

GCA FAS News

December 2016

Vol.28



For Client's Best Interest



GCA FAS

TOKYO PRO Market を活用した新たな資本政策

GCA FAS 株式会社

【本号の内容】

1. はじめに
2. TOKYO PRO Market とは
3. TOKYO PRO Market の具体的な活用例
4. おわりに

1. はじめに

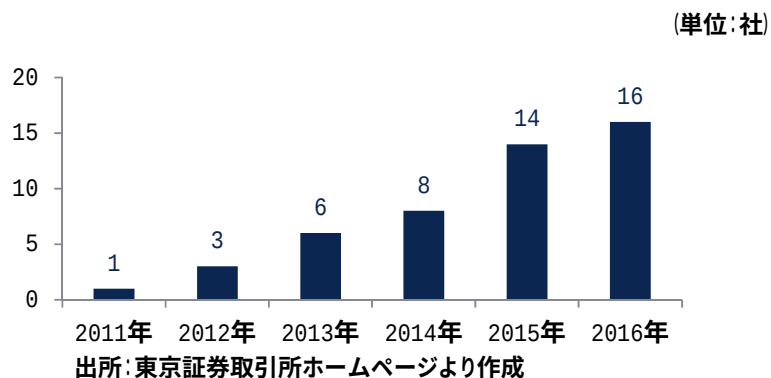
2016年12月1日、GCA FASは東京証券取引所の運営するプロ投資家向け株式市場であるTOKYO PRO Marketに係るJ-Adviser資格取得の認証を受けました。

今後、GCA FASはJ-AdviserとしてTOKYO PRO Marketに上場を目指す会社の上場適格性の調査・確認及び、上場後の適時開示の助言・指導、上場維持要件の適合状況の調査業務といった、J-Adviser業務を行って参ります。

TOKYO PRO Marketの前身となるTOKYO AIMは、ロンドン証券取引所の新興市場であるAIM(エイム)を参考として、日本の金融市場のさらなる活性化・国際化を図ることを目的として、2009年6月に開設されました。しかしながら、同市場の設立から7年が経過した現在でも上場企業数はわずか16社と、当初期待されていたほどの活用が進んでいないのが現状です。

本稿では、TOKYO PRO Market関連の制度概要をご紹介します。同市場が日本の資本市場に十分に浸透していない要因を考察するとともに、TOKYO PRO Marketの特徴を活かした新たな資本政策について解説します。

＜図表 1 TOKYO PRO Market 上場会社数＞



2. TOKYO PRO Market とは

日本の証券取引所には、国内外を代表する大企業・中堅企業が上場する東京証券取引所本則市場（東証一部、東証二部）、新興企業向け市場であるマザーズ、JASDAQなどの市場があります（以下、これらを総称して「一般市場」といいます）。

株式上場により、資金調達力や信用度の向上、優秀な人材確保など企業にとって大きなメリットが得られる一方で、一般市場への上場には、株主数や利益の額等に関する形式（数値）基準があるほか、四半期毎の開示書類作成、内部統制対応に多額のコストがかかるなど、中小・中堅企業にとっては敷居の高いものとなっています。

TOKYO PRO Market は、上場を目指す企業と投資先を求める投資家の多様なニーズに応えるため、参加する投資家を特定投資家等（いわゆる「プロ投資家」）に限定し、一般市場よりも自由度の高い上場基準・開示制度を持つ市場として、東京証券取引所により設立されました。

(1) TOKYO PRO Market の特徴

特徴① プロ向け市場

TOKYO PRO Market で株式の買付けができる投資家は特定投資家及び非居住者（以下、「プロ投資家」）に限定されています。これにより、一般市場に比べ柔軟な上場基準・開示制度をとることが可能となりました。

<図表 2 特定投資家等の概要>

投資家区分	具体例
特定投資家	適格機関投資家（金融機関など） 国、日本銀行 など
一般投資家に移行可能な 特定投資家	上場会社 資本金 5 億円以上の株式会社など
特定投資家に移行可能な 一般投資家 ^(*)	上記以外の株式会社 一定の要件に該当する個人
非居住者	日本国内に住所を又は居住を持たない個人、法人

