

<トピック>

MBOを実施する企業の共通点と中小型株企業
～MBO増加の背景とその予備軍

MBO（経営陣が参加する買収）による上場廃止が増加している。2024年に上場廃止した94社のうち20社がMBOによるものである。いちよし経済研究所のユニバース銘柄（継続調査対象）では、2024年以降、ジャパンベストレスキューシステム（2453）、シミックホールディングス（2309）、アウトソーシング（2427）、ウェルビー（6556）、ローランドディー・ジー・（6789）、トランコム（9058）、I - P E X（6640）がMBOにより上場廃止となった。

MBOは、企業の経営陣や従業員が自社を買収する手法であり、株式の非公開化により経営の自由度を高め、中長期的な成長を目指すために行われる。MBOによる非公開化を選択する企業が増加している背景には、東証による上場基準の厳格化や資本効率改善要請、株主からの圧力の高まりなどがある。東証は上場企業の数ではなく質を重視する姿勢を明確化しており、市場から退場することを選択肢として検討（あるいは実施）する企業が増えることが予想される。

過去にMBOを実施した企業の共通点を踏まえ、オーナー系、株価が低調であること、キャッシュリッチなど、一定の条件でスクリーニングした。小売業のパリミキホールディングス（7455）、チヨダ（8185）、電子部品メーカーのエンプラス（6961）、メガチップス（6875）など13社をリストアップした。

MBO の増加とその背景

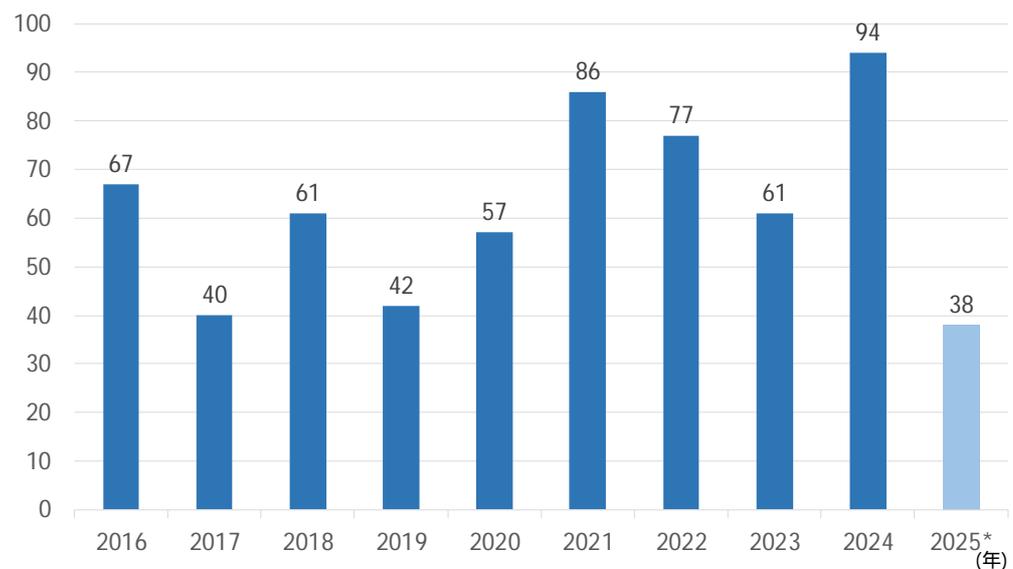
上場廃止の増加

2024 年の東京証券取引所（東証）の上場廃止は 94 社と大阪証券取引所と統合した 2013 年以降で最多となった（図表 1）。特に、MBO（経営陣が参加する買収）や上場会社による完全子会社化を含め TOB（公開買付）による上場廃止が増加している。2024 年は 20 社が MBO を実施、2025 年は 4 月 17 日時点で 7 社が MBO を実施（一部予定）している。いちよし経済研究所のユニバース銘柄（継続調査対象）では、2024 年以降、ジャパンベストレスキューシステム（2453）、シミックホールディングス（2309）、アウトソーシング（2427）、ウェルビー（6556）、ローランド ディー・ジー・（6789）、トランコム（9058）、I - P E X（6640）が MBO により上場廃止となった。

