
株式の活用

	<u>Page</u>
直接金融による資金調達	3
1 直接金融による資金調達	3
• 直接金融が注目される背景	3
• 直接金融の環境整備	4
• 直接金融の種類	5
増資	7
1 増資による資金調達	7
• 増資の種類と目的	7
• 中堅 / 中小企業の増資	8
• 株主割当増資と第三者割当増資	9
<C/B>中堅 / 中小企業の資金調達と自己資本	10
2 増資手続きと留意点	11
• 増資の手続き	11
• 株価算定の考え方	12
• 算定価格による課税の問題	13
• 有価証券届出書などが必要な場合	14
• 株主総会の特別決議が必要な場合	15
<C/B>倍率法の企業価値評価のための活用	16
ベンチャーキャピタル	17
1 ベンチャーキャピタルの活用	17
• ベンチャーキャピタルの目的と種類	17
• ハイリスク・ハイリターンのベンチャー投資	19
<C/B>成長ステージと資金調達	20

	<u>Page</u>
株式公開	21
1 株式公開の全体像	21
• 株式公開とは	21
• 株式公開のメリットと負担	22
• 株式公開市場	23
• 公開市場の検討	24
• 株式公開の関係者と役割	25
2 公開までの道のり	27
• 資本政策の目的と立案	27
• 資本政策の実施	28
• 関係会社の整備	29
• 経営管理体制の整備	30
3 公開までの道のり	31
• 申請 - 書類の作成	31
• 審査 - 審査上のポイント	35
• 審査 - 公開前規制	41
• 公募・売出 - 価格の決定方法	42
• 上場廃止基準	43
<C/B>公開予備軍の実像	44
補 グリーンシート市場	45
1 グリーンシート市場の活用	45
• グリーンシート市場の概要	45
• グリーンシート市場への登録	47
• グリーンシート市場のコスト	48
• グリーンシート市場の意義と注意点	49
参考文献	51

1 直接金融による資金調達

ここでは、中堅 / 中小企業の直接金融による資金調達手段の多様化について、その必要性、調達環境の整備、調達手段の種類などについて解説します。

■ 直接金融が注目される背景

直接金融とは、企業が投資家に対して直接資金を募る調達手段です。これに対し、間接金融とは投資家が供給した資金を一旦金融機関などを通して間接的に調達する手段です。直接金融による資金調達は、中堅 / 中小企業の資金調達多様化の手段として近年注目を集めています。ここではその背景について説明します。

中堅 / 中小企業による資金調達の大きな特徴として、大企業に比べて負債比率が高く、また負債の中でも銀行など金融機関からの借入(間接金融)に対する依存が強いということが挙げられます。このことは、中堅 / 中小企業の資金調達が金融機関の貸出態度の変化に影響を受けやすいことを意味しています。

これに対し、銀行など金融機関は近年、中堅 / 中小企業に対する融資には慎重な態度を示しています。この原因には、バブル崩壊以後、銀行が膨大な量の不良債権を抱え、現在でも依然としてその処理に負われていることがあります。自らが経営不振に陥っている銀行のリスク負担能力は低下しており、融資に慎重になっているのです。

また、これまで日本の金融機関が融資の際に不動産などの担保に依存してきた点も、融資に慎重になっている原因の一つと言えます。1991年をピークに地価は下落を続けており、担保に依存した融資が難しくなっているからです。

銀行が融資に慎重になっている原因にはさらに、中堅 / 中小企業への融資に際して銀行が適切なリスク評価を行うことが困難であるという点が挙げられます。これまで融資の際に担保に依存してきた銀行は、融資先の抱えるリスクを適切に評価するのが得意でないことも考えられます。またリスク評価のためには情報収集や分析のコストがかかりますが、大企業に比べ融資金額が小さい中堅 / 中小企業に対するリスク評価は、それだけコストが割高になるのです。

このような理由から銀行など金融機関は、中堅 / 中小企業への融資に慎重にならざるを得ません。そして従来から銀行借入に強く依存してきた中堅 / 中小企業の資金調達はこれに大きな影響を受けているのです。

直接金融による資金調達の多様化が注目される背景にはこのような事情があります。もちろん中堅 / 中小企業の資金調達においては今後も銀行などからの借入(間接金融)が重要なことには変わりはありません。しかし、過度に借入に依存することのリスクが高まっている現在の状況下では、直接金融によって資金調達手段を多様化することが必要になっているのです。

■ 直接金融の環境整備

このように直接金融による資金調達多様化の必要性が高まっていますが、実際に直接金融によって資金を調達するための環境も整いつつあります。近年、直接金融に関する規制緩和や各種制度の整備が進んでおり、また直接金融のための資本市場の整備も進んでいます。

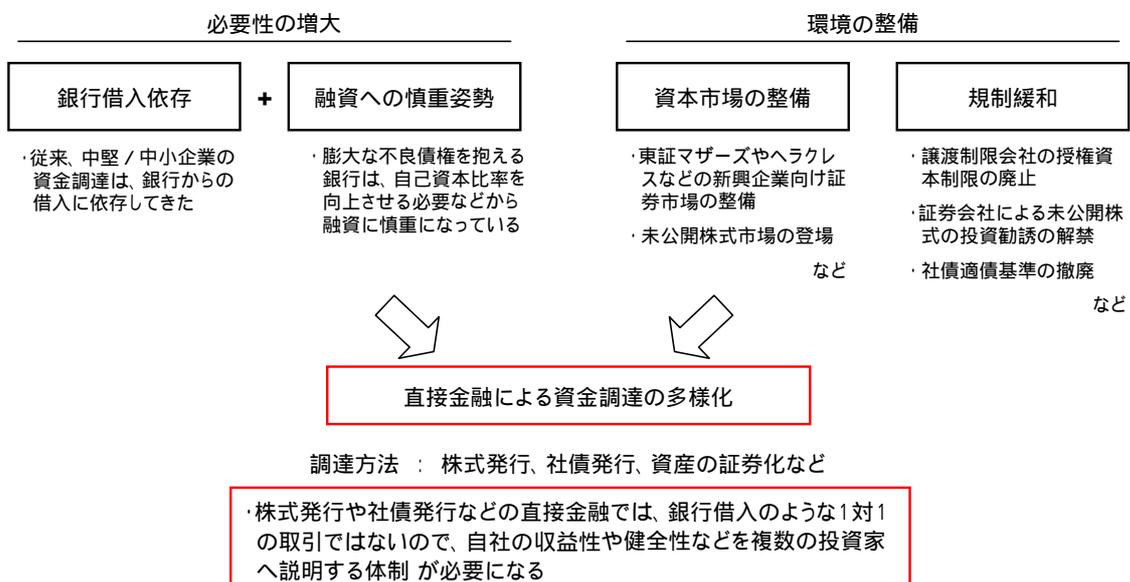
規制緩和に関しては、例えば1996年の社債適債基準の撤廃が挙げられます。適債基準とは、社債を発行するために企業に求められる基準のことですが、これにより、一定以上の格付けを取得した高い信用力のある企業だけしか社債を発行することができませんでした。しかし、適債基準が撤廃されたことで、法律上は、株式会社であればどのような企業でも社債を発行することが可能になりました。また1997年には、それまで禁止されていた証券会社による未公開株式の投資勧誘が一部解禁になりました。さらに、平成14年(2002年)施行の改正商法では授權資本枠の上限が譲渡制限会社に限って撤廃されました。このことも未公開企業の新株発行(増資)が機動的に行えるよう促進する動きです。

また直接金融を促進するための各種制度も拡充されてきています。例えば、信用保証協会では、2000年に中小企業が発行する私募債を保証する特定社債保証制度を創設しました。また2001年には中小企業が売掛債権を担保として金融機関から受けた融資に対して保証する売掛債権担保融資保証制度を開始しました。

またこれらに伴い、資本市場の整備も着実に進んでいます。株式の流通市場としては、1999年に開設されたマザーズを始めとして、各地の証券取引所が新興・成長企業向け市場を開設し、これまで株式を上場することが困難であった成長ステージの企業などにも公募増資による資金調達の機会が広がりました。さらに、前述の証券会社による未公開株式の勧誘解禁を受けて、1997年には未公開株式の流通市場であるグリーンシート市場が開設され、規模や実績のさらに小さい企業にも公募増資の機会が生まれています。

このように直接金融によって資金調達をする環境が次第に整ってきています。

図表 1-1 直接金融の必要性の増大と環境の整備



■ 直接金融の種類

直接金融には様々な手段があります。中堅 / 中小企業に身近なところでは株主割当増資や第三者割当増資、私募債の発行などを挙げることが出来ます。

ここでは、直接金融の手段を、貸借対照表(B / S)の区分に沿って説明します。

直接金融の手段は、貸借対照表(B / S)上の資産に対応したアセット・ファイナンス、負債に対応したデット・ファイナンス、資本に対応したエクイティ・ファイナンスの3つに大別することが出来ます。

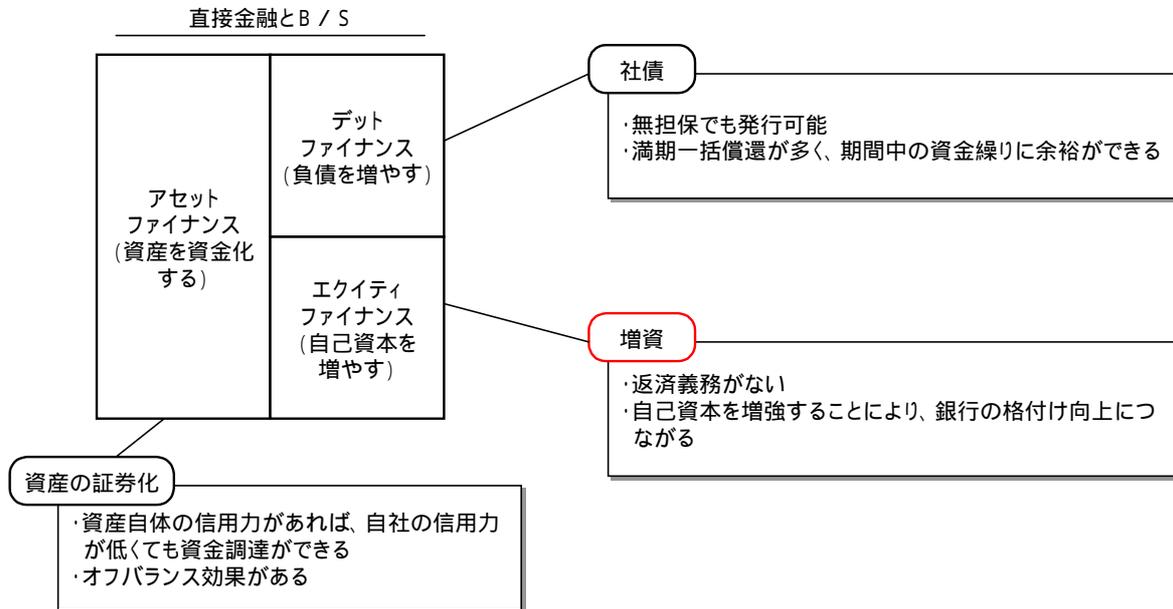
アセット・ファイナンスとは資産を早期に資金化することです。具体的には、資産の証券化やファクタリングなどの手段があります。資産自体の信用力や保証などによる信用補完ができれば、自社の信用力が低くても資金調達ができるという特徴があります。また資産を資金化し、その資金を負債の返済にあてることで財務体質の改善にもつながります。

デット・ファイナンスとは負債を増やすことです。具体的には社債の発行があります。これはあくまで負債調達であるため、デット・ファイナンスで調達した資金は返済の必要があります。しかし、負債の支払利息は会計上、損金扱いとなるため、その分課税対象額が低減される効果があります。なお直接金融ではありませんが、同様に負債調達である銀行借入にも、この効果があります。

エクイティ・ファイナンスとは自己資本を増やすことです。具体的な手段には増資(新株発行)があります。エクイティ・ファイナンスには返済義務はありません。ただし、債権者よりも高いリスクを負担している株主には、そのリスクに見合ったリターンを支払う必要があるため、必ずしも低コストの調達手段であるとは言えません。ただ増資によって自己資本が増強できるため、財務体質が健全化でき、それによって銀行借入の円滑化にもつながる点が長所と言えます。

このように、直接金融といっても、各手段によって特徴が異なります。直接金融によって資金調達手段の多様化を図ろうという場合には、これらの特徴を理解しておく必要があります。

図表 1-2 代表的な資金調達手段の特徴



<まとめ>

- ✓ 銀行借入への依存が高い中堅 / 中小企業に対して、銀行など金融機関は、自らの経営健全化やこれまでの不動産担保依存の限界などから、融資に慎重になっています。
- ✓ そのため、中堅 / 中小企業においては、直接金融の活用による資金調達の多様化が注目されています。
- ✓ 近年、規制緩和や各種制度の整備、資本市場の整備などが進められており、直接金融を活用する環境が整いつつあります。
- ✓ 直接金融の手段は、アセット・ファイナンス、デット・ファイナンス、エクイティ・ファイナンスの3つに整理することができ、それぞれ特徴が異なります。

1 増資による資金調達

ここでは、増資の種類を確認し、中堅／中小企業に有効な資金調達手段である株主割当増資、第三者割当増資について、両者の特徴を解説します。

■ 増資の種類と目的

ここからは、中堅／中小企業による資金調達を目的とした増資について解説していきますが、ここではまず増資の種類について説明します。

増資の種類は、資金の払込を伴わない無償増資と資金の払込を伴う有償増資に大別でき、それぞれ目的も異なります。

無償増資とは、新たな資金の払込を伴わない増資です。そのため、無償増資を行った場合には資本金は増加しますが、総資産が増加することはありません。

具体的手法としては、法定準備金(利益準備金、資本準備金)の資本組入れと利益剰余金の資本組入れの2つがあります。どちらも資金払込を伴わないため、資金調達の手段にはなりません。無償増資では株式数は増加しませんが、株式数を増加させる必要がある場合には、資本金を増加させた後に株式分割を行うことがあります。

一方、有償増資は新たな資金の払込を伴うため、資金調達手段として活用できます。また自己資本を増強することにより財務体質が改善でき、借入を行う際などの信用リスクの改善につながります。

有償増資には、公募増資、株主割当増資、第三者割当増資があります。

公募増資とは、新株の引受を不特定多数の投資家に募って資金調達を行うことです。公募と非公募の考え方については、後述するように厳密には証券取引法上の規定がありますが、通常言う公募とは株式市場に上場し、市場を通して投資家を募ることです。

株主割当増資は、既存株主に対して新株を割当てる方法です。個々の株主が現在所有する株式数に比例した新株を割当てる必要があります。また第三者割当増資は、既存株主も含めた特定の者に対して新株を割当てる方法です。これら株主割当増資、第三者割当増資の特徴については後で詳しく説明します。

このように増資には大きく分けて無償増資と有償増資があり、その目的も異なります。本書では資金調達を目的とした有償増資について解説していきますが、増資には、このように様々な手段・効果があるのです。

■ 中堅 / 中小企業の増資

有償増資には前述のように公募増資、株主割当増資、第三者割当増資がありますが、このうち公募増資は、通常、株式公開企業が市場を通して行う増資です。

なお、公募増資の「公募」とは、前述したように、厳密には証券取引法上の「募集」に該当するかどうかで区別されます。証券取引法上は、「多数の者に譲渡されるおそれ」がある場合が「募集」となります。未公開企業については、50名以上の不特定多数の投資家に対して新株引受を募る場合には募集(公募)、50名未満の特定少数の投資家に対して新株引受を募る場合には私募というように区別されます。

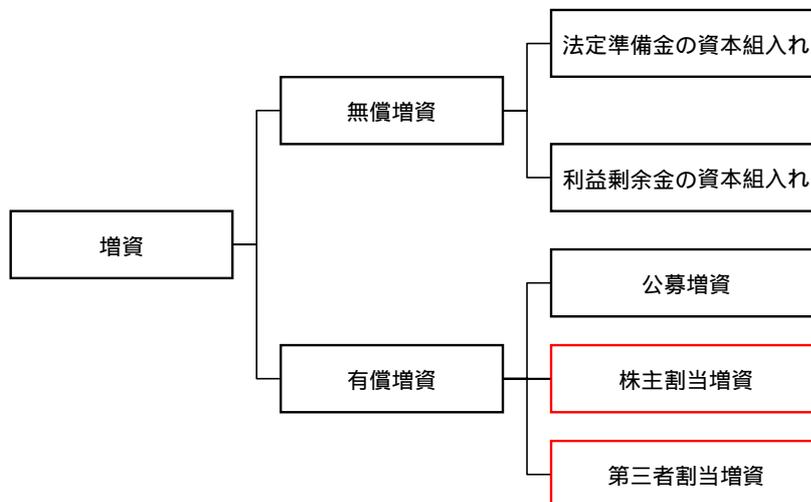
この区別からすると、未公開企業が行う増資でも、50名以上の投資家が新株を引受ければ公募増資ということになります。しかし、通常の公募増資は、株式市場を通して投資家を募り新株を発行して資金調達をするもので、ほとんどの場合、株式公開企業によって行われています。

