

PwC's View

Vol. 50

June
2024

特集

IPOの新潮流



特集

IPOの新潮流

- 成長戦略としてのIPO 6
- 国内新規上場マーケットの状況 8
- 米国での上場 11
- グローバルIPOと海外投資家からの資金調達 16
- 再上場の際の留意事項 20
- 株式上場を目指す際の組織再編行為等 24

税務／法務

- 「会社」でない法人のM&A／事業承継に関する法務の視点 42

海外

- タイにおける地域統括拠点の制度および動向 47

連載

基礎研究所だより

- 第16回 企業経営・企業報告に対する投資家からの学び 28

インダストリーインサイト (14)

- 小売消費財業界におけるリスクマネジメントの新潮流 35

ご案内

- 書籍紹介 52

- 海外PwC日本語対応コンタクト一覧 53

※法人名、役職、インタビューの内容などは掲載当時のものです。

特集

IPOの新潮流

2023年は96社が東京証券取引所（以下、東証）への新規上場（以下、IPO）を果たしました。リーマンショック後の過去15年で2番目の社数であり、近年続いている国内IPOのトレンドは維持されている状況です。また、上場時の初値が1,000億円超の大型上場は前年から倍増の6社となり、昨今の発行体および投資家のマーケットキャップ（時価総額）に対する拡大志向を表す結果となりました。2024年2月には日経平均株価が史上最高値を更新したこともあり、国内ベンチャー・スタートアップ企業のIPOへの気運は今後も当面は維持されるものと思われます。

一方で、上場後も見据えた資金調達規模等の観点から、成長性の高い企業が東証を敬遠し、米国等の海外市場へのIPOを目指す傾向も継続しています。また、日経平均株価が好況である状況から海外のベンチャー・スタートアップ企業の日本での上場気運が高まっている中、東証や証券会社を中心に受入体制は整えられつつあるものの、未だ課題が多く成功事例も少ない状況です。

こういった環境の中、私たちPwCとしては、ベンチャー・スタートアップを中心としたIPOを目指す企業の支援はPwCのPurpose（存在意義：「社会における信頼を構築し、重要な課題を解決する」）を体現すべき重要な事業領域と考えています。脱炭素などの重要な社会課題の解決をリードする可能性のあるベンチャー・スタートアップ企業は国内外問わず多く存在しており、私たちはそういった未来を牽引する企業の成長を支える存在でありたいと考えています。

2023年12月1日のPwC Japan有限責任監査法人の発足に合わせて、IPO関連事業を統括する「IPO事業戦略室」を設置しました。これは、統合前の両監査法人でこれまで培ってきたIPOに関する知見を集約し、またPwC Japanグループ全体でのサービス体制の連携を図り、より高度で信頼されるIPO支援サービスの提供を目的としたものです。IPO関連事業は社会からの期待に応えるべき重要な事業領域として捉え、今後も戦略的に注力していく所存です。

今回の特集においては、「成長戦略としてのIPO」では企業の成長戦略としてのIPOおよびIPO後の持続的成長のための取り組みを、「国内新規上場マーケットの状況」では最近の国内IPO企業の特徴を、「米国での上場」では最近増加傾向にある米国上場を取り上げます。さらに、グローバルIPOと海外投資家からの資金調達、再上場の際の留意事項、株式上場を目指す際の組織再編行為等について取り上げます。本特集が皆さまの所属する企業の成長戦略のヒントになれば幸いです。

PwC Japan有限責任監査法人
パートナー 齋藤 勝彦／越田 勝

成長戦略としてのIPO



PwC Japan 有限責任監査法人
京都第一アシュアランス部
パートナー **森部 賢**

PwC Japan 有限責任監査法人
財務報告アドバイザー部
ディレクター **加藤 義久**

はじめに

資本主義社会における企業は、企業理念を持ち、理念を実現し、理念を具体化するために経営戦略を策定・実行し、利益を獲得しながら存続・成長していくことが求められています。つまり、企業の成長には、「人、モノ、カネ、情報」という経営資源を活用しながら社会が必要とする物品やサービスをどのように提供していくか、その具体的な施策を立案し、実行していくための経営戦略が重要になります。

昨今の日本の株式市場を見渡すと、日経平均株価は2024年3月に史上初めて4万円台に乗せるなど、堅調に推移しています。また、世界の証券市場を代表する米国証券市場の株式指数も、緩やかな上昇カーブを描きながら推移しています。このような状況の中、IPOという手段によって株式市場へアクセスすることがどのように企業成長と結びついているのか、また、IPO後の成長戦略としてどのように株式市場を活用できるのか紹介します。

なお、本稿における意見の部分は筆者の私見であり、PwC Japan 有限責任監査法人および所属部門の正式見解ではないことをあらかじめお断りいたします。

1 成長戦略におけるIPOの活用

一般に、企業の成長サイクルには、幼年期、成長期、成熟期、衰退期の4つのフェーズがありますが、IPOを目指す企業の多くは「成長期」のフェーズにあるものと思われます。

成長期にある企業は、事業の収益化のモデルが定着し、事業拡大や新規事業の展開を検討し始める時期でもあり、既存事業の業務の効率化や標準化が必要となる時期でもありません。

そのような時期において、「人、モノ、カネ、情報」という経営資源を、いかに効率的に集めることができるかが、成長期の企業の成長戦略の実現に向けた鍵となります。

以下では、IPOが企業の成長に貢献するメリット、またIPO以降に上場企業として存在するためにクリアしなければならない課題について説明します。

(1) 企業成長のための資金の獲得

IPOを行うことによる一番大きなメリットは、企業成長のための資金の獲得手段を多様化できることです。

非上場会社が事業を行うための資金の獲得手段としては、銀行からの借入などの間接金融、ベンチャーキャピタルからの出資など、手段が限られています。また、調達金額も事業に必要な額を十分に集められないケースもあります。そのような場合にはIPOを行うことで、機関投資家や個人投資家など、さまざまな投資家から資金調達を行うことができるため、企業成長のための戦略に応じた資金集めが可能になります。

一方で、幅広い投資家へアクセスできるようになることで、社会的責任は増加します。投資家への説明責任が発生するため、財務数値を含んだ企業情報を適時に報告する義務が生じます。また、報告するための情報が適切に作成されていることを担保するための会社内の管理体制（ガバナンス、社内組織、財務報告体制等）を構築する必要もあります。

多様な投資家が株主となるため、株主の要望に応えられるような短期的視点、中長期的な視点のいずれの観点も備えた経営戦略の立案・実行、および株主とのコミュニケーションが重要となってきます。