上場維持コストの増加と非公開化の選択

MBO は、企業の経営陣や従業員が自社を買収する手法であり、非公開化により経営の自由度を高め、中長期的な成長を目指すために行われる。MBO による非公開化を選択する企業が増加している背景には、東証による上場基準の厳格化や資本効率改善要請、株主からの圧力の高まりなどがある。東証は上場企業の数ではなく質を重視する姿勢を明確化しており、「上場維持コストが増加し、非公開化という経営判断が増加することも想定されるが、そうした判断も尊重する（2024 年 8 月「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する今後の施策について）」としている。上場維持コストが高まる中、上場を維持する意義を考え、市場から退出することを選択肢として検討（あるいは実施）する企業が増えることが予想される。

（図表 1）東証の上場廃止件数 （単位：社）



（注）2025 年は 4 月 17 日時点での発表分まで
（出所）東証

東証の上場維持基準厳格化

経過措置の終了で上場
廃止に現実味

上場廃止増加の背景のひとつが、東証による上場維持基準の厳格化である。東証は2022年4月の市場区分の見直しに伴い、上場維持基準を厳格化した。見直し前から上場している企業については経過措置として緩和した基準が適用されていたが、2025年3月1日以後に到来する基準日から本来の上場維持基準が適用される。本来の上場維持基準に適合しない場合、6か月から1年の改善期間に入り、改善期間内に基準に適合しない場合は監理・整理銘柄（原則6か月）に指定後、上場廃止となる。上場維持基準不適合による上場廃止を避けるために、基準適合に向けた取り組みを強化するほか、非公開化を検討・実施する動きもみられる。

改善期間にある中小型
株企業

当研究所が継続調査対象とするユニバース銘柄では、改善期間にある企業は20社あった(3月17日の東証発表による)。なお、日本コンセプト(9386)とオプティム(3694)は、各種取り組みや固定株主による株式売却により未達だった基準に適合する見通しとなったと公表している(図表2)。

(図表2) 改善期間にある中小型株企業

コード	会社名	市場区分	計画期限	流通株式時価総額(億円) / 流通株式比率	時点	計画または進捗状況提出日
【流通株式時価総額未達企業】						
3319	ゴルフダイジェスト・オンライン	プライム	2026/12/31	38.0	2024/3/31	2025/3/27
3665	エニグモ	プライム	2027/1/31	72.9	2024/1/31	2024/4/26
2130	メンバーズ	プライム	2026/3/31	79.5	2024/3/31	2024/6/28
7092	Fast Fitness Japan	プライム	2026/3/31	80.0	2024/3/31	2024/6/26
3678	メディアドゥ	プライム	2025/2/28	85.0	2024/2/29	2024/5/24
6262	PEGASUS	プライム	2026/3/31	87.0	2024/3/31	2024/6/26
6928	エノモト	プライム	2026/3/31	87.0	2024/3/31	2024/6/26
3937	Ubicomホールディングス	プライム	2025/3/31	88.0	2024/3/31	2024/6/26
4433	ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス	プライム	2026/8/31	92.0	2024/8/31	2024/11/29
3915	テラスカイ	プライム	2026/2/28	93.0	2024/2/29	2024/5/27
6050	イー・ガーディアン	プライム	2025/9/30	95.0	2024/9/30	2024/12/11
3922	PR TIMES	プライム	2025/2/28	95.0	2025/2/28	2025/4/11
9450	ファイバークラウド	プライム	2025/6/30	97.0	2024/6/30	2024/9/13
9386	日本コンセプト	プライム	2025/12/31	112.7	2024/12/31	2025/2/17
【流通株式比率未達企業】						
3540	歯愛メディカル	スタンダード	2025/12/31	14.3%	2024/3/31	2025/3/14
3991	ウォンテッドリー	グロース	2026/8/31	21.4%	2024/8/31	2024/10/11
7325	アイリックコーポレーション	グロース	2026/6/30	23.5%	2024/6/30	2024/9/26
9245	リベロ	グロース	2026/12/31	25.0%	2024/12/31	2025/3/31
4483	JMDC	プライム	2026/3/31	33.9%	2024/3/31	2024/6/28
3694	オプティム	プライム	2025/3/31	35.2%	2024/12/17	2024/12/18