従って、中堅 / 中小企業が増資によって資金調達を行う際は、株主割当増資や第三者割当増資を行うのが一般的です。

なお未公開企業が市場から投資家を募って公募増資を行う方法が全くないわけではありません。1997年に開設されたグリーンシート市場では、自社の株式をグリーンシート市場の登録銘柄とすることで、未公開企業でも市場を通して公募増資を行うことが出来ます。このグリーンシート市場については本書の末尾で概要を説明します。

ただ、グリーンシート市場を活用した公募増資は现阶段ではまだそれほど一般的とは言えず、また株式市場への上場ほどではありませんが、登録のための手間や費用もそれなりにかかるため、中堅 / 中小企業が増資によって資金調達を行う際は、株主割当増資及び第三者割当増資が一般的な手段となるのです。

図表 1-1 増資の種類



■ 株主割当増資と第三者割当増資

株主割当増資と第三者割当増資は、中堅 / 中小企業が増資によって資金調達を行う際の有効な手段となりますが、当然両者の特徴には異なる部分があります。

両者とも資金が調達できるという点では同様ですが、増資の際の新株の発行価格に違いがあります。株主割当増資の新株発行価格には特に制約はありません。従来は額面または額面以下で発行されていましたが、平成13年(2001年)10月施行の改正商法で額面株式が廃止されたことにより、発行価格に特に制約がなくなりました。

一方、第三者割当増資では、新株の発行価格は原則として時価発行になります。既存株主に対して時価よりも特に割安な価格で新株を割当てた場合、既存株主にとって不利益が生じるからです。そのため、第三者割当増資の際の発行価格が時価に対して特に割安な場合(有利発行と言います)には、新株を引受けた投資家に対して課税が発生する場合があります。この点に関しては次節で解説します。

また両者には、増資後の株主構成についても違いがあります。株主割当増資では、既存株主に対して、基本的に現在の持株比率に応じて新株を割当てます。従って、増資後も株主構成に変化はありません。これに対して第三者割当増資では、新株の割当対象は、既存株主以外の第三者または既存株主の一部となります。従って、増資後は株主構成が変化することになります。

この違いによって両者の活用場面も違ってきます。例えば、株主割当増資の場合、上記のように株主優遇として活用する以外にも、株式公開準備段階の資本政策の一環として現在の株主構成を維持したまま発行済株式数を増加させたい場合に活用することができます。一方、第三者割当増資は、例えばメインバンクや取引先などとの戦略的なパートナーシップを築く際に有効な手段となります。

この他にも、譲渡制限会社が第三者割当増資を行う際には、株主総会の特別決議が必要となります。この点に関しては後述します。

図表 1-2 株主割当増資と第三者割当増資の比較

	株主割当増資	第三者割当増資
対象者	・既存株主	・新株主(及び既存株主)
発行価格	・制約なし	・原則として時価
株主構成の変化	・変化なし	・新株主の登場により変化
株主総会特別決議の必要 (譲渡制限会社の場合)	・必要なし	・必要あり

- ・譲渡制限会社とは、定款に「株式を譲渡するには取締役会の承認が必要」な旨が記載されている会社
- ・譲渡制限会社では、株主全員が新株引受権を持つ



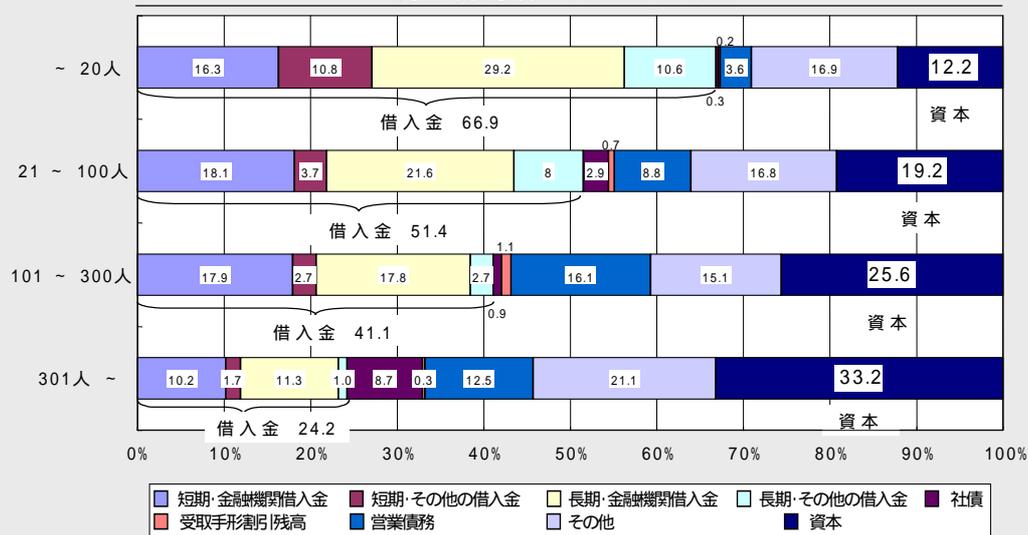
Coffee Break

中堅 / 中小企業の資金調達と自己資本

増資を行って自己資本比率を上げることで財務体質が改善でき、それが借入を行う際などの信用リスクの改善につながることは本文で説明しました。しかし、実際には企業規模が小さくなるほど資金調達に占める自己資本の割合は減少し、逆に、借入の割合が増加しています(下グラフ参照)。つまり、企業規模が小さくなるほど、借入依存が強いにもかかわらず自己資本が少ないために借入が比較的困難な状況に陥っていると考えることができます。

増資は、返済不要な資金を調達できるだけでなく、借入依存状況を改善し、借入による調達を円滑化することにもつながる資金調達手段です。そして従業員規模が小さい企業ほどその必要性が高いとも考えられます。

従業員規模の資金調達構造



資料 : 中小企業庁「中小企業白書(2003年版)」
 (注) : 1. 各項目の構成比率は分母を負債+資本+割引手形残高として算出。
 2. 営業債務(企業間信用)は支払手形+買掛金、その他は引当金等の残高。

<まとめ>

- ✓ 増資は、資金の払込を伴わない無償増資と、資金の払込を伴う有償増資に大別され、有償増資には公募増資、株主割当増資、第三者割当増資があります。
- ✓ 中堅 / 中小企業が増資によって資金調達を行う際は、株主割当増資、第三者割当増資が有効な選択肢となります。公募増資は事実上、株式公開企業の資金調達手段と言えるからです。
- ✓ 株主割当増資と第三者割当増資では、それぞれ特徴が異なります。主な相違点には、発行価格の違いと増資後の株主構成の変化の有無があります。

2 増資手続きと留意点

ここでは、増資手続き上の留意点について解説します。具体的には、増資の際の株価算定について、また有価証券届出書などの提出が必要になる場合、株主総会の特別決議が必要になる場合などについて解説します。

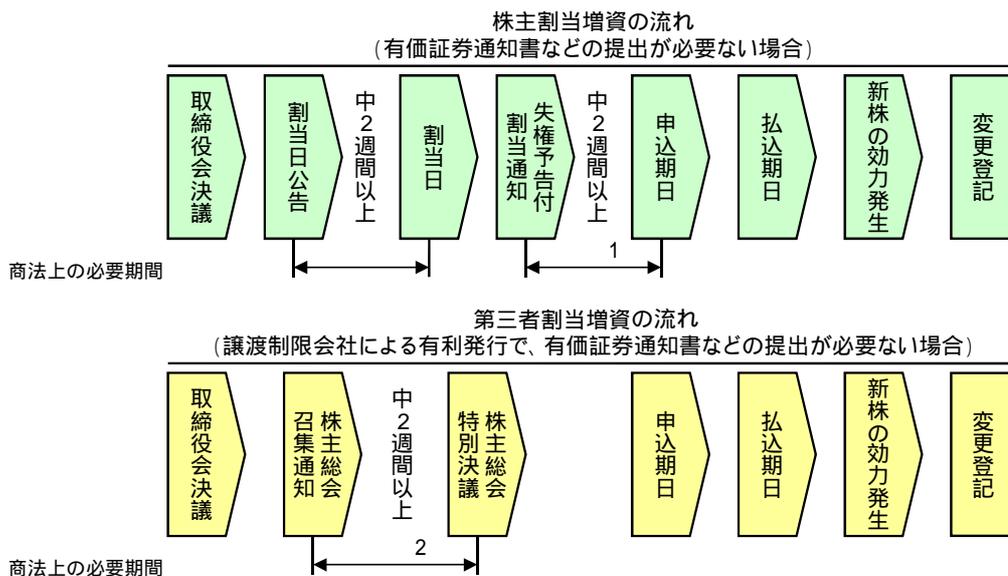
■ 増資の手続き

株主割当増資、第三者割当増資の手続きは、以下の図表2-1のように整理できます。増資は、新株を引受けてくれる株主や第三者がいれば、比較的簡単に長期資金、しかも返済の必要のない自己資本を調達できる手段です。また、期間についても、銀行借入ほど迅速ではありませんが、比較的短期間で資金を調達することができます。

しかし、増資の手続きにおいて、特に第三者割当増資の手続きにおいては、幾つか留意しておくべき事項があります。増資の際に課税が発生する、大きな手間や費用がかかる有価証券届出書の提出が必要になる、株主総会の特別決議が必要になる、などの場合があるからです。

以下、増資手続きの際の留意点について解説していきます。

図表 2-1 増資手続きの流れ



1 株主全員から事前に期間短縮の同意書を取得し、変更登記時に添付すれば、この期間は短縮が可能

2 平成14年(2002年)の改正商法で、譲渡制限会社に限って、定款を変更すれば、召集通知の送付から株主総会当日までの期間を1週間まで変更できるようになったほか、全株主の同意があれば、召集手続きを経ないで株主総会が開催できるようになった。

■ 株価算定の考え方

増資を行う際には、新株の発行価格を算定する必要があります。株式公開企業であれば、市場で形成された客観的な株価があり、新株の発行はその市場価格を用いて行うことができます。しかし、未公開企業にはこのような市場価格がなく、また株式の取引実績もそれほど多くない場合がほとんどのため、増資を行う際には企業価値を適切に反映した合理的な株価を算定する必要があります。

未公開企業の株価算定は、増資を行う際の難しい作業の一つです。企業価値を適切に反映した合理的な株価を算定することは容易なことではないからです。

株価の算定には様々な考え方がありますが、大きくは マーケット・アプローチ、 インカム・アプローチ、 コスト・アプローチの3つに分けることができます。

マーケット・アプローチとは、市場で売買される公開企業の株価を基準として市場株価を推計する評価方法です。代表的な方法には、倍率法、類似業種比準法、類似会社比準法などがあります。倍率法では、類似した他社の株価を基本にEBITDA倍率や純資産倍率など各種指標を使用して算定します。類似業種比準法、類似会社比準法では、類似業種または類似会社の平均株価を基本に配当や利益、純資産などを加味して算定します。それぞれの方法では、業種平均か複数の類似会社の平均かといった違いや使用する指標の種類や数の違いはありますが、自社の数値のみを使用するのではなく、株式公開企業と比較して自社の株価を算定する点がこれらマーケット・アプローチの各方法の特徴です。

実際には、市場特性や企業規模・成長段階、競争環境などに関して多くの条件を満たした類似会社を探し出すことは容易ではないこと、また業界平均の数値で個別企業の株価を算定することの妥当性などの問題がありますが、これについては、様々な指標を組み合わせるなどして精度を上げる工夫がなされています。

インカム・アプローチとは、将来獲得される純利益またはネットキャッシュフローを現在価値に割り引いて還元評価する方法です。代表的な方法には、収益還元法、DCF(ディスカунテッド・キャッシュ・フロー)法などがあります。収益還元法では損益計算書における税引き後利益を、DCF法ではキャッシュフローを基礎に計算します。

コスト・アプローチとは、企業の所有する全財産を算定する方法です。代表的な方法には、簿価純資産法、時価純資産法などがあります。これらの方法で算定された株価については、ある一時点の資産価値を評価するものであるため、企業の将来的な収益が反映されないという問題があります。

このように株価の算定には様々な考え方がありますが、実際に算定する際には、どのアプローチに従えば最も適切に評価時の企業価値を反映するかという観点から行うことになります。例えば、株式公開直前の企業の場合には、収益力を反映するマーケット・アプローチやインカム・アプローチの観点から株価を算定する場合があります。

■ 算定価格による課税の問題

増資の際に、算定した株価が税務上の時価と認められない場合には課税が発生することがあるため、株価算定時には注意が必要です。

課税判断の基準となる税務上の時価は、通常、「財産評価基本通達」によって算定されます。「財産評価基本通達」では、会社の規模や、株主と会社との関係によって複数の算定方法(類似業種比準法、純資産法など)が定められており、総合的な要素を取り入れた算定方法と行うことができるでしょう。また算定方法が詳細に規定されているため、異なる算定者が算定してもほぼ近似の値となることもこの評価法の特徴です。このため、実用性が高い算定方法と行うことができます。しかし、この通達は本来、相続税や贈与税を算定する方法であり、増資の際の株価評価を念頭において定められたものではないという点には留意しておく必要があります。

前ページでは、株価算定の際の3つのアプローチについて解説し、算定の際には、評価時点での企業価値を最も適切に反映するためには、どのアプローチに従えば良いかという観点が重要になると説明しました。しかし実際の株価算定では、公開予定のない未公開企業においては、課税の問題が発生する恐れがあること、また自社の企業価値を適切に反映する合理的な株価を算定することは容易ではないこと、などの理由から税務上の算定方法(「財産評価基本通達」)を採用する場合があります。ただ、この評価法は前述のように税務上の観点からのものであり、必ずしも企業価値を常に適切に反映するわけではありません。

増資の際の株価算定では、企業価値を適切に反映し、既存株主、新株主がともに納得する株価を算定することが求められます。しかし、どのような考え方に従って株価を算定するにしても、算定した株価が税務上の時価と認められる範囲内(つまり課税の対象となる恐れのない株価)に設定する必要がある点には留意しておく必要があります。そのため、株価算定にあたっては税理士、会計士、証券会社などの専門家に相談するといったことも必要になるでしょう。

図表 2-2 株価算定アプローチと税務上の注意点

株価算定のアプローチ	税務上の注意点	算定の観点と実際
<p>マーケット・アプローチ</p> <p>市場で売買されている公開会社の株価を基準とする評価法 主な方法：倍率法、類似業種比準法など</p>	<p>・算定した株価が税務上の時価と認められない場合には課税が発生する可能性がある</p> <p>税務上の時価の一般的な算定方法</p> <p>財産評価基本通達</p> <p>企業規模や株主の企業との関係などを勘案して複数の評価方法を設定 詳細な計算方法が定められており、算定者が異なっても近似の値が算定できる</p>	<p>・どのアプローチを取り入れれば評価時点での企業価値を適切に反映するか</p> <p>公開直前の企業</p> <p>継続企業としての収益力を反映するマーケット・アプローチやインカム・アプローチ</p> <p>公開直前でない企業</p> <p>未公開企業が自社の企業価値を適切に反映する株価を算定することは容易ではなく、税務上の評価方法(財産評価基本通達など)を採用するケースが多い</p>
<p>インカム・アプローチ</p> <p>将来獲得される純利益またはネットキャッシュフローを現在価値に割り引いて還元評価する方法 主な方法：収益還元法、DCF法など</p>	<p>・株主割当増資では株価による課税の問題は原則として発生しない</p> <p>・第三者割当増資の株価算定の際に注意する必要がある</p>	
<p>コスト・アプローチ</p> <p>企業の所有している全財産の価値を算定する方法 主な方法：簿価純資産法、時価純資産法など</p>		

■ 有価証券届出書などが必要な場合

未公開企業が増資を行う際、割当先の数や発行総額によっては、有価証券通知書または有価証券届出書の提出義務が発生する場合がありますので注意が必要です。

ポイントとなるのは、証券取引法上の「募集」の扱いとなるかどうかという点です。証券取引法上の募集とは、前述の通り、「多数の者に譲渡されるおそれ」がある場合となります。未公開企業の増資の際には、50名以上の投資家に対して募集を行った場合が該当します。

割当先が50名以上の場合、株式の発行総額が1億円以上になると有価証券届出書を、1,000万円以上1億円未満の場合には有価証券通知書を、財務局に提出しなければなりません。また割当先の数が50名未満で、証券取引法上の募集に当たらない場合でも、発行総額が1億円を超える場合には有価証券通知書の提出が必要になります。