(2) 企業成長のためのモノの獲得

IPOにより資金が獲得できると、企業成長のために必要な商品、設備などを購入し、経営の効率化や事業拡大、また新規事業の展開など、さまざまなものを活用して企業活動を行うことができるようになります。IPOの実行によって社会的信用が向上すると、これまで取引ができなかった取引先からもモノ・サービスの調達が可能となり、他の事業会社と連携して新規事業を立ち上げ、新しいモノを生み出すことができる機会が増加します。

一方で、株主から調達した資金をもとにモノの購入や投資を行うことになるため、ROA（総資産利益率）、ROE（自己資本利益率）などの経営指標を用いて、資産を効率的に活用して経営を実施できているかといった説明責任が生じることになります。

(3) 企業成長のための人材の獲得

資金やモノを調達したあとは、それを有効に活用する人材が必要になります。IPOによって知名度および社会的信用が向上すると、就職希望者が増え、企業成長のために必要な人材を採用しやすくなります。また、社内人材に限らず、新規外注先などの外部リソースや、異分野からの人材を獲得できる機会も増加します。

(4) 企業成長のための情報の獲得

企業成長のためには、ビジネスリスクを低減するための情報に加え、ビジネス機会を獲得するための情報を逃さず、いかに早く取得できるかが課題となります。

IPOに向けた管理体制整備の一環として、ビジネスリスク

を低減するための体制構築を進め、IPOにより知名度や社会的信用が上がると、金融機関や事業会社と連携する機会が増えます。さらに、ビジネス機会を獲得するための情報にアクセスできる機会も増加することが期待されます。

2 成長戦略におけるIPO後の取り組み

IPOによってさまざまな経営資源を獲得できるようになると、企業成長のための経営戦略の選択肢が増え、それぞれの戦略を成功裡に実現できるようになります。一方で、長期的な視点から見ると、IPOはあくまで企業の成長サイクルにおける通過点に過ぎず、上場後も成長戦略を更新し、実行していく必要があります。

上場企業になると社会的信用が向上しますが、同時に社会的責任も増加します。社会と経営を取り巻く環境が迅速に変化し続ける昨今において、社会が求める要求事項に対して、適切に対応しながら成長を加速させていかなければなりません。例えば、昨今では気候変動が社会的な課題になっており、企業の具体的な対策が社会的な要求として突きつけられています。上場会社として気候変動問題にどのように向き合いながら経営を行っていくのか、またその対応を開示する方法を含め、変化が求められています。

一方で、上場企業となり社会的責任を果たし信用力が向上すると、さらなるビジネスの機会も増加します。M&A、海外戦略の立ち上げなど、長期的な視点で企業成長を行うための選択肢も広がり、より一層成長にドライブをかけることができます。

そして、IPOが企業成長のゴールとなってしまうまいよう、IPO以後も社会的責任を果たしつつ、事業の発展を損なわないようバランスを取りながら成長を続けることが重要になります。

森部 賢 (もりべ さとし)

PwC Japan 有限責任監査法人 京都第一アシュアランス部 パートナー
2008年公認会計士登録。IPOに関するアドバイザリー業務、内部統制の構築支援、組織再編等の業務を担当。

メールアドレス：satoshi.s.moribe@pwc.com

加藤 義久 (かとう よしひさ)

PwC Japan 有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部
ディレクター

2005年公認会計士登録。2009年9月より3年間、国内の証券取引所として出向。2012年の帰任後は主として、IPOに関する監査・アドバイザリー業務を担当。共著書に『株式上場ガイダンスQ&A』（中央経済社）がある。

メールアドレス：yoshihisa.kato@pwc.com

国内新規上場マーケットの状況



PwC Japan 有限責任監査法人
京都第二アシュアランス部
ディレクター 前本 敏子

はじめに

2023年の国内株式市場は、円安による企業業績の改善、日本経済のデフレ脱却への期待などにより、グローバル視点での日本企業の稼ぐ力が再評価され、日経平均株価の年間での上げ幅は7,369円とバブル経済崩壊後の高値を更新するなど全体としては上昇基調でした。一方で、東証グロース市場250指数は、2023年12月末時点で706.41ポイントと20年前^{※1}と比較して約3割低い状況となっており、依然としてベンチャー企業・中堅企業の株価は厳しい水準であり、IPOを目指す企業にとっては厳しいマーケット環境となりました。このようなマーケット環境下において、2023年の国内IPOについて振り返るとともに、2024年の動向予測を紹介します。

なお、本稿における意見の部分は筆者の私見であり、PwC Japan 有限責任監査法人および所属部門の正式見解ではないことをあらかじめお断りいたします。

1 IPO企業数の推移^{※2}

2023年のIPO社数（TOKYO PRO Marketの新規上場会社を除く）は、2022年の91社から5社増加し96社となりました。直近10年の中では、2021年の125社に次ぐ水準となっています（**図表1**）。

東京証券取引所の市場別にみると、2023年はプライム市場へのIPO企業数は2社、スタンダード市場へのIPO企業数は23社、グロース市場へのIPO企業数は66社となりました。2022年と比較するとグロース市場の上場割合は若干低下しているものの、依然として、IPO企業においては、将来的に高い成長性が期待されるグロース市場の占める割合は高い水準となっています（**図表2**）。

初値時価総額を見ると、2023年は1,000億円超のIPO件数が6件（グロース3社、スタンダード1社、プライム2社）と大型銘柄の上場も昨年と比較して増加した年でもありましたが、100億円未満の会社が全体に占める割合は43%となっています（**図表3**）。

一方で、業種別で見ると、2022年から引き続きIT系テック（SaaS、AI関連）、DX推進企業など、情報・通信業およびサービス業が中心になっています（**図表4**）。また、2023年は宇宙ベンチャー企業も上場するなど多種多様な企業が上場した年でもありました。

