



KPMG FAS Newsletter

Driver

Vol.08 August 2021

| Close-up |

資本市場 変革の波への対応

- 1 米国SPACの動向 日本企業にとっての選択肢とは
- 2 ESG視点を取り込んだM&A実行プロセス
- 3 東証市場改革を契機としたコーポレート・アクション

home.kpmg/jp/fas

08

KPMG FAS Newsletter

Driver

008

Contents

KPMG FAS Newsletter “Driver”
Vol.08 August 2021

02 – News & Trends / 注目のニュース&トレンド情報

Close-up

04 – 資本市場 変革の波への対応

06 – Close-up1 米国SPACの動向 日本企業にとっての選択肢とは
文 = 石井 秀幸/パートナー

10 – Close-up 2 ESG視点を取り込んだM&A実行プロセス
文 = 吉野 恭平/ディレクター

14 – Close-up 3 東証市場改革を契機としたコーポレート・アクション
文 = 澄川 徹/パートナー、篠原 暁/ディレクター

18 – Market Check! / セクター別EV/EBITDA倍率トレンド

20 – Publications & Reports / 出版物紹介

21 – Contacts / お問い合わせ



期待される日の丸クリーンテックのあり姿

世界の主要な国々および地域において、期限を区切ったカーボンニュートラル実現のための政策目標が掲げられるなか、クリーンテックが注目されている。クリーンテックとは、「世界規模の課題に対する解決策を提供しながら、投資家および顧客に競争力のある収益を提供する新技術および関連するビジネスモデル」とCleantech.orgの創業者ニール・ダイクマンは定義している。

日本では、重電大手企業がCO₂回収・分離・貯留技術の開発に注力する一方、スタートアップもこの分野に挑んでいる。凝縮系核反応を用いた新水素エネルギー事業のクリーンプラネット、新素材LIMEXを展開するTBM、スペースデブリの除去技術を開発するアストロスケールホールディングスなど多彩な分野に及ぶ。これら企業の共通要因が「Deep-tech」である。抽象論のデジタル技術とは対極にある“質量”を有する具体論こそが、日本のクリーンテックのあり姿と期待せずにはいられない。

高まる外部委託・第三者管理の高度化への要請

ここ数年、金融安定理事会や欧米英の金融当局が、外部委託・第三者管理に関するガイドラインやその案を公表している。共通項の一つは、管理対象に委託先のみならず代理人、業務提携先、サプライヤーやクラウドサービス業者等の全ての第三者が含まれている点である。日本でも、外部事業者との連携から生じた顧客資金の不正流出や、新疆綿の使用をめぐるサプライチェーン上の人権問題等、委託関係以外でのリスクが顕在化しており、他国や金融業界だけの問題でもない。

また、重要業務の委託先・連携先が、同業内で優位な技術を持つ事業者の場合、サービスが停止すると代替がきかず、自社の事業を継続できない懸念もある。一方で、相手方の交渉力が強く、モニタリングや監査等の管理が難しい上、管理強化によるコスト増加が委託等のメリットを帳消しにする恐れもある。効率的・効果的にリスクを管理するために、全ての第三者との関係やリスクを再確認する必要が出てきている。





身代金が成功報酬の原資に 驚愕のマルウェアのサブスク販売

最近のサイバー攻撃には、特殊スキルをもったハッカー集団ではなく、素人でも手軽にできてしまう新手のサービスが登場している。いわゆるサブスクと言われる定額課金によるマルウェアの販売だ。

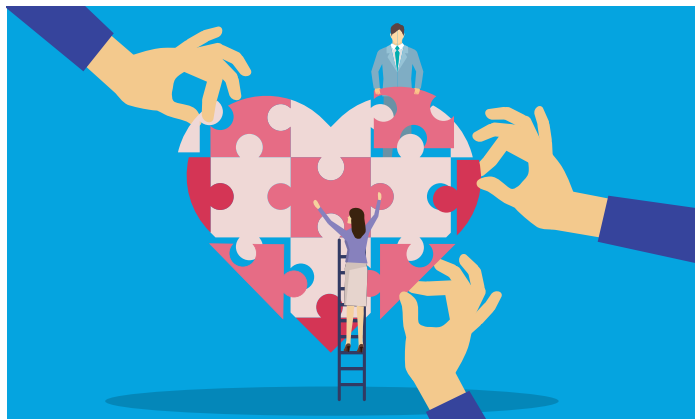
世間を騒がせているランサムウェアについてもRaaS (Ransomware as a Service : ラース)と呼ばれるパッケージサービスが登場している。ランサムウェアとは、組織内のサーバ等のデータを暗号化する等で利用できなくし、それを解消するための鍵を提供する代わりに身代金を要求する手口であるが、このRaaSでは身代金が支払われた場合、成功報酬としてサービス提供側へ分配する取り分についても事前に設定できる仕掛けとなっている。

こういった闇ビジネスの拡大が、企業に対するサイバー攻撃激増の一因となっていることは間違いない。サイバー犯罪も、より手軽にパッケージ化され、その気になれば誰でもできてしまう恐ろしい時代に突入している。

ブランド戦略再考 ブランド力の源はパーパスにあり

ソニーの「クリエイティビティとテクノロジーの力で、世界を感動で満たす。」や損保ジャパンの「安心・安全・健康のテーマパーク」など、日本企業で昨今パーパスの見直しが盛んだ。VUCA時代における戦略実行はより現場の判断に委ねられている。その現場判断の拠り所としてパーパスを再定義し、全社の戦略方向性との整合をとっていくことが肝要である。

パーパスはブランド力の源にもなる。激動の現代において“サービスや事業の差別性 (What, How)”を訴えるブランディングの効力は著しく低下した。長期に一貫したブランディング活動を担保するには、外部環境の変化を受け難い“社会での存在意義を定義したパーパス (Why)”を中心に据えることが重要である。また、What, Howに替えてWhyを訴えることで、人々により強い印象を残し、より多くの共感も呼ぶ。結果として強いブランド力が備わる。そして、この段階ではじめてブランドを事業の根とできるのである。



Close-up

資本市場 変革の波への対応

P06 Close-up 1

米国SPACの動向 日本企業にとっての選択肢とは

文 = 石井 秀幸 / パートナー

P10 Close-up 2

ESG視点を取り込んだM&A実行プロセス

文 = 吉野 恭平 / ディレクター

P14 Close-up 3

東証市場改革を契機としたコーポレート・アクション

文 = 澄川 徹 / パートナー、篠原 暁 / ディレクター

+ + +

持続可能な成長やステークホルダー資本主義への転換など、グローバル規模で社会や経済に新たな価値観が浸透するなか、企業もその対応を迫られている。

昨年からは米国を中心に資本市場で一大ムーブメントとなっている特別買収目的会社(SPAC)、世界の投資マネーの3割を占め、今や金融市場において無視できない潮流となったESG投資家の視線、更には国内上場企業が直面するプライム市場創設を含む一連の東証市場改革。