なお割当先の数については、6ヶ月以内に行った増資の通算であること、発行総額についても2年間以内の、証券取引法上の募集に該当する金額の通算であることに注意する必要があります。

実務ではそのほかにも詳細な規定が定められているため、届出義務に関しては専門家に相談して確認することが必要でしょう。

有価証券届出書には、監査証明付の最近2事業年度の連結財務諸表等が必要となり、その作成には大きな手間・費用がかかります。また、一度有価証券届出書を提出した企業はその後継続して有価証券報告書を提出しなければなりません。

有価証券通知書には、増資の場合は取締役会・株主総会の議事録の写し、定款などを添付する必要がありますが、監査証明を添付する必要はなく、実際の作成枚数も数枚程度であるため、作成の負担はそれほど大きくありません。

有価証券届出書の作成には大きな負担が伴うため、増資を行う際は割当先の数や発行総額に関して、有価証券届出書の提出義務が発生しない範囲内に留めて実施するのが一般的です。

図表 2-3 証券取引法上の「募集」と有価証券届出書などの提出義務

割当先の数 ¹	株式発行総額 ²		
	1,000万円以下	1,000万円超	1億円以上
50名以上 (募集)	必要なし	有価証券通知書	有価証券届出書
50名未満 (私募)	必要なし	必要なし	有価証券通知書

1 割当先数は6ヶ月間の通算

2 2年間以内の募集に該当する金額の通算

■ 株主総会の特別決議が必要な場合

増資の際に株主総会の特別決議を行わなければならない場合があることにも留意しておく必要があります。

以下の場合には株主総会の特別決議が必要になります。

譲渡制限会社が第三者割当増資を行う場合

時価よりも有利な価格で第三者割当増資を行う場合(有利発行)

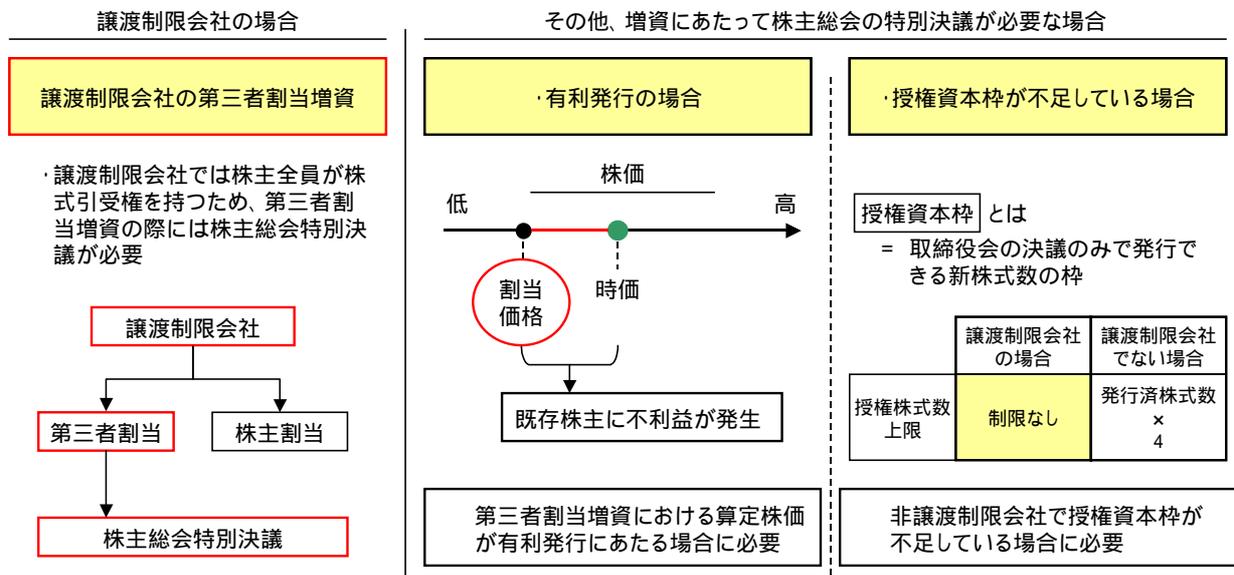
非譲渡制限会社が増資を行う際に、発行したい株式数に対して授權資本枠が不足している場合

譲渡制限会社とは、定款に「株式を譲渡するには取締役会の承認が必要」な旨の記載のある会社のことを指します。譲渡制限会社では、株主全員が新株引受権を持っているため、新株主や既存株主の一部を対象とする第三者割当増資を行う際には、株主総会の特別決議が必要となります。

第三者割当増資の際、時価よりも低い価格で新株を発行すると、既存株主が保有している株式の価値が減少し、既存株主に対して不利益を与えることになります。このように時価よりも低い「特に有利な発行価額」で新株を発行することを有利発行と言いますが、この場合、増資手続きの中で株主総会の特別決議が必要になります。

授權資本枠とは、取締役会の決議のみで発行が決定できる株式数の枠のことです。授權株式数の上限は、譲渡制限会社の場合については平成14年(2002年)の商法改正で、その上限がなくなりましたが、譲渡制限会社でない場合には、発行済株式数の4倍が上限となります。新たに発行しようとしている株式の数がこの上限を超える場合には、一旦上限の枠内で新株を発行し、その後株主総会で定款変更の特別決議を行って授權資本枠を増やす必要があります。

図表 2-4 増資にあたって株主総会の特別決議が必要な場合





Coffee Break

倍率法の企業価値評価のための活用

マーケットアプローチのところでも触れた倍率法の考え方は、増資時の株価算定だけでなく企業(事業)の価値評価のためにも活用されます。そのうちの幾つかの例を以下に示しました。あらゆる状況で参照すべき指標は一律に決まるものではなく、企業や市場の状況と各指標の特性を合わせて検討の上で活用することが重要です。

$$\begin{aligned} \text{EBITDA倍率} &= \text{投下資本} / \text{EBITDA} \\ \text{EBIT倍率} &= \text{投下資本} / (\text{営業利益} + \text{営業外収益}) \\ \text{売上倍率} &= \text{投下資本} / \text{売上高} \\ \text{当期利益倍率(PER)} &= \text{時価総額} / \text{当期利益} \\ \text{総資産倍率} &= \text{投下資本} / \text{総資産} \\ \text{純資産倍率} &= \text{時価総額} / \text{資本} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{投下資本} &= \text{時価総額} + \text{有利子負債} \\ \text{EBITDA} &= \text{営業利益} + \text{営業外収益} + \text{減価償却費} \end{aligned}$$

*一部の指標は実務者により定義が異なりますので、活用時には算出方法を確認する必要があります。

<まとめ>

- ✓ 未公開企業が増資を行う際は、株価を算定する必要があります。株価算定の際には、どの方法がその時点の企業価値を適切に反映するかということを勘案して行います。
- ✓ しかし、算定した株価が、税務上の時価と認められない範囲であった場合には、新株割当の対象者に課税義務が発生することがあり、注意が必要です。
- ✓ 増資の際の割当先の数や発行総額によっては有価証券通知書や有価証券届出書の提出義務が発生する場合があります。未公開企業にとって、有価証券届出書の作成は大きな負担となることから、通常、届出義務が免除になる範囲内で増資を行います。
- ✓ 増資の際に株主総会の特別決議が必要になるのは、以下のような場合です。
 - 譲渡制限会社が第三社割当増資を行う場合
 - 有利発行で第三者割当増資を行う場合
 - 非譲渡制限会社が授權資本枠以上の新株式を発行したい場合

1 ベンチャーキャピタルの活用

ここでは、ベンチャーキャピタルの事業目的と種類、またベンチャーキャピタルによる投資がハイリスク・ハイリターンであることなどを解説します。

■ ベンチャーキャピタルの目的と種類

ベンチャーキャピタル(以下、VC)は、未公開企業に対して、事業の初期段階から株式公開に至る過程で資金提供や経営支援などを行います。

VCの目的は、投資先企業が株式を公開した段階で、投資時の株価よりも高い価格で株式を売却し、キャピタルゲインを得ることです。投資した資金は必ず回収できるわけではありません。未公開企業への投資には高いリスクが伴います。従って、VCは、株式公開時のキャピタルゲインにより、このような高いリスクに見合った高いリターンを得ることを目的としているのです。

一口にVCと言っても、その種類は様々です。VCは、その出資母体などによって、銀行系、証券会社系、独立系、外資系、事業会社系などに分類することができます。従来、日本の主なVCは、銀行や証券会社を出資母体とするものでした。しかし、最近では特定の出資母体を持たない独立系、海外での豊富な経験・実績を持つ外資系、自社事業との相乗効果を狙うメーカーなどの事業会社系といったように、VCの出資母体は多様化してきています。

また、VCは投資のスタイルによって、ハンズオン型とハンズオフ型に分けられます。

ハンズオン型は、投資額を大きくすることで高い持株比率を確保し、役員を派遣するなどして投資先企業の経営に深く関与します。VCの目的はより多額のキャピタルゲインを得ることであるため、投資先企業の企業価値向上のための各種経営支援を行うことは、VCの投資リスクを軽減し、また投資期間の短縮につながります。近年、新興企業向け市場の整備などで、より早い段階での株式公開が可能となったことから、早期かつ多額のキャピタルゲインを目的として、このハンズオン型投資が注目されています。

しかし、日本におけるVCのハンズオン型投資には、現状では障害も多いようです。1つには、VC側の人材(ベンチャーキャピタリスト)の問題があります。日本のVCは銀行や証券会社の子会社を中心にして展開してきたため、ハンズオン型投資に必要な高度なスキル・ノウハウを持った人材が不足しているのです。また未公開会社の側に、外部株主の経営関与に対する抵抗感が強い点もハンズオン型投資の障害となっています。

一方、ハンズオフ型投資とは、資金の提供を中心として、経営に関しては既存の経営陣に一任する投資スタイルです。従来の日本のVCでは、公開を目指す有望な企業に資金を分散投資し、特に経営に関与することなく、そのうち公開に至った企業からリターンを回収するといったハンズオフ型の投資が主流でした。

このように、VCはどれも同じというわけではありません。VCからの出資を検討する際に重要なのは、個々のVCの特徴を認識し、VCに対する自社のニーズとマッチングさせることです。

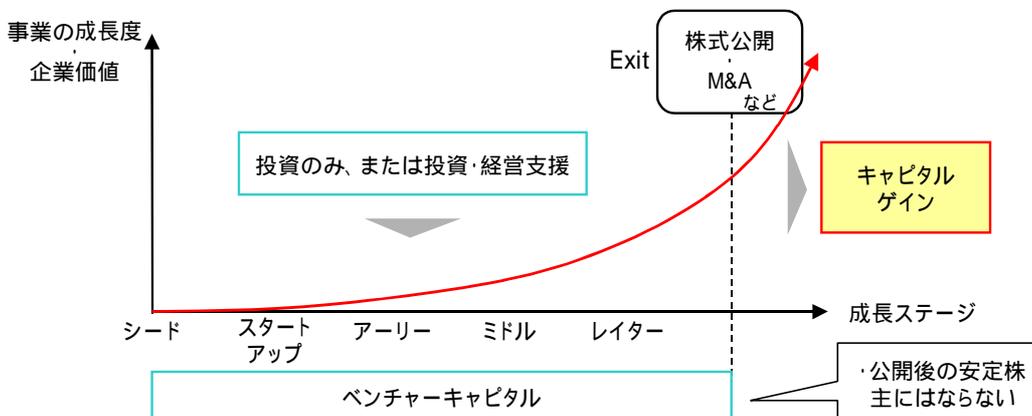
ハンズオン/ハンズオフに関して言えば、例えば、役員クラスの人材が不足している場合には、ハンズオン型VCからの役員派遣を受ける、資金調達の必要はあるが、経営への関与を望まない場合にはハンズオフ型のVCを選択するなどが考えられます。また出資母体に関して、株式公開準備の際の資本政策に関してVCから有益な支援を受けたい場合には証券会社系VC、ある特定の技術分野について詳しい市場情報などが必要な場合には、その分野に特化した独立系VCを選択するなどが考えられます。

日本のVC全体の傾向として、近年はハンズオン型投資を標榜しているVCが多いようです。しかし、経営関与の度合や経営支援の内容などはそれぞれのVCにより異なるのは言うまでもありません。また投資する企業の成長ステージについても、近年はより初期段階から投資・経営支援を行う傾向が強まっています。

またVCには民間のものだけではなく、政府系のものもあります。財政投融资を出資原資とする中小企業投資育成会社です。中小企業投資育成会社の特徴は、事業の創立期から公開後まで長期的に出資する点にあります。民間のVCが公開後速やかに株式を売却するのに対し、投資育成会社は長期的に安定株主として機能します。

VCから資金調達する際に注意しておかなければならないのは、(上述した投資育成会社など一部のVCを除き)VCは決して安定株主にはならないという点です。前述のように、VCの目的は投資した資金以上のリターンを、株式の売却益(キャピタルゲイン)という形で回収することにあります。従って、VCから資金を調達した企業が株式公開を実現した場合、VCは自らが所有する株式を市場へ売り出します。その場合、株式公開前にVCが保持していた持株比率がそのまま他の外部株主の持株比率になるわけです。そこで、VCからの出資を受ける場合にも、必要以上に安易な増資などを行わないことが重要です。

図表 1-1 ベンチャーキャピタルの目的



■ ハイリスク・ハイリターンへのベンチャー投資

VCが投資する企業を選定する際に重視するポイントは様々ですが、例えば、将来の高成長につながる高い技術力を持っていること、参入企業の少ないニッチ(すきま)分野で事業を展開していること、またこれまでにない新しいビジネスプランを持っていることなどが挙げられます。

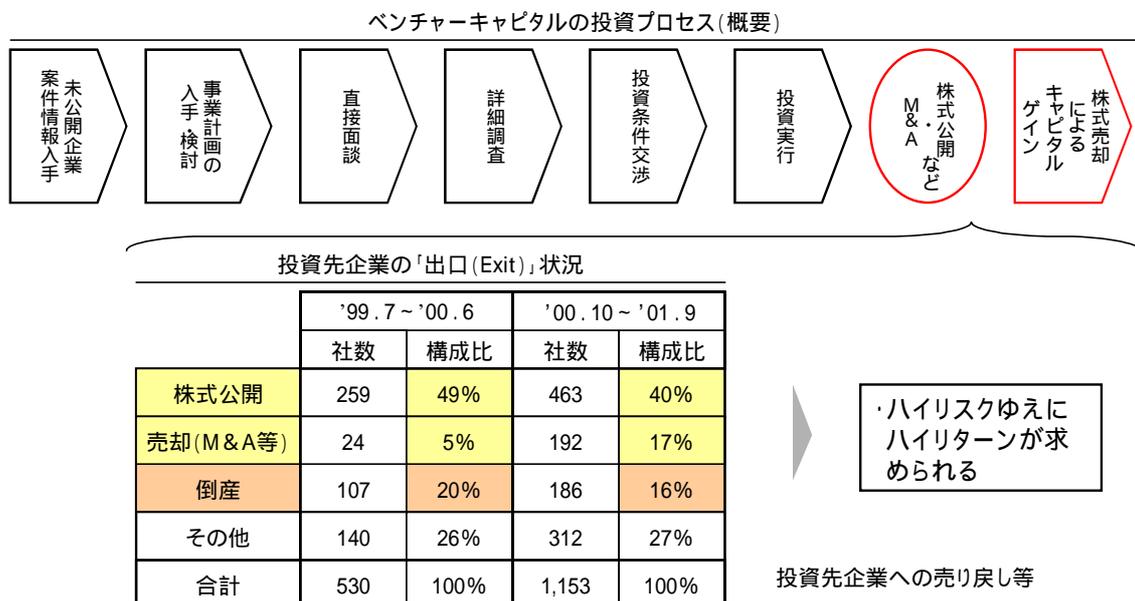
VCが将来有望な未公開企業に対する投資判断を行う際、重要な判断材料になるのが、当該企業が作成した事業計画です。図表1-2の上の図は、VCの投資判断プロセスの概要例ですが、通常VCは検討対象企業に対する面談や詳細調査に入る前に、まず事業計画を入念に検討します。

事業計画の検討では、商品・技術、市場・競合、販売、製造、経営陣・組織、財務など様々な側面から評価を行います。事業計画全体を通して、資金計画や利益計画、販売計画、生産計画などの諸計画に整合性があること、諸計画間に矛盾がないことが前提となります。また、財務面に関しては、数字の正確性・妥当性を検証することが困難な財務諸表よりも、むしろ資金計画におけるリスクの見積りとその対応策が具体的に想定されているかが重要になります。