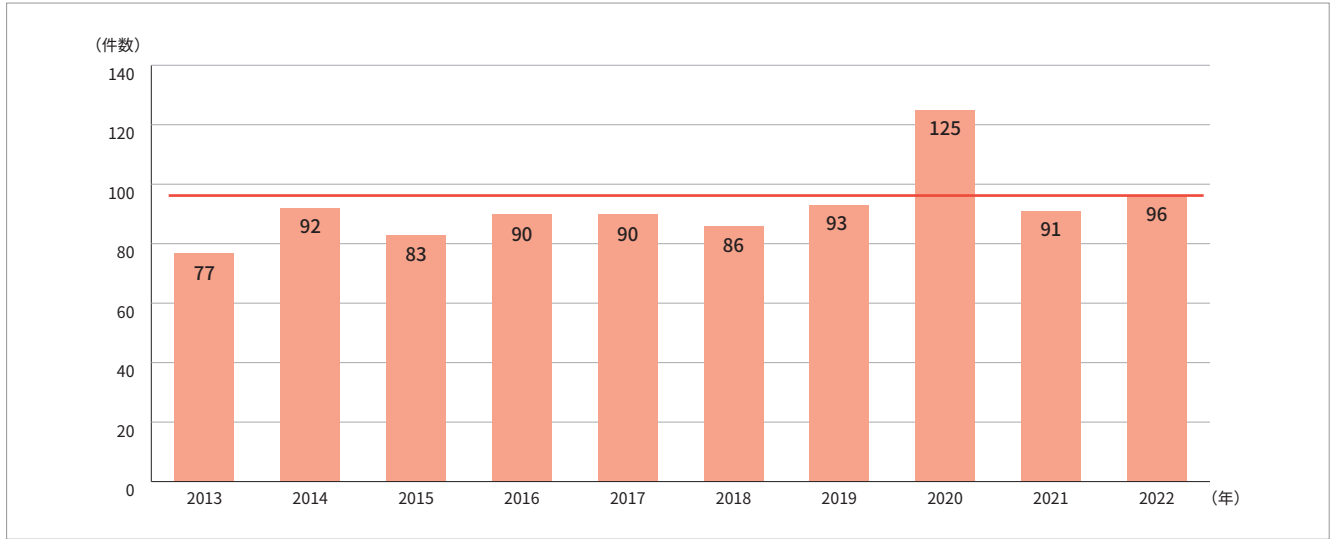
2 2024年以降の動向予測

2024年においても、2023年と同水準レベルのIPO社数が期待されます。IPO企業の業種やビジネスモデルが多様化す

※1 東証マザーズ指数（基準日：2003年9月12日、1000ポイント）

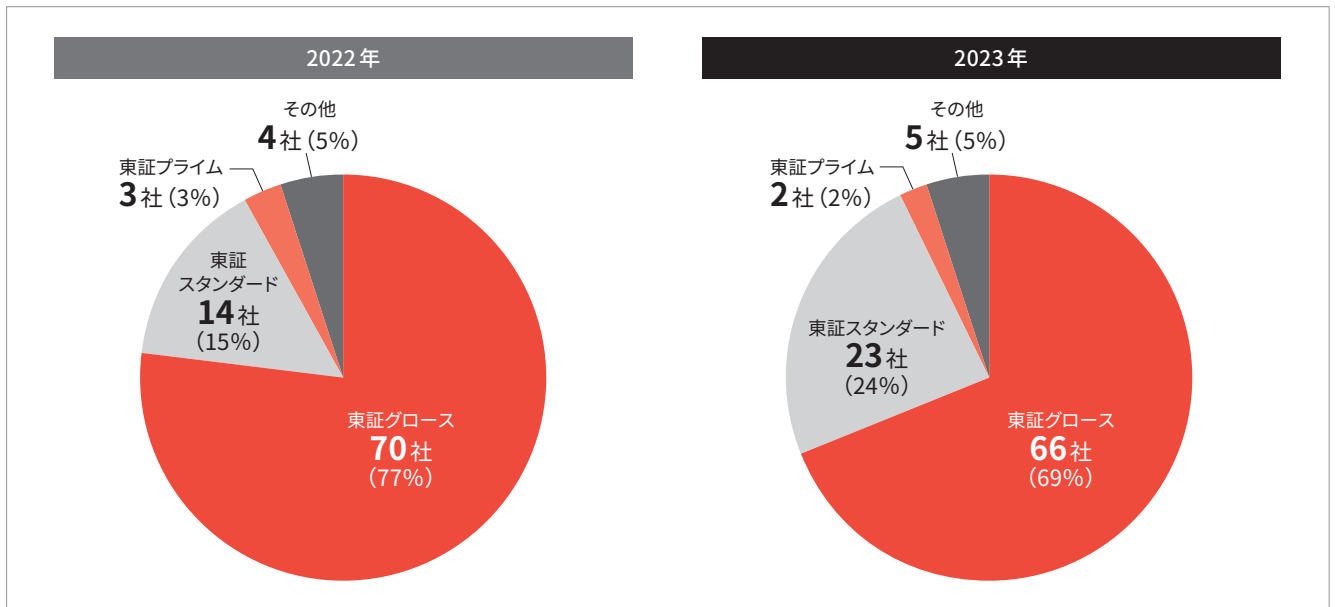
※2 「1.IPO企業数の推移」出所：各証券取引所の発表資料をもとにPwC Japan 有限責任監査法人 財務報告アドバイザー部 キャピタルマーケット&IPOソリューションズがとりまとめ

図表1：直近のIPOの銘柄数推移



出所：各証券取引所の発表資料をもとにPwC作成

図表2：市場別IPO企業数の割合



注：上記2022年4月の市場再編以前は旧市場区分の数値を記載しています（プライム市場は市場第一部、スタンダード市場は市場第二部およびJASDAQ、グロース市場はマザーズにそれぞれ対応させて集計しています）