^(*) 特定投資家に移行した場合に可能

出所：東京証券取引所ホームページ

特徴② 柔軟な上場基準・開示制度

TOKYO PRO Market には上場に際して一般市場で要求される形式基準はなく、東京証券取引所の認証を受けた J-Adviser が上場適格性を総合的に判断します。また、新規上場時の監査証明は直近 1 年間で足りるほか、四半期財務諸表や内部統制報告制度に関する開示義務がありません。さらに、財務諸表や各種開示書類を英語で作成することも可能であり、一般市場と比べて柔軟な制度設計となっています。

TOKYO PRO Market の市場参加者は、一定の要件を満たす「プロ投資家」に限定される

TOKYO PRO Market は上場審査や継続開示義務の面で一般市場と比べて柔軟な制度設計となっている

<図表 3 TOKYO PRO Market の制度面での特徴>

項目	東証一部・二部 /マザーズ/JASDAQ	TOKYO PRO Market
開示言語	日本語	日本語または英語
上場のための形式基準	株主数、時価総額、流通株、利益の額等	形式基準なし ^(*)
上場前の監査期間	最近 2 年間	最近 1 年間
内部統制報告書	必須	任意
四半期開示	必須	任意

^(*) J-Adviser が上場適格性について総合的に評価します

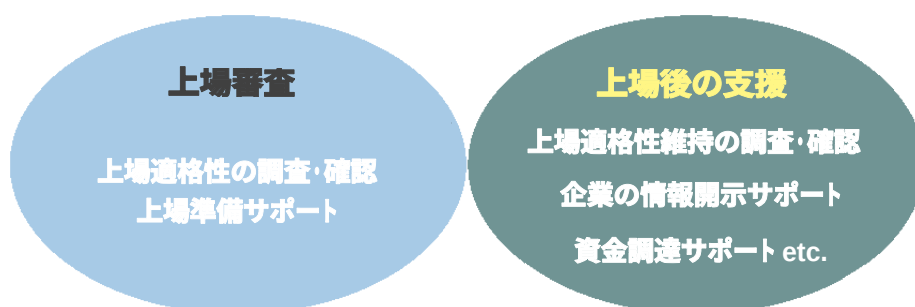
※ TOKYO PRO Market に関する制度や新規上場プロセスの詳細については東京証券取引所発行の「上場ガイドブック TOKYO PRO Market 編」をご参照ください

特徴③ 認定アドバイザー「J-Adviser」制度

東京証券取引所は、上場関連業務に関する一定の要件を満たした会社に対し J-Adviser 資格の認証を行います。J-Adviser は東京証券取引所に代わって上場審査を実施するほか、上場後は上場企業の適時開示の助言・指導、上場維持要件の適合状況の継続的な確認、ファイナンスのサポートなどを行います。

これまで財務・税務デューデリジェンスを中心に、多数の財務アドバイザー業務実績を有する GCA FAS は、財務の専門家としての実績が評価され J-Adviser 資格の認証を受けました。

<図表 4 J-Adviser の主な役割>



(2) TOKYO PRO Market の課題

課題①企業・投資家間の属性ミスマッチ

マザーズや JASDAQ では個人投資家による売買が全体の約 7 割を占めることなどから、新興企業への最大の投資家は個人投資家であると言われています。

新興企業向け市場であるロンドン AIM をモデルに設立された TOKYO PRO Market は新興市場として認識されている一方で、同市場で直接買付ができるのはプロ投資家に限定されており、個人投資家は投資信託等を通じて間接的に買付ができるのみとなっています。

課題② 金額規模のミスマッチ

機関投資家に代表されるプロ投資家は、最低投資金額が比較的大きいため、規模の小さい新興企業への投資には適していない側面があります。

TOKYO PRO Market が活性化していない要因は、市場の設計方針と市場参加者ニーズとのミスマッチにある

このように市場の設計方針と、上場希望企業及び投資家のニーズとのミスマッチが TOKYO PRO Market の活性化が進んでいない要因と考えられます。これを踏まえ、次章では新しい資本政策の手段としての TOKYO PRO Market の具体的な活用方法をご紹介します。

3. TOKYO PRO Market の具体的な活用例

TOKYO PRO Market 参加者（プロ投資家）は、主に事業会社と機関投資家が想定されます。以下では、事業会社が投資者（買い手）となるケースとして「事業承継」、機関投資家が買い手のケースとして、東証本則上場企業による一事業の「カーブアウト上場」について解説します。

(1) 事業承継－将来的な事業承継の準備

オーナー経営者が高齢となったこと等により引退する場合、円滑な事業承継によって会社を存続させて顧客への責任を果たし、従業員の雇用を守ることは経営者の義務として求められます。