しかし、このような検討を重ね、投資先企業を厳選しても、当然、投資した資金が全て回収できるわけではありません。当初の計画通りに事業が進まず、株式公開が困難になってしまったり、最悪の場合には倒産してしまうケースも少なくありません。図表1-2の下の表は、財団法人ベンチャーエンタープライズセンターが、VCの投資先企業がその後どうなったかという「出口」状況を調査したものです。この表からは、計画通り株式公開を果たした企業は半数以下であること、また倒産してしまうケースも2割程度あることが分かります。このように、VCが行う未公開企業への投資は、極めてリスクの高い投資なのです。

一方、別の調査では、ベンチャーキャピタルが要求する収益率として、投資ステージごとに、Seed・Start up期には26%、First Stageでは22%、Second Stageでは19%、Exit Stageでは15%の収益率をそれぞれ要求するというデータもあります(財団法人 UFJベンチャー育成基金)。この数字は一例に過ぎませんが、このことから、ハイリスクの投資を行うVCは、当然ハイリターンを要求するということが分かります。

図表 1-2 ベンチャーキャピタルの投資先企業の「出口」状況と要求収益率



財団法人 ベンチャーエンタープライズセンターが行った「平成13年度ベンチャー・ワンストップ・サービス提供事業 ベンチャーキャピタル投資状況調査」・「平成13年度ベンチャー・ワンストップ・サービス提供事業 ベンチャーキャピタル・ファンド・ベンチマーク調査」より



Coffee Break

成長ステージと資金調達

ベンチャーキャピタルからの出資以外にも、近年、未公開企業の成長ステージに対応する資金調達手段として新たな手法が出てきています。代表的なものとしては、新株予約権付融資、知的財産権担保融資などがあります。

新株予約権付融資	ベンチャー企業が将来発行する株式を一定の価格で買い取る権利(新株予約権)を銀行に付与することで、銀行は予約権の分だけ低利で融資を行います。銀行は、株式公開後などに予約権を売却することで融資のディスカウント分を回収できます。
知的財産権担保融資	ベンチャー企業の持つ知的財産権を価値評価して、それを担保に銀行が融資を行います。担保となる知的財産権としては、例えば、成立済特許権・出願中の特許、プログラム著作権(コンピュータープログラム)・コンテンツに係る著作権などがあります。

こうした新しいスキームについても検討し、自社にとって最適な資金調達手段は何か広く考えることが有意義です。

<まとめ>

- ✓ ベンチャーキャピタルには様々な種類があり、出資母体や投資スタイル(ハンズオン/ハンズオフ)などにより区別されます。そのため、ベンチャーキャピタルを選択する際には、各ベンチャーキャピタルの特徴と自社のニーズをマッチングさせることが重要です。
- ✓ ベンチャーキャピタルの目的は、株式公開やM&Aなどによる株式の売却益(キャピタルゲイン)です。
- ✓ ベンチャーキャピタルは公開後の安定株主にはならないため、ベンチャーキャピタルからの資金調達を検討する際には注意が必要です。
- ✓ ベンチャーキャピタルが投資判断を行う際には、まず事業計画が重要な判断材料になります。また、未公開企業への投資には高いリスクを伴うため、ベンチャーキャピタルはより高いリターンを見込める企業に投資することになります。

1 株式公開の全体像

ここでは、株式公開の全体像を理解するため、株式公開の意味、公開市場、公開準備をサポートする関係者などについて解説します。

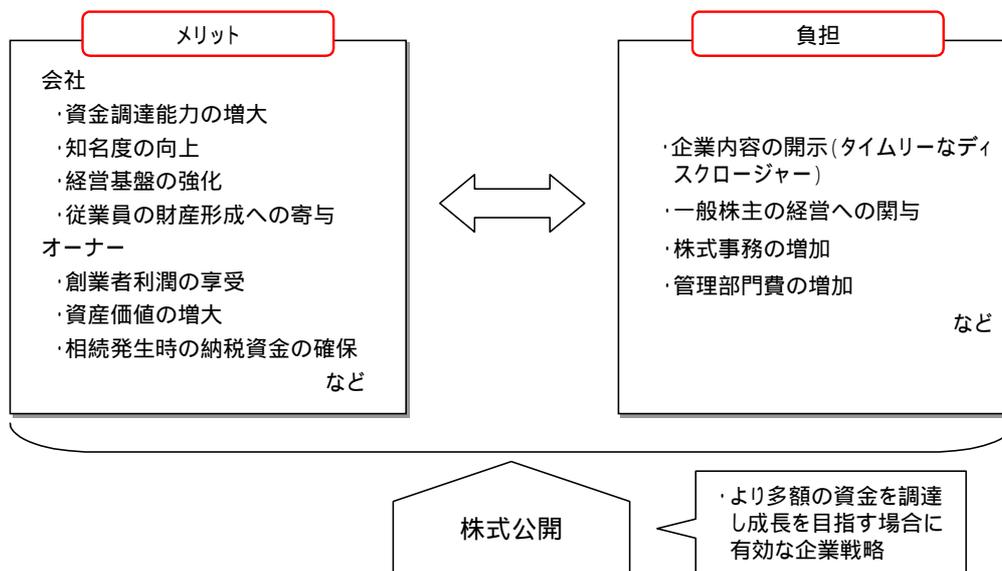
■ 株式公開とは

株式公開とは、株式公募によって不特定多数の一般投資家から資金を調達することを意味します。それまでオーナーなど限られた人たちによって株式が所有されていた状態から、証券市場において自社の株式を自由に売買できる状態にすることです。

同時に、株式公開はマイ・カンパニーからパブリック・カンパニーへの変革を意味します。株式を公開することによって、会社の所有者である株主の数は急激に増加します。このことは、それまで個人経営の傾向の強かった企業(マイ・カンパニー)が、不特定多数の投資家に対して責任を負う社会的存在(パブリック・カンパニー)となることを意味するのです。

パブリック・カンパニーには、ディスクロージャー体制の充実、組織的計画的経営、事業の継続性及び収益性の確保などが求められることとなります。株式公開の検討にあたっては、まずこのパブリック・カンパニーへの変革という点を理解しておく必要があります。

図表 1-1 株式公開のメリットと負担



■ 株式公開のメリットと負担

会社にとっての株式公開のメリットには、以下のような点があります。

- 資金調達能力の増大
- 知名度の向上
- 経営基盤の強化
- 従業員の財産形成への寄与

またオーナー個人にとっても、創業者利潤の享受や資産価値の増大、相続税発生時の納税資金の確保などのメリットがあります。

しかし、株式を公開することで増加・発生する負担も当然あります。株式公開企業の負担としては、以下のようなものがあります。

- 企業内容の開示(タイムリー・ディスクロージャー)
- 一般株主の経営への関与
- 株式事務の増加
- 管理部門費の増加

ここで注意すべきなのは、全ての未公開企業にとって、株式公開が必ずしも最善の企業戦略ではないという点です。株式公開とは、基本的により多額の資金を調達して成長を目指す企業に有効な戦略と言えます。業績が比較的安定しており、これ以上の拡大・成長を望まない企業にとっては、株式を公開することで得られるメリットよりも増加する負担の方が大きい場合もあるでしょう。

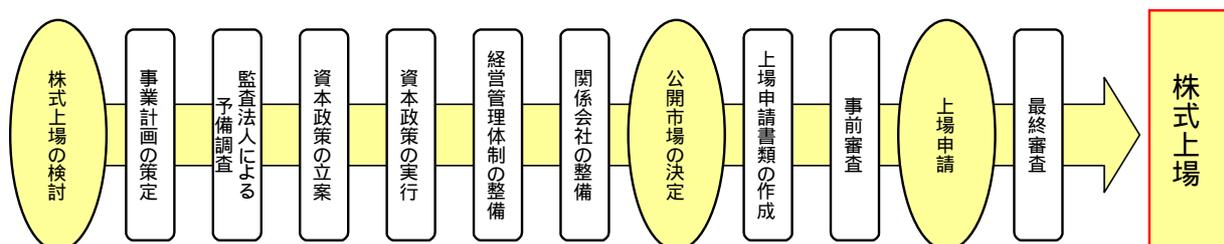
なぜ株式公開を目指すのか、目的を明確に持つことが重要です。

株式公開を検討する際には、メリットだけでなく負担も考慮に入れ、自社の企業戦略や事業目的に照らし合わせて、自社にとって株式公開に伴う負担よりもメリットの方が大きいかどうかを判断することが必要になります。

また公開に至る準備過程も、株式公開に伴う負担と言うことができます。図表1-2で示したように、公開を実現するまでには、数年に及ぶ公開準備プロセスの中で、プロジェクトチームを結成するなどして膨大な量の作業をこなさなければならず、多くの手間や費用がかかるからです。このような準備作業を通して、未公開企業はパブリック・カンパニーの要件を備えていくのです。

ただし、株式公開は企業にとってのゴールではありません。むしろ、株式公開はその後パブリック・カンパニーとして継続して収益を上げていくためのスタート地点に過ぎません。厳しい公開作業の中にあっても、常にこの点は認識しておく必要があります。

図表 1-2 株式公開までのプロセス



■ 株式公開市場

株式公開の具体的方法には、大きく分けて証券取引所市場への上場とJASDAQ市場への上場の2つがあります。

証券取引所市場では、各地の証券取引所が管理・運営の主体となり株式の売買が行われます。一般の投資家からの売買注文が証券会社を通じて証券取引所に集められて売買が行われています。

JASDAQ市場とは、日本証券業協会から委託を受けた株式会社ジャスダックが管理・運営の主体となり、証券会社の店頭で行われる売買取引の気配値を公表することによって成立している市場です。JASDAQ市場では、投資家と証券会社の間及び各証券会社間での売買取引が行われています。

証券取引所市場においては、1999年から2000年にかけて、新興企業向けの新市場が相次いで創設されました。これらの新市場創設の目的は、高い成長可能性を持つ新興企業の資金調達の円滑化にあります。現在では各地の証券取引所がそれぞれ新興企業向け市場を設けています。

またJASDAQ市場には1号基準と2号基準の2つの審査基準があります。1号基準は主に一般企業向け、2号基準は主に成長過程にあるベンチャー企業向け市場と位置付けることができ、両基準を合わせるとJASDAQ市場には幅広い規模・業種の企業が上場していることになります。またJASDAQ市場を経由して東京証券取引所などに改めて上場する企業もあります。

注：なお、日本証券業協会は、2004年度にJASDAQ市場を証券取引法上の取引所市場に転換する方針を固めたようです。これには、少ない資金で株式を売買できる信用取引など証券取引所市場と同様の取引ができるようにし、投資家の利便性を高め、株式の流動性を高める狙いがあります。(日本経済新聞 2003年9月19日参照)

図表 1-3 株式市場

証券取引所市場	従来型企業向け市場		新興・成長企業向け市場	
	市場第1部、2部	上場企業数 1部 2部	マザーズ	上場企業数 ²
東京証券取引所	市場第1部、2部	1,529社 557社	マザーズ	55社
大阪証券取引所	市場第1部、2部	770社 329社	ヘラクレス	101社
名古屋証券取引所	市場第1部、2部	320社 134社	セントレックス	0社
福岡証券取引所	一般市場	185社	Q-Board	1社
札幌証券取引所	一般市場	120社	アンビシャス	1社
JASDAQ市場 ¹		1号基準	2号基準	941社 ²

1 ・JASDAQ市場は2004年度にも証券取引法上の取引所に転換する見通し(日本経済新聞 2003年9月19日)

2 ・上場企業数は、2003年9月1日現在

・なお、JASDAQ市場の上場企業数には、登録管理銘柄は含まず

■ 公開市場の検討

どの市場に株式を上場するかは、自社の成長ステージや必要な準備作業・期間、上場の目的などと各市場の特徴とを照らし合わせて決定する必要があります。

成長ステージに関しては、前述したように公開市場は既存企業向け市場と新興・成長企業向け市場に大別できます。また市場によって上場審査時に満たしていなければならない形式基準（純資産額や時価総額）も異なります。

また上場のための要件や手続きなどの違いから、必要な準備作業や期間についても各市場により異なります。マザーズやヘラクレスなど証券取引所が運営する新興企業向け市場では、既存の取引所市場（一部・二部）やJASDAQ市場に比べて審査基準や申請手続きが緩やかであると言えます。一方、東証2部は、新興企業向け市場やJASDAQ市場などに比べて厳しい審査が行われます。従って、自社の現状ではどの程度の準備作業・期間が必要なのか、自社の戦略上、いつ頃の時期に株式を上場したいのかという点も公開市場を検討する際の重要な判断材料になります。

上場の目的に関しては、例えば、資金調達や上場による知名度の向上など、自社にとっての目的をあらかじめ明確にしておくことが重要です。

このように、上場市場を検討する際には、自社の現状・方針と各市場の特徴の双方を考慮して行うことになります。

図表 1-4 新興3市場の新規上場企業の状況

				2002年		
		2001年	2002年		最大	最小
マザーズ	新規公開企業数	7社	8社	売上高	16.1億円	1.9億円
	上場時平均時価総額	278.7億円	97.4億円	経常利益	2.8億円	- 6.3億円
	上場時平均資金調達額	53.3億円	20.9億円	資金調達額	34.0億円	1.9億円
ヘラクレス	新規公開企業数	43社	24社	売上高	236.1億円	1.7億円
	上場時平均時価総額	216.2億円	42.8億円	経常利益	19.3億円	- 6.8億円
	上場時平均資金調達額	36.0億円	7.8億円	資金調達額	19.8億円	1.5億円
JASDAQ	新規公開企業数	97社	68社	売上高	747.2億円	5.9億円
	上場時平均時価総額	132.2億円	73.1億円	経常利益	49.6億円	0.5億円
	上場時平均資金調達額	25.3億円	15.2億円	資金調達額	76.0億円	0.3億円

旧ナスダック・ジャパン（2002年12月からヘラクレス市場）

財団法人 ベンチャーエンタープライズセンター ホームページ、
経済産業省 産業技術知識基盤構築事業ホームページより作成

■ 株式公開の関係者と役割

株式公開に至る過程では、監査法人や幹事証券会社の他にも多くの関係者が関与します(図表1-5を参照)。

もちろん、株式公開の過程で、図表1-5に示した全ての関係者の協力が必ず必要というわけではありません。公開準備作業の中には、企業によっては外部の協力なしで行えるもの、監査法人や幹事証券会社などの協力で補えるものなどもあります。しかし、公開準備作業の効率的な進行のためには、必要時に適切な関係者から支援を受けることが必要であり、各関係者の役割を把握しておくことが重要になります。

以下では、主な関係機関の役割について説明していきます。

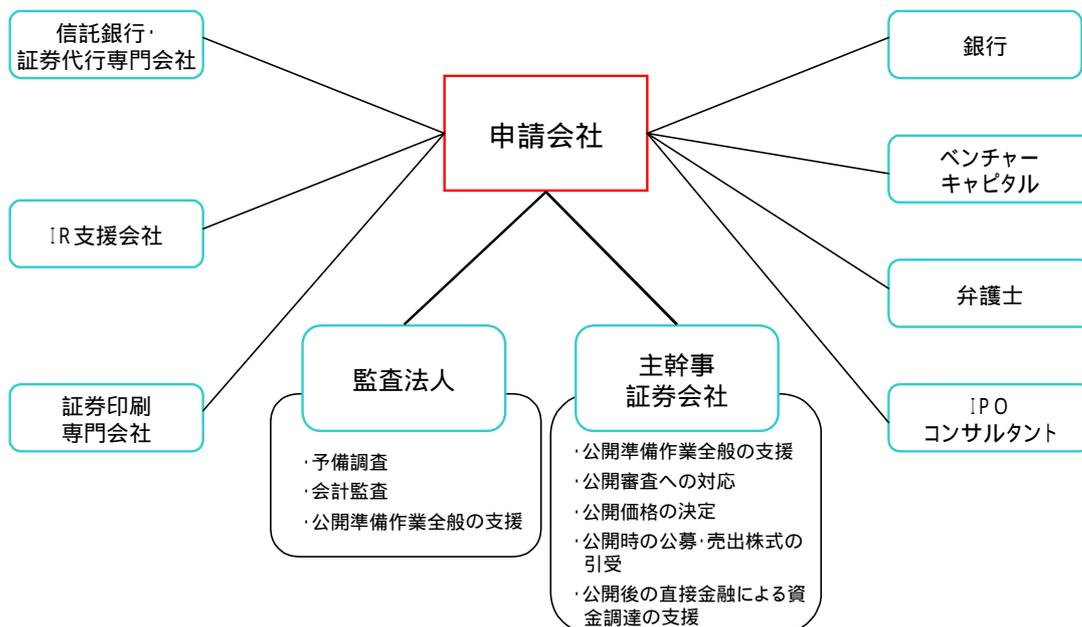
< 監査法人 >

監査法人は、申請に必要な会計監査だけでなく、経営管理体制、関係会社、会計制度の整備支援など公開準備作業全般の幅広い支援を行います。また、監査法人が公開準備初期に実施する予備調査では、株式公開に向けた課題の洗い出しや改善点の指摘などが行われるため、公開準備作業を効率的に進める上で有効な支援と言えます。