これら内外の金融・資本市場における新たな動きが、企業の在り方やその活動の隅々にまで影響を与えている。新たな要件の下での企業のかじ取りに必要な視点、施策について特集する。



執筆者紹介

Hideyuki Ishii

石井 秀幸 / パートナー



2016年にKPMG FASに参画。国内外のM&A案件の組成・執行を担当。KPMG FAS入社以前は外資系投資銀行、独立系M&Aアドバイザー会社等で幅広いコーポレートファイナンス業務に従事。これまでクロスボーダー M&A案件、国内の業界再編案件、カープアウト案件、再生案件など多様な案件タイプ、かつ広範な業界の案件に関与。

慶應義塾大学法学部卒
ペンシルベニア大学ロースクール卒

✉ hideyuki.ishii@jp.kpmg.com

Toru Sumikawa

澄川 徹 / パートナー



2009年、KPMG FASに入社。M&A取引等のファイナンシャル・アドバイザー（FA）やバリュエーション業務を担当。KPMG入社以前は、米系投資銀行において、M&A/買収防衛等に関するFA業務や、デット/エクイティファイナンス等の引受業務を担当。それ以前は、大手邦銀にて小売・運輸・商社・ITの業界を中心に、買収ファイナンス・企業再生等に多数関与。与信先への格付モデルの開発等にも従事。

一橋大学経済学部卒

✉ toru.sumikawa@jp.kpmg.com

Kyohei Yoshino

吉野 恭平 / ディレクター



KPMGジャパン サステナブルバリュー・ジャパン メンバー

有限責任あずさ監査法人を経て、2007年にKPMG FASに入社。これまで150件超の国内・海外M&A案件に関与し、財務デューデリジェンスおよびポストディールサービス等M&Aの様々なステージにおける財務会計面でのアドバイスを提供。2010年から2年間はKPMG NYオフィスに外向。共著で『実装CVC一技術経営から戦略・財務リターンまで』（中央経済社）

慶應義塾大学経済学部卒 公認会計士

✉ kyohei.yoshino@jp.kpmg.com

Akira Shinohara

篠原 暁 / ディレクター



2010年、KPMG FASコーポレートファイナンス部門に入社。以降、幅広い業界のM&A案件において、株式価値算定業務及びファイナンシャル・アドバイザー（FA）業務を提供。KPMG入社前は、日系大手証券の投資銀行部門においてFA業務に従事。15年超にわたり一貫してFA業務に従事し、経営統合案件及び公開買付案件において特に強みを有する。

東京大学経済学部卒

✉ akira.shinohara@jp.kpmg.com



Close-up 1

米国SPACの動向 日本企業にとっての選択肢とは

文 = 石井 秀幸 / パートナー

- + 昨年来、米国でSPAC (Special Purpose Acquisition Company、以下「SPAC」) 上場が急増した。直近では急成長による懸念も指摘されるが、昨年来のIPOに占める割合で見ると高い。ただ、US-GAAPでの監査済財務諸表の必要性や、上場後の継続開示義務に加え、SPACによる買収は大型案件が中心であるなど、日本企業にとってSPAC経由の上場は簡単ではない。しかしグローバルな事業展開を考える有力ベンチャーや、海外での出資先／買収先には資本政策の選択肢になりえる。優れた技術を持つがノンコアとなった事業部門の活用方法としても検討の余地があり、今後のSPACの動向には注目すべきである。

SPACとは

昨今の米国の資本市場において、SPACの上場が大きな話題となっている。

SPACは未公開企業の買収を目的とした、上場時点では事業実態を持たないエンティティである。上場により調達した資金も活用し、一定期間内に事業会社を買収し、当該被買収会社を上場させることを目指す。上場までのプロセスが伝統的なIPOと異なり短期間で済むことから早期の上場を望むベンチャー企業にとっても高い関心事となっている。

SPACというスキーム自体は以前から存在していたものの、2020年以降、米国におけるIPOに占める割合は急上昇した。2020年には248件とIPO全体に対して52%、2021年には、直近四半期こそ減速したものの、6月末まですでに2020年実績を超える358件、IPO全体に対して62%と急速に成長した。(下図)

急成長の背景と仕組み

(一般投資家の観点から)

SPACの急成長の背景としては、金融緩和の影響で長期金利が低下し、株式市場への期待が高まったことや、AI関連など今後の成長産業を担うベンチャー企業に対して個人の一般投資家が、直接、投資をできる機会を提供するツールにSPACになったことがあげられる。更にはコロナ禍で在宅勤務者が大幅に増えた中、個人投資家に知名度のあるスポンサーが登場するなど、個人投資家を取り込みやすい状況となったこともSPAC上場の急増を後押しした。

SPACに投資をする一般投資家はSPACが発行するユニットを購入し(発行価額は通常1ユニットあたり10ドル)、ユニットとワラントを保有することとなる。SPACによる買収(De-SPACという)が成功すると、上場後

のリターンをワラントにて享受する。他方、買収が不成立となる場合であっても、ユニットの発行価額で償還を受けることができる。

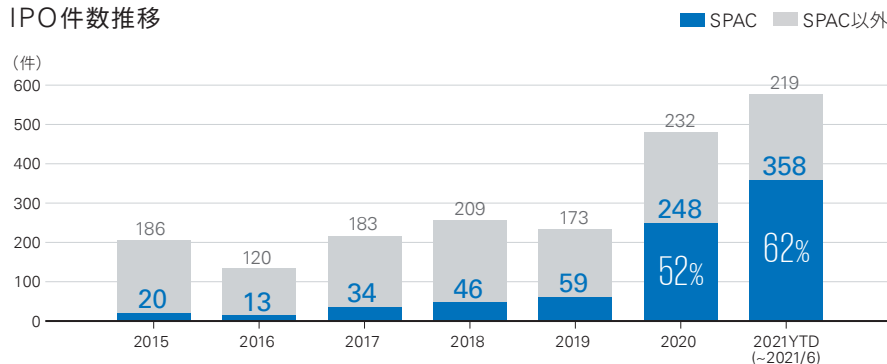
通常のIPOとは異なり、De-SPACされる被買収会社の事業計画が提示され、それに基づき一般投資家も投資判断ができるという点も特徴的だ。SPACはある意味、新しい金融商品ないしアセットクラスとして捉えてもよいのではないかと思える。

SPACへの批判

他方、SPACに対するネガティブな見解も少なくない。SPAC上場が短期間で急速に増加したことへの懸念や、SPACのスポンサーに投資の目利きとは直接リンクしていないとも思われるスポーツ界、芸能界の著名人が登場したこと、更にはDe-SPAC時の開示に問題があったところや、De-SPAC後のパフォーマンスが必ずしも芳しくない大型銘柄があることも要因である。新しい枠組みに対する批判はつきものであり、開示の課題については実際、米当局の監視も強化されているが、客観的な評価も必要であろう。

SPACのパフォーマンスについて見てみると、SPACのインデックスとして引用されるDefiance NextGen SPAC Deriveでは、組み入れられているのは時価総額が2.5億ドル以上で、かつ銘柄のアロケーションとしては