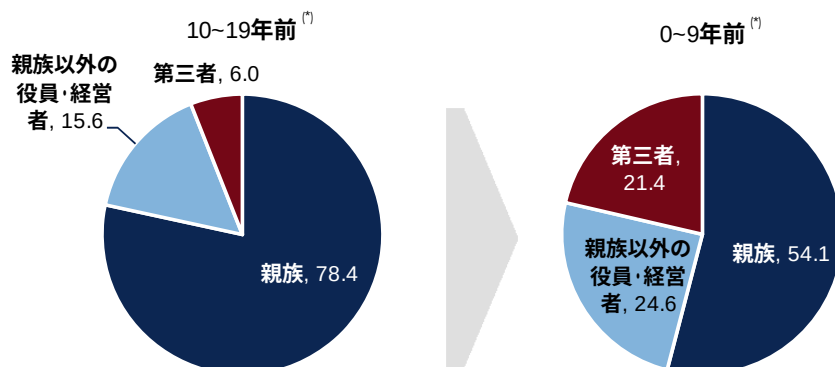
事業承継は、後継者の属性から大きく 3 つに分類できます。①オーナー一族の内部で経営権を承継する「親族内承継」、②MBO・EBO など、オーナー一族ではない役員や従業員に承継させる「企業内承継」、そして③第三者への売却（M&A）です。

依然として①の親族内承継の割合が高いものの、働き方の多様化や家督相続の考え方が薄れつつあることから、親族内承継の割合は減少傾向にあります。②の企業内承継について、MBO・EBO と一口に言っても、役職員の資金調達力に限界がある場合には、ファンドや金融機関から出資や融資を受けるためのハードルがあり、また、社内に

後継者として適切な人材を見つけることも困難なケースが多く、件数はまだまだ限られています。そして、近年増加傾向にあるのが、親族内、企業内で適切な承継者が見当たらず、第三者に売却する③事業承継 M&A です。

<図表 5 現経営者と先代経営者の関係>

(単位: %)



出所: 中小企業庁委託「中小企業の事業承継に関するアンケート調査」
(2012年11月 野村総合研究所) ^(*)調査時点より起算

事業承継 M&A の課題 (非上場企業が事業会社へ売却するケース)

◆ 財務的透明性が限定的

非上場オーナー企業は、通常、顧問税理士のサポートはあるものの、会計士監査を受けておらず、財務資料の会計基準への準拠性には企業によりばらつきがあります。また、オーナー個人を含む関連当事者との取引や節税を意識した取引が存在することもあり、それ故に、買い手企業は非上場のオーナー企業の買収に際して、事業の価値をディスカウントして評価するケースが散見されます。

◆ 事業承継ニーズのタイミング

事業承継の選択肢の一つとして M&A (売却) を検討する場合、買い手候補先企業は M&A 仲介会社から紹介を受けるのが一般的です。M&A 仲介会社はマッチング先がある場合、売り手、買い手双方の利害を調整する立場にあるため、売り手の企業価値をさらに拡大できる余地がある場合でも、案件の成立が優先されることがあります。例えば、事業会社 (オーナー) としてはあと数年間、事業を継続してから承継したいというニーズがあったとしても、M&A 仲介会社は早い段階での売却を進めることがあります。

また、事業承継を検討するオーナー側にとっても、他の買い手候補に関する情報が限られるために、他にもっと良い買い手があるかどうか判断がつかないまま、M&A 仲介会社から紹介を受けた会社に拙速に売却してしまい、売却価値を最大化できないケースもあります。

事業承継の手段としての M&A は、さまざまな理由から売却価値を最大化できていないケースが散見される

事業承継における TOKYO PRO Market の活用

◆ 財務的透明性向上

上場企業として、会計士監査を受け、上場審査の過程で組織体制の整備も進むことから、買い手に安心感を与え、不必要な企業価値のディスカウントを回避することができます。

◆ 情報公開による、買い手候補・ビジネスパートナーとの接点増加

企業活動に関する情報が広く一般に閲覧できる状態となるため、オーナー自らが模索する買い手候補に加え、新たな買い手候補から接触を図ってくる可能性が高まります。ビジネスパートナーによる一部資本参加等を梃にした事業規模拡大の選択肢も増加します。

また、売却時期もオーナー側の望むタイミングでの売却が可能となり、一定期間ビジネスパートナーと協働しアップサイドシナリオを実践することにより、その後の成長をベースとした高い企業価値で売却できる可能性が高まります。