< 証券会社 >

証券会社は、公開準備作業全般の支援、公開審査への対応、公開価格の決定、公開時の公募・売出株式の引受、公開後のIRや公募による資金調達の支援など多岐に渡る支援を行います。この証券会社と前述の監査法人の2者は、公開準備の初期段階から公開後まで非常に大きな役割を担います。上場申請や上場時の引受などは複数の幹事証券会社と契約して行う場合があります。その中で主導的な役割を果たすのが主幹事証券会社です。

図表 1-5 株式公開の関係者



< 信託銀行・証券代行専門会社 >

信託銀行や証券代行専門会社は株式事務代行機関と呼ばれ、株主名簿の管理や株主の名義書換などの株式事務を代行します。証券取引所市場・JASDAQ市場ともに株式事務代行機関の設置を義務付けています。またこれらの機関は、株式事務の代行以外にも定款の整備、株式取扱規定の作成、株主総会運営などに関しても支援します。

< 証券印刷専門会社 >

証券印刷専門会社は、申請書類や有価証券届出書などの関係書類を印刷するだけでなく、その作成についても支援します。公開前には申請書類の作成支援、公開時には有価証券届出書及び目論見書などの作成支援、公開後は有価証券報告書などの作成支援を行います。このうち申請書類の中でも審査における重要度が高く労力を要する[の部] (内容等は後述)の作成には証券印刷専門会社の支援が役立ちます。

< ベンチャーキャピタル >

ベンチャーキャピタルは資金提供者としての役割以外にも、第 4 章で説明したように、ハンズオン型のベンチャーキャピタルでは、役員を派遣するなどして投資先企業の経営に深く関与します。公開準備作業においては資本政策の指導などを行います。

< IR 支援会社 >

IR 支援会社は、企業のIRに関して、その企画・立案から実際のIR活動まで含めて支援します。上場企業における近年のIRの重要性の高まりとともに、IR 支援会社へのニーズも高まりつつあります。

いずれにしても株式公開は自社のみでは行えません。公開準備作業を効率的に行うためには、関係する外部機関の種類と役割への理解は欠かせません。

< まとめ >

- ✓ 株式公開とは、マイ・カンパニーからパブリック・カンパニーへの変革を意味します。株式公開を検討する際には公開によって享受するメリットだけでなく、公開に伴って増加・発生する負担や自社の事業戦略との整合性などについても考慮に入れる必要があります。
- ✓ 株式市場には証券取引所市場とJASDAQ市場に大別でき、各証券取引所はマザーズやヘラクレスといった新興・成長企業向け市場を設けています。またJASDAQ市場は急成長企業から安定成長企業まで幅広い成長ステージに対応しています。
- ✓ 上場する市場は、自社の成長ステージや必要な準備作業・期間と各市場の特徴とを照らし合わせて決定する必要があります。
- ✓ 株式公開には多くの関係者の協力が必要であり、公開準備作業を効率的に行うためには、関係する外部機関の種類と役割への理解が欠かせません。

2 公開までの道のり

ここでは、公開準備の中でも重要性の高い資本政策、関係会社の整備、経営管理体制の整備について説明します。

■ 資本政策の目的と立案

資本政策とは、株式公開のメリットを適切に享受するために、公開時の発行済株式数・株主構成や必要な資金調達額などを策定し、株式の発行・売却を通してそれらを実現する活動です。

資本政策の具体的な目的は次のように整理できます。

- 事業の成長に合わせたタイムリーな資金調達
- 株式公開時における安定した自己資本規模・比率の実現
- 株式公開後の安定株主対策
- 高い流通性の期待できる上場株式数の確保
- インセンティブプラン
- 事業戦略パートナーとの関係強化

資本政策の立案には、実現性の高い利益計画が策定されていることが前提になります。公開時の発行済株式数は利益計画をもとに設定するため、利益計画の正確性が低く、実績が計画から大きく乖離してしまうと、想定した発行済株式数も不正確なものとなってしまいます。

公開時の発行済株式数の設定は、利益計画に基づく公開時の予想利益を公開時の想定1株当たり当期利益（EPS）で割るなどして設定します。また発行済株式数は各市場が定めている形式基準を満たす必要があります。

株式公開後の株主構成に関しては、株主総会における各種決議に必要な議決権が目安になります。商法上、総株主の3分の1以上で株主総会の特別決議の拒否権、過半数で普通決議、さらに3分の2以上で特別決議が可能となります。そのため、公開時の経営陣の持株比率は最低でも3分の1以上、可能ならば過半数を、また経営陣と社外の安定株主の持株比率合計は、最低でも過半数、可能ならば3分の2以上を確保したいところです。

なお、誰が安定株主であるかは一概には定義づけできませんが、ベンチャーキャピタルは公開後の安定株主にはなり得ない点は留意しておく必要があります。公開後に持株比率を是正することは非常に困難であるため、公開前の段階で将来の株主構成を想定し、資本政策の実施を通して実現しておくことが重要です。

公開準備作業としての資本政策は、主幹事証券会社などの協力を受けて行う場合が多いようですが、経営戦略と密接に関係した重要な活動であるため、企業の側にも十分な理解が必要となります。

■ 資本政策の実施

資本政策の実行手段は、その目的ごとに異なります。例えば、株式公開後の安定株主対策を目的とするのであれば、公開後も継続して株式を保有してもらえらる可能性の高い第三者に対する第三者割当増資や既存株主への株主割当増資などが考えられます。また従業員や役員へのインセンティブプランを目的とするならば、ストックオプションの付与や従業員持株会の設立といった手段が考えられます。資本政策に対応する主な実行手段については、図表 2-1 のようになります。

資本政策の実行手段は、近年の商法改正による規制緩和の動きにより、より自由度が増してきています。例えば、平成13年(2001年)10月施行の改正商法では、株式分割の際の1株当たり純資産額の規制が廃止され、資本の少ない企業でも株式分割により株式数を増加させることが可能になりました。平成14年(2002年)施行の改正商法では、普通株式とは権利内容の異なる株式である種類株式のうちの議決権制限株式を単独で発行することが可能となり、発行限度も緩和されほか、新株予約権に関しても単独発行が可能になると同時に付与対象者の制限も撤廃されました。

また近年の傾向としては、株式公開時の市場での需給バランスを調整するため、既存株主の株式売却を一定期間制限するロックアップ条項や公開時に証券会社が当初の予定以上の株式を売り出すオーバーアロットメントなどの手段を採用する企業も増えてきているようです。

資本政策を実施する際に注意すべき点としては、資金の調達と安定株主対策・経営陣の持株比率維持といった目的は、同時に実現することが難しい場合があります。例えば、公開前にある程度多額の資金を調達しようとした場合には株主割当資では限界があり、第三者割当増資を行うことが考えられますが、割当先がベンチャーキャピタルなどの場合には、資金調達は出来ても安定株主対策には逆効果になってしまうのです。

また公開前の資本政策において第三者割当増資や新株予約権の付与・権利行使などを行う場合には、公開前規制がありますので、この点にも注意する必要があります。公開前規制については後述します。

図表 2-1 資本政策の目的と主な実行手段

資本政策の主な目的	主な実行手段
・事業の成長に合わせたタイムリーな資金調達 ・株式公開時における安定した自己資本規模・比率の実現	・株主割当増資 ・第三者割当増資 ・新株予約権(付社債)
・株式公開後の安定株主対策	・第三者割当増資 ・株主割当増資 ・新株予約権(付社債)
・高い流通性の期待できる上場株式数の確保	・株式分割、株式併合 ・単元株数の括り直し ・ロックアップ条項 ・オーバーアロットメント
・インセンティブプラン	・ストックオプション ・従業員持株会
・事業戦略パートナーとの関係強化	・第三者割当増資 ・新株予約権(付社債)

注：普通株式に代わり種類株式を利用することも考えられる

■ 関係会社の整備

公開準備の過程では、関係会社についても整備する必要があります。関係会社を利用した決算操作・役員の利得行為などが行われる可能性があるため、審査の際に関係会社・特別利害関係者の存在や取引関係が重要な審査項目となるからです。

関係会社には、人的関係会社、資本的关系会社及びJASDAQ市場が規定する特定関係会社があります。

人的関係会社とは、人事・資金・技術・取引などを通じて実質的な支配／被支配の関係にある会社です。資本的关系会社とは、議決権の20%以上を実質的に保有している／されている関係にある会社です。資本的关系会社のうち、取引関係が特に密接なものが特定関係会社となります。また特別利害関係者とは、役員とその親族、役員などが議決権の過半数を所有する会社、関係会社及びその役員などです。公開審査上の関係会社・特別利害関係者の詳細な定義については図表2-2を参照して下さい。

関係会社の整備にあたっては、通常、存在の必要性のないものや赤字会社など業績不振のものを整理します。また特別利害関係者との取引については、営業取引、社宅の貸与、貸付金・仮払金などは原則解消するのが一般的です。

株式公開後は、会社の利益が特定の関係者へ供与されて株主などの投資家に損害を与えることはもちろん、そのようリスクを放置しておくことも許されません。従って、関係会社や特別利害関係者との取引状況は上場時に厳しく審査されることになるのです。

図表 2-2 関係会社・特別利害関係者とは

関係会社	人的関係会社	<ul style="list-style-type: none"> ・人事、資金、技術、取引などの関係を通じて、実質的に支配している／支配されている関係にある会社 ・具体的な形式基準などがあるわけではない
	資本的关系会社	<ul style="list-style-type: none"> ・会社の議決権の20%以上を実質的に所有している／所有されている関係にある会社 ・所有株式数には、特別利害関係者の持株数を含めて判定する
	特定関係会社 (JASDAQ)	会社の議決権の20%以上を所有する／所有されている関係で、かつ次の(a)(b)に該当する会社 (a) 相手会社との取引で発生した収益(または費用)が、全収益(または全費用)の20%以上を占める関係 (b) 貸借対照表における資産及び負債のうち、相手会社との取引で発生した債券・債務の合計額が総資産の10%以上を占める関係 で20%未満の会社が2社以上あり、その合計額が20%以上になり、そのいずれか一方が20%以上の株式を所有し、かつ申請会社との取引額が全収益(全費用)の10%以上を占める関係
特別利害関係者	<ul style="list-style-type: none"> ・役員、その配偶者及び二親等内の血族(役員等という)と、これらの者によって発行済株式数の過半数が所有されている会社ならびに関係会社及びその役員 	

■ 経営管理体制の整備

経営管理体制の整備・運用状況も、関係会社の整備と同様に、公開時の重要な審査項目となります。公開会社には、継続して収益をあげていくための経営基盤及びパブリック・カンパニーとしての社会的責務が求められるからです。

具体的には、主に以下のような作業を行うこととなります。

- コンプライアンス体制の確立
- ディスクロージャー体制の確立
- 利益計画と予算制度の整備・運用
- 社内規定の整備・運用
- 原価計算制度の整備・運用
- 内部監査制度の整備・運用

コンプライアンス体制とは、法令遵守はもちろん、社会的な倫理に則した企業活動を行う体制のことです。自社にとっての法的、社会・倫理的リスクを定義し、コンプライアンスマニュアルや内部諸規定などを整備します。

公開後に必要となる適時・適切なディスクロージャー(情報開示)のために、会計システムや月次決算、予算制度などの整備・運用を行います。

実現性の高い中長期計画や短期利益計画などを作成します。

関連法規との整合性をとりながら、組織規定や人事労務関連規定、業務関連規定などを整備・運用していきます。

原価計算制度は、経営管理上も有益に使用することができるものですが、まずは財務諸表作成要件を満たすことが前提となります。特に製造業では重要な審査項目になります。

未公開会社では内部監査を制度化していない企業が多いようですが、公開にあたっては内部監査の担当者を設置することになります。

未公開会社では、管理部門の人員数が少ない傾向があるようです。管理部門は直接収益に結びつくわけではないからでしょうか。しかし、組織的経営体制を整備し、運用していくためには管理部門の機能は欠かすことができません。公開準備を進める上でも、特に総務部門や経理部門などを強化することも重要になってきます。

<まとめ>

- ✓ 資本政策とは、株式の発行・売却を通して、株式公開のメリットを適切に享受するための活動です。資本政策の実行手段には様々な選択肢があり、近年は規制緩和などによって資本政策の自由度がさらに高まっています。
- ✓ 関係会社の整備は、関係会社を利用した決算操作や役員の利得行為などが行われる可能性があるため、上場審査の際の重要項目となります。
- ✓ 経営管理体制の整備も、関係会社の整備と同様に、上場審査時の重要項目となります。公開会社に求められる事業の継続性や収益性には強固な経営管理体制の整備・運用が必要になるからです。

3 公開までの道のり

ここでは、申請から公開までのプロセスにおける重要な事項について取り上げます。具体的には、申請書類の作成、審査のポイント、公開価格の決定などについて解説します。また公開後の注意点として上場廃止基準についても取り上げます。

■ 申請 - 書類の作成

上場のための申請書類は多岐に渡りますが、中心となるのは「上場申請のための有価証券報告書【 の部】・【 の部】」（証券取引所市場）、「登録申請のための有価証券報告書【 の部】・【 の部】」（JASDAQ市場）です。これらは通常、【 の部】、【 の部】というように呼ばれます。東証マザーズ、ヘラクレス、その他各地証券取引所の新興企業向け市場では【 の部】の提出は求めていませんが、同様の書類を提出しなければなりません。

【 の部】の記載内容は各市場共通で、申請後に財務局に提出する有価証券届出書と基本的には同じです。中心となるのは連結財務諸表及び財務諸表になります。【 の部】に記載する財務諸表には、ほぼ全ての市場で最近2年間の監査証明が必要になります。

【 の部】の記載内容は、各市場がそれぞれ定めている記載要領に従います。【 の部】と比較すると、【 の部】はより全般的かつ詳細な内容が求められ、いわば審査担当者への会社内容説明書と言えることもできるものです。分量についても、【 の部】は申請書類の中でも最大のボリューム(A4で150~200枚程度)となります。

これら【 の部】・【 の部】は上場審査の際に重要な審査材料になります。

【 の部】については、株式公開後に継続的に開示する有価証券報告書のベースとなるため、公開後に必要となる開示書類作成能力を審査する材料となります。また【 の部】は、申請会社の実態を総合的に判断する材料となります。実質審査は【 の部】の内容に沿って進められ、審査の内容及び進行度合は【 の部】の記載内容とそのレベルによって大きく左右されます。

【 の部】・【 の部】の作成は、通常、経理部が中心となって行いますが、特に【 の部】はボリュームが多くかつ内容も多岐に渡るため、社内のあらゆる部門の協力が必要になります。また、これら申請書類の印刷を請負う証券印刷専門会社が【 の部】の作成支援も行っている場合が多いようです。申請書類の作成時には、各担当者間及び【 の部】・【 の部】の記載内容の整合性をとることが重要になります。ボリュームが多く、担当する部門も多いのでこの点は注意する必要があります。

なお、マザーズ、ヘラクレスでは【 の部】に代わる書類として、マザーズでは事業内容や今後の事業計画、特別利害関係者との取引内容などを記載する「上場申請者に係る各種説明資料」、ヘラクレスでは業界動向や営業の状況等を記載する「確認審査資料」の作成がそれぞれ求められています。

図表 3-1 審査における【 の部】・【 の部】の位置付け



図表 3-2 【 の部】の記載内容(「企業内容等の開示に関する内閣府令」の様式に準ずる)

「企業内容等の開示に関する内閣府令」第8条第2項に定める第二号の様式に準ずる	
<p>第一部 証券情報</p> <p>第1 事業の概況等に関する特別記載事項</p> <p>第二部 企業情報</p> <p>第1 企業の概況</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 主要な経営指標等の推移 2. 沿革 3. 事業の内容 4. 関係会社の状況 5. 従業員の状況 <p>第2 事業の状況</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 業績等の概要 2. 生産、受注及び販売の状況 3. 対処すべき課題 4. 経営上の重要な契約 5. 研究開発活動 <p>第3 設備の状況</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 設備投資等の概要 2. 主要な設備の状況 3. 設備の新設、除却等の計画 <p>第4 提出会社の状況</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 株式等の状況 2. 自己株式の取得等の状況 3. 配当政策 4. 株価の推移 5. 役員の状況 	<p>第5 経理の状況</p> <p>【監査報告書】</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 連結財務諸表等 【監査報告書】 2. 財務諸表等 <p>第6 提出会社の株式事務の概要</p> <p>第7 提出会社の参考情報</p> <p>第三部 特別情報</p> <p>提出会社及び連動子会社の最近の財務諸表</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 貸借対照表 2. 損益計算書 3. 利益処分計算書 <p>第四部 株式公開情報</p> <p>第1 特別利害関係者等の株式等の移動状況</p> <p>第2 第三者割当等の概況</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 第三者割当等による株式等の発行の内容 2. 取得者の概況 3. 取得者の株式等の移動状況 <p>第3 株主の状況</p>