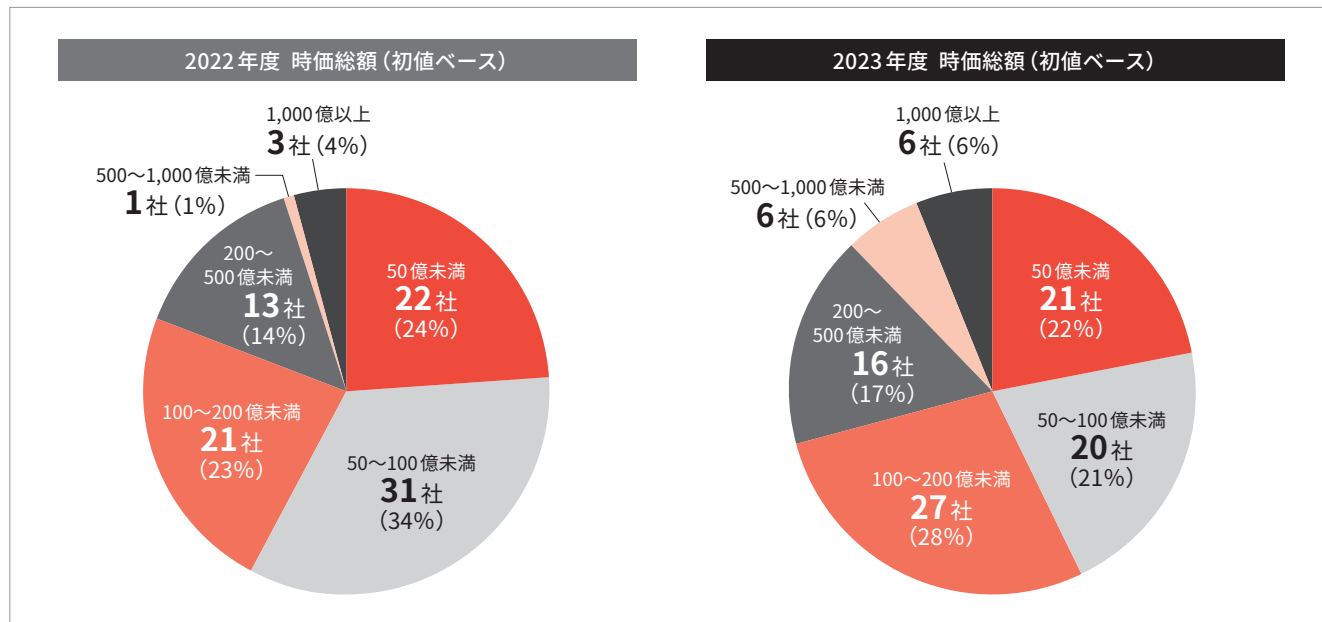
出所：各証券取引所の発表資料をもとにPwC作成

る傾向は今後も継続し、最先端な領域や新しい領域のスタートアップ企業、社会課題の解決を掲げる企業の上場など業種・サービスの幅が広がると予想されます。

その一方で、グロース市場では新規上場基準として時価総額や売買高の基準はなく、流通株式時価総額は5億円以上、流通株式比率は25%以上と設定されていることから、時価総額が低い「小粒上場」が多くなっています。このような状況は、資金調達をして成長性に繋げるとい市場本来の

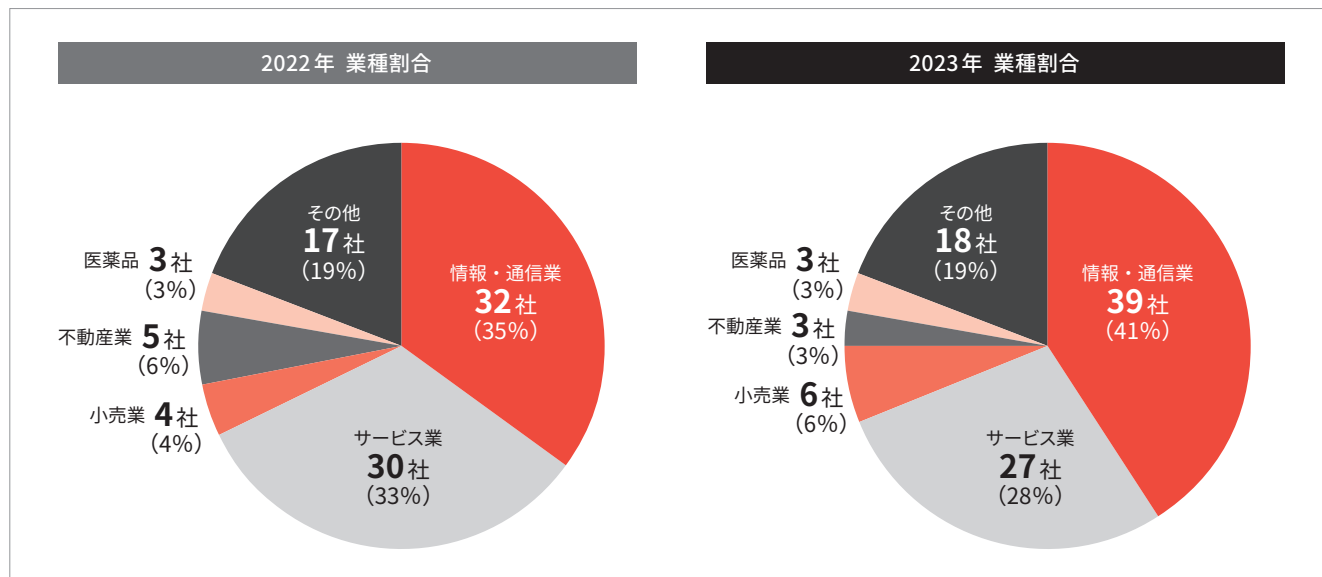
機能を十分に発揮できていないのではないかという意見があり、現在、東京証券取引所では、グロース市場の上場維持基準の見直しについて議論されています。結論が出るのはまだ先ですが、将来的には、グロース市場に新規上場を予定している企業が、スタンダード市場やTOKYO PRO Marketへ切り替える可能性もあると考えられます。

図表3：IPO企業の時価総額の割合



出所：各証券取引所の発表資料をもとにPwC作成

図表4：業種別IPO企業の割合



出所：各証券取引所の発表資料をもとにPwC作成

前本 敏子 (まへもと としこ)

PwC Japan 有限責任監査法人 京都第二アシュアランス部
ディレクター

2008年公認会計士登録。IPOに関する監査・アドバイザー業務を担当。

メールアドレス：toshiko.t.maemoto@pwc.com

米国での上場



PwC Japan 有限責任監査法人
財務報告アドバイザー一部
パートナー 杉田 大輔

はじめに

日本の未上場企業が上場を検討する際、日本での上場だけでなく、米国での上場も、現実的な選択肢の1つとして近年注目を集めています。その形態も日本企業自身が上場する場合もあれば親会社もしくは子会社が上場する場合などもあり、多様化しています。しかし米国上場はそれほど簡単ではなく、何よりもまず、海外を中心とした事業展開および企業成長の目標と上場の目標を有機的にかみ合わせなければなりません。そして、この「ゴール設定」のうえで準備を進めていきますが、その準備プロセスに係る負荷は相当なものになります。本稿では、日本企業・日系企業による米国上場のトレンドを振り返りながらよく観察される課題に触れ、その準備に係る特有なポイントについて解説します。