IPO件数推移



Source: SPAC Research, Stock Analysis

SPAC由来の上場銘柄に60%、SPACに40%のウェイトとなっている。そのためインデックスのパフォーマンスにはDe-SPAC後の銘柄のパフォーマンスの影響が大きく出ている。

他方、現在SPACのうち、De-SPACされた銘柄は全体の27%に過ぎない。スポンサーの腕が問われるのはむしろこれからとも言える。(下図)

ステータス別銘柄数分布 (2021/7/6時点)



Source: SPAC Research

よくある誤解

SPACを通じて短期間に非上場会社が上場会社となる、と聞くと日本の実務家の方には裏口上場を想起させ、抵抗感もあるであろう。ただ十分に理解されていないことがある。

まずSPACによる買収(De-SPAC)に際して、被買収企業も2年から3年の監査済財務諸表が必要となっている。会計基準はUS-GAAPに基づくことが基本である(外国企業についても少なくともIFRSが必要)。De-SPAC時点において必要となるProxy Statement(株主総会資料)も、法律事務所が関与して準備をするグローバルIPO並みの準備・開示が求められる上、De-SPACのプロセス自体は時間的に短く、その中で条件等数多くのことを決定する必要がある。またDe-SPAC後には当然のことながら継続開示義務が生じる。SPAC経由での上場にはこれらを覚悟し、全て準備・対応することが求められる。

つまり法律事務所や引受証券会社主体で進める米国における証券発行の実務に即したプロセスになっており、これはこれで負荷は小さくない。東証で念入りに審査を進める日本での上場実務とはそもそものフレームワークが異なっていると言えよう。

日本企業の観点から考える

① 米国のSPACを活用する事例はありえるか?

前述のようなハードルはあるものの、製品・サービス提供が国内に限らない事業を展開する企業では、はじめからグローバルでの事業展開を考えていることも珍しくはなく、そうした先には元々、米国での上場も視野に入れているところもある。

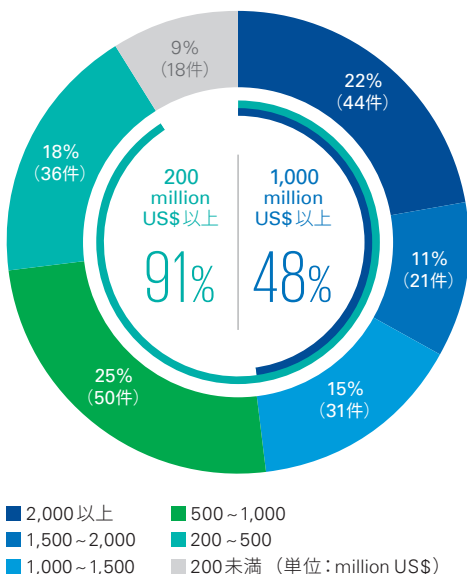
SPAC経由での上場の場合、被買収企業は事業計画を示すことができるため、直近、開示内容についてのSECの監視の目も厳しくなっているものの、将来の成長性を踏まえて売却価格を決定したい被買収企業の株主にとってのメリットはある。また、SPAC経由での上場は完全売却を可能とする点(日本の通常のIPOでは大株主の持分の完全売却は難しいことが少なくない)も魅力にもなる。日本企業をターゲットとしたSPACも登場していることから、SPACに買収される形で米国上場するベンチャーの事例も早晩出てくるのではないと思われる。

他方、既にDe-SPACによる上場事例が生まれているのが、大手日本企業の投資先/海外子会社の上場である。元々US-GAAPないしIFRSでの監査済み財務諸表があり、SPACの投資対象となる領域で事業展開して

いる先であれば、SPAC経由での上場は現実の選択肢となる。優れたテクノロジーを持つ海外での出資・買収先の資本政策の観点やマネジメントの要望への対応などの観点で活用が更に進む可能性はあるだろう。

ただ米国でのDe-SPACは規模が大きいことが日本企業にとってのハードルとなりえる。米国のDe-SPACの例では、買収価格が2億ドル以上の銘柄数は全体のうち9割以上を占め、買収価格が10億ドル以上の銘柄数は全体の約半数を占める。(下図)

米国におけるSPACの買収価格の分布



Source: SPAC Research

日本においては、想定時価総額が1,000億円を超える、所謂ユニコーン企業数は現状限られており、規模の観点で米国SPACの買収候補に入るベンチャー企業は少数となってしまう。SPACを活用するには、さらなる事業成長を遂げるべくDe-SPAC対象がM&Aによるインオーガニックな事業拡大をすることも有効であろう。

また視点を変えてみると、De-SPACの対象が、ある程度の規模感を持つ事業であることを前提とするのであれば、大企業内の高度な技術を持つ事業部門やグローバル展開可能な製品・サービスを持つ事業をカーブアウトし、フィナンシャル・スポンサーなどの傘下での事業変革を経て、最終的にSPAC経由での上場を果たすことも検討に値するのではなかろうか。

2 日本版SPACの可能性

政府からも積極的な意見が出されており、日本版SPACについても検討が進む可能性はある。制度面の課題など調整が必要な事項は少なくないものの、日本の非上場企業の実態にフィットした活用しやすいスキームが整えば、リスクマネーの供給を後押しし、企業活動の活性化にも役立つと考えられる。

3 今後の動向は要注目

急成長しただけに今後も調整局面はあると思われるが、SPACは日本企業にとっても資本政策の一つとして有力な選択肢となる可能性を十分に秘めている。米国を中心とした最新動向から活用余地を検討しつつ、諸外国の検討状況ならびに日本における議論の進展もあわせて注目すべきである。





Close-up 2

ESG視点を取り込んだ M&A実行プロセス

文 = 吉野 恭平 / ディレクター

+ + +

2015年の国連における「持続可能な開発目標 (SDGs)」の採択や、透明性、独立性の高いガバナンス体制の下、環境・社会への配慮を重視する企業への投資が機関投資家を中心にグローバルで主流となりつつあるなか、金融市場のみならず社会全体において、企業を見る物差しが変わりつつある。

M&Aについても自社のESG戦略をどのようにM&A実行プロセスに落とし込んでいくか、総合的な対応が必要となる。今後、企業にはM&A実行において、ESG視点での非財務情報を見極める力が求められる。

ESGの潮流：主な出来事

- 2006年 国連によるPRI公表 (ESGを意識することの提唱、ESGというワードの浸透)
- 2015年3月 英国における現代奴隷法の施行 (人権DDのプロセスやリスクの評価・管理・モニタリングを要請)。以降欧州各国で人権DD法が制定される。
- 2015年9月 国連総会でのSDGs採択 (17の世界的目標、169の達成基準)
- 2015年 COP21におけるパリ協定 (日本として2050年までにGHG80%の削減目標)
- 2017年 ダボス会議 (SDGsの達成により、12兆ドルの経済価値と3.8億人の雇用が創出される可能性があると発表)
- 2019年 COP25 (2050年までにカーボンニュートラル、地球の平均気温上昇1.5°Cを目標)
- TCFD 関連：2015年TCFD設立、2018年TCFDガイダンスの公表、2019年事例集公表
- 国際イニシアティブへの加盟企業の増加 (SBT、RE100)

