

## I. はじめに

前号では 2017 年における IPO のトレンドを中心に取り上げました。今回は実際に上場準備を進めるにあたり留意すべきポイントについて解説します。

## II. 上場スケジュールと IPO プレイヤーの選定

一般的な上場スケジュールでは、株式を上場する「申請期」(N 期)より 3 年以上前から準備を開始します。会社が上場を目指す場合、様々な IPO プレイヤーの選定が必要となります。代表的なものとしては、主幹事証券会社、監査法人、印刷会社、株主名簿管理人等です。ではこれらの IPO プレイヤーはいつまでに選定すれば良いのでしょうか。

### (1) 主幹事証券会社

上場成功のカギを握る主幹事証券会社の選定は極めて重要です。主幹事証券会社は全般的な指導やファイナンス等のアドバイスについて中心的な役割を果たします。選定期間は直前々々期(N-3 期)が理想ですが、遅くとも直前々期(N-2 期)までには選定しましょう。主幹事証券会社は資本政策についてもアドバイスしてくれますが、例えば後述するように直前期(N-1 期)になってから資本政策に失敗した場合にはそのリカバリーが必要となるためです。

### (2) 監査法人

直前々期(N-2 期)と直前期(N-1 期)は監査法人による財務諸表監査が必須です。直前々期の財務諸表を監査するためにはその期の期首残高に対しても現金の実査や在庫の棚卸といった監査手続が必要となりますが、これらの監査手続は過去に遡って実施することができないため、直前々期が開始する前、すなわち直前々々期(N-3 期)の後半には監査法人を選定する必要があります。

また、監査の対象となる直前々期(N-2 期)に会計上の問題点が発覚する等の事態を避けるために、直前々々期(N-3 期)にはショートレビューを受けることが有用です。このショートレビューは監査法人に依頼するのが一般的です。なぜならコンサルティング会社等は財務諸表監査を行うことができないので、直前々期に初めて監査契約を締結した場合には監査法人に対して会社の概要や会計処理等を再度説明する必要があり、時間もコストも掛かってしまうためです。

### (3) 印刷会社・株主名簿管理人

I の部や有価証券届出書等の必要書類の作成には専門知識が必要とされるため、ノウハウを持った専門の印刷会社にサポートを依頼することになります。上場実務ではプロネクサスカ宝印刷のどちらかを選択するのが通常です。選定期間は直前々期(N-2 期)の早い段階になります。上場必要書類のドラフトを作成する時期に専門的なアドバイスを受けられるようにするためです。

株主名簿管理人は会社に代わって株主名簿の作成・管理・事務手続等を行う機関であり、上場にあたってはその設置が義務付けられています。代表例に信託銀行があります。選定期間は遅くとも直前期(N-1 期)までとする必要があります。

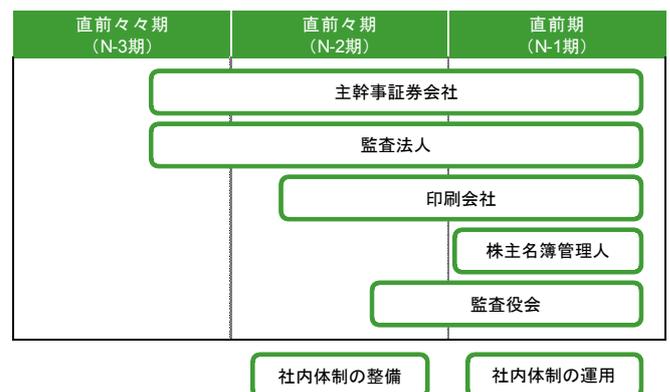
### (4) その他

上場準備に入ると 3 人以上の監査役を置いて監査役会を設置することになります。会社法ではすべての会社に監査役会の設置が義務付けられているわけではありません。しかし、日本取引所グループの「企業行動規範」において、上場会社が遵守すべき事項として「監査役会の設置」が規定されています。よって、上場を目指す会社も監査役会(あるいは委員会)を設置する必要があります。

設置時期としては、直前々期(N-2 期)までが理想です。上場審査では直前期(N-1 期)において監査役会が適正に機能しているか否かが確認されるため、その前に設置しておくことが効果的なためです。

このように一般的には、直前々期(N-2 期)は社内体制の整備、直前期(N-1 期)には整備した体制が適切に運用されているかが上場審査でのポイントになります。以下の上場スケジュール例を参考に、選定期間をイメージしてください。