なお、本文中の意見に係る部分は全て筆者個人の私見であり、PwC Japan 有限責任監査法人および所属部門の正式見解でないことをあらかじめお断りします。

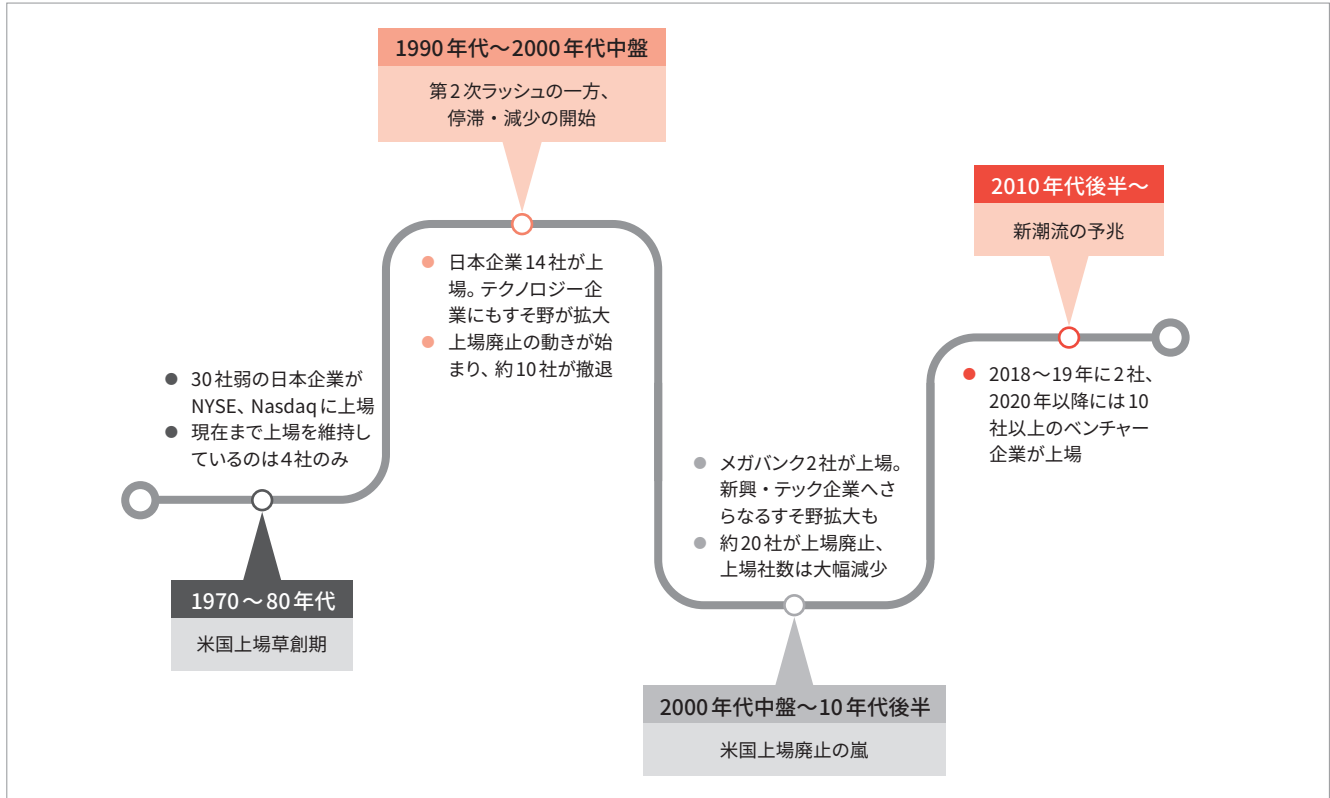
1 米国上場をめぐる最近のトレンド

日本企業・日系企業が米国市場に上場する動きは、2000年代中盤頃まで多数の大手企業が上場して活況を呈していましたが、2010年代後半までに多くの企業が上場を廃止しました。それ以降、Nasdaq市場を中心として新たな「上場の波」が訪れています（図表1）。この背景には、企業活動を取り巻く国際社会や市場経済の状況が変化したことに加えて、米国に上場する企業に適用される財務報告・開示・ガバナンス等に係る規制環境も大きく影響していることがあると考えられます。

特に、2010年代後半から現在に至る米国上場のトレンドが新しい特徴を有していることは注目に値します。具体的には、上場した企業の多くが比較的小規模なベンチャー企業であること、各企業の上場後の海外事業の展開・拡大が上場前の期待通りでない事例が多いこと、および米国を含む海外投資家からの評価もかんばしいと言えない事例が多いことが挙げられます。米国上場を達成した企業が国際的市場で一定のプレゼンスを獲得した点では明るい材料があるとは言えますが、このように依然不安定な要素もあり、今後の見通しは明るいとはい切れません。

こうした動向を踏まえると、単なる米国上場の達成だけでなく、上場後の力強い海外事業展開や海外市場でのプレゼンス向上を実現できる日本企業・日系企業が登場するかどうか、今後の動きが注視されます。本当の意味で「実のある」米国上場を達成し、サステナブルに上場を維持するためには、企業の経営者自身が、「なぜ（日本ではなく）米国の市場で上場するのか」という問いについて、事業の現状と将来の展望を踏まえて透徹した視点で戦略的に検討し、多くのステークホルダーが納得し得る広範な視野と長期的ビジョンを持つことが重要となります。こうした検討やビジョンがなくては、説得的なエクイティストーリーが描けず、海外投資家の支持

図表1：日本企業・日系企業の米国上場のトレンド



出所：PwC作成

を得られなくなる可能性があります。さらに、上場を推進する社内のチームにおいて、準備プロセスで直面するさまざまな困難なタスクを遂行するための士気が継続しなくなることも考えられます。仮に上場できたとしても株価が低迷し、何のための上場かという意義を見失ってしまい、数年以内で米国市場から撤退するといった状況も実際に散見されます。

比較的長い期間と多くの労力および資金を準備に費やすにあたり、明確なビジョンやストーリーを経営者が描いた上でプロセスに入るのが重要であることは、日本上場でも米国上場でも構造としては同様です。ただし、特に米国上場の場合、米国を含む海外投資家が日本企業に利害を持つ株主となることで、米国の当局や投資家に対応する義務も課されることとなります。したがって米国上場の必然性やメリットを事業・組織・財務等の面から明確に説明できることが、後続のタスクをスムーズに進めるためにもたいへん重要となります。

2 米国上場への準備のポイント

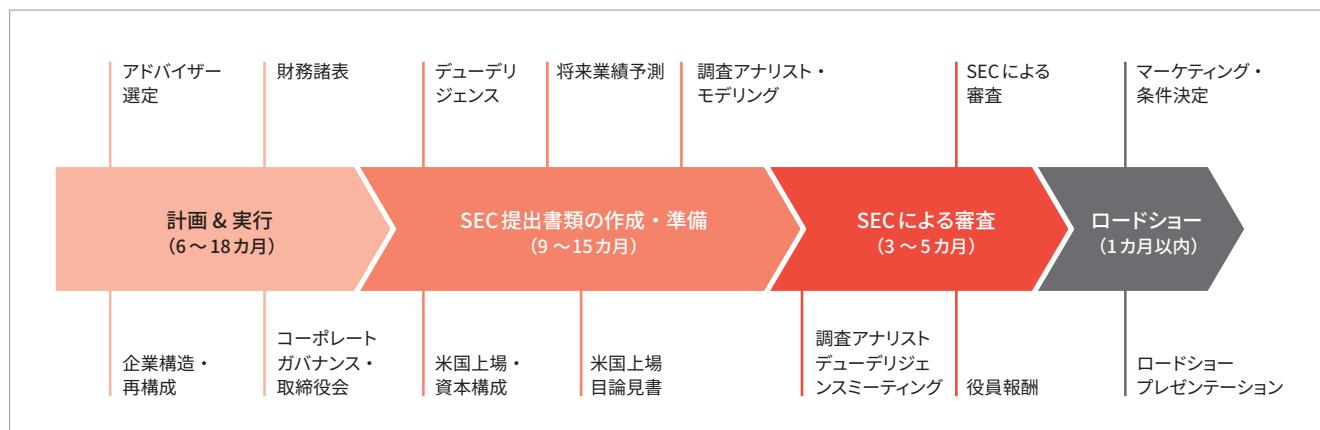
上記の通り米国上場に係る準備の第一歩は、「なぜ米国に上場するのか」という問いに経営陣が明確な答えを持ち、ビ

