称は省略する。

⁽²⁸⁾ ベンチャー・キャピタルについては忽那・日本証券経済研究所(2011)や船岡(2007)を参照されたい。

6.1. 創業経営者とビジネス・モデル

ベルグアースの創業経営者、山口一彦は 1957 年、愛媛県宇和島市に兼業農家の長男として生まれた。松山市にある愛媛大学農学部附属農業高校を卒業した後、家業の豆腐屋を継がずに、兵庫県の切り花（菊）栽培の農家に住み込み修業を始めた。そして、1 年後、故郷に戻り、身に付けた技術を活かして電照菊を栽培し始めた。山口一彦は苦勞する母親を見て「何とかしてあげたい」という思いが根底にあったという（『日本経済新聞』（2017 年 12 月 8 日付、朝刊、関西）。しかし「初年度に 1 万本を生産し、売上高は 100 万円。2 年目は 2 万本を生産したが、売上高は 100 万円。3 年目は 3 万本作ったが、それでも売上高は 100 万円だった」（『日本経済新聞』（2008 年 3 月 1 日付、朝刊、四国）。「生産を大規模にすると品質がだんだん悪くなる」ことに加えて、宇和島近郊の市場には供給過剰であった。

山口一彦は 20 歳代半ばから、キュウリやトマト、ナス、スイカなどの果菜類の育苗に着手し、1986 年から生産農家用と契約を結んで育苗栽培を開始している。山口（2011）は「種から苗までの育て方と畑に植えてからの育て方には、管理や技術にかなりの違いがあり、苗を育てるには手間暇がかかる。そして、高齢化がすすみ、手間暇かける余裕をなくした農家が増えたことが、専門育苗業者の登場を促した」と時代背景を分析している。

山口（2006）は、接ぎ木苗業界の拡大要因として、つぎのような四つをあげている。

- (1) 果菜類が日常品である。
- (2) 日本人は安全性・価格・味に敏感で、簡単には輸入品にシフトしない。
- (3) 内外価格差がない。
- (4) 果菜類の生産拠点がハウス栽培になった。

(4) については、「素人及び素人に近い農家によるハウス栽培」は農業技術の不足を補うために「自家育苗から購入苗へ」のシフトを促したと考察している。これまで農家が手がけてきた「野菜を種から苗に育てる作業」には確かなニーズがあった。

果菜類の育苗における難関は接ぎ木である。図 6 に示すように、おいしい実をつける苗を穂木（ほぎ）として、病気に強い苗を台木（だいぎ）として、それぞれを切断して、穂を台に押し込んで、互いの組織が癒合して一つの植物としての苗になる。たとえば、甘くて大きくて病気にも強いトマトを作りたいとき、穂木として甘くて大きい実ができる「CF 桃太郎ファイト」を、台木として虫や害虫に強い「B パリア」を使い、接ぎ木して苗を作る。山口（2006）は、「接ぎ木の工程」にロボットを使ってみたものの、第 1 次育苗（穂木と台木の育種（優良遺伝子を発見し、それを集積すること）が均一化できずに、目標としていた歩留まり率 90% を達成できなかつたため、切断面や角度を調整して、なんとかくっつけるというような熟練者の人手にどうしても頼らざるを得なかつたという。⁽²⁹⁾ ベルグアースの本社がある宇和島市は真珠の産

⁽²⁹⁾ 『日本経済新聞』（2017 年 12 月 8 日付、朝刊、関西）によると、トマトの接ぎ木を自動化する機械を試作したが、人間よりも 4

地で、養殖のときの核入れ作業を担う、手先の器用な人材を確保しやすいという条件に恵まれているため、熟練者の人手が確保できた。

苗の輸送には黒色のポリプロピレン製のポットが用いられていた。ポット苗は、土が付いているために重く、そのために輸送コストがかかり、植えるときに廃棄物が発生していた。1995年、山口一彦は苗の根を土壤に溶ける生分解性の不織布で包み、そのまま畑に植えることができる「アースストレート苗」を開発した。⁽³⁰⁾ 植えるときにポットを取り外す手間が省かれただけでなく、依然として土は付いていたものの、輸送コストをポット苗の6



アースストレート苗

分の1に削減できた。成長の原動力となった大ヒット商品、アースストレート苗を持ったことを契機に、山口一彦は有限会社山口園芸を設立した。

2002年、山口一彦は、接ぎ木まで育苗し、根をカットした「ヌードメイク苗（断根接木苗）」を開発した。⁽³¹⁾ ヌードメイク苗には根も土も付いていない。そのため、そのままの状態ですぐ直営農場や委託先農場に配送し、第2次育苗（苗を培地に植えてから出荷）できる。そうすることにより、現地の気象や土質に適した野菜になる。ヌードメイク苗の輸送コストはポット苗の80分の1にまで削減できた。山口（2012）はつぎのように語っている。



ヌードメイク苗

このヌードメイク苗は当社の独自の技術ではない。やろうと思えばみんなできる技術。接木した時に単純に根つこの部分を切っただけの苗（断根接木という技術）。キュウリやスイカの苗は普及しているが、トマトやナスは一般の農家ではやっていない。発根のさせ方など少し工夫が必要だからだ。それでも当社だけしかできないというほどの技術ではない。世界唯一の技術でもあれば最高だが、そんなモノはそうめったにない。誰もができる技術を、どうビジネスモデルに仕上げるか、それがポイントだ。

ベルグアースの売上高はトマトが約40%、キュウリが約33%である。地域別の売上高は関東地方が約3分の1を占めていて、残りはほぼ均等に全国に分散している。ヌードメイク苗は山口園芸（ベルグアース）を一躍、全国区で有名にした。⁽³²⁾

倍速く作業できる一方で、ミスも4倍に増えるという。

⁽³⁰⁾ 右の写真は山口（2006）からの再掲である。

⁽³¹⁾ 右の写真は山口（2006）からの再掲である。

⁽³²⁾ ベルグアースは、2015年2月時点で、国内の販売農家で約2億3,000万本以上の野菜接ぎ木苗市場うちの10%程度のシェアを確保していると推定している（http://www.syngenta.co.jp/cp/hot_news/view/?column_id=37）。

6.2. 資金調達

株式会社ベルグアースは、有限会社山口園芸の仕入販売部門と研究開発部門を別会社にして、2001年1月に設立された。有限会社山口園芸は農地法で規定された農業生産法人であった。農業生産法人とは農業経営を行うために農地を取得できる法人であり、株式会社の場合は株式譲渡制限会社（公開会社でない）に限られた。⁽³³⁾そこで、株式公開するために、株式会社ベルグアースを設立したという。山口一彦はつぎのように語っている（山口（2012））。

農業経営には“足りないもの”が多い。もっと取り入れるべきものがある。その最たるものが「人」と「資金」。「有効な手段」で「人」と「資金」を入れるべきだ。「資金」の入れ方は、農業補助金ではなく、IPO（株式公開）でやる直接金融だと思っている。「IPOして何の意味があるのか」とよく質問を受ける。人材確保、資金調達、知名度ということだ。それを農業に取り入れていくための有効な手法が上場だ。

ベルグアースは2011年11月29日にジャスダックに上場したのだが、その6年前、『日本経済新聞』（2006年1月6日付、朝刊、四国）に「マザーズ上場へ」と報じられている。2006年1月に、上場の時期を2008年10月と決め、自らに目標を課した。すでにベルグアースは、2005年末までに、国内の



2006年に完成した世界最大級の「閉鎖型育苗施設」。病虫害の侵入を最小限に抑えることで、農業使用量を飛躍的に減らすことができる。

ベンチャー・キャピタル9社から出資を受け、資本金を9,000万円から2億3,300万円に増資し、その資金を「閉鎖型育苗施設」の建設に当てた。閉鎖型育苗施設とは、完全に外の環境から隔離された空間内で光・温度・二酸化炭素・水を人工的にコントロールして苗を育てる設備である。⁽³⁴⁾

しかし、ベルグアースは2008年10月にマザーズへ上場することはなかった。『日本経済新聞』（2008年2月20日付、夕刊）において、山口一彦は「企業的農業を実践し、1次産業で公開を目指す」と発言し、叶（2008）は「株式市場への上場を予定している」と書いていることから、2008年夏頃までは予定通りに進んでいたと思われる。目論見書を見ると、2006年10月期から2008年10月期まで、売上高は18億2,000万円、22億円、24億3,000万円と増加しているが、経常損益は+1,550万円、+2,760万円、-1,850万円と低い水準で、加えて不安定である。中小企業総合研究機構（2007）によると、一般に、上場延期の理由の第一は目標の財務数値が不十分、つまり売上高や利益が確保できていないからである。ベ

⁽³³⁾ 『日本経済新聞』（2013年11月26日付、朝刊）は、農地法が株式会社による農地取得を認めていないために土地を借りることになるのだが、いつまで借りられるのかわからなく不安を抱えている山口一彦を紹介している。地主から借りている土地を買い取る際には、農地を雑種地に地目変更しなければいけない。そのためには、その土地で農業ができないようにコンクリートの基礎を打つという。

⁽³⁴⁾ 右の写真は叶（2008）からの再掲である。

表 8
ベルグアースの上場前後の大株主の状況 (株式保有比率)

氏名または名称	上場前	上場後
	2011年10月期	2012年10月期
山口一彦	51.63	29.64
ジャフコ V1-B 号投資事業有限責任組合	5.95	4.36
ニッセイ・キャピタル 3 号投資事業有限責任組合	3.94	
ジャフコ V1-スター投資事業有限責任組合	3.59	
DBJ キャピタル 1 号投資事業組合	3.51	
アグリ・エコサポート投資事業有限責任組合	3.06	2.36
ベルグアース従業員持株会	3.06	2.98
いよベンチャーファンド 1 号投資事業有限責任組合	2.92	
ジャフコ V1-A 号投資事業有限責任組合	2.35	1.73
山口眞由子	2.24	1.73
伊予銀行		4.72
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)		3.49
松山機型工業		1.57
三好元貴		1.44
合計	82.24	54.04

ルグアースがマザーズへの上場を断念した理由を特定して明らかにすることはできないが、図 3 と図 4 に示したように、2008 年 9 月 15 日のリーマン・ショックが起こる前に金融不安による信用収縮は始まっていて、新興株式市場における新規株式公開が激減していたことも影響しただろう。⁽³⁵⁾

ベルグアースは 2008 年に大規模に設備投資を実施しようとしていた（『日本経済新聞』（2008 年 1 月 9 日付、朝刊、四国））。長野県東御市の直営農場の生産面積を 2 倍にするために 2 億円が、岩手県花巻市から、とうあグリトピア公社の農業施設を購入するために 1 億 2,000 万円が必要であった。マザーズに上場して調達した資金を充てる予定であっただろう。ベルグアースはその資金を負債で調達している。⁽³⁶⁾ その結果、株主資本比率は 24.5%（2007 年 10 月期）から 19.1%（2008 年 10 月期）に低下している。

家庭菜園の人気を背景に一般家庭や市民農場向けの需要が伸び、2009 年 10 月期から 2010 年 10 月期までは、売上高は 26 億 9,000 万円から 29 億 8,000 万円へと増加し、経常損益は +1 億 1,700 万円から +1 億 8,000 万円へと大きく改善した。そして、市場をマザーズからジャスダックに変えて上場した。収益の回復により株主資本比率は、2011 年 10 月期には 30.6% にまで上昇し、上場により調達した約 2 億円を加えて、2012 年 10 月期には 37.4% に達している。