(注) 流通株式時価総額の上場維持基準は、プライム100億円以上、スタンダード10億円以上、グロース5億円以上、流通株式比率はそれぞれ35%以上、25%以上、25%以上。ゴルフダイジェスト・オンラインは純資産の基準(正であること)も不適合(出所)東証(3月17日公表) 各社公表資料よりいちよし経済研究所作成

オーナー系中小型株企業

オーナー系企業の特徴

上場廃止に際しては、筆頭株主の考えも重要である。中小型株は大型株に比べ、オーナー系企業が多い（2022年7月8日付テーマレポート「混迷の時代だからこそ「創業経営者」に着目する」参照）。オーナー系企業は、長期的な視野に立った経営を行っている、会社への強いコミットメントがある、成長に対する強い意欲がある、といった傾向があるが、上場廃止という大胆な経営判断に踏み込めるのもオーナー系企業だからかもしれない。図表3に当研究所のユニバース銘柄のうち、創業者または経営者の持ち株比率が高い企業をリストアップした。

（図表3）主なオーナー系中小型株企業

コード	社名	経営者、創業者株主(持ち株比率)	上場日	事業概要
1407	ウエストHD	吉川隆(44%)	2006/3/1	太陽光発電システムの施工等
2121	MIXI	笠原健治(46%)	2006/9/14	SNS国内草分け
2384	SBSHD	鎌田企画(50%)	2003/12/15	3PL事業者大手
2475	WDBHD	中野商店(49%)、中野敏光(3%)	2006/3/16	理化学研究職の人材派遣・請負事業
2477	手間いらず	68k(51%)、渡邊哲男(9%)	2006/3/15	宿泊施設予約サイトコントローラ開発
3150	グリムス	田中政臣(47%)	2009/3/13	エネルギーコストソリューション
3387	クリエイト・レストランツ・HD	後藤国際商業研究所(41%)	2005/9/28	フードコート運営等
3479	ティーケーピー	リバーフィールド(51%)、河野貴輝(4%)	2017/3/27	貸会議室大手
3540	歯愛メディカル	清水清人(48%)	2017/12/18	歯科医院・歯科技工所向け通信販売
3632	グリーンHD	セコイア(56%)、田中良和(9%)	2008/12/17	ソーシャルゲーム・プラットフォーム
3668	コロブラ	馬場功淳(48%)	2012/12/13	スマホ向けゲーム
3676	デジタルハーツHD	宮澤栄一(42%)	2013/10/1	ソフトウェアのデバッグサービスが主力
3694	オブティム	菅谷俊二(62%)	2014/10/22	ネットワーク端末を一元管理
3926	オーブンドア	関根大介(52%)	2015/12/17	旅行比較サイト「トラベルコ」の運営
3991	ウォンテッドリー	仲暁子(68%)	2017/9/14	ビジネスSNS「Wantedly」の運営
4390	アイ・ピー・エス	宮下幸治(42%)	2018/6/27	フィリピン国内海底ケーブルネットワーク
4442	バルテス・HD	田中真史(47%)	2019/5/30	ソフトウェアテスト受託
6058	ベクトル	西江肇司(40%)	2012/3/27	独立系PR会社
6199	セラク	宮崎龍己(41%)	2016/7/1	ITインフラ、Webシステム等
6284	日精エー・エス・ビー機械	エー・エス・ビーインコーポレーテッド(44%)	1990/5/25	PETボトルのストレッチブロー成形機
6788	日本トリム	森澤紳勝(44%)	2000/11/28	整水器
7064	ハウテレビジョン	音成洋介(50%)	2019/4/24	リクルーティング・プラットフォーム
7065	ユービーアール	酒田義矢(50%)	2019/6/12	レンタルパレット大手
7071	アンビスHD	IDEA Capital(53%)、柴原慶一(7%)	2019/10/9	慢性・終末期の医療施設型ホスピス
7455	パリミキHD	ルネット(42%)、多根幹雄(5%)	1995/8/9	眼鏡専門店チェーン大手
7561	ハークスレイ	ライラック(43%)、青木達也(4%)	1997/9/17	飲食店向けサポート、持ち帰り弁当店
7744	ノーリツ鋼機	サンクプランニング(42%)、西本佳代(7%)	1996/2/14	事業投資会社
8920	東祥	沓名俊裕(41%)、沓名裕一郎(11%)	2004/2/4	スポーツクラブ、ホテルを展開
9270	バリュエンスHD	SFプロパティマネジメント(57%)、寄本晋輔(4%)	2018/3/22	高額商品を中心とするリユース業
9279	ギフトHD	グローウィング(44%)、笹島竜也(6%)	2018/10/19	横浜家系ラーメン店、プロデュース事業