ジョンを打ち立てることです。その次のステップとしては、上場までに必要なタスクを洗い出すこと、希望する上場達成時期を確定しそれらを実行するためのタイムラインを計画すること、そしてこうしたタスクやタイムラインに対応した準備を遂行できる社内リソースや社外の専門家チーム（社外パーティ）を組織することがあります。図表2は米国上場までに必要と考えられる広範なタスクと一般的な所要期間を簡単に示したのですが、以下では、米国上場準備のための具体的なタスクの概要や、準備タスクを取り組むタイムライン、プロジェクトに必要なメンバー等についてそれぞれ解説します。

(1) 米国上場準備のタスク

米国上場準備のためには、基本的には本特集の他の論考でも紹介しているような日本市場での上場準備と類似したタスクを実行することはもちろんですが、それに加えて米国市場特有の対応を行う必要があり、対応工数を押し上げる要因となります。米国市場特有の対応のなかで特に重要なのは、下記の3つの領域だと考えられます。

図表2：米国上場までの一般的なタイムラインと課題



出所：PwC作成

a. 海外向けのIR・マーケティング

米国上場に向けたタスク領域として、米国を中心とした海外投資家に訴求するエクイティストーリーを構築および開示したり、海外投資家に焦点を当てたマーケティング戦略を検討したりするIR・マーケティングの領域があります。そのために米国および欧州の投資銀行をはじめとした引受証券幹事会社候補を確定して準備プロジェクトを進めることが理想となります。ただし、特に米国上場の場合は引受証券会社のプロジェクトへの早期参画が必ずしも一般的ではないため、これが大きなハードルとなります。したがって、米国市場に精通したIR・市場専門家を巻き込みながら、セクターに専門性のあるファンドマネージャー等を通じて米国市場の投資家層にもアクセスするなど、専門家ネットワークを活用することも重要な鍵となります。

b. 米国の諸規則に基づく財務報告・監査・開示

米国で上場するには、主に米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission : SEC) が定める諸規則に則った広範な内容を含む英文での開示文書を作成する必要があり、これにはかなりの負担がかかります。さらに、上場目的で投資家向けに作成する目論見書を含む上場登録書類であるForm F-1に対してはSECによる審査も実施されます。

また、Form F-1に含める連結財務諸表については圧倒的に一般的な実務として日本会計基準ではなく国際財務報告基準 (IFRS) もしくは米国会計基準 (US GAAP) での作成が求められるほか、連結財務諸表の監査は米国の公開企業向けの監査基準である「PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board) 基準」に準拠して行われます。こうしたSECによる審査やPCAOB監査への対応には通常複雑な専

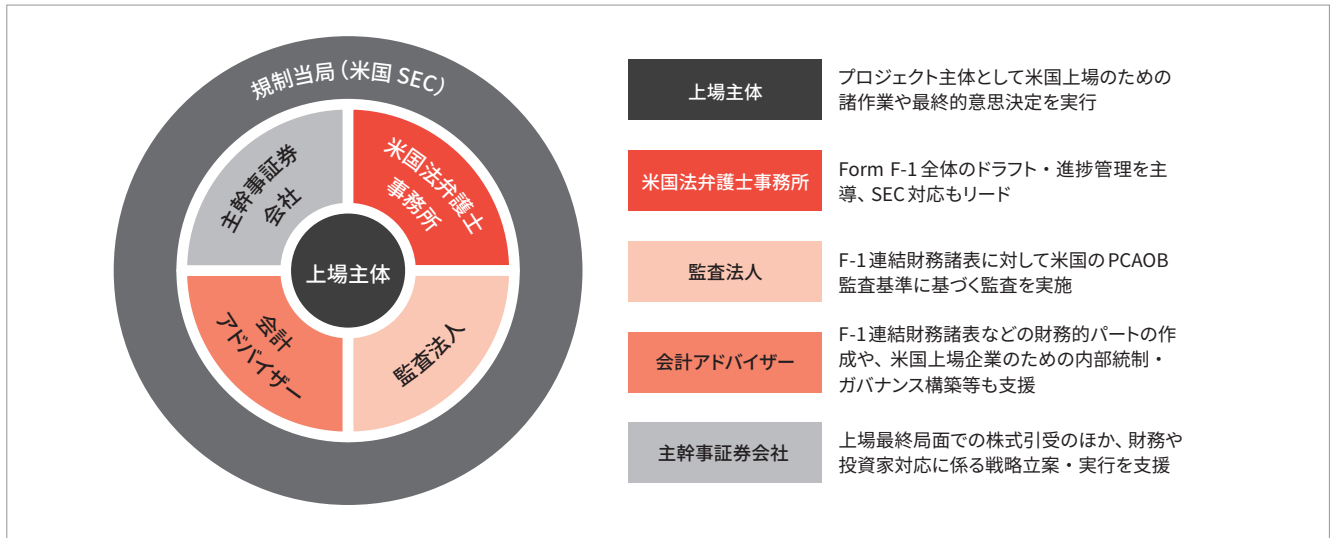
門知識が要求され、対応が長期化し上場時期を遅らせざるを得なくなるなどの影響が生じることもあります。この他に、SECの規則に基づく審査では、日本での上場では求められないような詳細な開示が求められることもあります。いずれの場合も、細心のプロジェクト管理が必要となります。

c. ガバナンスや内部統制の構築

米国には、巨額不正会計事件の発生を契機に2002年に成立したサーベンス・オクスリー法 (Sarbanes Oxley法) に由来する、一般に「US-SOX」と呼ばれる内部統制制度があります。財務数値に直結する個別の諸プロセスの統制だけでなく、年次報告 (日本企業のように外国登録企業体 (FPI) の場合はForm 20-Fファイリング) 等における財務数値以外の開示全般に係る開示統制に加え、CEO・取締役会等を頂点とした全社的な統制も対象となっており、一定のルールに従って企業の経営レベルが主導して整備・運用を進めていくことが求められています。US-SOXの内部統制対応は日本の上場企業が行う「J-SOX法 (内部統制報告制度)」よりも広範になることが多く、また、監査人の内部統制監査が経営者の評価をなぞるのではなく、独自に行われる建付けとなっていることにも注意が必要です。一方で監査人による内部統制監査については、一定の条件を満たす新興企業 (Emerging Growth Companies : EGCs) には免除が認められており、該当する企業は最大限に活用したいポイントです。