⁽³⁵⁾ 大分県の創業支援事業のインキュベーション施設・i プラザから誕生したモバイルクリエイティブ株式会社は「本来ならば 2009 年中にも株式上場に踏み切る予定だったが、上場直前で取りやめた」。社長の村井雄司は「現在のような外部環境が悪い中で株式を公開するメリットはない。景気回復の時まで当社も体力を付けたほうが成功できるはず」と語っている (<http://j-net21.smrj.go.jp/well/fund/jirei/entry/2010012504.html>)。

⁽³⁶⁾ 目録見書の関連当事者情報に、山口一彦による銀行借入債務に対する債務被保証が記載されている。2009 年 10 月期は 377,538 千円、2010 年 10 月期は 127,558 千円、そして 2011 年 10 月期にはなくなっている。

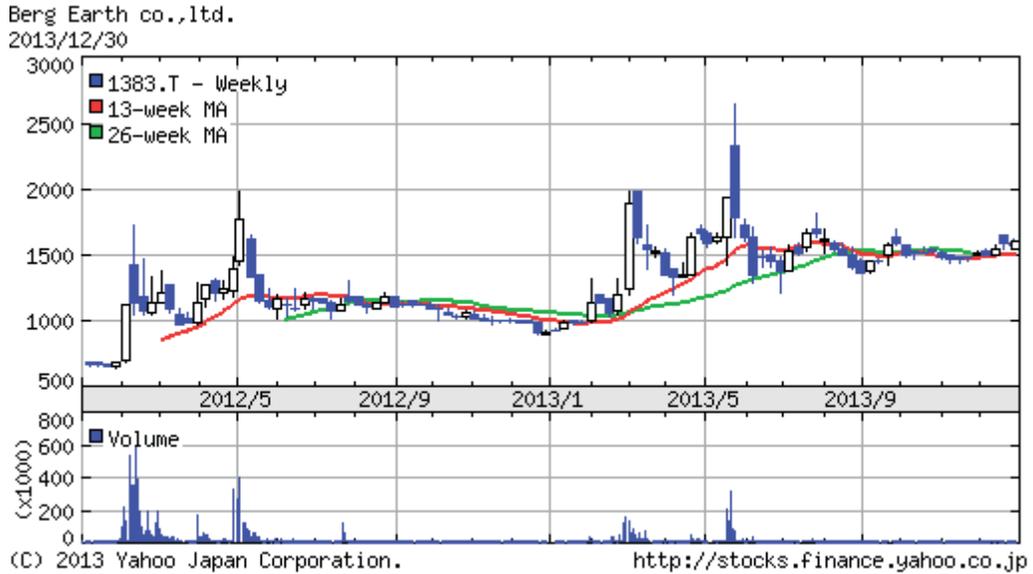


図7. ベルグアースの株価推移 (2013年12月30日までの過去2年間)

6.3. 主要な大株主

表8はベルグアースの上場前後の大株主の状況(株式保有比率)を示している。上場前の2011年10月期の大株主を見ると、創業経営者の山口一彦が約52%を保有している。2011年10月期の資本金と資本準備金の合計は約3億7,000万円であるから、山口一彦は約1億9,000万円を出資していることになる。

すでに述べたように2005年末までに国内のベンチャー・キャピタルから出資を受けている。第2位以下は投資事業有限責任組合がずらりと並んでいる。大株主の1人である「いよベンチャーファンド1号投資事業有限責任組合」は、愛媛県の地方銀行である伊予銀行がそのグループ企業であるいよぎんキャピタルと共同で設立している。⁽³⁷⁾ 愛媛県を中心とした瀬戸内圏域における、新技術・新サービス・新商品を事業化し、将来性・成長性が期待される企業に1件あたり2,000万円から5,000万円を投資している。10位以内に含まれないために、表8には記載されていないのだが、「いよベンチャーファンド2号投資事業有限責任組合」(0.51%)や愛媛銀行が関係する「投資事業有限責任組合えひめベンチャーファンド2004」(1.18%)、隣県、香川県の百十四銀行が関係する「百十四ベンチャー育成第2号投資事業有限責任組合」(0.59%)と「百十四ベンチャー育成第3号投資事業有限責任組合」(0.51%)なども出資している(括弧内は株式保有比率)。

⁽³⁷⁾ Ogura (2017) は、IPO以前に銀行が関連するベンチャー・キャピタルを通して貸付や投資しているとき、アンダー・プライシングは小さく、IPO以降のリスクは低減すると報告している。銀行がIPO以前に関与することはIPO企業の質を保証する効果(certification effect)を持っている。Miyajima, Ogawa, and Saito (2017) は、近年、メインバンクの役割は弱まってはいるが、企業経営を規律付ける役割については一定程度、果たしていると報告している。Miyajima, Ogawa, and Saito (2017) は東証1部を対象にした調査であり、規模の小さい新興企業については依然としてメインバンクの役割は大きいと考える。

上場後の2012年10月期の大株主を見ると、山口一彦の株式所有比率は約22%少なくなり、29.64%になっている。⁽³⁸⁾ また、多くの投資事業有限責任組合が株式を売却してエグジット (exit) している。2011年10月期の有価証券報告書(上場後の2012年1月に提出)の「事業等のリスク」に「ベンチャーキャピタル等の当社株式保有比率が21.8%であり、キャピタルゲインを得るために、今後、所有する株式の一部または全部を売却することが想定されます。なお、当該株式売却により、短期的需給バランスの悪化が生じる可能性があり、当社株式の市場価格が低下する可能性があります」と言及している。しかし、図7が示すように、株価は初値780円から順調に推移し、2013年末にはほぼ倍になっている。株式時価総額は約20億円である。

一方で、上場後、伊予銀行が4.72%の株式を保有し、第2位になっている。地方銀行系のベンチャー・キャピタルは「本体銀行の融資業務の1つのツール」とみなされていた(『金融財政事情』(2005年9月26日号))。その状況がこの一例により変化したとはいえないのだが、伊予銀行本体が株式をあらためて取得したことは注目に値する。ベルグアースの役員の状況を見ると、マザーズへの上場準備の一環であったと思われるのだが、2007年1月に伊予銀行出身者を常勤監査役に迎え入れている。ベルグアースと伊予銀行のメインバンク関係は、投資事業有限責任組合を通して株式投資が始まり、上場準備の過程で監査役を迎え入れ、上場後に株式を取得して大株主になっているという展開である。⁽³⁹⁾ ベルグアースがこのようなメインバンク関係を築くことができた要因は、山口一彦が積極的にベンチャー・キャピタルからの資金提供を受け入れたことにある。

6.4. 経営体制

山口一彦は、1992年、35歳のとき、売上高が4億円を超え、自信満々だった。その頃に、タキイ種苗のナーサリシステム部長から

よく頑張っているが、当社はおたくみたいのところと取引はできませぬ。あんたが死んだらどんなになりますか？ あんたが死んだら苗を作る人いてはりますか？ 我々は受託に対して供給責任がありますさかきに。

といわれた。それ以来、「自分が死んでも苗を作り続けられる体制(会社組織)をつくる」ことを目標に、

⁽³⁸⁾ 2013年9月25日、ベルグアースは35,000株(発行済株式の約5%)の立会外分売の終了を発表している。目的は一般にいわれている「分布状況改善および流動性向上」である。

⁽³⁹⁾ モバイルクリエイトの村井雄司は「設立間もない会社には銀行がお金を貸してくれなかった」ために「創業以前から付き合いのあった大分銀行グループの大分ベンチャーキャピタル(大分VC)のファンドから2,000万円の出資を得た」と語っている(<http://j-net21.smrj.go.jp/well/fund/jirei/entry/2010012504.html>)。そして、「大分VCの出資を得たことで、モバイルクリエイトの対外的な信用は増し、将来の株式公開も見据え、2009年10月には従来の大分銀行に加え三菱UFJ銀行も株主に加わった」。目録見書に記載された株式所有比率は、大分銀行が3.15%、三菱東京UFJ銀行が2.10%である。また、両行から長期借入金を取り入れている。表7に示したように、モバイルクリエイトは、大分銀行から、2003年4月に総務部長(後に監査役)を、2011年3月に管理部長(後に営業部長)を、2011年11月に管理部長を迎え入れている。モバイルクリエイトと大分銀行の関係は、投資事業有限責任組合を通して株式投資が始まり、上場準備の過程で総務部長を迎え入れ、上場前に株式を取得している。モバイルクリエイトは大分県や大分銀行など地域を活用した地方からのIPOの成功例の一つといえよう。

表 9
ベルグアースの取締役会（常勤）

2013年1月時点		
役職	氏名（年齢）	略歴
代表取締役社長	山口一彦（56歳）	1996年山口園芸設立
専務取締役（総務部管掌）	山口眞由子（53歳）	山口一彦の配偶者
常務取締役（生産部管掌）	中越孝憲（56歳）	1996年入社
取締役（経営管理部長）	越智正勝（37歳）	1996年入社
取締役（営業本部長）	清水耕一（35歳）	2001年入社
監査役	三瀬律雄（67歳）	伊予銀行（2007年入社）

2017年1月時点		
役職	氏名（年齢）	略歴
代表取締役社長	山口一彦（60歳）	1996年山口園芸設立
専務取締役（総務部管掌）	山口眞由子（57歳）	山口一彦の配偶者
常務取締役（ベルグ福島社長）	中越孝憲（60歳）	1996年入社
常務取締役（経営管理部管掌）	薬師寺朝徳（63歳）	伊予銀行（2011年出向，2014年入社）
取締役（西日本事業部長）	越智正勝（41歳）	1996年入社
取締役（東日本事業部長）	清水耕一（39歳）	2001年入社
監査役	三瀬律雄（71歳）	伊予銀行（2007年入社）

1996年に有限会社山口園芸を設立したと山口一彦は語っている。「他の人に助けてもらう、教えてもらう体制を整えれば良い」という気持ちがベンチャー・キャピタルからの資金を受け入れたのだろう。

山口一彦の「会社」組織にしないといけない」という目標はひとまず達成された（山口（2012））。表9にベルグアースの取締役会（常勤）を示している。2013年1月時点では、生産部門は山口一彦と同年代の中越孝憲が担当している一方で、経営管理や営業の重職には30歳代半ばを起用している。継承を考えるのはまだ早いとは思いますが、「あんたが死んだら苗を作る人いてはりますか」に答えるためには、生産部門の後継が重要課題となる。

4年後の2017年1月時点では、生産部管掌であった中越孝憲が、2013年11月に生産本部長、2015年11月に技術開発部管掌を経て、子会社のベルグ福島の代表取締役社長に転じている。2014年11月に山口眞由子が生産販売部管掌に就いているが、現任ではなくなっている。生産部門の後継問題が表面化し、誰が管掌しているのかがわかりづらくなっている。

一方で、2011年2月にいよぎん保証の代表取締役社長からベルグアースの総務部長に出向した薬師寺朝徳が、2014年2月に転籍し、2017年1月に常務取締役（経営管理部管掌）に就いている。若手を事業部長に置き、本社の管理部門にメインバンクである伊予銀行からの転籍者を登用している。新興企業が管理部門の人材を内部で育成することの難しさを物語っているといえよう。

6.5. 最近の動き

ベルグアースは、2016年10月決算と2017年10月決算、2期連続で営業赤字を計上している。2016年10月決算の有価証券報告書の【事業等のリスク】に書かれている営業赤字の理由は、主力事業である野菜苗の生産販売事業の売上高が競業他社や天候不順などの影響により減少したこと、農場の新設に伴う減価償却費や人件費などの製造費用が増加したこと、東日本と西日本の事業部体制強化に伴う間接部門の人件費が増加したことである。

