

# 事業承継とカーブアウトに TOKYO PRO Marketを

## GCA FAS 株式会社

加藤 裕康  
代表取締役社長

小林 正紀  
常務取締役 パートナー

伊藤 光堅  
パートナー



GCA FAS 株式会社は、独立系 M&A 専門会社としてグローバルに展開し日本トップクラスのシェアを誇る GCA のグループの一員で、公認会計士や税理士などプロフェッショナルがチームを組んで FAS（ファイナンシャル・アドバイザー・サービス）業務を行っています。M&A と TOKYO PRO Market がどのように結びついていくのか、加藤裕康代表取締役社長、小林正紀常務取締役、伊藤光堅パートナーに伺いました。

## M&A 専門会社が J-Adviser 資格を取得した理由

なぜ M&A の専門会社が J-Adviser の資格取得を考えたのですか？

加藤 弊社は、独立系 M&A 専門会社である GCA（東証一部上場）のグループの一員で、公認会計士、税理士が中心となってトランザクションサービス、いわゆる FAS 業務（財務アドバイザー業務）を行っています。なぜそうした M&A の専門会社が J-Adviser の資格取得を考えたのかと言うと、GCA の基本理念が深く関わっています。

私も GCA の創業メンバーですが、GCA の基本理念は、「お客様の本当の立場に立って M&A のアドバイスをする」という

ことです。2004 年の創業当時、M&A のアドバイザーは証券会社、銀行、監査法人が行っていましたが、どこも立場的には本業があって、副業で M&A をしていました。銀行は融資、証券会社は引き受け、売り出し、監査法人は監査という本業がある。ですから、どうしても構造上本業とのコンフリクトが発生する状況が生まれてしまって、そうなると、お客様にとって最善のアドバイスをするという理念を掲げても、構造がそれを実証しない、サポートしない仕組みになっていました。

監査法人在籍時代に M&A アドバイザーもしていましたが、監査法人の独立性がサービスの足かせになって、かなり



加藤代表取締役社長

ジレンマを感じていました。一方、お客様からすると、本当に自分のことを思ってくれているのかと不信感を覚えるケースが無いとは言えません。そういう利益相反がなく、本当に自分たちの立場に立ってM&Aのアドバイスをしてくれる会社が欲しいというお客様の要望があって、それに応える形で我々はGCAを立ち上げました。

GCA FAS（以下「FAS」）は2006年に子会社として創業しましたが、「お客様の最善の利益を思って取り組む」というGCAのDNAを承継しています。さらにFASはM&A案件の発掘や提案といった投資銀行型のビジネスモデルではなく、実際の買収や売却の実行のフェーズにおいて様々な課題に対するソリューションを提供することに長けています。例えば、税コストを抑えたスキームの構築やあまり前例のない種類株の活用方法など、制度上で認められているものを如何に有効活用するか、という視点で様々な案件のお手伝いをしてきました。こうして蓄積されたノウハウが、クライアントの最善の利益のために活かせる場所があるのであれば我々にやらない理由はありません。10年前と比べて日本の企業が抱えている課題もまわりの環境も益々複雑化してきています。そういう多様化する課題に対処するにあたりTOKYO PRO Marketの活用が、新しいソリューションを提供することになるのではないかと、であればJ-Adviserにチャレンジしてみようとスタートしました。

他のJ-Adviserさんと同じように会社を上場させることを本業としていない私たちならではの付加価値創出の機会はどこにあるのか社内で意見を出し合い、そこで出てきたアイデアの一つが事業承継であり、また大企業のグループ会社の資本政策としてのTOKYO PRO Marketの活用だったわけです。

## 事業承継の問題を上場で解決する

事業承継というと、後継者の問題、会社を売るか閉じるかといったことだと思いますが、それと上場はどのようにつながるのでしょうか。

小林 これまでの事業承継では、多くがご子息など次世代の人に株式や経営を承継してきましたが、最近のご子息も自分のやりたいことをやる世の中になってきて、適切に事業を引き継いでくれる第三者に経営権を委ねる会社が多くなってきました。

私たちはアドバイザーとして、会社の価値をもっとも認めてくれる買い手を探すわけですが、そのとき一番の問題は、多くの会社が第三者に承継する準備が殆どできていないということです。たとえば決算数字一つとっても税務申告目的の決算を前提としているため、その会社の実態を表しているかどうか分からない。これでは最良の買い手を見つけることは容易ではありません。勿論高く売ることが目的ではないにしても、自分の会社をいかに信頼してもらおうかという準備が必要で、会計基準に準拠した帳簿をつかって、内部管理体制の課題

も解決の目処をつけておくというプロセスが非常に重要になります。そういったことをきちんとする準備段階としても、TOKYO PRO Marketへの上場は一つの有効な手段ではないかと考えています。