米国ではNYSE (ニューヨーク証券取引市場)、Nasdaqの市場それぞれにガバナンスの要求事項があり、通常、日本企業の場合はFPIとして自国の規制である会社法のガバナンス規定が優先されるものの、一部は米国上場企業として満たすべき条件 (例えば、取締役のダイバーシティ要件など) があ

図表3：米国上場に係る社外パーティ



出所：PwC作成

ります。これらガバナンス要件は企業経営のハイレベルな規定や役員など経営陣の人事にも関連することが多く、十分なリードタイムをもって要求事項を確認し、取り組む必要があります。

(2) 米国上場準備に必要な期間

(1) で見てきた米国上場のためのタスクに対応するには、相応の準備期間を確保する必要があります。一般的には2～3年程度の準備期間を設けて、上記で述べた財務報告、開示、ガバナンスの整備をはじめとして、図表2にも示したようなさまざまなタスクを推進していきます。そして、事業の収益拡大や市場・投資家とのコミュニケーションも図りながら、上場後のサステナブルな企業価値向上や継続開示に向けて取り組んでいくようにします。

一方で、一定の要件が満たされる場合、準備プロジェクト立ち上げから約1年間（やそれ以内）での米国上場が達成されたという事例もあります。そうしたケースでは、発行体の事業が比較的小規模かつシンプル、SECの複雑・広範な開示要件が適用されない、EGC免除が適用可能である、米国SECの開示審査がスムーズに完了する、などの要件が満たされていたと考えられます。ただし、準備不足で上場すると、上場後の株価維持や継続開示に係る負担が重くなる可能性があります。

2～3年程度の準備期間を確保できれば、SEC登録文書で要求される開示対象期間に応じて、プロジェクト中にリアルタイムに収集できるようになります。反対に準備期間を短くする場合、こうした財務情報収集・作成・監査のかなりの部

分を遡及的に行うことになり、対応が煩雑になることが考えられます。

(3) 米国上場準備を進めるプロジェクトチーム

(2) で述べた米国準備タスクの遂行には、さまざまな社内・社外のリソースを活用してプロジェクトチームを組織する必要があります。社内リソースについては、米国上場に求められる専門知識や英語スキル等がある程度吸収しながら対応できるようなメンバーを選任することが望ましいと考えられます。プロジェクトの推進には、経理、経営企画、IR、内部統制・内部監査等の管理部署のメンバーを中心としながら、必要に応じて営業、開発、人事・総務などを含めるような全社的な体制が必要となります。また、社内チームの中核にはなるべく強力なスキルや社内での影響力を備えたコアメンバーを数名配置するのが効果的です。

社外パーティとしては、米国上場に係る各種の専門知識を有するファーム等の専門家を選任します（図表3）。米国法弁護士事務所はさまざまな法務リスク等について助言するとともにSECへ提出する上場登録書類（F-1）のドラフトの多くの部分を作成します。監査法人は発行体が作成する連結財務諸表をPCAOB監査基準に基づいて監査し、その他の監査作業を通じて会計・財務報告の正確性を高め、内部統制の向上についても指導的機能を発揮します。会計アドバイザーは、主に連結財務諸表の作成、財務報告に係る内部統制体制構築、監査人への対応について発行体を支援しますが、特に監査人が直接支援できないプロジェクト推進・管理の支援で中心的役割を果たします。最後に、主幹事証券会社について

は、上述 (1) a. で述べたように、米国上場の案件では早期で選任できる事例が少ないものの、なるべく早期に確定するか、他のアドバイザーでその役割を補える体制を検討すべきです。

3 おわりに

米国上場を目指す、もしくは達成した日本のスタートアップ企業が増加する中、米国上場は企業にとって決して手の届かない夢物語ではなくなっています。特に国際的な事業展開を検討および実行している企業にとっては、日本上場よりも大きなメリットを享受できると考えられます。ただし、米国上場の準備には多くの複雑で専門的なタスクが必要となり、企業にとっては一大プロジェクトになります。

本稿で述べてきたように、米国上場を成功させるには、専門的検討を行って、必要なタスクを洗い出し、社内の体制を

整え、社外の専門家を適切に選任しなければなりません。さらに、洗い出したタスクと選任した社内外の人的リソースを踏まえて適切なスケジュールを立てることで、米国に上場するリスクを最低限に抑えると同時にメリットを最大化することが可能になります。

最後に、長期的な企業価値の最大化のためには米国上場は最終目的ではなく大きな通過点であり、米国上場後も「パブリックカンパニー」として経営と事業の成長をサステナブルに継続していくことが、真に目指すべきゴールだと考えられます。本稿はきわめて簡単な解説であり、米国上場を目指す企業が遭遇する数々の難しいチャレンジのうち一般的なものを要点だけ示したにすぎません。実際の米国上場準備には、数多くの論点についてより詳細な検討や対応が必要となりますが、本稿が米国上場を目指す企業にとって上場という「通過点」に効果的・効率的に到達するための初期的検討におけるヒントとなれば幸いです。

杉田 大輔 (すぎた だいすけ)

PwC Japan 有限責任監査法人

財務報告アドバイザー部 パートナー

2008年にあらた監査法人(当時)の財務報告アドバイザー部に入所後、会計・財務報告を軸に、特にクロスボーダーのキャピタルマーケット・IPOやM&Aの案件に係る多様なアドバイザーを提供。米国上場準備の支援にも専門性を持ち、多数の案件に関与。

メールアドレス：daisuke.s.sugita@pwc.com

グローバルIPOと海外投資家からの資金調達



PwC Japan有限責任監査法人
財務報告アドバイザー一部
マネージャー 濱野 陽平

はじめに

企業活動のグローバル化とともに、海外に進出する日本企業は年々増加しています。それに伴い、海外市場での株式上場（以下、グローバルIPO）を目指す日本企業も増加しつつあります。グローバルIPOにはメリットもありますが、一方で、言語の壁やその国の法律および規則に従った財務報告や情報開示への対応などの作業負担の増大といったデメリットもあります。このように、デメリットも決して小さくないにもかかわらず、一部の日本企業がグローバルIPOを目指すのは、事業・財務上のメリットがデメリットを大きく上回ると認識しているためだと思われます。

本稿では、グローバルIPOの意義と主要な海外市場における上場基準の概要を紹介するとともに、近年、日本国内の株式上場において増加している海外市場からの資金調達方法であるグローバルオフリングや旧臨時報告書方式による資金調達の概要などについても併せて紹介します。

なお、本文中の意見に係る部分は全て筆者個人の私見であり、PwC Japan有限責任監査法人および所属部門の正式見解でないことをあらかじめお断りします。

1 グローバルIPOの意義

近年、米国を中心に海外市場へ上場する日本企業が増えつつありますが、現地での事業展開を考えている場合、国内市場ではなく海外市場へ上場することには、主に以下のような意義が考えられます（米国上場をめぐる近年のトレンドや準備のポイントなどについては、本特集の論考「米国での上場」をご参照ください）。