2017年7月、多角化戦略として、野菜苗の生産販売事業への依存を緩和するために、「育種」事業への新規参入と子会社「株式会社むさしのタネ」の設立を発表した。ベルグアースは事業リスクの一つとして種子の価格変動をあげていて、そのリスクを回避するために育種へ参入したことになる。

山口一彦は「貸農園と園芸店はセットで展開し、農家以外の幅広い層に生活の楽しみとして農業をしてもらう」という（『日本経済新聞』（2017年12月8日付、電子版、中国・四国））。一般消費者向けの事業は「プロ向けよりも伸びしろが大き」く、ひいては将来の農業の担い手を増やそうとする狙いもある。

『日本経済新聞』（2017年12月8日付、朝刊、関西）によると、ベルグアースは2020年に売上高100億円を目標にしているという（2016年10月期の売上高は約44億円）。「日本の農業は世界で通用する」という信念を持つ山口一彦は中国やタイなどへ海外進出している。しかし、「野菜も安さ以上に品質や安心・安全が、アジアの消費者の中でも重視されつつある」ものの、「日本の苗は高品質だが、値段は中国の10倍以上。そのまま売ろうとしても高すぎると言われるだけだ。質と価格のバランスが取れた苗を現地で開発する必要がある」（『日本経済新聞』（2017年12月8日付、電子版、中国・四国））⁽⁴⁰⁾ グループ全体の相乗効果が狙い通りに得られるのかどうか、山口一彦の経営手腕が問われている。

7. 事例研究2：リックコーポレーション

この節では岡山市に本社を置く株式会社リックコーポレーション（以下、リックと書く）を取り上げる。この論文がリックに注目する理由は、会社設立から上場までの年数の長さや株主構成の特異さにある。そして、それらの特徴がリックの財務政策、とりわけ新規株式公開後の財務政策に与える影響を考察することが目的である。リックに固有の事情はあるのだが、創業家企業が事業継承を考えるとときの興味深い事例である⁽⁴¹⁾。なお、以下においても、人物の敬称は省略する。

リックは2008年12月に大証のヘラクレス市場に株式を上場している（証券コードは3147）。リックの主たる事業はライフスタイル提案型ホームセンター「タイム」と大型総合ペットストア「アミーゴ」の経営である。リックは「タイム」と「アミーゴ」の店舗を岡山県を中心に中国・四国地方と関西地方に展開

⁽⁴⁰⁾ 2017年12月27日、ベルグアースは、河北銘福隆農業開発有限公司との合弁（ベルグアースの出資比率は40%）により、中国国内での本格的な苗事業を開始することを目的とした企画・運営準備のための新会社「欣環（北京）農業科技有限公司」の設立を発表した。

⁽⁴¹⁾ 飛田（2006）は、事業継承の失敗例としてリックを取り上げ、その理由としてMBOの性格と脆弱な財務体質をあげている。

表 10

主要な大株主の株式所有比率の推移

2008年12月に大阪証券取引所のヘラクレス市場に株式を上場している。2008年は2008年11月末(上場前)、その他の年(上場後)はそれぞれ2月期の有価証券報告書の【株主の状況】から主要な大株主を株式所有比率を採取している。

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
リック社員持株会	20.90	13.72	14.71	16.59	16.56	16.82	16.68	16.17	15.57
自己株式	10.48			5.40	5.40	3.96	3.57	1.50	1.43
役員									
菅原啓晃	8.07	5.62	5.40						
清原利之	7.13	5.20	5.00	5.00	5.03	5.72			
川西良治	6.66	5.20	5.00	5.00	5.03	5.32	5.38	5.41	5.42
上本延一	1.03					2.02	2.15	2.20	2.31
足立邦夫	2.21						2.05	2.15	2.15
銀行									
山陰合同銀行	2.72	2.70	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60
みずほ銀行	2.51	2.50	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40
伊予銀行	2.31	2.29	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
中国銀行	0.63		2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
その他									
ダイユーエイト		4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
アイリス・オーヤマ			2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
MrMAX				2.21	3.20				

している。社名のリックはその事業から Life Innovation Communicator (暮らし・生活, 革新・改革, 提案者・伝達者) の頭文字 LIC に由来している。

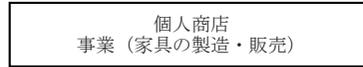
リックの IPO は創業から数えて 53 年目であった。『日本経済新聞』(2013 年 11 月 23 日付, 朝刊)によると、2013 年 1 月から 11 月までの間の IPO 企業 40 社の会社設立から上場までの年数は、平均値が 19 年弱、中央値が 11 年である。近年、若い企業の IPO が増える傾向にある中で、6 年前の 2008 年当時に照らしても、リックの 53 年は極めて長い。

リックの特徴は大株主の構成にもある。岡村(2013, 第 8 章)が示している 1995 年と 1996 年に店頭公開した 247 社の大株主上位 10 人の株式保有比率の平均値は 79% である。やや古い数字ではあるが、IPO 企業は創業者やその一族が大部分の株式を保有した状態で株式公開していることから、この数字は現在でもそう大きくは変わっていないだろう。リックの目論見書を見ると、大株主上位 10 人の株式保有比率は約 70% で、やや低いという水準である。

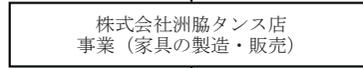
リックの主要な大株主の株式所有比率の推移を表 10 に示している。2008 年、取締役社長(菅原啓晃)と 2 人の専務取締役(清原利之と川西良治)の 3 人が、それぞれ 8.07% と 7.13%、6.66% の株式を保有していて、これらを共同創業者と考えるときの創業者の株式保有比率は約 22% で、これはかなり低い水準である。そうなるのは、これら 3 人は創業経営者ではないからである。一方で、リック社員持株会の株式保有比率は 20.90% で、筆頭株主である。この比率は極めて高い。このように、リックの株主構成は統計処理をすると外れ値になるような特徴を持っている。

[沿革図]

大正6年3月

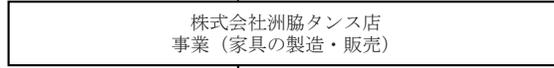


昭和30年3月



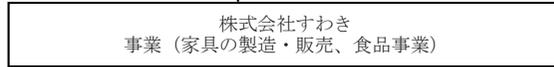
吸収合併・商号変更

昭和32年2月

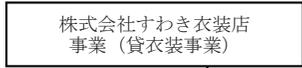


商号変更

昭和40年12月



昭和58年4月



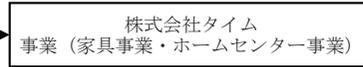
分社化

分社化



昭和59年5月

分社化



昭和63年2月

吸収合併

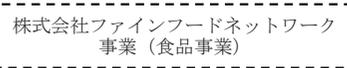
平成元年10月

営業譲渡

平成3年2月

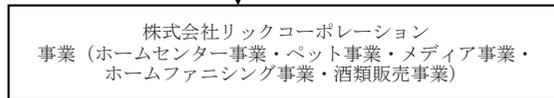
営業休止

吸収合併



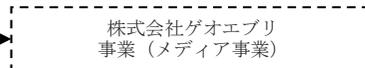
平成13年8月

商号変更



平成14年8月

事業譲渡



平成16年9月

事業統合

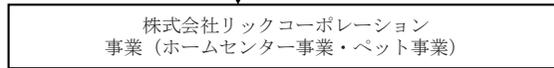


図8. リックコーポレーションの沿革 (新株式発行並びに株式売出届出目論見書)。

7.1. 株式上場までの道程

この小節では、リックの二つの特徴、すなわち会社設立から上場までの年数の長さと同株主構成の特異さについて、原 (2005a, 2005b, 2005c, 2006a, 2006b) に依拠し、目論見書から沿革 (図8) と経営陣 (表11) を用いて、なぜそうなったのかを示す。

7.1.1. 洲脇誠司の経営改革

リックの前身は、1955年に設立された二つの会社にある。一つは婚礼用家具を販売していた株式会社洲脇家具店、もう一つは婚礼用家具を製造・販売していた株式会社洲脇タンス店である。これらがそれから53年後の2008年に株式を公開したことになる。それら二つの会社は1957年に合併し、株式会社洲脇タンス店と商号を変更した。その後、洲脇タンス店は1962年に貸衣装業を開始し、1965年に食品事業（外食事業・すわき後楽中華そば）を開始するのを機に、株式会社すわきと商号を変更している。

1978年、洲脇誠司は父の急逝により大学卒業の後すぐに23歳で株式会社すわきの3代目の社長に就任した。そして、それから3年後の1981年に家具店からの脱却を目指してホームセンター「タイム」一号店を岡山市に開店している。さいたま市に本社を置くホームセンター大手の島忠が家具やタンスからホームセンターに展開していることから、先行するビジネス・モデルがあった。

その後、1983年に、株式会社すわきの食品事業部門を株式会社すわきフーズとして、貸衣装事業部門を株式会社すわき衣装店として、翌1984年には家具・ホームセンター事業部門を株式会社タイムとして、それぞれ分社・独立させている。1987年にメディア事業に進出し、ビデオ・CDレンタル店、文化屋を開業する一方、1988年には、タイムと1983年に分社・独立させたすわきフーズを合併し、翌1989年にはすわきフーズが担当していた食品事業部門（外食事業・すわき後楽中華そば）を株式会社ファインフードネットワークに営業譲渡している。ファインフードネットワークは「すわき後楽中華そば」のフランチャイズ・チェーンの本部であり、2013年4月現在、岡山県を中心に14店舗を展開している。⁽⁴²⁾

株式会社すわきは、営業を休止していたすわき衣装店を1987年に吸収合併し、1991年には図8に示すように家具・ホームセンター事業とメディア事業を展開する企業になった。洲脇誠司は、『日本経済新聞』（1990年3月16日付、朝刊、中国）において、「経営の基本コンセプトは暮らしを守ること。日本は米国に比べ生活必需品の小売価格が高すぎる。必需品が納得できる価格で、安心して買えるホームセンター、家具店をめざす」と語っている。ここでいう家具は、婚礼用ではなく、応接間以外の家具であり、家業との決別を宣言している。洲脇誠司は「これを機に組織の整備を進め、定期的な人材採用を始めるなど、企業としての体裁を整えていった」（原、2005a）。

また、洲脇誠司は、『日本経済新聞』（1990年3月16日付、朝刊、中国）において、「将来は大阪証券取引所への株式上場を目標にしており、上場できるよう企業体質を強化するには年商300億円規模までは正念場」と将来を語っている。『日経流通新聞』（1990年12月4日付）においては、より具体的に「10年以

⁽⁴²⁾ 「すわき後楽中華そば」は、とんこつをベースにした、あっさりとしていてコクのある醤油ラーメンで、「岡山県民（特に県南方面）の中華そばのイメージ」（http://ryoma00.at.webry.info/201206/article_15.html）や「岡山県では昔からある誰もが懐かしいと感じる伝説と故郷の味」（<http://minkara.carview.co.jp/userid/683357/spot/482996/>）といわれている。「すわき後楽中華そば」は1964年に岡山市表町商店街の天満屋前にあったすわき本店の地下で、当時の社長夫人が副業として始めたときれる。「その味が評判となり、市内や郊外に次々と支店を出すようになり、さらにはフランチャイズ方式を取り入れて一時は岡山県下で最大のラーメンチェーンとなった」（<http://ja.wikipedia.org/wiki/%E3%81%99%E3%82%8F%E3%81%8D%E5%BE%8C%E6%A5%BD%E4%B8%AD%E8%8F%AF%E3%81%9D%E3%81%B0>）。