図表 3-3 【 の部】の記載内容(東京証券取引所への上場申請の場合)

- ・ 上場申請理由について
- ・ 企業グループの概況について
- 1. 沿革について
 - 申請会社を設立するに至った経緯等
 - 最近10年間に於いて、不渡手形を出したことの有無及びその経緯
- 2. 企業グループの状況について
 - 企業グループとしての経営方針、事業の種類別セグメントごとの事業内容、企業グループ各社間の出資比率、取引関係、資本下位会社等の事業内容等
- 3. 親会社等との関係について
 - ・ 親会社等を中心とした企業グループ内における申請会社の企業グループ内での役割、分担等
 - ・ 申請会社又は連結子会社にとって、親会社等の承認を要する事項がある場合におけるその内容
 - ・ 親会社等の役員又は従業員が申請会社又は連結子会社の役員を兼任している場合におけるその内容及び理由
 - ・ 申請会社又は連結子会社が、親会社等から債務保証その他の経済的支援を受けている場合におけるその内容
 - ・ 「仕入先一覧表」又は「販売先一覧表」に親会社等を記載した場合、もしくは親会社等と申請会社又は連結子会社との間に営業外取引がある場合の、取引の具体的内容、取引条件等
- 4. 労務の状況について
 - ・ 事業の種類別セグメントごとの部署等の名称及び従業員数
 - ・ 受入出向者又は派遣出向者がいる場合に、出向元等の名称、出向元等ごとの人数等
 - ・ 最近5年間の各事業年度末日における企業集団の従業員数
 - ・ 最近3年間に於ける企業集団の事業の種類別セグメントごとの従業員の異動の状況
 - ・ 申請会社及び記載すべき子会社における、最近3年間の平均給与月額等
 - ・ 申請会社及びその企業グループを含めた人事政策
- ・ 事業の概況について
- 1. 業界について
 - 業界に対する法的規制等、監督官庁の有無等、最近の業界の動向等
- 2. 事業の内容について
 - 事業の特徴、製・商品及びサービスの特徴、研究開発の状況等
 - 仕入れの状況
 - 生産の状況
 - 販売の状況
 - 事務フロー
- 3. 経営管理体制について
 - 組織図、予算統制、資金の調達及び運用の方針等、内部監査、コーポレート・ガバナンス等
- ・ 申請会社の状況について
- 1. 役員について
 - ・ 役員の経歴
 - ・ 他の役員又は大株主(上位15名程度)との間で二親等内の血族又は姻族の関係がある役員について
 - ・ 役員が議決権の過半数を実質的に所有している会社の事業内容等
 - ・ 最近2年間に於ける役員等関係者と申請会社又はその子会社との間の取引関係
- 2. 大株主について
 - ・ 他の役員又は大株主(上位15名程度)との間で二親等内の血族又は姻族の関係がある役員について
 - ・ 他の会社・団体等から移籍、他の会社・団体等の役職員等の兼職
 - ・ 最近1年間に於ける役員等関係者と申請会社又はその子会社との間の取引関係
- 3. 株式事務
- 4. 最近5年間の自己株式の保有の状況
- 5. 最近5年間に発行した新株予約権の状況

- ・ 経理の状況について
 1. 連結財務諸表の明細
 2. 財務諸表の明細
 3. 株式・転換社債・新株引受権付社債の発行による資金調達について
 4. 監査意見について
- ・ 損益及び収支の状況について
 1. 連結損益の変動要因について
 - ・ 最近5年間の売上高等の変動要因
 - ・ 最近5年間の事業の種類別及び所在地別セグメントの売上高等並びに海外売上高の変動要因
 2. 申請会社等の損益等の推移
 - ・ 最近5年間の売上高等の変動要因
 - ・ 大規模子会社の最近5年間の品目別売上高及び売上総利益の推移及び変動要因
 3. 記載すべき子会社の損益等の推移
 4. 大規模子会社の最近5年間の品目別売上高及び売上総利益の推移及び変動要因
 5. 収支の変動要因について
- ・ 今後の見通しについて
 1. 企業集団の状況について
 - ・ 最近1年間の連結損益及び今後2年間の連結損益計画表
 - ・ 事業の種類別及び所在地セグメント及び海外売上高について最近1年間の実績及び今後2年間の損益計画
 - ・ 連結損益計画及び各セグメントにおける損益計画の具体的な作成根拠
 - ・ 最近1年間の連結キャッシュ・フロー及び今後2年間の連結キャッシュ・フロー計画
 - ・ 上場後における申請会社の利益配分についての考え方・方針について
 - ・ 今後、企業グループの損益、収支もしくは財政状況に重要な影響を与える事項、又は与える可能性のある事項
 2. 申請会社の状況について
 - ・ 最近1年間の損益及び今後2年間の損益計画表等
 3. 大規模子会社の状況について
 - ・ 最近1年間の損益及び今後2年間の損益計画表等
- ・ その他について
 - ・ 証券取引法第166条第1項に規定する「業務等に関する重要事実」等の管理体制及び役員員のインサイダー取引防止策について
 - ・ 適時開示体制の整備及び運用状況
 - ・ 係争、紛争事件、法令違反等の状況

■ 審査 - 審査上のポイント

上場審査の手続きは、証券取引所市場とJASDAQ市場でそれぞれ異なります。

証券取引所市場の場合は、証券取引所が直接申請会社の審査を行います。これに対しJASDAQ市場では、日本証券業協会の会員である幹事証券会社を通して上場申請を行うため、申請前に幹事証券会社が事実上の審査を行い、その報告をもとに株式会社ジャスダックが確認審査を行うという流れになります。

株式公開の審査基準には形式基準と実質基準があり、審査は、まず形式基準にもとづいて行われ、それを満たした企業のみが実質基準による審査を受けます。これについては証券取引所市場もJASDAQ市場も同様です。

形式基準では、最低限満たしていなければならない基準として、純資産額(資本金)や時価総額、最低公開株式数や株主数などが特定の数値で定められています。これらは各市場によって異なります。各市場の形式基準については、図表3-4を参照してください。

実質基準では、形式基準のように特定の数値などがあるわけではなく、申請企業の実態が株式公開企業としてふさわしいかどうかを多角的な観点から審査します。

実質基準で重視されるポイントには、各市場により多少異なりますが、概ね以下のような点に集約できます。

- 企業の継続性及び収益性
- 企業経営の健全性
- 企業内容の開示の適正性

に関しては、安定した経営基盤を持ち、株主への利益配当を行うことができる業績の見通しがあるかが審査されます。具体的には、会社の沿革、事業内容や今後の展開方針、経営成績、利益計画、仕入れ・生産・販売状況などが主なポイントになります。

に関しては、会社が個人経営から脱却し、組織的な経営体制が整備・運用されているかが審査されます。具体的には、経営管理体制の整備・運用状況、関係会社・特別利害関係者との取引状況、役員構成と兼職状況などが主なポイントとなります。

に関しては、公開企業に求められる企業情報の適時・適正開示を行える体制が整備されているかが審査されます。具体的には、財務諸表等規則への準拠、月次の予算管理状況、適正な会計処理の実施状況などが主なポイントになります。

詳細については、図表3-5、3-6の東証2部、JASDAQの実質基準を参照してください。

なお、マザーズ、ヘラクレスにおける審査では、企業の継続性及び収益性に関しては、主幹事証券会社が引受時に十分審査しているとの観点から審査の対象とはなっていません。

図表 3-4 各市場の形式基準

摘要	東証 第2部	JASDAQ (店頭)			東京証券取引所 (マザーズ)	大証 (ヘラクレス)			グロース
		公正習慣規則第1号第5条第1項				スタンダード			
		第1号	第2号(1)	第2号(2)		第1号	第2号(1)	第2号(2)	
1 対象企業	-	-	主たる事業が10年以下又は事業化に要する費用が売上高の3%以上を占める企業	-	高い成長の可能性を有していると認められる企業 上記の主たる事業で売上が計上されていること	質的に優れた高成長企業を対象とし、「収益性」、「資産(資産実績)」及び「市場性」の面から、以下の3つに分けた基準に適合した企業 収益性、資産性があり、市場性の見込める企業 資産性(資産実績)があり、市場性の見込める企業 売上や資産など企業規模があり、市場性の見込める企業			潜在的な成長性があり、市場性の見込める、いわゆるベンチャー型の企業
2 純資産の額	直前事業年度末において連結で10億円以上、かつ、単体で負(債務超過)でないこと	直前事業年度末において連結・単体ともに2億円以上であること	-	事業の今後の発展に寄与する特徴を有し、当該特徴及び以下の事項を総合的に勘案して公正習慣規則第1号第5条第1行第1号に定める基準が求める企業価値と同程度の水準が見込まれること	-	6億円以上(直前期)	18億円以上(直前期)	-	純資産の額(上場時)4億円以上又は時価総額50億円以上又は税引前利益の額7,500万円以上(注2)
3 上場時の時価総額等	20億円以上(注1)	-	5億円以上	10億円以上	-	-	時価総額75億円以上又は総資産75億円以上かつ売上高75億円以上(注2)		
4 利益	連結財務諸表の「経常利益」又は「税引前当期利益」のいずれか低い額が、以下のa又はbに適合すること a.最近2年間における利益の額が、最初の1年間は1億円以上、最近の1年間は4億円以上であること b.最近3年間における利益の額が、最初の1年間は1億円以上、最近の1年間は4億円以上であり、かつ、最近3年間の利益の額の総額が6億円以上であること	直前事業年度において連結・単体ともに当期純利益が計上されていること	-	公正習慣規則第1号第5条第1項第1号基準に掲げる利益の額もしくは純資産の額に係る事項を満たすこと又は時価総額が10億円以上であること	-	税引前利益の額1億円以上(注2)	-	-	

*各市場の設ける基準は変化するため、公開検討時にはウェブサイトなどにて最新の情報を確認してください(表は2003年夏期時点のもの)

摘要	東証 第2部	JASDAQ (店頭)			東京証券取 引所 (マザーズ)	大証 (ヘラクレス)			
		公正習慣規則第1号第5条第1項				スタンダード			グロース
		第1号	第2号(1)	第2号(2)		第1号	第2号(1)	第2号(2)	
5	浮動 株式数	-	-		-	1,100単位 (注4)			1,100単位 (注4)
6	浮動株式 時価総額	-	-		-	8億円 以上	18億円 以上	20億円 以上	-
7	公開 株式数	4,000単位 以上 (注4)	500単元以上の公募 又は売出し。但し、 登録日における浮 動株式数 (注3)の比 率30%以上が見込 まれる場合の公募 又は売出しは任意	500単元以上の公募又は 売出し	1,000単位以上 の公募又は売出し(う ち最低500 単位の公募) (注4)	500単元以上の公募又は売出し (注4)			
8	設立後 経過 年数等	3年以上(分 社化の場合 は2年以上)	直前事業年度は原則として12ヶ月		-	-	2年以上	-	1年以上。 但し、時価 総額50億 円以上で あれば設 立後経過 年度に制 約はない。
9	株主数 (注6)	(1)少数特 定者持株数 (注5)上場 時まで発行済株式数 の75%以下 (2)株主数 (注6) 1万単位 未満が800 人以上 2万単位 未満が 1,000人 以上 2万単位 以上が 1,200人 以上 +1万単 位増すこ とに100人 以上追加 (上限 2,200人)	登録日における登録申請に係る株式の 単元数 1万単元の場合:300人以上 1万単元以上2万単元未満の場合: 400人以上 2万単元以上の場合:500人以上		上場時の公 募及び売出 しにより、新 たに300人 以上の株主 (注6)を作る こと	400人以上			300人以上

摘要	東証 第2部	JASDAQ (店頭)			東京証券取引所 (マザーズ)	大証 (ヘラクレス)				
		公正習慣規則第1号第5条第1項				スタンダード			グロース	
		第1号	第2号(1)	第2号(2)		第1号	第2号(1)	第2号(2)		
10	公認会計士の監査意見(連結単体)(注7)	年度	a.最近2年間(利益基準の「4b」に適合する場合は、最近3年間に終了する年度の監査意見が必要であり、「虚偽記載」なし、かつ、監査意見が「適正」 b.最近1年間に終了する年度の監査意見が「無限定適正」	直前2事業年度の監査報告書が必要であり、かつ、直前事業年度の監査意見が「適正」	最近2事業年度は「適正」、かつ「虚偽記載」なし	最近の2事業年度は「適正」、かつ「虚偽記載」なし				
		中間	最近1年間に終了する年度における中間期に「虚偽記載」なし、かつ、監査意見が「無限定有用」(申請事業年度に係る中間財務諸表等を作成することとなる場合も同様)	最近1年間に終了する年度における中間期に「虚偽記載」なし、かつ、監査意見が「無限低有用」(申請事業年度に係る中間財務諸表等を作成することとなる場合も同様)	申請事業年度に係る中間財務諸表等を作成することとなる場合「有用」、かつ「虚偽記載」なし	申請事業年度に係る中間財務諸表等を作成することとなる場合「有用」、かつ「虚偽記載」なし				
11	主な申請書類		・上場申請のための有価証券報告書【の部】 ・上場申請のための有価証券報告書【の部】 ・上場申請のための半期報告書	・登録申請のための有価証券報告書【の部】 ・登録申請のための報告書【の部】 ・登録申請のための半期報告書	・上場申請のための有価証券報告書【の部】	・上場申請のための有価証券報告書【の部】 ・新規上場申請者の経営管理組織の整備・運用及び企業内容等の開示に関する報告書(公認会計士等が作成・提出) ・事業の内容、業界の動向、コーポレート・ガバナンスの状況等を記載する資料(確認資料)				
12	四半期報告		平成15年(2003年)4月以降開始事業年度より「四半期業績の業績」、平成16年(2004年)4月以降開始事業年度より「四半期財務諸表」の開示 公認会計士等のレビューは任意	あり 公認会計士のレビューは任意	あり 公認会計士のレビューは任意	あり 公認会計士のレビューは任意				
13	その他	株式事務代行機関の設置、株券は適格様式、株式譲渡制限の撤廃、公告は一般日刊紙								

(注) 1. 「時価総額」に関わる「利益の部」の適合除外

東証上場では、役員及び上場株式数の5%以上を保有する株主以外の株主が保有する株式上場時の「時価総額」が1,000億円以上となる見込みのある場合には、「利益の額」に係る基準への適合は要しない。但し、最近の1年間における売上高が100億円未満である場合を除く。

2. 「利益の額」及び「総資産及び売上高」の形式条件

直前事業年度に基準を下回っている場合には、最近3年間の最初の事業年度及び次の事業年度の数値が基準を上回っている必要がある。また、「総資産及び売上高」の基準は両方同時に充足する必要がある。

パターン	3年前の事業年度	2年前の事業年度	直前事業年度	適否
A	×	×		適
B			×	適
C		×	×	否
D	×		×	否

3. 浮動株式数

ヘラクレスでは、役員及び上場時において見込まれる上場株式数の10%以上の株式を所有する株主を除く株主が所有する株式の数。JASDAQ(店頭)における公開株式数についての摘要では、役員及び上場時において見込まれる上場株式数の5%以上の株式を所有する株主を除く株主が所有する株式の数。

4. 単位

1単位は、単元株制度を採用する場合には1単元の株式の数、単元株制度を採用しない場合には1株。

5. 少数特定者持株数

大株主上位10名、特別利害関係者(役員等)及び新規上場申請者が所有する株式の総数。

6. 株主数

1単位(注4)以上を所有する株主の数を言い、上場申請者(自己株式)を除く。東京証券取引所(市場第2部、マザーズ)では、少数特定者(注5)も除かれる。

7. 監査意見

決算期変更に伴う監査対象期間が2年間の場合には、2年間に終了している事業年度すべてに監査証明が必要となる(通常、決算期変更を行った場合には直前3事業年度の監査証明が必要となる。)