企業におけるESGへの意識の高まり

企業の活動の場が広がり、経営スコープが拡大する中、株主や投資家のみならず、取引先、消費者、従業員といった様々なステークホルダーからESGへの取り組みを求められるようになり、理解、評価を得る必要が高まってきている。例えば、企業は気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)に沿って、気候変動のリスクとオポチュニティを分析・評価し、経営判断に組み込むことが求められる。企業活動における温室効果ガス(GHG)の排出量の開示のみならず、気候変動や環境影響をどのように測り、いかに対策をし、どこまでコミットしているかが問われている。

このような状況下で、企業を見るまたは企

業の活動の有益性を測る物差しが確実に変わってきている。これまで企業の評価は、売上・利益といった伝統的な財務情報が物差しの中心であったが、これだけでは測れないリスク・オポチュニティを、ESG視点を織り込んだ非財務情報といった物差しで判断されることになる。

企業の取り組むべきESG戦略とは？

① 考え方のポイント

企業にとってのSDGsとは、達成すべき目標の設定、また目標を達成する手段としてのESG視点での取り組み、と整理できる。ESG視点で取り組むべき事項について、まずは「リスク」の

観点から早急に棚卸しをする必要がある。例えば、投資の引き上げ、既存サプライチェーンからの除外、環境コスト増加(カーボンプライシング)、座礁資産。このようなリスクを把握し、手当てを検討する必要に迫られている。

一方で、ESGを制約条件ではなく成長機会として捉える視点も重要となる。ニューマネーの獲得、新たな取引先の開拓、新規ビジネスの創出、経営基盤強化(従業員意欲、人材確保)。少々幅広い切り口ではあるが、このような「オポチュニティ」の可能性も視点に入れることが望ましい。

また、SDGsという理念だけで動くことは難しいため、経済合理性を確保する必要がある。すなわち、環境・社会課題の解決と経済成長を両立させる意識が必要となってくる。

② 具体的にどのように 方針策定を行うべきか？

まずは、10年後、30年後などの中長期的な
あるべき姿、目指すべき姿を策定し、マテリア
リティ(自社にとって影響を与える重要課題)
を特定したうえで、この目標を実現するた
めのロードマップを策定する、いわゆる時間的
逆算思考(バックキャスト思考)が適当
と考える。

ロードマップの達成確認にあたって、重要
となってくるのがESG関連の非財務情報であ
り、どのように集計・把握するか、またいかに

効果を測定し、管理・報告していくかの体制を
構築しなければならない。

さらに、非財務情報をどのように利用・開示
して、ステークホルダーとのエンゲージメント
を実施していくかを検討する必要がある。

ESG視点を取り込んだ M&A実行プロセスとは？

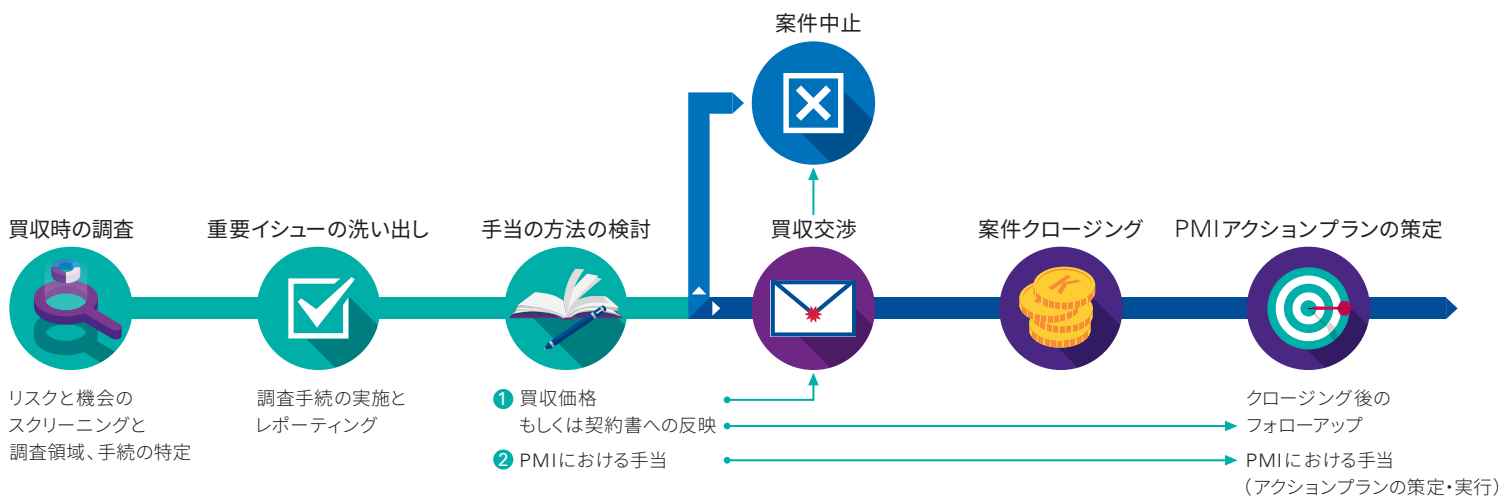
M&Aについても、上述の自社ESG戦略と
の統合的な対応が必要となり、従前のM&A
実行プロセスにESG視点での検証を織り込
む必要がある。

① M&A実行にあたって ESG視点で何を検証するか？

買収候補先のESGリスク・オポチュニティ
を検討するうえで最も重要なことは、自社自
身のESG戦略が整理されていることであり、
その整合性を意識することである。

そのうえで、これまで企業評価の中心であ
った売上、利益といった財務数値だけではなく、
非財務数値および過去情報、将来情報も含め
て、ESGの視点で会社を俯瞰する必要がある。
(なお、ビジネスモデルや財務数値に基づく分
析に、ESG要因を組み込んで総合的に投資判

買収時のESG DDの流れ



断するアプローチを「ESGインテグレーション」という。) また、買収候補先が属する業種別の視点も重要となってくる(アパレル業における労働・人権問題、製造業におけるGHG排出リスク、座礁資産リスクなど。SASBが公表している「Engagement Guide」が参考になり得る)。

買収前のデューデリジェンス(DD)は、どうしてもネガティブチェックの意味合いが強くなってしまい、対象会社の抱えているESGリスクがロックアウトファクターとなってしまうことがある。しかし、ESG活動に真剣に取り組む会社には、顧客や投資家に訴求できる非財務的な価値が存在するため、今後の