**会社を売れる状態にするためのマーケットというのは新しい発想ですね。**

伊藤 もちろん上場というものは会社を売却することが目的ではありません。そもそも事業承継とは、会社の売却自体が目的ではなく事業や従業員を将来にきちんと引き継いでいきたいということですから、上場することによって知名度が向上し、優秀な社員の獲得や将来の役員候補の採用のチャンスが広がるかもしれませんし、お客様が開拓されて社内が育つ、会社のステージが上がるということがあるわけですね。そこで成長戦略が描けて、じゃあ一般市場を目指そうということもあると思いますし、仮にオーナー様が、会社を売却するタイミング

になったときには、財務情報が公開されているので相手から見つけてもらえる可能性が高まり、会社自体の価値も上がっているため適切な引き継ぎ先が見つかるのではないかとのことなのです。

一般に上場と言うと、高いコストと時間と手間をかけなければできないという認識だったため、事業承継の対策として考え

られることはなかったのですが、TOKYO PRO Marketは入口のハードルが低いですし、その後のコスト負担もそれほど高くありません。また幸か不幸か一般株主がほとんどいないということで、支配権を維持したまま上場ができます。非上場でオーナー様が事業承継で悩まれているところに対するソリューションとして、有効な選択肢になるのではないかと思います。

## 様変わりした日本のM&A事情

会社を売るのは良くない、日本文化に合わないというイメージがありました。M&Aが増えてきたのは日本人の意識が変わってきたのでしょうか。

**加藤** この5年、10年で変わってきました。同業の人がやっていたり成功事例もいくつか出てきたりして、心理的な壁がなくなってきたのだと思います。それからもう一つは行き詰まり感。もうマーケットは大きくならないということを皆さん感じていて、中小企業ではむしろ縮小している、いわゆる成熟している状況で成長を考えなければいけないとなると、一番手っ取り早いのがM&Aだと、その有効性に皆さん気づき始めたのだと思います。

確かに昔は日本にも会社を売ることは良くないという文化があって、今までも売りたいニーズはあったのですが、それが顕在化してきませんでした。買いたい人はいても、売り物が無い状態だったのです。それが「事業承継」というキーワードで、売り物がたくさん出はじめた。それを仲介会社が情報としてデータベース化して、買いニーズがある人に届けられるようになってきたということです。

### 中小企業のM&Aは増えてきているのですか？

**小林** この数年で急速に増えています。一昔前の日本の事業承継M&Aは取引先や同業の知っているところでなんとなく握手している案件が多かったのですが、近年はいろいろな

ところから最適な事業の引き継ぎ先を探すという通常のM&Aになってきました。しかし非上場の会社では、オーナー様が限られた情報だけで判断を迫られるという状況はあまり変わっていません。「今ならこの会社にこれぐらいで打診ができます」という話があったときに、果たして乗っていいのか、他に候補先はないのかということがわからないまま、たとえ売却価額が事前の想定より低くても「従業員とお客様を引き継ぎます」と言われると、これも一期一会かということで売却してしまうケースが散見されます。

それがTOKYO PRO Marketに上場しますと、情報が世間一般から見られるようになるため、仲介業者を通さずに相手先から見つけてもらえることもありますし、いろいろな出会いの機会が増えて選択肢が一気に広がります。アライアンス先としての出会いもそうですし、新しい人材の確保という面でも有効ですから、将来的に第三者への事業承継を検討する場合においても上場は非常にメリットが大きいです。

## 大企業のカーブアウトとしての利用

TOKYO PRO Marketは新興企業向けというイメージですが、冒頭触れられた大企業の資本政策として活用するアイデアとはどのようなものなのでしょうか。

**加藤** 上場企業グループの一事業部門や子会社をTOKYO PRO Marketに上場させるというケースを考えています。たとえば資金需要のある上場企業が、業績好調の子会社を持っ



小林常務取締役



ていてその株式の一部を売却したいというニーズがあったとします。しかし、一般市場では形式基準を充足する必要があることや、株主が多くなり制約が増えてあまり好ましくない。かといって投資ファンドは一般的には経営権が取得できる100%売却または少なくとも過半数以上の株式取得でないと買ってくれませんが、会社としては過半数は手放したくない。

つまり、その間がないわけです。我々としてはちょうどいいところがないなという感想を持っていましたので、そこにこのTOKYO PRO Marketがはまるのではないかと考えました。自分たちが支配権を維持したまま上場ステータスを得ることができて、場合によっては資金調達もできる、こんないい市場はないなと思っていただけの方がたくさん出てくるといいと思います。

いまTOKYO PRO Marketは資金の流動性がないという課題がありますが、こうした大企業のカーブアウト上場が出てくると、市場に注目が集まり、安定した配当を期待する機関投資家が買い手候補として現れる可能性も高まるのではないかと考えています。

**それは新しい上場企業を生み出すと同時に買い手の創出も**

**行う、まさしく TOKYO PRO Market 自体を育てていくプランになりそうですね。**

**加藤** 偉そうなことは言えませんが、結果としてそうなればみんながハッピーですよ。まだ前例がないのでハードルは高いですが、うまく市場が機能するようになれば、活用するメリットはすごく大きいと思います。世の中、若干お金が余り気味の状態が続いている中で、大企業の一事業部門のカーブアウトで、それなりの収益を生むビジネスであれば、そのマーケット面白いね、投資したいという人が出てきてもおかしくはないですよ。そんな魅力的な会社がたくさん上場して、上場企業や機関投資家がこのTOKYO PRO Marketを常にウオッチしているという状態に近づけるお手伝いができればいいなと思います。