内に 50 店舗、売上高 1,000 億円」という数字をあげている。しかし、そうはいうものの、足もと 1991 年 2 月期の株式会社すわきの売上高は 100 億円を少し上回る程度であった。株式会社すわきは、リックと名称を変え、それから 18 年後の 2008 年 12 月に大証のヘラクレス市場に株式公開することになるのだが、それは洲脇誠司の手による株式上場ではなかった。

洲脇誠司は、ホームセンター「タイム」の事業が順調に成長したことを足がかりに、ホームセンターの店舗内に併設するかたちで、つぎのように事業の多角化を進めた。

- 1993 年 酒市場チャオ！（酒類販売業）、メルカート（生鮮食料品のスーパー・マーケット）
ブラヴォ（自転車の販売・修理）
- 1995 年 100 円生活館・ピッコロ（100 円ショップ）
- 1996 年 ペットワールドアミーゴ（ペット・ショップ）、農家の店・実のり（園芸）
- 1999 年 Mi. カーサ（オーダー・カーテン・ショップ）

その間の動きについて、原（2005a）はつぎのように書いている。

その洲脇（誠司）が平成に入ると、矢継ぎ早に事業の多角化を進めた。100 円ショップ、スーパーマーケット、酒販店、ペットショップ、自転車専門店、カーテンショップ・・・小売業の範ちゅうとは言え、傍からは「脈絡のない多角化」とも見えた。

創業家の三代目、しかも自社株のおよそ 8 割を一人で握る洲脇が、ワンマン経営者の色彩を強めていくのは、ある意味で自然のことだっただろう。実際、物事を決めるのに他の役員と相談することはほとんどなかった、とも言われる。取締役会でも、洲脇が「今回はこの事業、やるから」と通達すると、それを受けて役員達が、誰を事業責任者にするかを大慌てで決める。そんな繰り返しだった。

「脈絡のない多角化」とネガティブに書かれている事業の多角化は、全国的な流れに乗ったものでもあった。『日本経済新聞』（1991 年 8 月 26 日付、朝刊）は、異業態を組み合わせた大型複合店が全国各地で展開されていることを紹介している。それらは、自動車販売店と AV（音響・映像）レンタル店やがん具店とジーンズ店、医薬品と園芸用品などであり、株式会社すわきが展開したホームセンターと家具、ビデオ・CD レンタルもその一つであった。1990 年 11 月、株式会社すわきは、その当時、ワンフロアでは日本最大規模のホームセンター「タイム平島店」を開店している。

7.1.2. 洲脇誠司の辞任

洲脇誠司は、1978 年に株式会社すわきの三代目社長に就任してから 22 年後の 2000 年 9 月、突然に辞任を宣言する。45 歳のときである。そのさいに、洲脇誠司は会社（株式会社すわき）に対して、保有する 378 万株（株式会社すわきの 78%）を 1 株当たり 150 円で買い取ってほしいと申し出た。買い取り総額は 5 億 6,700 万円になる。

その申し出に対して、当時の株式会社すわきの 7 人の役員は、まずは従業員持株会に買い取り（Employee Buy Out (EBO)) を依頼し、残りを 7 人の役員が分担して買い取るという経営陣による企業買収、すなわち Management Buy Out (MBO) 方針を立てた。役員 1 人当たりの購入金額は 3,000 万円から 4,000

表 11

リックコーポレーションの経営陣（2008年10月）

新株式発行並びに株式売出届出目論見書から再掲している。

5【役員の状況】

役名	職名	氏名	生年月日	略歴	任期	所有株式数 (千株)
取締役社長 (代表取締役)		菅原 啓晃	昭和29年3月25日生	昭和53年4月 山九株式会社入社 昭和62年12月 ツーバイホーム技研㈱入社 平成元年12月 株式会社三貴入社 平成6年6月 当社入社 平成8年3月 第一事業部商品部マネージャー 平成9年8月 取締役就任 平成9年9月 第一事業部商品部ゼネラルマネージャー 平成10年6月 第一SSプロジェクトリーダー 平成12年1月 第一事業部ゼネラルマネージャー 平成13年10月 代表取締役社長就任（現任）	(注) 1	320
専務取締役	営業本部長	清原 利之	昭和32年8月10日生	昭和55年4月 株式会社ニチイ入社 昭和60年5月 中商事株式会社入社 昭和61年1月 当社入社 平成6年10月 第一事業部販売部ゼネラルマネージャー 平成8年3月 取締役就任 平成10年6月 第三事業部ゼネラルマネージャー 平成13年11月 ホームセンター事業部長 平成15年5月 営業本部長 平成18年5月 専務取締役就任（現任） 営業本部長（現任）	(注) 1	300
専務取締役	管理本部長	川西 良治	昭和28年2月4日生	昭和51年4月 三洋証券株式会社入社 昭和54年2月 株式会社ニューライフ入社 昭和55年2月 株式会社ナガサキヤ入社 平成元年1月 岡山シンコー株式会社入社 平成3年9月 当社入社 平成9年2月 経理部ゼネラルマネージャー 平成11年5月 取締役就任 平成11年6月 管理本部ゼネラルマネージャー 平成12年1月 管理部ゼネラルマネージャー兼経営企画室長 平成13年11月 財務部ゼネラルマネージャー 平成14年5月 管理本部長 平成18年5月 専務取締役就任 管理本部長 平成19年1月 専務取締役就任（現任） 管理本部長（現任）	(注) 1	300

万円ほどになったが、地方銀行から融資を受けて、洲脇誠司の辞任宣言から2か月後の2000年11月にMBOが成立した。その結果、従業員持株会が筆頭株主になり、表11に示すように、経営陣がほぼ均等に株式を所有するという株主構成となった。リックの株主構成の特異さはここから始まっている。

株式会社すわきの2000年2月期の売上高は296億円と過去最高を記録し、経常利益は5億4,000万円に達していた。上場のための売上高目標の300億円は目前に迫っていた。しかし、酒類販売業以外の新規事業は赤字続きで、2000年2月には、メルカート（生鮮食料品のスーパー・マーケット）の3店舗を閉店していた。加えて、有利子負債は115億円に増えていた。2000年5月の定例役員会で、取締役役に就いて5年目の菅原啓晃が「代表取締役を二人にしたらどうですか。今までは社長一人で何でもやってきて、結局うまくいっていないじゃないですか」と発言した。それに対して、自信家で負けん気が人一倍強い洲脇誠司は、怒り出すと思いきや、「それはどういうこと」と弱々しく尋ね返したという。原（2005a）は、洲脇誠司は菅原啓晃の発言が引き金になり、新規事業の不調や有利子負債の膨張に嫌気が差したのかもしれないと綴っている。

7.2. MBO後の経営体制

MBOが成立した2000年11月、大番頭格の役員であった三宅昭徳が後任の社長に就いた。そして、2001年8月に商号を株式会社リックコーポレーションに変更した。ところが、さあ、これからというときに、三宅昭徳が健康上の理由から社長を辞任してしまう。残った6人の役員による互選により、菅原啓晃が社長に就いた。菅原啓晃の選出には、5か月前、2000年5月の定例役員会における発言が影響していただろう。MBOが成立してから1年経った2001年10月のことであった。

社長に就任した菅原啓晃は増収増益策を講じ、一時は業績が回復した。しかし、社長が創業家の洲脇誠司から三宅昭徳に交替したあたりから、銀行は長期融資を渋り始めたという（原（2005b））。2002年の夏、業務提携を考え始めた菅原啓晃のもとに、銀行から提携話が持ち込まれた。提携候補先からの資産査定（デュー・ディリジェンス）を受け入れた結果、監査法人から、会社は実質的には債務超過だと伝えられた。そこで、菅原啓晃は財務体質の改善を念頭に、2003年3月にKPMG FASとファイナンシャル・アドバイザー契約を結んだ。そして、2か月の作業の後、「中期経営計画2003」がまとめられた。それは、収益改善策（売上収入と粗利益率の改善、経費削減）、損益計画、有利子負債弁済計画の3部から構成されていた。その「中期経営計画2003」により、20億円のシンジケート・ローンを得ることができ、2004年2月期には有利子負債を126億円から79億円に減少させた。

菅原啓晃は、株式上場を目指して、組織をホームセンター事業部とペット事業部の2事業部制に編成する「経営改革2004」に基づいて、5年後の2009年に売上高300億円を達成する目標を掲げた。そして、その目標を達成した。IPOは、洲脇誠司の目標でもあったのだが、菅原啓晃ら役員にとっては借入により購入した自社株を現金化する方法としてより切実であっただろう。

表11は、2008年10月の目論見書に示されているリックの主要な経営陣である。取締役社長（代表取

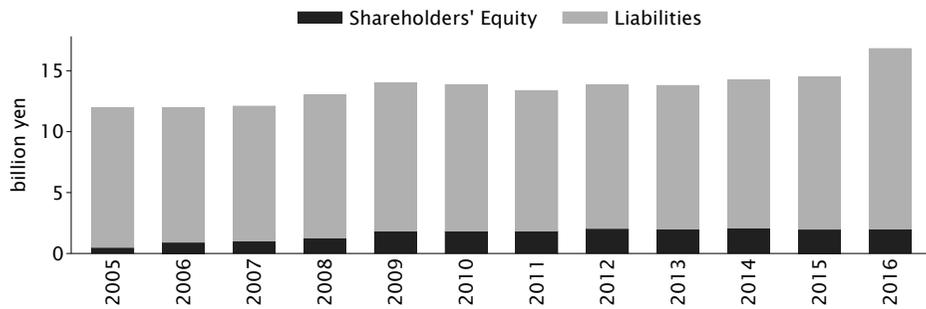


図9. 総資産と資本構成.

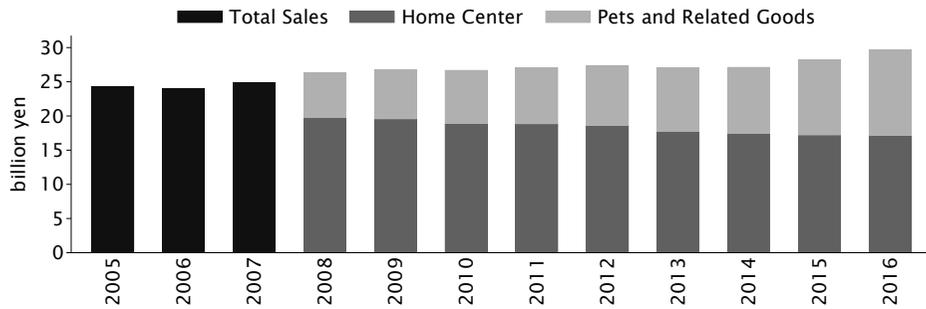


図10. 売上高.

2008年以降はホームセンター事業とペット事業のセグメント別売上高を示している.

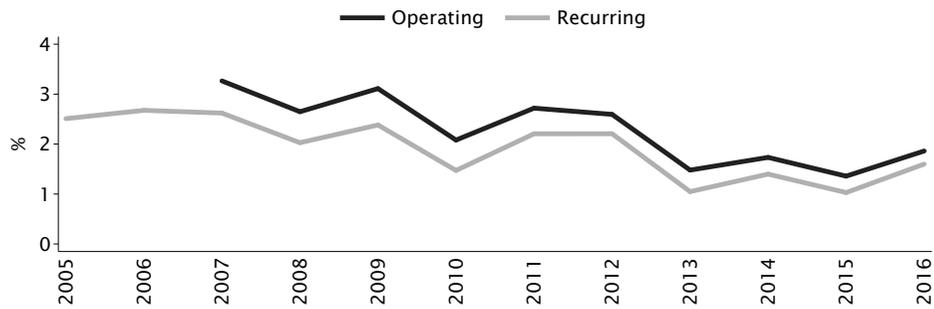


図11. 売上高営業利益率と売上高経常利益率.