ESG DDの調査手続き案

Environment

- ・エネルギーの効率性とCO₂の排出量
- ・大気、水、土壌汚染
- ・廃棄物管理、リサイクル

Social

- ・労働条件コンプライアンス
- ・品質管理・製品コンプライアンス
- ・人権遵守体制

Governance

- ・ガバナンスストラクチャー
- ・不正リスク管理
- ・会計基準準拠、税金の透明性

DDでは対象会社のESG活動にかかわるリスクとオポチュニティの両面を考慮し、M&Aの投資判断を行うことが肝要である。

② PMIがより重要に

クロージング前までの時間、情報の制約を踏まえると、対象会社株式(事業)価値評価に重要な影響を与える可能性のある事項を中心にDD作業を行うことになり、ロックアウトファクター以外の網羅的なESG項目の検証は後回しとなるケースが多い。

したがって、クロージング前までに把握できなかった事項、把握できなかった事項の棚卸しをしたうえで、把握できなかった事項に対するクロージング後のアクションプラン策定および実行・モニタリングが重要である。

対象会社が抱えている、対象会社独自では様々な制約により解決できないESG課題を、買収後の人的、資金的なリソースの共有により、ポスト・マージャー・インテグレーション(PMI)段階で、リスクに対して手当を行い、さらには対象会社の持つ見えない資産を可視化する取り組みが可能となることもある。

ESG視点で非財務情報の有効活用を

これまで述べた通り、自社のESG戦略を整

理したうえで、M&A実行プロセスにおいて総合的に落とし込んでいくことが、経営戦略の重要な検討課題となる。

M&A実行において、ESG視点から得られるネガティブファクターは比較的投資判断に反映しやすい事項である一方で、今後はポジティブファクターにも焦点を当て、意思決定に反映してくための仕組みづくりをしていくことが、ESG時代における企業のM&A実行の大きな課題のひとつと考える。



東証市場改革を 契機とした コーポレート・アクション

文 = 澄川 徹／パートナー（写真左）
篠原 暁／ディレクター（写真右）

＋ ＋ ＋

東京証券取引所の市場改革へ向けた足もとの大きな動きとして、(1)市場区分の再編とこれに伴う上場基準の変更、(2)コーポレートガバナンス・コードの改訂が挙げられる。従来、日本の株式市場は、相対的に多数の親子上場企業が存在することが特徴の一つとされてきたが、今回の市場改革の動きは、これら親子上場企業の多くに何らかの対応を迫るものとなっている。

東証市場改革を契機として、親子上場企業において想定されるコーポレート・アクションについて考察するとともに、これらの動きを第三者の立場から機会として活用しうる視点について解説したい。



制度改正の概要と求められる コーポレート・アクションのポイント

東証は2020年12月25日、現在の市場第一部・市場第二部・マザーズ・JASDAQ（スタンダード／グロース）の5つの市場区分に関して、スタンダード市場・プライム市場・グロース市場の3つの市場区分に見直しを行う旨の要綱を公表し、2021年4月30日には本要綱の改訂版を公表している。また2021年6月11日には、上場企業と投資家との建設的な対話のための枠組みであるコーポレートガバナンス・コードの改訂を公表し、より実効的なコーポレートガバナンスの実現を期待するとしている。

見直し後の新市場区分においては、各市場区分のコンセプトに応じ、時価総額（流動性）やコーポレートガバナンス等に関わる定量的、定性的な基準を設けるとされている。これら基準は、新規上場時のみならず、上場後においても継続して維持することが必要とされている。

プライム市場を前提とした場合に、特に影響が大きいと思われる項目は以下3点と考えられる。

- 流通株式時価総額100億円以上
- 流通株式比率35%以上
- 独立社外取締役を3分の1以上選任。中で

もプライム市場に上場する「子会社」においては、独立社外取締役を過半数選任又は利益相反管理のための委員会の設置が必要

特に流通株式比率、流通株式時価総額および独立社外取締役の構成比に関する基準には、現時点において少なからぬ上場子会社が抵触しているものと推測される。加えて、流通株式の定義の変更（原則として国内の普通銀行や保険会社、事業法人等が保有する株式は流通株式から除外）が行われたことにより、従来よりも基準に抵触する可能性が高まったことにも留意が必要である。これらの基準に抵触している企業は、上場維持もしくはプライム市場への上場ステイ

タスを将来に亘り確保していくために、流通株式比率の引き上げ等を企図したコーポレート・アクションを取ることが求められる。

新市場区分への移行日は2022年4月4日であり、選択手続の概要およびスケジュール（2021年5月12日現在）は図表1の通りである。

なお、新市場区分への移行にあたっては、図表1の下線部で示す通り、経過措置が設定され、「当面の間」は現行の指定替え基準・上場廃止基準と同水準の基準が適用される。ただ、現時点では具体的な経過期間について示されておらず、いずれにせよ上記のコーポレート・アクションは市場改革の動きに併せてタイムリーに検討、実行することが求められる。

【図表1】新市場区分の選択手続きのスケジュール

		東証が実施	上場会社が実施
2021年	6月30日	移行基準日	
	7月9日(予定)	適合状況の判定	東証にて、移行基準日における新市場区分の上場維持基準への適合状況を試算し、その結果を通知。
	9月1日 ～ 12月30日	選択申請	選択期間内(9月1日～12月30日)に、新市場区分の選択申請に係る所定の書類を提出。 ※選択申請を行う新市場区分の上場維持基準を満たしていない場合には、あわせて「 <u>上場維持基準の適合に向けた計画書</u> 」の開示を行うことで上場維持基準に係る経過措置が適用される。
2022年	1月11日(予定)	選択結果の公表	選択結果の公表
	4月4日	移行日	移行日

Source: 東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について」

上場子会社 考えられる対応策

東証の市場改革に伴う上場基準の変更に備え、親子上場の企業が今後、取り得るコーポレート・アクションの選択肢とプロセス、財務面から見たメリットおよび留意点について主なものを図表2に示した。

子会社株式を新たな市場においても引き続き上場させることは、一般的に①対象企業の市場における資金調達機会（株主にとつ

ての市場取引機会）の確保、②知名度・信用力の確保を通じた取引先との関係強化・拡大、③人事採用や従業員のモチベーションアップ、などの観点からメリットがあると言えるが、反面で、従来以上に厳しい流通株式時価総額や流通株式比率のガイドラインを満たす必要がある上に、高いガバナンス水準の確保が求められることとなる。

これらのメリット・デメリットを比較した上で、まずは1)子会社の上場を維持すべきか

どうか、2)親子関係を維持すべきかどうか、との根本的な部分からの再検討が求められる。仮に親会社との連携を深めることが更なる企業価値向上に資すると判断される場合には、子会社の非上場化も選択肢となる。その場合には、親会社において資金負担が生じることに加え、両社において公正性および透明性を確保した検討プロセスが求められるなど、非上場化のハードルは低くない。逆に親子関係を維持する意義が乏しいと判断