（注1）経営者、創業者の持ち株比率が40%以上。資産管理会社、親族を含む

（注2）2020年以降に上場した企業を除く

（注3）HDはホールディングス

（出所）いちよし経済研究所

MBO の共通点でスクリーニング

MBO 銘柄の特徴

前述の MBO を実施した当研究所ユニバース 10 社をみると、株価が低迷していた銘柄が多く、このうち 8 社の MBO 発表日の終値は 1980 年以降の高値の半分以下であった。PBR は 1 倍未満が 4 社、1.5 倍未満まで含めると 7 社であった。ネットキャッシュ比率（ネットキャッシュ / 時価総額）は平均で 0.4 倍（うち 3 社は 0.8 倍）とやや高い（現在のユニバース銘柄では 0.4 倍以上が 14%、0.4 倍未満が 55%、マイナスが 31%）。

創業者持ち株比率、PBR 等でスクリーニング

オーナー系、株価が低調であること、キャッシュリッチなどを考慮し、以下の条件で当研究所ユニバース銘柄をスクリーニングした（図表 4）。

- (1) 創業者または経営者の持ち株比率が 10%以上
- (2) PBR が 1.0 倍未満
- (3) 足元の株価が 1980 年以降の高値比半分以下
- (4) ネットキャッシュ比率が 0.4 倍以上

（図表 4）MBO の共通点でスクリーニングした中小型株企業

（単位：倍、億円）

社名	コード	PBR	時価総額	主要株主	事業概要
Jトラスト	8508	0.32	498	NLHD (25.7%)、藤澤信義 (8.3%)	金融サービス
パリミキホールディングス	7455	0.46	147	ルネット (41.8%)、多根幹雄 (5.1%)	眼鏡専門店チェーン
エンラス	6961	0.65	338	横田大輔 (16.1%)	精密プラスチック
メガチップス	6875	0.71	689	シンドウ (6.8%)、シンドウ・アンド・アソシエイツ (6.8%)	半導体ファブレスメーカー
チヨダ	8185	0.74	386	舟橋政男 (9.2%)、中央商事 (8.5%)	靴専門店
恵和	4251	0.75	173	長村恵式 (35.1%)	高機能フィルム
アルチザネットワークス	6778	0.76	52	床次隆志 (19.7%)、エス・エイチ・マネジメント (8.8%)	モバイルネットワーク対応のテスト等
フロイント産業	6312	0.80	123	伏島揺光社 (9.8%)、伏島靖豊 (7.2%)	コーティング装置
コロプラ	3668	0.80	571	馬場功淳 (48.1%)	スマホ向けゲーム
日本電子材料	6855	0.83	206	大久保興産 (6.1%)、大久保和正 (4.0%)	プローブカード
グリーホールディングス	3632	0.93	882	セコイア (56.1%)、田中良和 (8.7%)	ソーシャルゲーム・プラットフォーム
エニグモ	3665	0.96	110	須田将啓 (13.0%)、安藤英男 (8.7%)	C toC ショッピングサイト
マーベラス	7844	0.97	265	中山隼雄 (14.9%)、中山晴喜 (9.1%)	ゲーム、アニメ制作