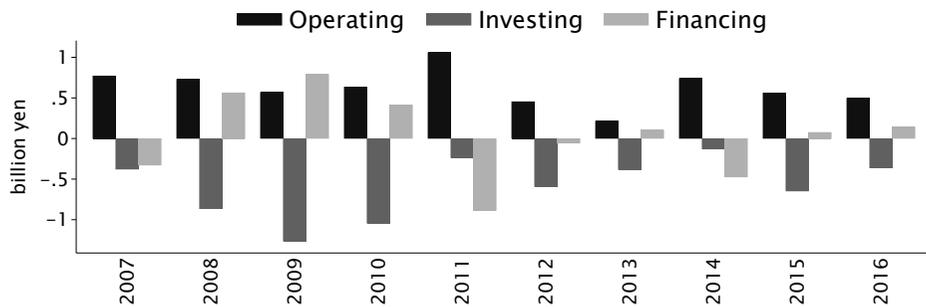


図12. キャッシュ・フロー.



図 13. リックコーポレーション株価推移 (2008 年 12 月から 2014 年 7 月までの月次)。

締役)の菅原啓晃は営業部門の専務取締役役に清原利之を、管理部門の専務取締役役に川西良治を配置し、トロイカ体制を敷いている。2000 年 9 月に洲脇誠司が突然に辞任を宣言したとき、菅原啓晃は取締役役に就任して 4 年目、清原利之は 5 年目、川西良治は 2 年目であった。

7.3. 財務政策

7.3.1. 経営状態

リックは 2008 年 12 月 17 日に大証のヘラクレス市場に株式を上場した。ここでは上場前の 2005 年 2 月期から 2016 年 2 月期までの 12 期間の経営状態を見てみよう。図 9 に総資産と資本構成を、図 10 に売上高を、図 11 に売上高営業利益率と売上高経常利益率を、図 12 にキャッシュ・フローを示している。総資産と資本構成に大きな変化はない。2008 年から 2009 年にかけて、株主資本が増加しているのは株式上場時の資金調達によるものである。売上高についても大きな変化は見られないが、2008 年からのセグメント情報を見ると、主力のホームセンター事業が低下し、ペット事業が増加する傾向にある。売上高営業利益率と売上高経常利益率はともに低下傾向にある。キャッシュ・フローを見ると、IPO 後の 2008 年から 2010 年にかけて、積極的に投資活動していることがわかる。

2008 年 12 月 17 日に大証のヘラクレス市場に株式を上場するときの公募価格は 330 円、2009 年 2 月期見込みの EPS が 62.58 円、PER は 5.2 倍という水準で、初値は公募価格と同じ 330 円であった。リックは時価総額、約 14 億円の上市企業になった。このとき、リックは自己株式 50 万株を全て売り出している。2008 年 2 月期の自己株式の簿価は 78,679,000 円であるから、1 株当りは 157 円である。MBO のと

表 12

長期借入金の返済予定額の期間別比率

この表は有価証券報告書の【借入金等明細表】に記載されている長期借入金の決算後5年間の返済予定額に基づいて作成している。この表の「2年以内」は有価証券報告書の「1年超2年以内」を（そのほかも同じように）意味し、この表の「5年超」は長期借入金から決算後5年間の返済予定額の合計を差し引いた残額を意味している。そして、この表の「2年以内」の数値は「1年超2年以内」の返済予定額の長期借入金全体に占める割合（%）を（そのほかも同じように）計算している。単位はすべて%である。

2月期	1年以内	2年以内	3年以内	4年以内	5年以内	5年超	平均利率
2008	23.84	23.36	19.88	13.33	7.34	12.25	2.27
2009	27.71	24.52	18.31	12.66	7.39	9.42	2.14
2010	30.59	24.85	19.12	13.78	5.80	5.86	1.98
2011	32.02	26.01	20.08	11.23	5.79	4.87	1.81
2012	32.75	27.51	18.69	13.23	6.25	1.56	1.62
2013	35.17	26.13	20.40	12.73	4.58	0.99	1.50
2014	34.14	28.71	20.72	12.13	3.54	0.76	1.41
2015	36.01	27.85	19.24	10.61	3.67	2.62	1.32
2016	33.42	22.42	13.32	6.43	1.08	23.32	1.13

きに洲脇誠司から買い取った株式やMBOの後、退任した役員から買い取った株式ではないかと推測する。

図13に2008年12月から2014年7月までの月次株価推移を示している。2009年から2011年までは、公募価格を大きく下回り、200円を割り込んで推移しているが、2012年1月から勢いづき、2013年末には600円を超えている。きっかけは2012年1月13日に株主優待を導入したことにある。⁽⁴³⁾ 株主優待の導入は増配に相当し、高い利回りの投資になる。鈴木・砂川（2008）は、株主優待の導入により株価は有意に上昇していて、その要因として個人株主数の増加や流動性の向上が考えられると報告している。

7.3.2. 資金調達

蜂須賀（2013）は、1995年度から2010年度までの間のIPOを分析対象として、IPO企業はどのような特徴を持っていたのかを調査している。その結果、IPO企業は、資産規模が大きく、負債比率が低く、企業年齢が若いという特徴を持つことを見いだしている。蜂須賀（2013）は、負債比率が低いという特徴から、負債返済はIPOの動機ではないと解釈している。一方で、Pagano, Panetta, and Zingales（1998）は、IPOの動機として、ファイナンシャル・レバレッジの引き下げをあげている。つまり、IPO前に借入により設備投資し、成長した後、借入を返済するためにIPOにより株主資本を調達する。この動機はリックのような株主資本比率の低い企業については該当する。

リックの2014年2月期の有価証券報告書における【事業等のリスク】に「有利子負債について」として、つぎのように書かれている。

当社グループは、店舗の出店及び改装に伴う設備資金を主に金融機関からの借入により調達しております。このため当社グループの直近3期間の総資産に占める有利子負債への依存度等は高い水準で推移しております。

⁽⁴³⁾ たとえば、100株（1単元）を保有することにより（@600円とすると60,000円の投資になる）、現金配当が（@7円として）700円と三井住友VJAギフトカード（全国共通商品券）が2,000円分もらえる。

金融機関に対する支払利息はわずかながら減少傾向にあります。今後、借入金利が上昇に転じた場合には、当社グループの業績等に影響を与える可能性があります。

総資産に占める有利子負債への依存度、すなわち有利子負債依存度は直近3年間、65%前後を推移している。50%を超えると要注意といわれることもある。そうなっている理由は、IPOにより株主資本比率を引き上げることができなかったことにある。「金融機関に対する支払利息はわずかながら減少傾向」にある理由は、金融緩和による平均利率の低下にあると考えそうだが、そうでもない。リスクは「借入金利が上昇に転じた場合」だけでなく、長期借入金の満期が短期化していることにより既に顕在している。(44)

表12は長期借入金の返済予定額の期間別比率を示している。表12において注目すべきは長期借入金に占める、短期借入金に含まれる1年以内に返済する長期借入金の割合である。この割合が高いということは、長期借入金の借入期間が短くなっていることを意味する。長期借入金の残高は、2009年2月は約90億円、2014年2月は約76億円と減少しているのだが、長期借入金は「根雪」のように残る。中小企業金融においていわれる「擬似エクイティ」である。

7.4. 洲脇誠司のその後

2000年9月、洲脇誠司は突然に辞任を宣言した。その後、洲脇誠司はどうしていたのだろうか。2003年6月16日、洲脇誠司は第1回あきんど塾スペシャルに「ホームセンタ『タイム』の前社長」として登壇している。そして「デフレこそチャンス！ 他社との差別化！」と題した講演の中で、つぎのように語ったと記録されている。(45)

【どんな不況でも絶対につぶれない会社の体制づくり】

企業と個人は違う！ 人は死ぬが、会社は死なない。

倒産しないための条件は

1. 経営者のやる気
2. 会社の実態をオープンに（特に全ての借金）
3. ゼロベースでのリストラ
4. 経営者を支えるパートナー
5. 月次損益の黒字化(46)
6. 銀行・取引先の支援
7. タフな精神力

以上のある意味では、当たり前の条件がいくつかあればどんな状況からでも必ず再起できる！

なぜ洲脇誠司が突然に辞任を宣言したのかを考えてみると、すぐ後に述べるその後の行動に照らすと、原(2005a)が記したように「洲脇誠司は菅原啓晃の発言が引き金になり、新規事業の不調や有利子負債の膨

(44) Harford, Klasa, and Maxwell (2014) は、リファイナンス・リスクが現金保有の決定要因となり、それが財務政策全体に影響を及ぼしていることを報告している。

(45) <http://www.optic.or.jp/okyeg/kouhou/200306/616/>（現在は閉鎖されている）

(46) リックはIPO後、毎月の事業部門別売上高をIRニュースとして公開している (<http://www.lic.jp/ir/index.html>)。

張に嫌気が差したのかもしれない」ということになろう。洲脇誠司はひたすら会社を大きくしようと考えていたが、「タフな精神力」に欠け、「経営者を支えるパートナー」に失望したのではないかと思う。

洲脇誠司は 2003 年に株式会社ラビータ（総合ペットショップ）を創業している。⁽⁴⁷⁾ あきんど塾での講演は、その時期に照らすと、創業にさいしての決意を述べたものだろう。ラビータの拠点は、地場中堅スーパーの株式会社トーヨーストア東古松店跡に置かれている。そのトーヨーストアについて、『日本経済新聞』（2000 年 4 月 5 日付、朝刊、中国）はつぎのように報じている。

スーパー経営のトーヨーストア（岡山市、岡馬英正社長）は五月から新たに食品スーパーを三店開店する。ホームセンター経営のすわき（岡山市、洲脇誠司社長）が閉店した店舗にテナントとして入る。すわきが展開するショッピングセンターの一角に出店し、従来の食品スーパー単独の店舗より販売力が高まるように期待している。

トーヨーストアは三月まですわきが食品スーパー「メルカート」を展開していた平島店（岡山市）、高屋店（同）、中庄店（岡山県倉敷市）の店舗スペースを引き継ぐ。いずれも改装のうえ、五月から七月にかけて一店ずつ開店していくとみられる。店舗の使用面積は平島店が二千八百二十七平方メートル、高屋店が千六百六平方メートル、中庄店が千百三十六平方メートル。新規出店にともない、トーヨーストアのスーパーは計十二店になる。すわきはホームセンターへの経営資源集中などを理由に食品スーパー事業から撤退した。

ところが、2003 年 8 月 31 日、トーヨーストアは運営する 8 店全店を閉鎖し、倒産してしまう。それは突然のことで、その日は日曜日だったが、納入業者や銀行関係者らが詰め掛けて大混乱になった。トーヨーストアは競争激化により売上高がピーク時の約半分に落ち込み、2003 年 10 月 2 日に岡山地方裁判所に自己破産を申し立てた。

洲脇誠司が経営するラビータは、かつてはトーヨーストア東古松店があった「岡山市東古松 495-1」（トーヨーストアの本社が置かれていた場所）を所在地とし、資本金 10,000,000 円、従業員数 27 名で、