【図表2】コーポレート・アクションの主な選択肢

シナリオ	代表的な手法		プロセス・財務面から見たメリット・留意点	
	大区分	小区分	メリット	留意点
子会社の非上場化	親会社による完全子会社化	他社株TOB +スクイーズアウト	<ul style="list-style-type: none"> 取引当事者が明確であるため、実行スケジュールを明確化しやすい 	<ul style="list-style-type: none"> 親会社における多額の現金支出 公正性担保措置、利益相反を回避するための措置が必要
親子上場の維持	親会社による持分売却 (連結維持の範囲で)	市場売却	<ul style="list-style-type: none"> 売却比率・流通株式比率を柔軟に調整可能 	<ul style="list-style-type: none"> 出来高が限定的な場合、売却完了に時間を要する
		ブロックトレード	<ul style="list-style-type: none"> 売却比率・流通株式比率を柔軟に調整可能 (但し、証券会社等の意向も考慮が必要) 	<ul style="list-style-type: none"> 市場株価に対するディスカウントの考慮 証券会社等の特定に時間を要する可能性がある
		自己株TOB	<ul style="list-style-type: none"> 売却比率・流通株式比率を柔軟に調整可能 取引当事者が明確であるため、実行スケジュールを明確化しやすく、実行確度が高い 	<ul style="list-style-type: none"> 市場株価に対するディスカウントの考慮 子会社における現金支出
	他の固定株主による持分売却	市場売却	<ul style="list-style-type: none"> 親会社における財務インパクトを考慮する必要がない 	<ul style="list-style-type: none"> 他社意向に左右される 出来高が限定的な場合、売却完了に時間を要する
	子会社による新株発行	公募増資	<ul style="list-style-type: none"> 子会社に資金需要がある場合、流動性と資金需要の課題を同時に解消可能 	<ul style="list-style-type: none"> 子会社において新株発行手続きが生じる 子会社に資金需要がない場合、実現可能性が低い
親子関係の解消	親会社による持分売却	売却比率等により複数の選択肢	<ul style="list-style-type: none"> 親会社に現金収入が期待できる 	<ul style="list-style-type: none"> 公正性担保措置、利益相反を回避するための措置が必要

注：上記以外にも選択肢は考えられるが、あくまでも代表的な手法について記載している。

Source: KPMG分析

される場合には、何らかの手段を通じて親会社の持分を売却していくことを検討することとなるが、上場を維持しながら支配持分を売却する手法には一定の制約があることを念頭に置く必要があり、場合によっては第三者によるバイアウトに応募するなど、幅広い戦略的オプションを検討することが求められる可能性もある。

親子関係と子会社の上場ステータスをいずれも維持することを前提とする場合には、大きくは1)親会社持分の売却、2)他の固定株主の持分の売却、3)子会社による公募増資の3パターンが考えられる。公募増資を通じた流通株式の増加は、資金需要がある企業にとっては有効な選択肢であるものの、実際の資金需要とエクイティストーリーが伴わなければならない。子会社の現預金が潤沢で資金需要が限定的な場合は、親会社の持分売却が選択肢となるが、子会社株式の出来高が限定される場合には市場売却やブロックレードに制約が生じるため、自己株TOB等の手段を併せて検討することが考えられる。

図表2に記載のとおりであるが、新株発行や株式売買を伴う親子上場の見直しは、プロセス上の留意点や経済性ととともに、対象企業の財務的な状況も踏まえた少数株主に対するアカウンタビリティを十分に考慮することが必要であり、また、より根本的には、グループ経営全体における上場子会社の意

義・在り方についての再検討にまで踏み込むことも肝要となる。

第三者にとってのインプリケーション

これまでに述べた通り、今回の東証市場改革に伴い、特に親子上場企業など固定株主比率の高い企業を中心に、今後さまざまなコーポレート・アクションの検討、実行が急ピッチで進むものと想定される。親子上場維持が前提となるケースでは、第三者にとって大きな動きとはならない場合も多いと考えられるものの、例えば1)子会社の非上場化の場合には、当該子会社に戦略的投資家として親会社と共同投資を行う、また、2)親子関係解消の場合には、解消の受け皿として、自社が当該子会社に対して買収提案をするなど、第三者にとっても新たな投資、アライアンスの機会となる可能性がある。



このように、東証市場改革により直接的な影響をさほど受けない企業においても、戦略的に興味のある領域における親子上場企業の動きを注視するとともに、場合によってはプロアクティブにその検討のプロセスに参画していくことも一案と言えよう。

グループ再編、 戦略的投資の機会として捉える

直近の市場改革の動きは、上場子会社を抱える企業グループにそもそも親子上場を維持することの意義の再検討を促すものとも捉えられる。これに対応するコーポレート・アクション検討に際しては、親子上場の維持を目的としたテクニカルな施策のみに止まらず、親子関係の解消や子会社のバイアウトといったより抜本的な施策を含め、改めて現状体制の意義・妥当性を問い直すことが求められる。

一方で、親子上場企業におけるこれらの動きは、第三者の企業や投資ファンドといった多くのプレーヤーにとっても、自社の事業ポートフォリオ戦略の文脈で新たな成長分野の開拓や投資の機会をもたらす可能性がある。このような観点からも、来春に控えた東証改革に伴い動きが本格化している様々なコーポレートアクションについては、今後の動向を注視していく意義があるものと言える。