（注）PBR、時価総額は 4 月 17 日終値ベース
 （出所）各社公表資料、いちよし経済研究所

『レポート表記上の注記事項』

- ・ 会社予想以外の予想はいちよし経済研究所。本文および図表での前期比は、注記なき場合は増減率。
- ・ 四半期の数字は注記なき場合は当経済研究所推計。
- ・ 図表における前期比の数字は原則として百万円未満を切り捨てて算出しているため、決算短信に表示される数字と若干異なる場合があります。
- ・ 株式分割があった場合はフェアバリュースも遡及修正を行います。
- ・ 公募増資等があった場合のEPSは期間按分した修正EPSとします。
- ・ 1株あたり配当については、株式分割等があっても遡及修正を行いません。
- ・ ユニバース銘柄は原則として定期的にフォローする銘柄を指します。
- ・ 業績表の前回予想の前期比(%)は前回予想に基づく伸び率を表示しています。
- ・ 純利益は、当期純利益(単独)、親会社株主に帰属する当期純利益(日本基準、連結)、親会社の所有者に帰属する当期利益(IFRS)、当社株主に帰属する当期純利益(米国基準)を表示しています。

『金融商品取引法に基づく表示事項』

本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等： いちよし証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第24号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

手数料等およびリスクについて

株式等(ETF、ETN、REITを含む)の売買取引には、約定代金に対して最大1.43%(最低手数料3,300円)(税込み)の委託手数料をいただくこととなります。株式等は価格の変動等により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

『アナリスト証明』

私は本レポートに記載された見解が私個人の見解を正確に反映していることを表明します。また、このレポートの執筆にあたり、第三者からの強要・示唆・依頼等、いかなる圧力も受けておりません。私は本レポートを執筆することにより特別の報酬を得ることはありません。また、私及び私の家族は本レポートの対象企業の有価証券を保有しておりません。

『いちよし証券及びいちよし経済研究所の免責事項』

この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。有価証券投資は株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。金融商品取引所や証券金融会社が行う信用取引等に関する規制措置等は、新規に追加および解除されても表示することができません。

いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。

この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配付しております。また著作権はいちよし証券に帰属しています。未許可での使用、複製の作成や発表を禁じます。

『いちよし経済研究所のレーティングシステム』

レーティング(フェアバリュースに対するレポートに記載した株価との乖離率)

20%超割安 A(買い)、20%割安~20%割高 B(中立)、20%超割高 C(売り)。

「中止」はレーティングを失効させる場合、「保留」は一時的にレーティングを停止する場合に用います。

その他の指標

リスク(財務・業績変動リスク、経営者リスク等を考慮したリスクの総合判断)

ローリスク LR、ミドルリスク MR、ハイリスク HR。

アナリストの判断によりレーティングを付与している銘柄をレーティング「中止」あるいは「保留」とすることがあります。

レポート発表日現在、パリミキホールディングス(7455、東証スタンダード)は証券金融会社が貸株利用等による「注意喚起銘柄」に指定しています。

お問い合わせの際は最寄の取引部支店までご連絡ください。

(C)Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2025 All Rights Reserved