◇ ペット生体・ペット用品販売・トリミング・ペットホテル

犬・猫・熱帯魚の生体を主に取扱っており、それらのペットが生活する為に必要な用品も販売しております。ペットとの出会い、その後のアフターフォローまで万全の体制でバックアップ致します。

◇ ペット用品の開発及び販売

お客様から頂いた様々なアイデアをもとに、プライベート商品の開発を行い、大変ご好評を得ております。

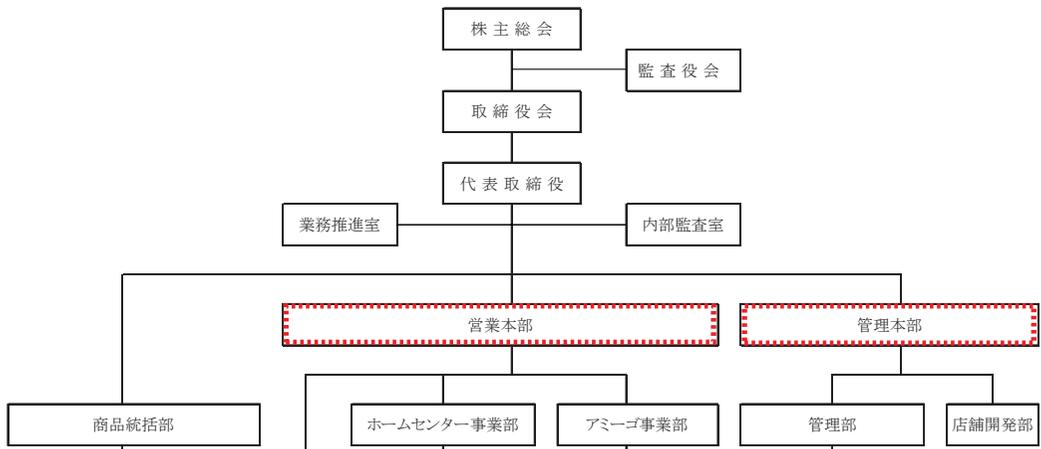
◇ フランチャイズ本部

ペトリゾートラビータのフランチャイズ展開を行っております。

という事業を営んでいる。ペットショップはかつて自らが手がけた事業として思い入れがあったのだろう。トーヨーストアの跡地は「メルカート」の跡地でもある。洲脇誠司が 1990 年代に展開した「脈絡のない多角化」事業は、「メルカート」をトーヨーストアに経営譲渡した以外は、チャオ！（お酒の専門店）、ブラヴォ（街の自転車屋さん）、実のり（土と緑のある暮らし）、Mi. カーサ（ホームファッション）など、いま

⁽⁴⁷⁾ <http://lavita-pet.com/outline/index.html>

2009年5月1日付（代表取締役は社長の菅原啓晃）



2010年3月1日付（代表取締役は社長の川西良治と専務の清原利之）

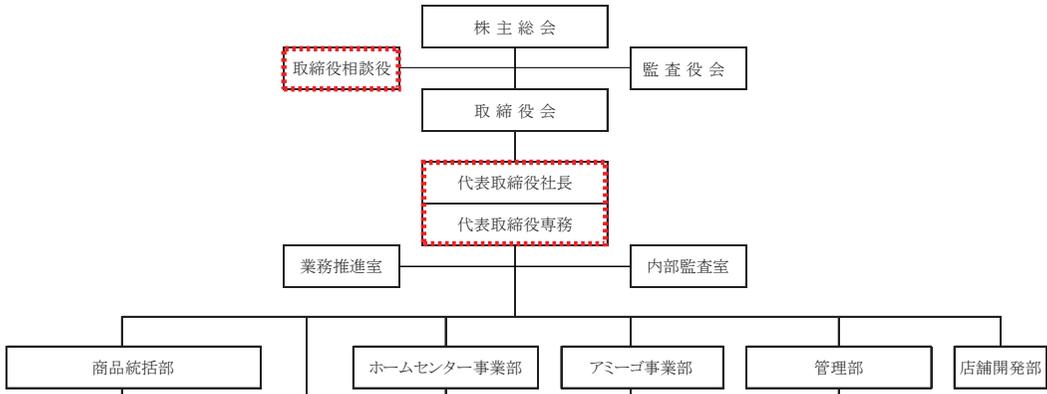


図 14. リックコーポレーションの組織図（取締役会を中心に抜粋）。（次ページに続く）

もリックのホームセンター事業として営業し続けている。⁽⁴⁸⁾

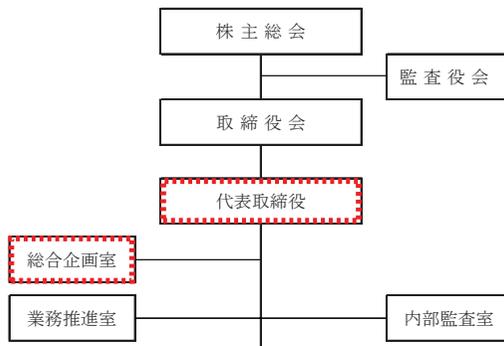
7.5. リックの経営体制

7.5.1. 経営体制の揺らぎ

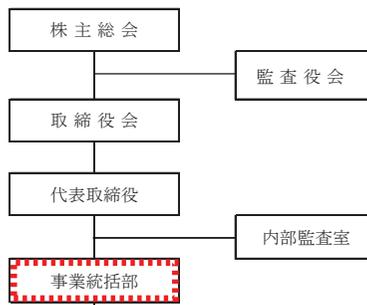
リックは、IPO から 1 年あまりが過ぎた 2010 年 2 月 12 日、「代表取締役の異動及び組織変更に関するお知らせ」を発表した。そこにはつぎのような役員の異動が書かれていた。

⁽⁴⁸⁾ <http://www.lic.jp/>

2011年6月1日付（代表取締役は社長の川西良治と副社長の清原利之）



2013年3月1日付（代表取締役は社長の川西良治）



(前ページからの続き) リックコーポレーションの組織図（取締役会を中心に抜粋）。

新役職名	氏名	旧役職名
取締役相談役	菅原啓晃	代表取締役社長
代表取締役社長 (兼 管理・店舗開発 管掌)	川西良治	専務取締役
代表取締役専務 (営業・商品 管掌)	清原利之	専務取締役

社長の在任期間が10年を超えていた菅原啓晃が代表取締役から外れ、川西良治と清原利之の二人が代表取締役に就いている。そして、その理由をつぎのように述べている。

当社の企業改革を早急に実施するため、今まで以上に迅速な経営判断を可能とすべく代表者を2名体制とし、また社内の指示系統を円滑化すべく組織の簡素化を図り、非常に厳しい経営環境の中においても当社がさらに成長するための新体制を構築する所存であります。

ここでの「組織の簡素化」とは「営業本部並びに管理本部を廃止」である。

図14はリックの組織図から取締役会を中心に抜粋して示している。IPO後の2009年5月1日付では、営業本部と管理本部が置かれていた。それが2010年3月1日付では、菅原啓晃が就任した取締役相談役と「二人の代表取締役」が、取締役会とは別枠に明記され、営業本部と管理本部がなくなっている。2010

年2月12日の「代表取締役の異動及び組織変更に関するお知らせ」によると、川西良治は管理部と店舗開発部を管掌し、清原利之は商品統括部とホームセンター事業部、アミーゴ事業部を管掌する。つまり、川西良治が管理本部長、清原利之が営業本部長ということである。なお、この管掌は有価証券報告書には記載されていない。

菅原啓晃は2001年に社長に就任し、すでに10年が経過していた。その間に経営を立て直し、株式を上場させた。菅原啓晃はかつて洲脇誠司の独善に陥った経営に対して「代表取締役を二人にしたらどうですか」と進言している。ところが、自分が社長に就いている間は自分一人が代表取締役であった。二人である必要はないと考えたからだろう。菅原啓晃は代表を退くものの、引き続き取締役である。「企業改革を早急に実施するため、今まで以上に迅速な経営判断を可能と」するために、川西良治と清原利之が自発的に「代表取締役を二人に」と言い出した可能性は否定できないが、普通に考えると、その可能性は小さいだろう。菅原啓晃が、川西良治を専務から社長に昇格させ、清原利之を専務のままにして、「代表取締役を二人に」しようとしたのではないかと推測する。「企業改革を早急に実施するため、今まで以上に迅速な経営判断を可能と」するならば、権限を一つに集中させるほうが望ましいと考えるのだが、管掌を決めて権限を分割し、それに対応する代表を置いたのだろう。もしそうならば、組織上は本部がなくなっているものの、社長と専務がそれぞれに本部長を兼務している状況では、組織が簡素化されたとはいえず、「代表取締役を二人に」するためだけの組織改編にすぎないことになる。

ところが、それからわずか約2か月の2010年4月9日、再び「役員の異動に関するお知らせ」が発表される。

氏名	新役職名	旧役職名
清原利之	代表取締役副社長	代表取締役専務
菅原啓晃	取締役会長	取締役相談役

菅原啓晃が相談役から会長に、清原利之が専務から副社長に、という異動である。清原利之については昇格人事であるが、共同代表である川西良治とのバランスを考慮したのだろう。菅原啓晃についてはどのような意味があるのかわからない。1年後の2011年4月8日の「役員の異動及び組織変更に関するお知らせ」において、翌5月の株主総会で菅原啓晃が取締役会長を退任することを発表することになる。菅原啓晃は何のために1年間、会長職に留まっていたのだろうか。このとき、上本延一（管理部ゼネラルマネージャー）と吉原重治（商品統括部ゼネラルマネージャー）が新任取締役候補者として報告されている。上本延一は1961年生まれの49歳で、1983年にリックに入社している。吉原重治も同じく1961年生まれの49歳で、2002年にリックに入社している。

2011年4月8日の「役員の異動及び組織変更に関するお知らせ」による組織変更は総合企画室の新設である。ところが、2010年3月1日付では明記されていた「代表取締役が二人」という体制は2011年6月1日付には示されていない。このとき、小畠学（ホームセンター事業部ゼネラルマネージャー）と中村友秀（アミーゴ事業部ゼネラルマネージャー）が新任取締役候補者として報告されている。小畠学は1962

年生まれの49歳で、1984年にリックに入社している。中村友秀は1967年生まれの44歳で、1989年にリックに入社している。

「代表取締役が二人」という体制を敷いてから3年後の2013年2月8日の「組織変更及び人事異動に関するお知らせ」は、総合企画室と業務推進室を廃止した上で（図14の2013年3月1日付を参照）、各事業部の統括管理を行う事業統括部を新設し、つぎのような部長（ゼネラルマネージャー（GM））以上の人事異動を発表している。

氏名	役名（取締役就任年）	新職名	旧職名
上本延一	専務取締役（2010）	事業統括部 統括部長	管理部 GM
中村友秀	取締役（2011）	管理部 GM	アミーゴ事業部 GM
吉原重治	常務取締役（2010）	アミーゴ事業部 GM	商品統括部 GM
小嶋学	取締役（2011）	商品統括部 GM	ホームセンター事業部 GM
南部正明	取締役（2006）	ホームセンター事業部 GM	店舗開発部 GM
脇本直昭		店舗開発部 GM	総合企画室 室長

そして、その2か月後の2013年4月12日の「代表取締役の異動及び役員の異動に関するお知らせ」において、

社内の指示系統を円滑化すべく、代表者を2名体制とし組織の簡素化を図ってまいりましたが、今般、各事業を統括する機能を一本化し、経営体制の一層の強化と充実を図ることを目的として、代表者を1名体制とすることといたしました。