M&A市場を計る マーケット・マルチプル動向

ハード中心からソフト中心のセクターまで、6セクターをピックアップして、日米中の主要市場のマーケット・マルチプル定点観測データを提供します。

M&Aは企業の成長戦略を実現していく上で重要なツールであり、日本企業による国内M&A、クロスボーダーM&Aは共に増加を続けています。

自社の属するセクターのみならず近年加速するクロスセクターのM&Aに関する参考情報としてもお役立てください。

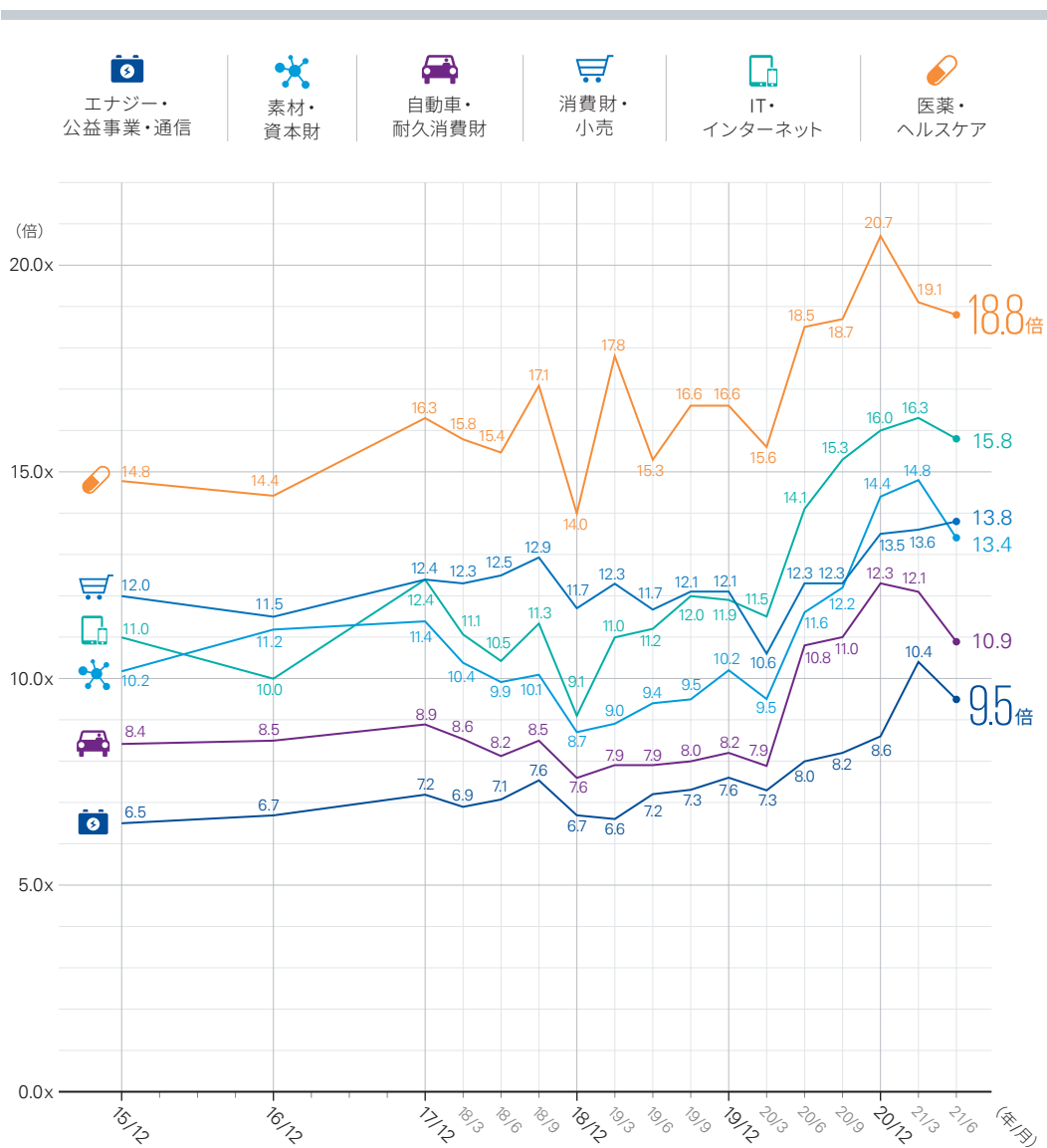
EV/EBITDA倍率：

EV（企業価値）がEBITDA（利払前税引前償却前利益）の何倍かを示す指標

※本分析では、EVを時価総額+有利子負債総額で算出。EBITDAは直近12カ月の値。



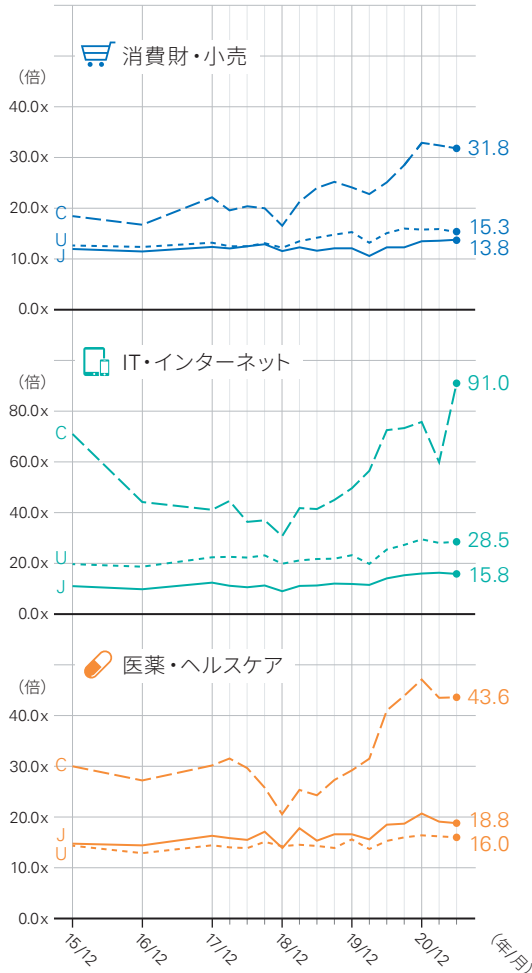
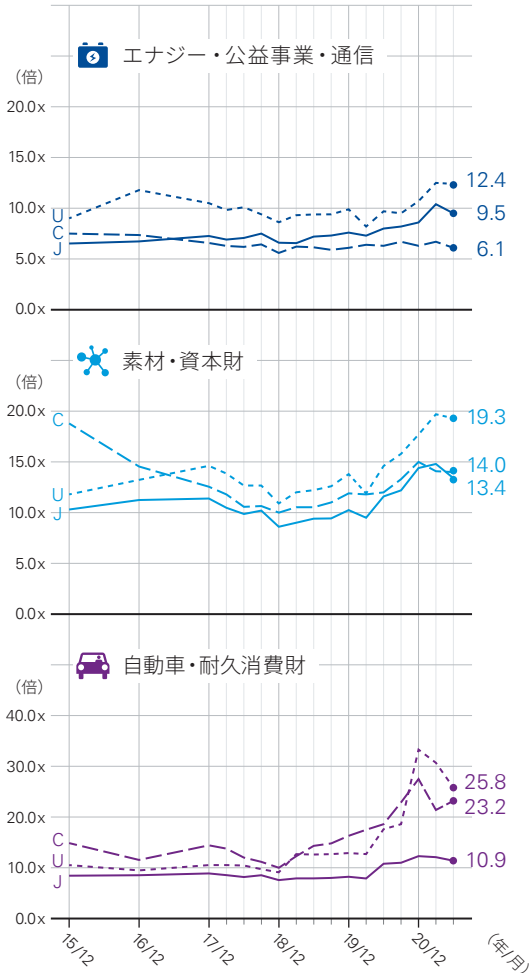
EV/EBITDA倍率推移チャート (日本)





セクター別 各国比較EV/EBITDA倍率推移チャート (日本・米国・中国)

Japan ——— USA - - - - - China - - - - -



Point!