図表 3-5 東証2部の実質審査基準

株券上場審査基準第2条	株券上場審査基準の取扱
1 ・企業の継続性及び収益性 (継続的に事業を営み、かつ、経営成績の見通しが良好なものであること)	損益及び収支の見通しが良好なものであること 相応の利益配当を行うに足りる利益を計上する見込みのあること 仕入れ、生産、販売その他経営活動が、取引先との取引実績、製商品の需要動向等に照らして、安定的かつ継続的に遂行することができる状況にあること 資産の保全及び経営活動の効率性を確保するため、経営管理組織が適切に整備、運用されている状況にあること 従業員の異動又は出向者の受入れ等の状況が事業の安定的な遂行に必要な人員が確保されない状況にあるなど、継続的な経営活動を阻害するものでないこと
2 ・計業経営の健全性 (事業を公正かつ忠実に遂行していること)	特定の者に対し、取引行為その他の経営活動を通じて不当に利益を供与していないこと 役員相互の親族関係、その構成又は他の会社等の役職員等との兼職の状況が、公正、忠実かつ十分な業務の執行又は有効な監査の実施を損なう状況にないこと
3 ・企業内容の開示の適正性 (企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること)	企業内容の開示に係る書類が法令等に準じて作成されており、かつ、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項が分かりやすく記載されていること 会計組織が、採用する会計処理の基準等に照らして、適切に整備、運用されている状況にあること 特定の者との間の取引行為又は資本下位会社等の株式の所有割合の調整等により、企業グループの実態の開示を歪めていないこと 経営に重大な影響を与える事実等の会社情報を管理し、当該会社情報を適時、適切に開示することができる状況にあること
4 ・申請会社が親会社等を有する場合	上記各項目の他、親会社等からの独立性が確保されている状況にあること
5 ・その他公益又は投資家保護の観点から東証が必要と認める事項	その他公益又は投資家保護の観点から適当と認められること(例えば次のような事項) 事業目的や事業内容に問題はないが、事業活動や業績等に重大な影響を与える係争又は紛争事件を実際に抱えている場合：投資者が不測の損害を被ることも考えられる 再建計画の遂行途上にある場合：当該計画の定めによる株主の権利の制約、経営管理組織の整備・運用状況等が投資家保護上問題ないかどうか 種類株を発行している場合：種類株の内容によっては普通株主の権利内容やその行為を著しく制約することも考えうる 申請会社、申請会社の特別利害関係者又は主な株主及び取引先等が暴力団又は暴力団員又はこれらの準ずる者である場合は言うまでもなく、暴力団等が申請会社の経営に参与している場合や申請会社、申請会社の特別利害関係者又は株主及び取引先等が資金提供その他の行為を行うことを通じて暴力団等の維持、運営に協力もしくは関与している場合、申請会社、申請会社の特別利害関係者又は株主及び取引先等が意図して暴力団等と交流を持っている場合

図表 3-6 JASDAQの実質審査基準

公正慣習規則第1号第4条	
1 ・事業の内容	会社の経営理念 事業の具体的な内容及び事業部門別分析 利益計画策定の妥当性 工場及び事業所の実査の状況
2 ・企業経営の健全性	収益性の動向についての分析 内部管理、牽制組織の整備運用状況 人事及び労務管理の状況 登録申請会社の特別利害関係者及び関係会社の状況 資金収支の状況 経理の状況
3 ・企業内容等の適正な開示	「登録申請のための有価証券報告書」の記載内容 (a)事業の概況等に関する特別記載事項その他投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項 (b)登録前の第三者割当増資及び特別利害関係者等の株式移動の状況 (c)規則第5条第1項第2号(注：JASDAQ2号基準)(1)の規定に適合するものとして申請する会社にあつては、技術、アイデア、コンセプト等の内容、当該企業の推進者の技術等へのこれまでの取組状況、当該技術に係る事業の研究開発活動及び当該事業の将来の見通しの状況 (d)規則第5条第1項第2号(注：JASDAQ2号基準)(2)の規定に適合するものとして申請する会社にあつては、事業の収益性、成長性、将来性等事業の今後の発展に寄与する特徴の内容 適時開示体制の整備状況
4 ・その他会員又は協会が必要と認める事項	暴力団等反社会的勢力(暴力団、暴力団員、暴力団の準構成員、総会屋等の社会的公益に反する行為をなす者)との関係の有無

■ 審査 - 公開前規制

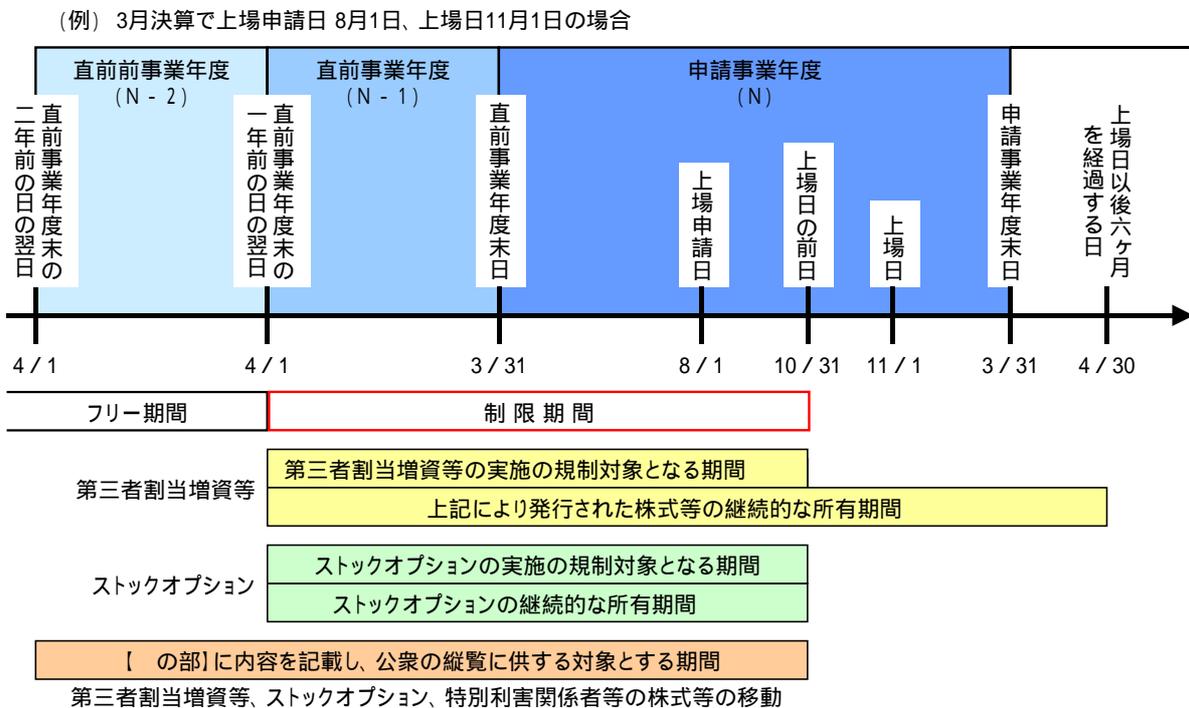
以上の審査項目の他に留意しておく点としては、公開前一定期間の第三者割当増資や株式移動などに対する規制(公開前規制)があります。この規制に抵触した場合には、上場申請の不受理や受理取消になることがあるため、公開前の資本政策実施の際などには注意が必要です。

公開前規制とは、公開前に第三者割当増資や株式移動などを行うことによる特定株主の短期的利益の獲得を排除し、株式公開制度の透明性・信頼性を確保する観点から設けられたものです。

従来は第三者割当増資や株式移動などに関して一定の禁止期間を含む厳しい規制が設けられていました。しかし近年、企業の資金調達をより円滑化することを目的として、従来の公開前規制に対する見直しが行われました。現在では、割当株式やストックオプションの継続所有及びその旨の確約書の提出、第三者割当増資や株式移動などの実施状況の開示などに関する規制が設けられています。

具体的な規制内容については、以下の図表3-6に示した通りです。なお、以下に示した公開前規制については、証券取引所市場・JASDAQ市場ともに同様の内容になっています。

図表 3-7 公開前規制の対象内容と規制期間



「第三者割当増資等」とは、株主割当以外の株式等(株式、新株予約権(ストックオプションを除く)、新株予約権付社債の発行を言い、新株予約権の行使、合併及び株式の公募増資等による株式の発行、数種の株式の他の種類の株式への転換を除く。

規制対象となる「株式等」とは、当該株式の他、当該株式等の株式分割や権利行使等により発行された新株も継続的な所有の対象となる。また株式等の継続的な所有期間は、上場日以後6ヶ月を経過する日が第三者割当増資等の日以後1年を経過していない場合には、当該第三者割当等の日以後1年間を経過する日。

ストックオプションの継続的な所有期間は、権利行使により発行された株式(分割による新株も含む)も規制の対象となり、新株を取得した日から上場日の前日までが継続的な所有期間となる。

■ 公募・売出 - 価格の決定方法

公募とは、株式などを発行して不特定多数の投資家を募り、資金の払込を受けることを言います。また売出とは、オーナーなどが保有する自社株式を他の投資家に売却することを言います。新規公開企業は、株式上場の直前にこの公募・売出を行って資金を調達します。

株式公開直前の公募・売出時の株価(公開価格)を決定する方法には、入札方式とブックビルディング方式がありますが、現在ではブックビルディング方式が主流となっています。

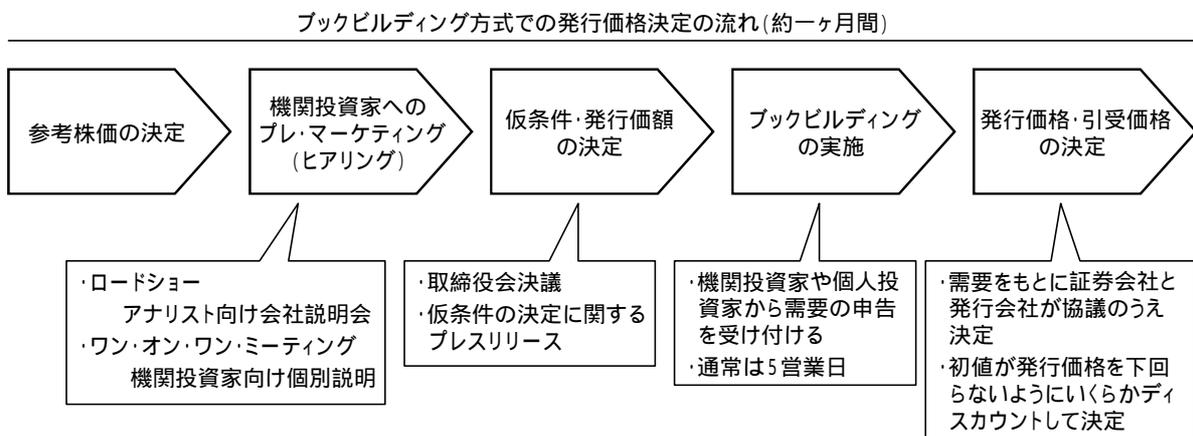
以前は公開株数の一部(50%以上)を対象として入札を実施し、この時の入札価格を参考にして公開価格を決定する入札方式が採用されていました。しかし、この入札方式では、新規公開株式を取得するために高めの価格で投機的な入札が行われやすく、公開価格が高騰しがちでした。その結果、公開後の初値が発行価格を下回ることが多い点が問題となっていました。

そこで、1997年以降、入札方式に見られた投機性を排除し、公開価格の公正性を高めるためにブックビルディング方式が採用されるようになりました。

ブックビルディング方式では、機関投資家へのプレ・マーケティング(ヒアリング)を参考に主幹事証券会社が決定した価格帯(仮条件)を決定します。その後、その仮条件の範囲内で、各幹事証券会社が個別投資家の需要を聞き取り(ブックビルディング)、その結果をもとにして、さらに市場動向などを勘案した上で公開価格を決定します。そのため、この方式は需要積上げ方式とも呼ばれます。なお公開価格の決定までにはおよそ1ヶ月間程度の期間を要します。

最終的な公開価格は、通常、公開後の初値が公開価格を割り込むことがないように、ブックビルディングの結果として妥当と考えられた価格から多少割り引いて決定されます(これをIPOディスカウントと言います)。しかし、実際には株式市場の投資家心理が冷え込んでいる場合などには、公開後の初値がディスカウントされた公開価格よりもさらに低い価格となることもあるようです。したがって、IPOディスカウントの割引幅も一定ではなく、需要と供給の中で、市場動向や個々の銘柄の人気などにより決定されるようです。

図表 3-8 ブックビルディング方式での発行価格決定の流れ



■ 上場廃止基準

株式上場後も、投資からの信頼性を確保するため、各市場とも、一定の基準を満たせなくなった企業などに対し市場退出を求める上場廃止基準を設けています。

上場廃止基準は、株式数や売買高などに関して特定の数値を定めたものと破産・更生手続きや虚偽記載など数値以外の事項を定めたものに大別できます。

株式数や売買高などに関しては各市場により基準となる数値が異なります。各市場が定めている数値に関しては以下の図表3-9の通りです。これらの基準を満たせなくなった企業には一定の猶予期間が与えられ、期間内に再び基準を満たすことができなければ上場が廃止されます。

これらのうち注目すべきなのは、上場時価総額及び浮動株時価総額についての基準です。上場株式数や純資産額に関しては、新株発行などによって上場企業自身がある程度数値を改善することが出来ます。しかし、時価総額はあくまで市場原理の中で決定されるものであるため、上場企業が容易に調整できるものではないからです。

数値基準以外の基準に関しては、不渡りによる銀行取引の停止、破産・再生手続き、営業活動の停止、不適当な合併、上場契約違反、財務諸表の虚偽記載や監査の不適正意見などの基準があります。これらの基準については、各市場ともほぼ同様の内容となっています。

株式公開はゴールではなくパブリック・カンパニーとしてのスタートであるということは前述しましたが、公開企業には、上場後も継続して一定の基準を維持し、ルールを遵守し続けていくことが求められるのです。

図表 3-9 主な上場廃止基準（一部を抜粋）

摘要	東京証券取引所	JASDAQ	マザーズ	ヘラクレス	
				スタンダード	グロース
上場株式数	4,000単位未満	-	-	-	-
浮動株式数	-	-	-	750単位未満	500単位未満
株主数	・上場株式数に応じて定められた人数に満たない	150人未満		300人未満	200人未満
最近1年間の月平均売買高	・10単位未満もしくは3ヶ月間に売買が成立していない	・最近6ヶ月の月平均売買高が15単未満かつ月平均値付率が20%未満となり、その後6ヶ月間の月平均売買高が15単元以上又は月平均値付率が20%以上にならない	・10単位未満もしくは3ヶ月間に売買が成立していない	-	-
上場時価総額	・10億円以上 ただし、市場第1部銘柄の時価総額が20億円に満たない場合、市場第2部への指定替え	5億円以上		-	-
銀行取引	・不渡りによる銀行取引停止				
破産、再生手続き 更生手続き又は整理	・法律の規定に基づく会社破産等に至った場合				



Coffee Break

公開予備軍の実像

現在公開を予定している企業とは、どのような企業が多いのでしょうか。帝国データバンク社では、定期的に「株式公開・予定希望企業動向調査」を実施しています。2003年に実施した第6回調査によりますと、以下のような傾向が見られました。(公開予定・希望1,347社が回答)

株式公開時期： 調査2年後の2005年が全体の15.5%で最大

平均従業員数： 150名

平均業歴： 24年

黒字企業の割合： 73.1%

<まとめ>

- ✓ 申請書類のうち【 の部】・【 の部】は、審査において重要な判断材料になります。また内容が多岐に渡り、ボリュームが多いことから、作成には労力を要し、全社的な協力体制が必要になります。
- ✓ 上場審査には形式基準と実質基準があり、形式基準を満たした企業が実質基準による審査を受けます。形式基準は各市場が定めた特定の数値基準であるのに対し、実質基準では公開会社としてふさわしいかが総合的に判断されます。なお、各市場では上場前の第三者割当増資などに対する公開前規制を設けており、これに抵触すると上場申請が不受理となることがあるので注意が必要です。
- ✓ 公開時の公募・売出価格(公開価格)の決定は、ブックビルディング方式によって行われています。この方式は機関投資家などからの需要をもとに公開価格を決定するものです。
- ✓ 上場後も各市場では上場廃止基準を設けています。特に時価総額は上場企業自身が調整することが困難なため、継続的な株価対策が必要となります。

1 グリーンシート市場の活用

ここでは、未公開企業のための株式流通市場であるグリーンシート市場について、その概要、登録審査のポイント、登録時・登録後のコスト、この市場の意義と注意点などを解説します。

■ グリーンシート市場の概要

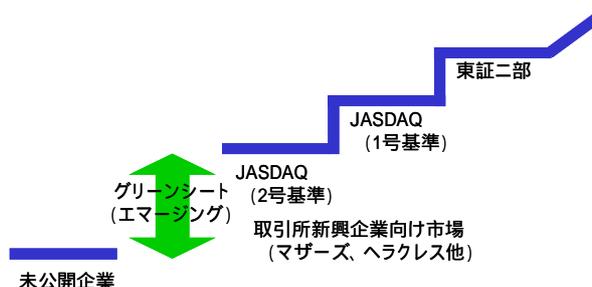
グリーンシート市場とは、1997年に日本証券業協会が制度化した未公開企業のための株式流通市場です。グリーンシート市場では、自社の株式をグリーンシート銘柄として登録することで、公募増資による資金調達が可能となります。証券取引法上の正式な証券市場ではありませんが、株式発行による市場からの資金調達機能を中小企業にも拡大するものとして期待されています。

