



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

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「上場維持基準の適合に向けた計画書」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 +スクイズアウト	● 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	● 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	● 売却比率・流通株式比率を柔軟に調整可能	● 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	● 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)	● 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	● 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	● 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	● 親会社における財務インパクトを考慮する必要がない	● 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	● 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	● 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	● 親会社に現金収入が期待できる	● 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イ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ト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。



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ス・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ィナンシャル・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

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・転記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し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.