と述べ、清原利之が代表取締役副社長から取締役会長に異動になることを伝えている。清原利之は、菅原啓晃と同じように、その1年後、2014年4月11日に「役員の異動に関するお知らせ」が発表され、任期満了により退任することになる。

「代表取締役が二人」を維持しようとした菅原啓晃が退任して2年弱が経った2013年2月8日の「組織変更及び人事異動に関するお知らせ」による人事異動は、横滑りのようにも見えるのだが、上本延一と吉原重治を後継者候補とした、「代表取締役が一人」の川西良治体制の始まりであった。2013年5月に、上本延一は専務取締役に（常務取締役を経ずに）昇格し、吉原重治は常務取締役に就いている。その後、上本延一は2016年5月に常勤監査役に退き、吉原重治は専務取締役に昇格している。そして、2017年3月、吉原重治が代表取締役社長に就くと同時に、川西良治は代表権を持たない取締役会長に退いている。川西良治には「代表取締役が二人」という考えはなかった。

菅原啓晃が敷いた川西良治と清原利之による「二人の代表取締役」体制は、2010年3月から2013年4月までの約3年間、続いた。しかし、事実上は、2010年2月に

新役職名	氏名	旧役職名
取締役相談役	菅原啓晃	代表取締役社長
代表取締役社長 (兼 管理・店舗開発 管掌)	川西良治	専務取締役
代表取締役専務 (営業・商品 管掌)	清原利之	専務取締役

2013年3月1日付（代表取締役は社長の川西良治）

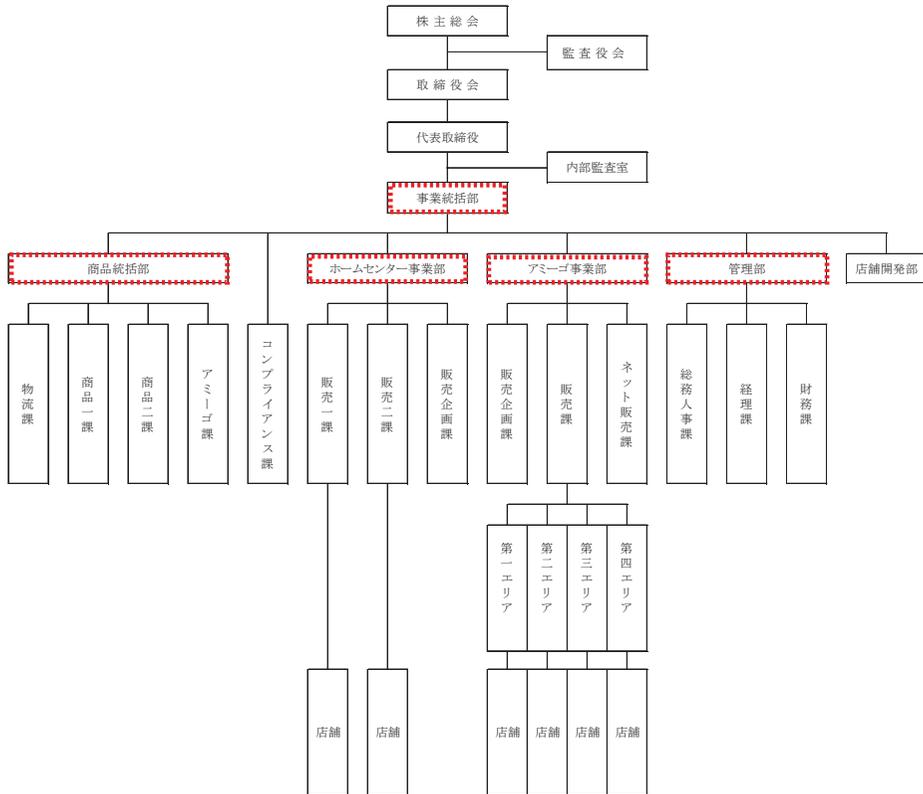


図 15. リックコーポレーションの組織図。(次ページに続く)

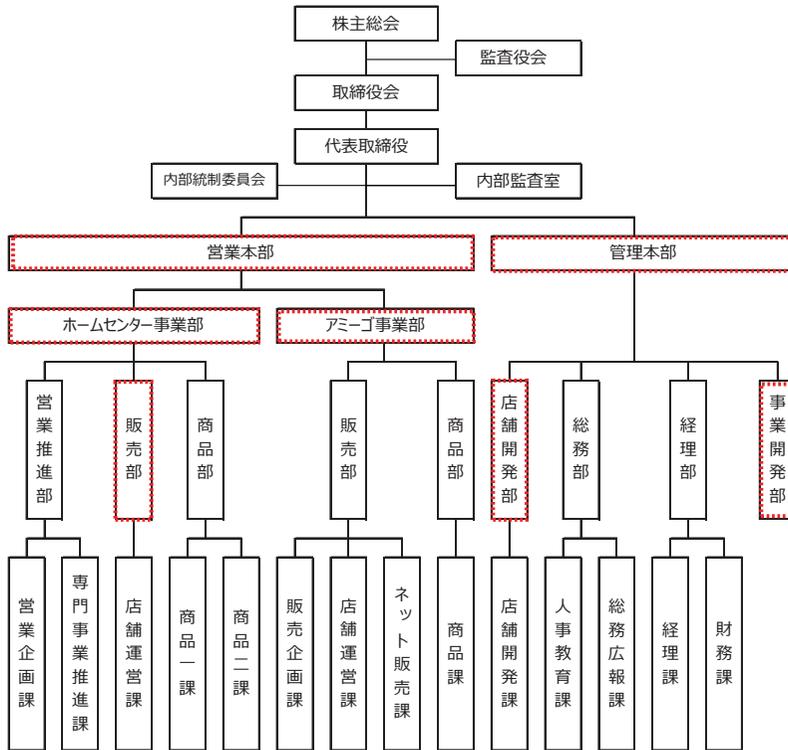
と決めたわずか 2 か月後に

氏名	新役職名	旧役職名
清原利之	代表取締役副社長	代表取締役専務
菅原啓晃	取締役会長	取締役相談役

と朝令暮改したときに、「二人の代表取締役」体制が持続可能ではないことは明らかだった。調整能力に長け、調整能力こそが大切だと考えていたであろう菅原啓晃が不在になるとき、おそらく当事者たちが想像していた以上に経営体制が揺らいだのではないかと思う。そのことは、図 14 に示した組織改編の影響を直に受ける部長以下の人たちがさまざまな場面で実感していたことだろう。

2013年3月に上本延一と吉原重治を後継者候補とした川西良治体制が始まり、揺らぎは一段落した。「創業家が会社を投げ出し」(原 (2005a)), 「サラリーマンが経営者になった」(原 (2005b)) と書かれているのだが、菅原啓晃は事実上、創業経営者であったといえよう。川西良治と清原利之が血族ではなかったことはリックに固有の事情なのだが、事業継承について興味深いケース・スタディを提供していると考えられる。

2015年3月1日付（代表取締役は社長の川西良治）



（前ページからの続き）リックコーポレーションの組織図。

表 10 に示した主要な大株主の株式所有比率の推移を見ると、菅原啓晃と清原利之、川西良治は、IPO により所有比率を低下させている。これら 3 人はそれぞれに同じ 50,000 株を売り出している。また、菅原啓晃も清原利之も大株主から名前がなくなっていることから、取締役を退任する前に所有する株式を売却している。図 13 に照らして見ると、菅原啓晃は 2010 年 3 月から 2011 年 2 月までの間に 200 円を下回る水準で、清原利之は 2013 年 3 月から 2014 年 2 月までの間に 400 円から 600 円の間で手放していることになる。

7.5.2. 混乱を招く組織変更

2015 年 1 月 9 日、リックは「組織変更及び人事異動に関するお知らせ」を発表した。これにより組織は図 15 に示す 2013 年 3 月 1 日付から 2015 年 3 月 1 日付へと変更された。主な変更は、すべての部署を統轄していた事業統括部を廃止し、営業本部と管理本部、内部統制委員会を設置したこと、すべての商品を統括・管理していた商品統括部を廃止して営業本部を設置し、その下にホームセンター事業部とアミーゴ事業部を配置したこと、管理本部の下に管理部と店舗開発部を配置し、そこにあらたに店舗開発部を設

置したことである。川西良治は、図 14（2009 年 5 月 1 日付の組織図）に示した、自らが廃止した二つの本部制に回帰したことになる。変更の目的は、「営業戦略と財務戦略の実効性を高め、独立的且つ長期的な視点で会社の成長を推進すること」、「各事業部内における販売戦略と商品戦略の連携を進め、営業政策の効果を高めること」にある。経理課と財務課を含む経理部を創設しているのだが、これがどのように財務戦略の実効性を高めることになるのか明確ではない。

この組織変更に伴い、つぎのように役職が変更になった。

氏名	新役職名	旧役職名
上本 延一	専務取締役 管理本部 本部長 兼 店舗開発部 ゼネラルマネージャー	専務取締役 事業統括部 事業統括部長
吉原 重治	常務取締役 営業本部 本部長 兼 ホームセンター事業部 事業部長	常務取締役 事業統括部 事業統括副部長 兼 アミーゴ事業部 ゼネラルマネージャー
中村 友秀	取締役 アミーゴ事業部 事業部長	取締役 管理部 ゼネラルマネージャー
小島 学	取締役 ホームセンター事業部 販売部 ゼネラルマネージャー	取締役 商品統括部 ゼネラルマネージャー
南部 正明	取締役 事業開発部 ゼネラルマネージャー	取締役 ホームセンター事業部 ゼネラルマネージャー

これまでの図 15（2013 年 3 月 1 日付）の組織では、上本延一（事業統括部長）の下に、吉原重治（事業統括部長、アミーゴ事業部 GM）や中村友秀（管理部 GM）、小島学（商品統括部 GM）、南部正明（ホームセンター事業部 GM）は並列に位置していた。ところが、図 15（2015 年 3 月 1 日付）の組織では、上本延一（管理本部長兼店舗開発部 GM）と吉原重治（営業本部長兼ホームセンター事業部長）が並列になり、上本延一の下に南部正明（事業開発部 GM）が、吉原重治の下に中村友秀（アミーゴ事業部長）と小島学（ホームセンター事業部・販売部 GM）が位置している。部長と称するのは営業本部と管理本部、ホームセンター事業部、アミーゴ事業部だけで、そのほかの部の長は GM（ゼネラルマネージャー）と称している。図 15 に示した点線枠は、取締役が部長あるいは GM を務めている部署を示している。2013 年 3 月 1 日付では取締役がバランス良く配置されている。しかし、2015 年 3 月 1 日付ではそのバランスが崩れている。

7.6. 最近の動き

2009 年 3 月 24 日、リックは福島市に本社を置く株式会社ダイユーエイトと業務・資本提携し、ダイユーエイトに対してペット専門店「アミーゴ」事業を業務支援することになった（当時の代表取締役は社長の菅原啓晃）。その結果、ダイユーエイトは「ペットワールド・アミーゴ」を福島県を中心に東北・関東地方に展開することになった。そして、それから 7 年半後の 2016 年 9 月 1 日にリックとダイユーエイトは共同株式移転の方法により持株会社（ダイユー・リックホールディングス株式会社）を設立し、経営統

合している（当時の代表取締役は社長の川西良治）⁽⁴⁹⁾ それにより、リックは 2016 年 8 月 29 日にジャスダックへの上場を廃止した。ダイユーエイトとの経営統合は、苦境に立たされたホームセンターの生き残りのためといわれている。振り返ってみると、菅原啓晃はリックを上場へと導きつつ、上場廃止への道筋を付けたことになる。