#### 【上場スケジュール例】



### III. よくある問題と留意点

#### (1) 役員貸付と債務保証取引

非上場会社であれば役員が会社に貸付を行うことはよくある話です。しかし、役員貸付は典型的な関連当事者取引であり、上場準備にあたって必ず検討が必要になります。

役員貸付は適切な利息を支払っていたとしても、役員の影響力が強まることや、そもそもなぜ銀行から借入をしないのかが問題となるため、原則として取引を解消することが求められます。会社に役員貸付を返済する資金力がない場合、返済する代わりに債務を株式化（デッド・エクイティ・スワップ）することも考えられます。逆に会社が役員に対して貸付を行っている場合も解消する必要があります。会社の利益を犠牲にして役員個人の利益が図られている懸念が生じるためです。

また、会社の借入について役員個人が債務保証を行っていることも、非上場会社では極めて多く存在します。借入に際して金融機関から役員の個人保証が求められるためです。役員の個人保証は上場準備に入った段階で金融機関に説明して外してもらうべきです。しかし、実際には個人保証が外れないケースも多く、その場合は上場承認がなされた段階で個人保証を外す約束を取り付けておくことが望ましいです。

#### (2) 未払残業代

上場審査では労務問題が重要なポイントになりますが、その中でも未払残業代は表面化しやすい問題の1つです。未払残業代を含めた未払賃金の時効は2年（退職手当の時効は5年）のため、これが存在する場合は過去2年分遡って精算しなければなりません。特に、精算の対象には現職者に限らず退職者も含まれるという点に注意が必要です。

なお、現在は未払賃金の時効は2年（労基法115条）ですが、民法改正の影響を受けて時効が5年に延長される可能性があります。早ければ2020年から施行されます。年次有給休暇の時効も5年になるため、新たに付与された有給は最大で100日（=20日×5年）まで累積する可能性があるため留意してください。

#### (3) 資本政策の失敗

上場準備中に株価が高くなり過ぎて資本政策が失敗するケースがあります。例えば、よくあるのはオーナーが100%所有している会社で以下のような資本政策を行う場合です。

直前々々期 (N-3期)	直前々期 (N-2期)	直前期 (N-1期)
① 親族へ株式贈与	③ 第1回SO @1,200円	④ 第三者割当 @30,000円
② 資産管理会社へ譲渡 @1,000円		⑤ 第2回SO @30,000円

①で親族に贈与すると贈与税（最大55%）がかかります。また②では譲渡益に対して課税されます。そのため①や②の時点では株価は安い方が税務上有利です。この時点では将来の事業計画も安定していないので株価算定には純資産方式が用いられるケースが多いですが、上場準備初期のB/Sは非常にシンプルのため、比較的安い株価が算定されます。また、第1回ストックオプションを発行する③の時点では直前の株価が参照されるので、この時点でも安い株価が用いられます。

ところが、いよいよ上場直前となった④の時点では、第三者割当増資により多額の資金を集める必要があるため、株価は高い方が有利です。この時点では将来の事業計画も安定しているため、株価算定はDCF法で行われ、収益力を反映した高い株価が算定されます。直後の⑤第2回ストックオプションにおいても直前の高い株価が使用されます。そうすると、第1回と第2回でストックオプションの価値が数十倍も変わってしまうので、誰にどのくらい付与するか予め計画しておく必要があります。

上場準備段階では株価は右肩上がりか直前の株価を踏襲している必要があるため、⑤の時点で安い株価を使用することはできません。株価が乱高下していると上場審査でも税務上も問題となります。一度上がった株価は元には戻せません。

さらに⑤の時点以降でオーナー所有株式を資産管理会社へ売却した場合には、高い株価での売却となり、多額の譲渡益に対して約20%も課税されてしまいます。

なお、ストックオプションは株式価値の希薄化をもたらすため、発行済株式数の15%以内に抑えておかないと、上場審査で問題となる場合があります。

#### (4) 関係会社の整理

子会社や関連会社について、申請会社と同一事業を営んでいる会社や継続して赤字を計上している会社等がある場合、その存在意義が問題となるケースがあります。これらの会社については早期に吸収合併や清算を検討します。

#### (5) 親族が監査役

取締役と同族関係（配偶者ならびに二親等内の血族および姻族）にある人物が監査役となっている場合には、原則として解任し、他の人物を新たに選任する必要があります。監査役には独立的な立場から取締役の職務執行を監督することが求められますが、取締役の身内であれば監査役としての監督機能が期待できないためです。

ご質問等は下記までお願いいたします

メール : [research@seiwa-audit.or.jp](mailto:research@seiwa-audit.or.jp)

ウェブサイト : <http://www.seiwa-audit.or.jp/contact/>