2020年6月以降コロナ禍からの回復期待で順調に上昇してきていたEV/EBITDA倍率だが、21年4-6月期には多くのセクターにおいて横ばい、あるいは減少トレンドとなった。

コロナ禍の世界的な長期化懸念による株式市場の停滞と、企業業績の回復遅延懸念の双方が影響しており、倍率停滞の傾向は21年後半まで続く可能性がある。

中国のIT・インターネットセクターでの大幅な倍率上昇は、参照している株価インデックスの構成銘柄の追加(SHA: 688111, Beijing Kingsoft Office Software)の影響による。

● 分析対象銘柄数:

<区分>	日本	米国	中国
エナジー・公共事業・通信	17	54	14
素材・資本財	108	95	73
自動車・耐久消費財	35	14	18
消費財・小売	63	51	27
IT・インターネット	24	41	8
医薬・ヘルスケア	26	64	36

● 算出方法: 日米中の代表的な株価指数(JPX日経400:S&P500:CSI300)の構成銘柄について、GICS(世界産業分類基準)をもとにKPMGで定義した6セクター「エナジー・公益事業・通信」、「素材・資本財」、「自動車・耐久消費財」、「消費財・小売」、「IT・インターネット」、「医薬・ヘルスケア」に分類し、経年のEV/EBITDA倍率をチャート化しています。

● データ出所: Capital IQ、Bloomberg

Publications & Reports

出版物紹介



エネルギートランジションに向けた資源の調達：新たな世界へ



KPMGインターナショナルが発行した「Re-sourcing the energy transition」の日本語版。再生エネルギーへの移行に必須とされる資源の確保、供給に生じる新たな地政学的な脅威とは。またその克服に向けたサーキュラーエコノミー（循環型経済）実現の重要性について解説しています。

著者：KPMGジャパン E&Iセクター
発行日：2021年7月
【📄】：home.kpmg/jp】



実装CVC 技術経営から戦略・リターンまで



本書は米国・日本の最先端CVC事例を紹介しながら、CVC運営全般を通して必要となる実践手法をKPMGのCVC支援実績を踏まえて、設立から、運営管理、そして出口戦略に至る一連のプロセスを一気通貫で解説しています。

編著者：株式会社 KPMG FAS
出版社：中央経済社
発行日：2021年2月10日刊
体裁：221ページ
定価：2,860円(税込)

★ その他 おすすめの書籍と注目のレポート ★

📖 KPMG FAS 書籍

出版物のさらに詳しい情報につきましては、KPMGホームページをご覧ください。

【📄】：home.kpmg/jp/publication】

ご注文の際は、直接出版社までお問い合わせください。

— 続・事業再編とバイアウト	中央経済社 (2019年11月刊行)
— ASEAN企業地図第2版	翔泳社 (2019年1月刊行)
— 続・事業再生とバイアウト	中央経済社 (2018年11月刊行)
— M&Aがわかる	日本経済新聞出版社 (2018年6月刊行)
— ROIC経営 稼ぐ力の創造と戦略的対話	日本経済新聞出版社 (2017年11月刊行)
— 図解でわかる 企業価値評価のすべて	日本実業出版社 (2011年4月刊行)

📄 KPMG 調査レポート

レポートを入手希望の方は、KPMGホームページをご覧いただくか、KPMG FAS宛にお問い合わせください。

【📄】：home.kpmg/jp】

【📧】：fasmktg@jp.kpmg.com】

New 日本企業の統合報告に関する調査2020	(2021年3月発行)
— KPMGグローバルサステナビリティ報告調査 日本版	(2021年2月発行)
— 自動運転車対応指数2020 - 自動運転車に対する30の国と地域の準備状況分析	(日本語版/2021年3月発行)
— ASEAN M&Aのトレンド - Newsletter Vol.4	(2021年2月発行)
— ニューリアリティへの旅	(日本語版/2021年2月発行)
— KPMGジャパン CFOサーベイ COVID-19特別版	(2021年1月発行)

代表取締役パートナー

	知野 雅彦	masahiko.chino@jp.kpmg.com
	岡田 光	hikaru.okada@jp.kpmg.com
	松下 修	osamu.matsushita@jp.kpmg.com

サービスライン

コーポレートファイナンス	田中 恒一郎	koichiro.tanaka@jp.kpmg.com
インテグレーション・セパレーション	小高 正裕	masahiro.kotaka@jp.kpmg.com
リストラクチャリング	中村 吉伸	yoshinobu.nakamura@jp.kpmg.com
ストラテジー	井口 耕一	koichi.iguchi@jp.kpmg.com
トランザクション	ポール・フォード	paul.ford@jp.kpmg.com
フォレンジック	高岡 俊文	toshifumi.takaoka@jp.kpmg.com

セクター担当

自動車	井口 耕一	koichi.iguchi@jp.kpmg.com
消費財・小売	伊藤 勇次	yuji.ito@jp.kpmg.com
エネルギー・化学	宮本 常雄	tsuneo.miyamoto@jp.kpmg.com
	眞野 薫	kaoru.mano@jp.kpmg.com
金融	加藤 健一郎	kenichiro.kato@jp.kpmg.com
ヘルスケア・ライフサイエンス	阿久根 直智	naotomo.akune@jp.kpmg.com
製造	岡本 准	jun.okamoto@jp.kpmg.com
商社	宮本 常雄	tsuneo.miyamoto@jp.kpmg.com
	岩崎 拓弥	takuya.iwasaki@jp.kpmg.com
不動産・インフラ・物流・ホスピタリティ	加藤 淳哉	junya.kato@jp.kpmg.com
	栗原 隆	takashi.t.kurihara@jp.kpmg.com
テクノロジー・メディア・通信	森谷 健	takeshi.moriya@jp.kpmg.com
プライベートエクイティ	ポール・フォード	paul.ford@jp.kpmg.com
	清水石 覚	kirk.shimizuishi@jp.kpmg.com

注力分野担当

コーポレートベンチャーキャピタル	岡本 准	jun.okamoto@jp.kpmg.com
デジタルトランスフォーメーション	堀田 知之	tomoyuki.hotta@jp.kpmg.com
地方創生	阿部 薫	kaoru.abe@jp.kpmg.com
バリュークリエイション	ポール・フォード	paul.ford@jp.kpmg.com
北米地域	吉野 眞一	shinichiyoshino1@kpmg.com
ASEAN地域	西嶋 宏之	hiroyuki.nishijima@jp.kpmg.com
インド	山口 文義	fumiyoshi.yamaguchi@jp.kpmg.com

KPMG FAS Newsletter
Driver 08

Information

次号予告

 次号は2021年12月発行予定です。(年3回発行)

最新号、バックナンバーは
KPMGのホームページよりご覧になれます。

 home.kpmg/jp/driver

本ニュースレター送付のお申込み・変更・停止につきましては、
以下にご連絡ください。

 fasmktg@jp.kpmg.com

※乱丁落丁の場合はお取り替えます。

発行日：2021年8月

発行所：株式会社 KPMG FAS

東京事務所
〒100-0004
東京都千代田区大手町1丁目9番5号
大手町フィナンシャルシティ ノースタワー
TEL：03-3548-5770

大阪事務所
〒541-0048
大阪府大阪市中央区瓦町3丁目6番5号
銀泉備後町ビル
TEL：06-6222-2330

名古屋事務所
〒450-6426
愛知県名古屋市中村区名駅3丁目28番12号
大名古屋ビルテック
TEL：052-589-0520

福岡事務所
〒810-0001
福岡県福岡市中央区天神1丁目12番14号
紙与渡辺ビル
TEL：092-741-9904

home.kpmg/jp/fas

発行

株式会社 KPMG FAS

〒100-0004

東京都千代田区大手町1丁目9番5号

大手町フィナンシャルシティ ノースタワー

TEL : 03-3548-5770

home.kpmg/jp/fas

本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2021 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Companies Act and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.