◆ 信用度が高まることによるリクルーティング力の向上

上場企業となり、信用度が高まることによって、優秀な経営者（幹部）候補が参画する可能性が高まり、将来的な企業内承継も視野にいれた準備も可能となります。

このように、上場の敷居が比較的低い TOKYO PRO Market への上場は、後継者不在の企業にとって、長期的な事業承継準備の有用な手法となり得ると言えます。

(2) 事業承継—分散株主の集約・少数株主の売却機会提供

ある会社（A 社）を創業したオーナーに既に相続が発生し、株式が創業家一族に散逸してしまっているケースを想定します。十数年前の相続で A 社株式を取得したものの、経営未関与の創業家株主は、株式の売却を希望しています。経営陣による当該株式の買い取りには資金的な限界がある場合、A 社自身が自己株式として買い取ることも検討されますが、A 社株式が非上場株式の場合、含み益はみなし配当課税（最高税率:55%）の対象となるため、買取価額で合意に至ることが困難なことがしばしばです。

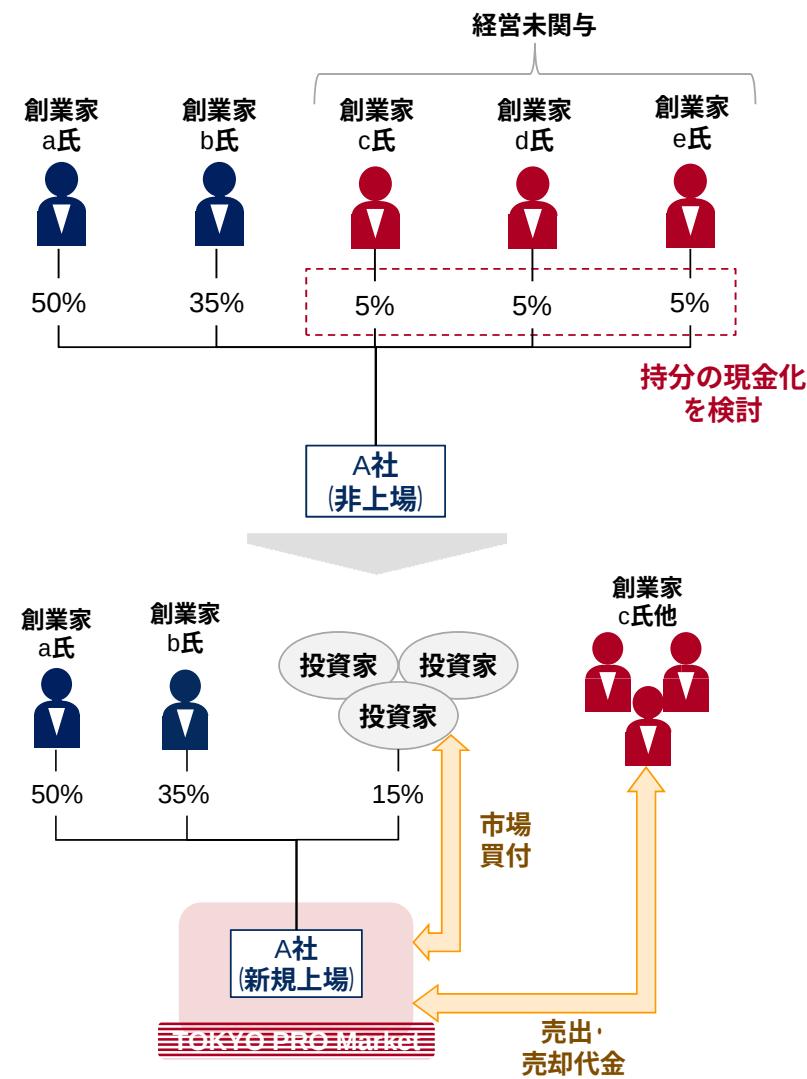
このケースでは、A 社が上場することにより、経営未関与の創業家株主は、A 社株式を市場で売却することが可能となります。流動性は低いものの、上場企業となり情報を広く公開することによって、マイノリティ出資を投資ターゲットとする金融投資家が A 社株式の買い手候補となる可能性が高まります。

また、A 社が上場企業となることで、自己株式取得に係る税務上の取扱いも異なります。前述したとおり、A 社株式が非上場株式の場合は、みなし配当課税（最高税率:55%）の対象となりますが、A 社が上場して