証券取引所に上場されていない株式などを店頭有価証券と言いますが、このうち、証券会社が投資勧誘を行うに足るディスクロージャー要件を満たしたものを店頭取扱有価証券と言います。店頭取扱有価証券のうち、証券会社が日本証券業協会に届出を行い、継続的に売り気配・買い気配を提示している銘柄がこのグリーンシート銘柄(正式には気配公表銘柄)です。

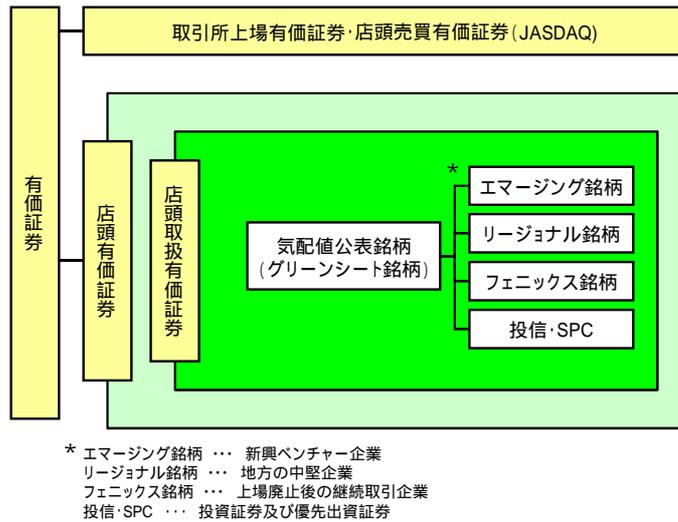
グリーンシート銘柄には、将来的な上場を計画する新興ベンチャー企業・成長中小企業向けのエマージング銘柄、特に上場の計画はないが、株主数が多く売買ニーズの高い地方中堅企業向けのリージョナル銘柄、上場廃止後の継続取引企業向けのフェニックス銘柄、投資証券及び優先出資証券の投信・SPCがあります。

2003年9月1日現在では、グリーンシート銘柄数は77であり、うちエマージング銘柄が53、リージョナル銘柄が17、フェニックス銘柄が6、投信・SPCが1となっています。

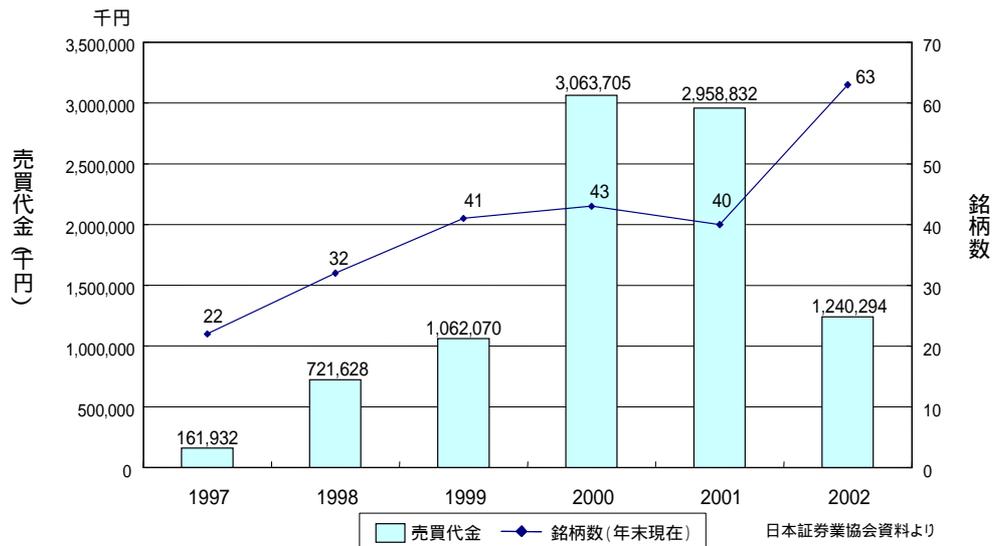
図表 1-1 グリーンシート市場の位置付け



図表 1-2 グリーンシート登録銘柄の種類



図表 1-3 グリーンシート市場の登録銘柄数と売買代金の推移



■ グリーンシート市場への登録

グリーンシート銘柄への登録の流れは図表1-4に示した通りです。グリーンシート市場では、主幹事となった証券会社が登録の審査・判断を行って日本証券業協会に届け出ることになり、届出を行った証券会社は、自社が行った審査・判断について責任を負わなければなりません。

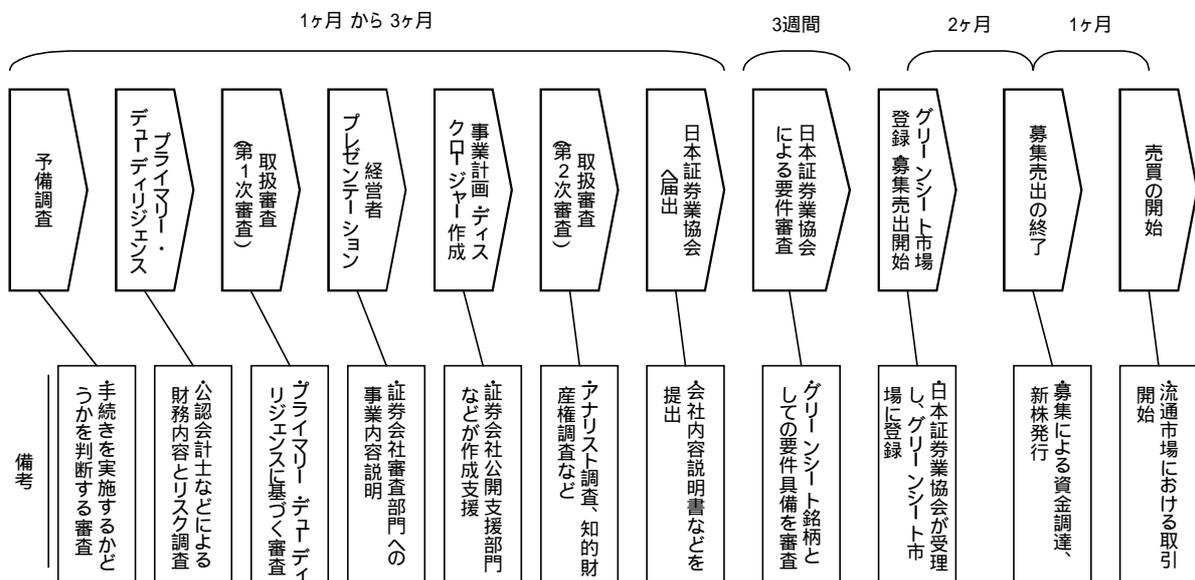
グリーンシート銘柄への登録にあたっては、利益水準や自己資本の額などの数値的な基準はありません。日本証券業協会が、グリーンシート銘柄(エマージング銘柄)登録の際の審査項目として証券会社に求めているのは、継続的なディスクロージャー体制の整備、事業の社会性、成長性及び投資のリスクに関する審査です。

このうち、継続的なディスクロージャー体制の整備については、登録時には、会社内容説明書(募集・売出が1億円以上の場合には有価証券報告書)を作成する必要があります。これらの書類に添付する財務諸表にはともに直前1期の監査証明が必要になります(翌期からは2期分の監査証明が必要です)。また初年度に限り事業計画の記載も必要になります。登録後は、会社内容説明書の開示(年1回)及び4半期報告書の開示が必要になります。

事業の社会性については、業種の社会性、法令の遵守状況、反社会的活動組織との関わりなどが審査のポイントとなります。また成長性に関しては、事業計画の合理性や過去の実績を柔軟に反映しているかといった観点から審査が行われます。リスクに関する審査では、企業の財務体質と関係会社との取引状況に重点が置かれます。財務体質については、過剰な債務を抱えていたり、短期的な資金繰りに問題がある場合などには、投資家から集めた資金が本来の事業に充てられずに債務の返済に回ってしまう恐れがあるためです。また関係会社との取引については、投資家が提供した資金が関係する別会社の債務返済に充てられてしまったり、利益が別会社に流れてしまったりする恐れがあるためです。

以上、グリーンシート市場への登録審査のポイントについて解説しましたが、グリーンシート市場で最も重視されているのは、リスク情報も含めた企業情報のディスクロージャーであると言えます。十分なディスクロージャーなしで投資家が未公開企業に対して投資を行うことは非常に困難であるからです。

図表 1-4 グリーンシート銘柄への登録の流れ



注：株式発行総額が1億円以上の場合には、有価証券届出書の提出が必要

出典良人「グリーンシート」2003年、p89を参照

■ グリーンシート市場のコスト

グリーンシート銘柄に登録することのメリットとして、市場における継続的な公募増資が可能になることは前述した通りですが、そのようなメリットを享受するためには、一定のコストがかかる点には留意しておく必要があります。

以下では、グリーンシート銘柄への登録及び登録後の一般的なコストについて説明します。

グリーンシート登録の際に必要な費用としては、公認会計士と主幹事証券会社が行うプライマリー・デューディリジェンス、会社内容説明書の作成コスト、監査法人への監査報酬、証券会社への審査報酬、印刷費その他の経費などが必要になります。これらを合わせると最低でも750万円以上は必要になるようです。

また、登録後に継続して必要な費用としては、グリーンシート銘柄管理料、継続ディスクロージャー支援料、監査法人への監査報酬などがあります。これらを合わせると、登録後に継続して必要となる費用は年間で500万円から1,000万円程度になるようです。

一方、2000年以降にグリーンシート市場における募集・売出で調達された金額は、平均すると一回当たり7,000万円ほどです。これを考えると、登録の際に750万円以上、その後の継続費用として年間500万円から1,000万円程度のコストがかかるグリーンシートでの資金調達は、必ずしも低コストの資金調達とは言えません。

このことはグリーンシート市場に限らず、証券取引所市場やJASDAQ市場へ上場する際も同様ですが、市場を通して資金調達を行う際は、自社にとっての目的を明確にし、メリットだけでなく、負担やコストを勘案した上で、自社にとってどれほどの価値があるかを判断することが重要です。

図表 1-5 グリーンシート市場(エマージング銘柄)における近年の調達額実績

	2000年	2001年	2002年	2003年 (1月から6月)
募集・売出平均額	101,058	66,651	54,664	49,719
最高額	250,000	99,996	99,800	99,875
最低額	41,310	20,900	15,060	22,600
募集・売出件数	9	4	24	10

募集・売出件数以外は単位：千円

出縄良人「グリーンシート」2003年、p99～100より作成

■ グリーンシート市場の意義と注意点

株式による市場からの直接資金調達を中堅 / 中小企業にも可能にするグリーンシート市場の試みは大きな意義を持っていると言えます。また、グリーンシートへ登録し、市場において資金を調達することが、管理体制や直接金融のノウハウなど企業組織としての強さを備えていくことにもつながります。しかし、実際にグリーンシート市場を活用する際には留意すべき点もあります。

ここでは、グリーンシート市場の意義と注意点について、それぞれ対応させながら解説します。

グリーンシート市場の意義としては、なによりもまず、これまで一握りの株式公開企業に限られていた株式の公募発行を中堅 / 中小企業にも可能にした点があります。この点に関しては繰り返し説明してきましたが、株主割当増資や第三者割当増資のような特定の投資家を対象としたものではなく、広く一般に株主を募ることができるため、調達資金額も大きくなり、知名度も向上します。また株主割当増資や第三者割当増資の場合はその都度、株主や特定の投資家に株式を引受けてもらわなければならない、株主や投資家の事情に資金調達が影響を受けることになります。しかし、公募発行の場合は不特定多数の投資家に対して株式の引受を募るため、株主・投資家の事情に影響を受けることは少なくなります。従って、2度、3度と繰り返し追加調達することが容易になる点も大きなメリットと言えます。

しかし、証券取引所市場やJASDAQ市場と比較して、市場規模が小さいグリーンシート市場では、その分株価が変動しやすく投資家にとってはリスクが大きい点に留意しておく必要があります。また不特定多数の投資家から資金を募るとしても、前述したように実際の調達金額は平均して7,000万円ほど(2000年以降のエマージング銘柄の平均額。図表1-5参照)と株主割当増資や第三者割当増資と比較してそれほど多くないのが実情です。

図表 1-6 グリーンシート市場の意義と留意点

意義		注意点
<ul style="list-style-type: none"> 一握りの公開企業だけでなく、中堅 / 中小企業でも広く一般に株主を募ることが出来る 	↔	<ul style="list-style-type: none"> 市場が小規模なため、株価が変動しやすく投資家にとってはリスクとなる 調達金額は、それほど多くない(私募債と同程度かやや少ない)
<ul style="list-style-type: none"> 中堅 / 中小企業でも厳しいディスクロージャーが求められるので経営管理の充実につながる 	↔	<ul style="list-style-type: none"> ディスクロージャーは確かに重要だが、成長ステージにある企業にとって費用負担が大きい
<ul style="list-style-type: none"> 将来の株式公開をスムーズに行うためのステップになる (グリーンシート経由でマザーズなどに上場した事例あり) 	↔	<ul style="list-style-type: none"> グリーンシート登録後に株主が分散し、将来の株式上場時の管理作業に関する負担が大きくなる可能性がある

2つ目に考えられる意義としては、登録時・登録後に厳しいディスクロージャーが求められるため、組織的な経営管理の拡充につながる点があります。

経営管理や直接金融による資金調達の際など、ディスクロージャーは確かに重要です。しかし、グリーンシート市場が対象としている成長ステージにある企業にとっては負担が大きいのも事実です。ディスクロージャー体制の整備や継続的な運用には多くの手間・費用が必要だからです。

3つ目の意義としては、グリーンシート市場で直接金融を行うことによって、将来の株式公開の準備体制を整えることができるという点です。実際にグリーンシートを経由してマザーズやQ Boardなどへの上場を果たした企業もあります。

しかし、一度グリーンシート市場に登録すると株主数がかかなり増えるため、株主対策が他市場への上場時に負担となる可能性もあります。

中堅／中小企業にとって、グリーンシート市場の活用には多くの意義があります。しかし、その反面で留意しておく必要がある点もあります。

グリーンシート市場の試みは、まだ始まったばかりであり、発展途上の段階にあります。そのため、今後の市場動向を注意深く検討することが必要と言えるでしょう。

<まとめ>

- ✓ グリーンシート市場とは、1997年に日本証券業協会が制度化した未公開企業のための株式流通市場です。これにより中堅／中小企業にも株式による市場からの直接調達が可能になりました。
- ✓ グリーンシート銘柄の登録審査では、利益水準や自己資本などの数値的な基準はありません。企業情報のディスクロージャー体制整備が重視されます。
- ✓ グリーンシート市場では、登録時に最低750万円ほど、登録後は年間で500万円から1,000万円程度のコストが必要になります。グリーンシート市場で調達できる金額を考慮すると、決して低コストの資金調達手段というわけではありません。
- ✓ グリーンシート市場には、公募増資が可能になる、ディスクロージャー体制の整備が経営管理の拡充につながる、将来の株式公開のステップになるなどの意義があります。しかし、それに対して、調達できる資金額がそれほど大きくない、ディスクロージャーの負担が大きいなどの注意点もあり、留意しておく必要があります。

参考文献

- 住友信託銀行 / 住信パーソナルサービス、『証券業務の基礎 2003年度版』
経済法令研究会、2003年
- 青山修、『会社を強くする増資・減資の正しいやり方』、かんき出版、2003年
- マスターズ・トラスト會計社、『最新エクイティファイナンスの仕組みと会計・税務』
中央経済社、2003年
- 岩澤勇 / 山内卓、『商業登記の基礎知識』、自由国民社、1997年
- エム・ヴィー・シー / 三井物産業務部、『ベンチャー投資の実務』
日本経済新聞社、1997年
- 三菱信託銀行証券代行部コンサルティンググループ、『図解 株式公開のしくみ 第2
版』、東洋経済新報社、2002年
- 日興コーディアル証券公開業務部、『株式公開実務ガイド』、中央経済社、2003年
- 監査法人トーマツ、『株式公開ハンドブック』、2003年
- 出縄良人、『グリーンシート市場～直接金融市場革命～』、文芸社、2003年
- グロービス・マネジメント・インスティテュート、『MBAファイナンス』
ダイヤモンド社2002年
- 森綜合法律事務所 / 小林啓文、『会社法実務問題シリーズ 株式・社債 (第2版)』
中央経済社、1999年
- 村瀬孝子 / 高田剛 / 小出一郎、『これからの株式制度 新株予約権の実務』
商事法務、2002年
- 塩見哲、『改訂版 銀行に頼らない「資金調達」』、かんき出版、2003年
- 中小企業庁、『中小企業白書(2003年版)』