2017 年 1 月 19 日、ダイユー・リックホールディングスは、ペット事業（ペットワールドアミーゴ）に特化した新会社（株式会社アミーゴ）を設立するために、リックとダイユーエイトのそれぞれのペット事業を統合して分社化することを発表した。株式会社アミーゴの代表取締役社長には、リックの常務取締役である中村友秀が就任している。

日本のペット関連市場は年率 1% 程度で安定的に成長し、その規模は 2015 年度には 1 兆 4,689 億円ほどに達しているという。⁽⁵⁰⁾ その内訳は、フード類が約 3 割、ペット用品が約 2 割、生体販売やサロン、医療、保険などのサービスが約 5 割である。主要なペットである犬と猫の飼育頭数は減少しているものの、ペットの長寿命化や家族化を背景にして 1 頭当たりの消費額は増加している。人口減少が進むにつれ家族になり得るペットは有望市場とみるイオンペット（イオングループのペット専門店ペットシティとペット業界大手の AHB インターナショナルとの合併会社）は「ふれあい動物園」を併設する店舗を相次ぎ開業している（『日経 MJ』2017 年 6 月 7 日付）。この動きが、ダイユー・リックホールディングスにペット事業の統合・分社化を促したのだろう。その一方で、国内のペット市場は縮小傾向にあるとみるアイリスオオヤマは、市場規模が日本の約 4.5 倍である米国を中心に、現地での生産・販売に乗り出している（『日経 MJ』2017 年 4 月 9 日付）。

8. まとめ

IPO は経済の活力を測る目安といわれる。地域経済にとって上場企業の存在は大きく、地方に本社を置く IPO は地域経済の活力そのものといえよう。この論文の目的は、2008 年から 2017 年までの 10 年間に対象期間として「地方」に本社を置く企業の「新興株式市場」における IPO について分析することであった。この論文は、どのような企業が地方に本社を置いて新規株式公開するのか、その企業はどのような株主構成なのか、そして地域金融機関はどのような役割を果たしているのかなどに注目した。

金融庁（2013）は、「地域金融機関の中にはファンド投資の経験に乏しい金融機関も少なくなく、地域金融機関によるファンド投資への抵抗感を軽減し、有限責任組合員（LP）出資等を通じた、より積極的な関与を促していくための方策も必要と考えられる」と現状の問題を指摘している。「地域においては、象徴的な IPO が 1 件実現すると周辺で IPO が続きやすいとの指摘がある」。その一例として、2010 年に徳島県鳴門市を創業地とする大塚ホールディングスが東証 1 部に上場した後、2011 年に愛媛県でピーエスシーとベルグアース、2012 年に徳島県で阿波製紙、愛媛県でありがとうサービスと地方からの IPO が続いた。

⁽⁴⁹⁾ ダイユーエイト株 1 株に対して持株会社株が 1.11 株、リック株 1 株に対して持株会社株 1 株が割り当てられた。

⁽⁵⁰⁾ <https://www.projectdesign.jp/201701/pet-industry/003325.php>.

「IPOを推進する上で地域内の情報の伝播と機運の盛り上がりは重要である」が、「地域におけるプレゼンスが高く、かつ、域内を網羅する支店網・情報網を有する」地方銀行が一定の役割を果たし得ると考える。

一方で、金融庁（2013）は「エグジットとして、地域経済の活性化のためには必ずしもIPOを志向しないような地域密着型の企業の育成も重要なテーマである」と提議している。IPOを志向することが地域密着ではなくなると読むと、たとえば本店や生産拠点を地域外に移転するということだろうか。すべてがIPOを目指さなければいけないというわけではないが、IPOによるエグジットが少なくなることは、リスク・マネーを供給しようとするインセンティブを削ぐ結果になるのではないかと懸念する。IPOが地域経済の活性化につながることを優先して考える必要がある。

参考文献

池尾和人, 2003, 『銀行はなぜ変われないのか』中央公論新社.

岩井浩一, 2010, 「新興市場と新規株式公開を巡る論点整理」, 『FSA リサーチレビュー』(金融庁金融研究センター) 第6号, 39-112.

岩井浩一・保田隆明, 2011, 「新規株式公開後における企業の質」, 忽那憲治編著・日本証券経済研究所編『ベンチャーキャピタルによる新産業創造』中央経済社, 第12章.

内田浩史, 2010, 『金融機能と銀行業の経済分析』日本経済新聞出版社.

大崎貞和, 2014, 「グリーンシートの盛衰とその功罪」, 『証券アナリストジャーナル』(日本証券アナリスト協会) 2014年1月号, 37-45.

岡村秀夫, 2013, 『日本の新規公開市場』東洋経済新報社.

小野有人, 2007, 『新時代の中小企業金融』東洋経済新報社.

叶芳和, 2008, 「農場パートナー企業の研究 第④回 バルグアース 停滞産業の中で2ケタ成長 野菜の接木苗生産二歩目のアグリベンチャー」, 『農業経営者』(農業技術通信社) 2008年8月号, 50-53.

金融庁(「中小企業金融の向上」作業部会), 2013, 「金融機関によるリスクマネー供給力の強化等を通じた創業・新規事業支援の促進にむけて」(2013年5月13日, 第2回官民ラウンドテーブル).

忽那憲治, 2008, 『IPO市場の価格形成』中央経済社.

忽那憲治, 2014, 「わが国のIPO市場において誰が保証機能を担っているのか」, 『証券アナリストジャーナル』(日本証券アナリスト協会) 2014年1月号, 8-16.

忽那憲治編著・日本証券経済研究所編, 2011, 『ベンチャーキャピタルによる新産業創造』中央経済社.

齋藤達弘, 2015, 「地域活性化と地方からのIPO」, 『季刊 個人金融』(ゆうちょ財団) 夏号, 55-67.

https://yu-cho-f.jp/publication/personalfinance/summary/2015summer/feature_articles06.html

澤山弘, 2009, 「中小企業の成長と株式公開」, 『信金中金月報』(信金中金 地域・中小企業研究所) 2009年2月号, 46-67.

鈴木健嗣・砂川伸幸, 2008, 「株主優待導入の短期的影響 株式流動性とアナウンスメント効果の検証」, 『証券アナリストジャーナル』(日本証券アナリスト協会) 2008年7月号, 107-121.

多胡秀人, 2004, 「リテールバンキングのビジネスモデル」, 堀内昭義・池尾和人編『日本の産業システム⑨ 金融サービス』NTT出版, 第7章.

- 田中慎一・保田隆明, 2006, 『投資事業組合とは何か』, ダイヤモンド社.
- 中小企業総合研究機構, 2007, 「中小・ベンチャー企業と新規株式公開に関する調査研究」.
- 中小企業総合研究機構, 2012, 「中小企業における金融機能と経営支援機能の連携のあり方に関する調査」(中小機構調査研究報告書) 第4巻第5号(通号18号).
- 中小企業庁, 2008, 『中小企業白書』, ぎょうせい.
- 日本銀行, 2017, 『金融システムレポート』2017年10月.
- 飛田京子, 2006, 「中小企業における事業承継対策の一考察: M&Aは事業承継対策として有効か」, 『立教ビジネスデザイン研究』3, 253-266.
- 蜂須賀圭史, 2013, 「株式公開の動機と公開後の企業行動」, 『ファイナンス』(財務省広報誌) 2013年3月号, 64-71.
- 鉢嶺実, 2002a, 「信用金庫取引先企業の上場事例」, 『ベンチャービジネス情報』(信金中央金庫総合研究所) No. 11.
- 鉢嶺実, 2002b, 「信用金庫取引先企業の上場事例(続編)」, 『ベンチャービジネス情報』(信金中央金庫総合研究所) No. 12.
- 原武雄, 2005a, 「第1話 連載ドキュメント 決断の瞬間 リックコーポレーション 創業家が会社を投げ出した日」, 『日経ベンチャー』253, 150-153.
- 原武雄, 2005b, 「第2話 連載ドキュメント 決断の瞬間 リックコーポレーション サラリーマンが経営者になった日」, 『日経ベンチャー』254, 156-159.
- 原武雄, 2005c, 「第3話 連載ドキュメント 決断の瞬間 リックコーポレーション 債務超過を宣告された日」, 『日経ベンチャー』255, 140-143.
- 原武雄, 2006a, 「第4話 連載ドキュメント 決断の瞬間 リックコーポレーション 「彼に任せる」と腹をくくった日」, 『日経ベンチャー』256, 148-151.
- 原武雄, 2006b, 「最終話 連載ドキュメント 決断の瞬間 リックコーポレーション 成功シナリオを捨てると決めた日」, 『日経ベンチャー』257, 140-143.
- 船岡健太, 2007, 『新規公開時のベンチャーキャピタルの役割』中央経済社.
- 古瀬公博, 2011, 『贈与と売買の混在する交換』白桃書房.
- 前田裕之, 2016, 『ドキュメント 狙われた株式市場 大証・東証・村上ファンド M&A』日本経済新聞出版社.
- 山口一彦, 2006, 「日本の農業に革命を」, 『ECPR』(えひめ地域政策研究センター) Vol. 19, 33-43.
- 山口一彦, 2012, 「農業経営には“足りないもの”が多い。その最たるものが「人」と「資金」」.
経済産業省四国経済産業局「産業間連携の促進」(農業の成長産業化)
http://www.shikoku.meti.go.jp/soshiki/skh_b2/5_houkoku/130822/
- 山口幸正, 2011, 「新・改善改革探訪記 No. 8 高品質・低価格の野菜苗を計画生産 農業改革をめざす」, 『リーダーシップ』(日本監督士協会) 2011年8月号, 26-31.
- Akhigbe, Aigbe, Stephen F. Borde, and Ann Marie Whyte, 2003, Does an industry effect exit for initial public offerings? *Financial Review* 38, 531-551.
- Brau, James C., and Stanley E. Fawcett, 2006, Initial public offerings: An analysis of theory and practice, *Journal of Finance* 61, 399-436.
- Gopalan, Radhakrishnan, Gregory F. Udell, and Vijay Yerramilli, 2011, Why do firms form new banking relationships? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46, 1335-1365.
- Harford, Jarrad, Sandy Klasa, and William F. Maxwell, 2014, Refinancing risk and cash holdings, *Journal*

of Finance 69, 975–1012.

Hsu, Hung-Chia, Adam V. Reed, and Jörg Rocholl, 2010, The new game in town: Competitive effects of IPOs, *Journal of Finance* 65, 495–528.

Kutsuna, Kenji, Janet Kiholm Smith, and Richard L. Smith, 2007, Banking relationships and access to equity capital markets: Evidence from Japan's main bank system, *Journal of Banking and Finance* 31, 335–360.

Miyajima, Hideaki, Ryo Ogawa, and Takuji Saito, 2017, Changes in corporate governance and top executive turnover: The evidence from Japan, NBER Working Paper No. 23812.

Ogura, Yoshiaki, 2017, The certification role of pre-IPO banking relationships: Evidence from IPO underpricing in Japan, *Japanese Economic Review* 68, 257–278.

Pagano, Marco, Fabio Panetta, and Luigi Zingales, 1998, Why do companies go public? An empirical analysis, *Journal of Finance* 53, 27–64.

Ritter, Jay R., and Ivo Welch, 2002, A review of IPO activity, pricing and allocations, *Journal of Finance* 57, 1795–1828.