上場株式となることにより、株主は売却機会が広がるとともに、税務メリットを受けられる可能性がある

おり、ToSTNeT-2 (又は 3) による自己株式の取得を行う場合は、当該自己株式の取得は市場買付となるため、みなし配当課税の適用はありません (譲渡益課税: 税率 20.315%)。上場企業となることで、自己株式の取得を行う際の株主の税負担を軽減することができ、分散株主の集約化促進に寄与します。

<図表 6 TOKYO PRO Market 上場による分散株主の集約>



新興企業向けというイメージのある TOKYO PRO Market だが、大企業の資本政策にも活用
の場面がある

(3) カーブアウト上場

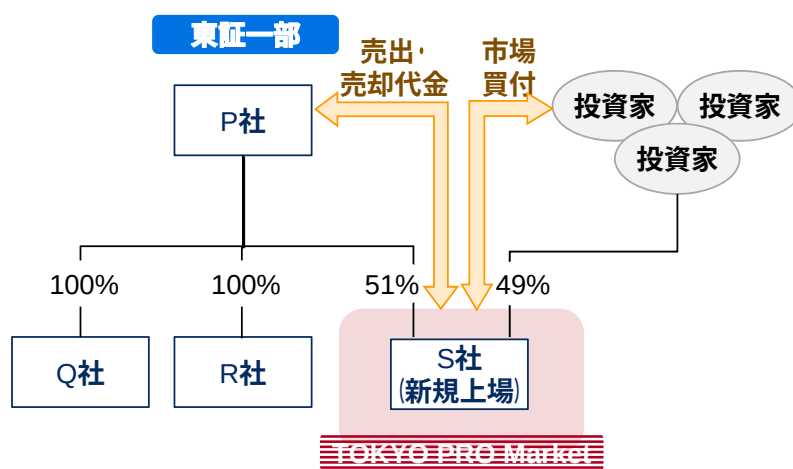
ある会社（P 社）は事業投資のための資金需要があるものの、現在の財政状態では追加借入や増資は困難な状況にあります。P 社は業績好調の完全子会社 S 社を有しており、引き続き連結子会社としたいものの、S 社株式の一部売却による現金化を検討しています。

一般市場では株主数が多数である等の理由から、上場企業の子会社を上場させること（いわゆる親子上場）は、実質的に難しいと考えられていますが、TOKYO PRO Market では買付者がプロ投資家に限定されているため、そのハードルは高くないと考えられています。

P 社は S 社株式を TOKYO PRO Market に上場させることで、マイノリティではあるもの、安定した配当が期待できる企業の株式を投資ターゲットとする機関投資家も買い手候補として現れる可能性が高まり、S 社株式の一部売却による資金調達が可能となります。

既存の子会社に限らず、一つの事業をカーブアウトにより子会社化した上で上場させることにより、上記のケースと同様の効果が得られます。

<図表 7 TOKYO PRO Market を活用したグループ再編成>



4. おわりに

株式上場にはさまざまなメリットがあります。上場審査の過程で企業は会計士監査を受け、内部管理体制の整備を行うため、上場企業は経営管理体制について信頼性が高まります。また、知名度・信用度の向上による競合との差別化、取引先や金融機関の与信増加、オーナー個人保証の解除、優秀な人材の獲得が容易になるといったことが考えられます。

一般市場と比べて柔軟な制度設計がなされている TOKYO PRO Market は、これまで満たされていなかった企業と投資家のさまざまなニーズに応える資本政策実行の場として今後活性化し、定着化していく可能性があります。

GCA FAS は、上記のような TOKYO PRO Market の活用を通じて、クライアントの皆様へ、新たな資金調達や事業承継のソリューションを提供し、クライアント価値の最大化を目指して参ります。

ここに記載されている情報は概略的な情報を提供する目的で作成されたものです。したがって一般的な参考目的の利用に限られるものとし、個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく本書の情報を基に判断し行動されないようにお願いします。本書に含まれる情報は正確性、完全性、目的適合性その他いかなる点についてもこれを保証するものではありません。本書に含まれる情報に基づき行動または行動をしないことにより発生した結果について、GCA FAS はいかなる責任、義務も負いません。

お問い合わせ:

GCA FAS 株式会社

〒100-6230

東京都千代田区丸の内 1-11-1 パシフィックセンチュリープレイス丸の内 30 階

TEL: 03-6212-1850 (代表)

E-mail: info@gcafes.com

<http://www.gcafes.com/>