**小林** GCAには上場企業のお客様がたくさんいらっしゃいますので、私どもがTOKYO PRO Marketに取り組むことによって多くの企業にその存在をもっと認知していただくことができますし、上場のお手伝いをしましたということを積極的に広報活動を行うことで、この会社とアライアンスを組みたいと考えていただく機会を増やしていきたいと思っています。

## 「この会社の成長に必要なものは何か」を考える

**J-Adviser の中で GCA FAS さんを選ぶメリットをお聞かせください。**

**加藤** まず我々は、メンバーのほとんどが公認会計士で普段から調査の仕事をしていますので、上場支援のプロフェッショナルとして、J-Adviserが取引所に代わって担う上場審査業務にすごく親和性があると考えています。新規上場申請者のデューデリジェンスやコーポレート・ガバナンス、内部管理体制の確認など、まさに我々が得意とするところです。それをベースに、私たちは「本当にお客様の立場に立つ」という理念を持っていますので、安心して任せただけだと思います。

**伊藤** 社風について特徴的なところといえば、私が入社するとき加藤が面接をしたのですが、加藤から「M&Aアドバイザーはラテンのノリが必要だ」と言われました（笑）。

**加藤** どうしても監査法人はリスクに対して慎重というイメージを会計士は持っていますので、その保守的な雰囲気脱ぎ捨ててで

もクライアントの利益に貢献しなきゃだめだ、ということです。つまり、ラテン系のノリのいいところは、既成概念に縛られない自由な発想でクリエイティビティーを発揮していくということです。我々は、お客様のために何か積極的に取りにいこう、それをプラスの方向で価値として提供しようという思いが強いですから。



公認会計士の能力プラス顧客志向のスピリットがあると、会社にとって強力なパートナーとなりますね。

**加藤** 事業承継で言えば会社を売る話ばかりになりがちですが、上場を通じて独自の成長を模索していくことも大きな選択肢の一つです。私たちは当然、上場した後も会社の成長をサポートしていきますので、たとえば海外事業を伸ばしたいというニーズがあれば、私どもの本職であるM&Aを通じて、成長に必要な経営資源を獲得するための案件をご紹介しますこともできます。実際オーナー様は海外展開を誰に相談したらいいかわからないということが多いので、海外の会社を買う、一部資本参加して販路をつくる、合併会社をつくって商品を売るマーケットを提供してもらうなどのアドバイスをするケースが増えてきました。J-Adviserという立場ではありますけれど、実質的にはM&Aアドバイザーとしての機能も併せ持っていますから、会社の成長そのものに寄与できるところが我々の最大の強みだと思います。

**伊藤** 今までIPOはIPO、M&AはM&Aと分かれていて、両方のアドバイスができるところはないというのが現状だったと思います。でもお客様は、「とにかく自分にとって一番良い方法は何か」が知りたいわけですから、それに答えられる存在であることがGCAの強みだと思います。私たちはM&Aアドバイザーとして常に「この会社の成長に必要なものは何か」という視点で考えていますので、会社にとって有益なアドバイスができるのだと思います。

**「会社の成長のために何が必要なのか」ということは、会社の経営者なら誰もが欲しいアドバイスだと思います。**

**加藤** 本当にそうだと思うんですね。特に地方の中小企業にとって何が悩みかという、もちろん資金力もそうなのですが、



伊藤パートナー

それよりも情報や人材、会社を成長させるためにどうすればいいのかというところで皆さん悩まれていますよね。必要な経営資源は、買収するだけでなく、一部資本を事業パートナーに売却することで獲得することも可能です。売るとか買うとかは表面的に見える事象であって、一番大事なものは必要な経営資源を獲得すること。そのチャンスを迅速かつ大きな負担なく広げることができるのがTOKYO PRO Marketへの上場という手段だと考えています。

会社を全部売らなくても情報、人材、ステータスというものが手に入るのがTOKYO PRO Marketへの上場ですから、そういう選択肢もあると伝えて会社さんのお力になっていきたいと思っています。

(文=江川裕子 写真=戸塚博之)



GCA FAS株式会社

2004年、独立系M&A専門会社であるGCA株式会社のFASチームとして発足し、2006年に子会社として独立。公認会計士・税理士の専門家集団として、GCAグループの大規模なデューデリジェンス・企業価値評価業務に加え、中小規模の包括的なM&Aアドバイザリー業務、会計・税務に関するストラクチャリング・アドバイス、内部統制コンサルティングなど幅広いサービスを提供。“For Client’s Best Interest (クライアントの最善の利益のために)”が経営理念。2016年12月、J-Adviser資格取得。

GCA株式会社の渡辺章博代表取締役と