- 企業は上場の際に多数の株式を証券市場を通じて発行し、その株式を投資家が購入することで多額の資金調達が可能になりますが、海外市場へ上場することで、資金の流動性が高まり、国際的な機関投資家にもアクセスすることができます。
- 海外市場へ上場することによって、新聞やニュース、SNSなどのメディアに取り上げられる機会や、それを多くの人が目にする機会が増えることにより、消費者からの認知度の向上、海外取引先との信用力向上、優秀な人材の確保などを期待でき、現地での事業展開をよりスムーズに進めることができます。
- 特に米国では、新たな産業分野（ブロックチェーン、仮想通貨、メタバースなど）は相対的に上場がしやすく、また、事業内容や見通しによっては日本で上場するよりも企業価値（株価・時価総額）が高く評価される傾向があります。

2 海外市場における上場基準（抜粋）

アジアと米国を中心に、主要な海外市場における上場基準の概要を図表1～図表3にまとめます。

図表1：アジア主要市場における上場基準（抜粋）

	シンガポール (SGX) 本則市場	香港 (HKEX) 本則市場	韓国 (KRX) 本則市場	台湾 (TWSE) 本則市場*
数値要件 (利益の額または時価総額)	①～③のいずれかを満たす	①～③のいずれかを満たす	①～⑤のいずれかを満たす	以下の各項目を満たす
	<p>① 利益基準 直近事業年度に税引前利益30百万シンガポールドル以上、かつ、3年間の営業実績があること</p> <p>② 時価総額・利益基準 3年間の営業実績があり、直近事業年度は当期純利益を計上し、時価総額150百万シンガポールドル以上</p> <p>③ 時価総額基準 直近事業年度に営業収益を計上し、時価総額300百万シンガポールドル以上（時価総額300百万シンガポールドル以上であるが、過年度財務データを持ち合わせていない不動産投資信託および事業信託は、上場後すぐに営業利益を獲得することが証明できれば③に基づき申請可能）</p>	<p>① 利益基準 上場時の時価総額500百万香港ドル以上、かつ、直近事業年度の純利益35百万香港ドル以上、かつ、直近事業年度以前の2事業年度の純利益合計45百万香港ドル以上</p> <p>② 時価総額・収益基準 上場時の時価総額4,000百万香港ドル以上、かつ、直近事業年度の売上高500百万香港ドル以上</p> <p>③ 時価総額・収益・CF基準 上場時の時価総額2,000百万香港ドル以上、かつ、直近事業年度の売上高500百万香港ドル以上、かつ、申請時の営業キャッシュフローがプラスで、直近3事業年度の営業キャッシュフロー100百万香港ドル以上</p>	<p>① 収益・利益基準 直近事業年度の売上高1,000億ウォン以上で、直近3事業年度の平均売上高700億ウォン以上、かつ、i.～iii.のいずれかを充足すること i. 直近事業年度の税引前純利益30億ウォン以上、かつ、直近3事業年度の合計が60億ウォン以上 ii. 直近事業年度のROEが5%以上、かつ、直近3事業年度の合計が10%以上 iii. 自己資本1,000億ウォン以上の場合、直近事業年度の税引前純利益額50億ウォン以上またはROEが3%以上で営業キャッシュフローがプラス</p> <p>② 時価総額・収益基準 直近事業年度の売上高1,000億ウォン以上、かつ、時価総額2,000億ウォン以上</p> <p>③ 時価総額・利益基準 直近事業年度の税引前純利益50億ウォン以上、かつ、時価総額2,000億ウォン以上</p> <p>④ 時価総額・自己資本基準 時価総額5,000億ウォン以上、かつ、自己資本1,500億ウォン以上</p> <p>⑤ 時価総額基準 時価総額1兆ウォン以上</p>	<p>● 会社規模 ①、②のいずれかを満たす ① 純資産：600百万台湾ドル以上 ② 時価総額：1,600百万台湾ドル以上</p> <p>● 収益性 直近3事業年度の税引前純利益合計250百万台湾ドル以上、かつ、直近事業年度の税引前純利益120百万台湾ドル以上で、利益剰余金の額が正であること</p>

※ 台湾証券取引所 (TWSE) の上場基準は、一般事業会社についての基準を記載。

出所：シンガポール証券取引所ウェブサイト「Mainboard Rules」、香港証券取引所ウェブサイト「Main Board Listing Rules」、韓国取引所ウェブサイト「Regulations」、台湾証券取引所ウェブサイト「外国企業の台湾での上場」（いずれも2024年4月現在）

図表2：米国主要市場 (NYSE) における上場基準（抜粋）

利益基準・キャッシュフロー基準・時価総額基準の3基準のうちいずれか1つを全て満たす必要があります。

	利益基準	キャッシュフロー基準	時価総額基準
調整後税引前利益	過去3事業年度の総計が1億米ドルまたは直近2事業年度2,500万米ドル	—	—
調整後キャッシュフロー	—	過去3事業年度の総計が1億米ドルまたは直近2事業年度2,500万米ドル	—
グローバル時価総額	—	5億米ドル	7.5億米ドル
売上高	—	1億米ドル (直近12カ月間)	7,500万米ドル (直近12カ月間)
事業継続年数	—	—	—

以下に示した基準を全て満たす必要があります。

	関連会社	その他
株主数	5,000 (ワールドワイド)	5,000 (ワールドワイド)
公開株式数	250万 (ワールドワイド)	250万 (ワールドワイド)
公開株式時価	6,000万米ドル (ワールドワイド)	1億米ドル (ワールドワイド)
最低株価	4.00米ドル	4.00米ドル

出所：NYSEウェブサイト「Initial Listing Standards」(2024年4月現在)

図表3：米国主要市場（Nasdaq Capital Market）における上場基準（抜粋）

資本基準・時価総額基準・利益基準の3基準のうちいずれか1つを全て満たす必要があります。

	資本基準	時価総額基準	利益基準
株主資本	500万米ドル	400万米ドル	400万米ドル
流通株式時価総額	1,500万米ドル	1,500万米ドル	500万米ドル
事業継続年数	2年	—	—
時価総額	—	5,000万米ドル	—
事業継続税引前利益（直近事業年度または過去3事業年度のうちの2事業年度）	—	—	75万米ドル
流通株式数	100万株	100万株	100万株
株主数	300	300	300
マーケットメーカー	3	3	3
買値または終値	4米ドルまたは3米ドル	4米ドルまたは2米ドル	4米ドルまたは3米ドル

出所：Nasdaqウェブサイト「Initial Listing Guide」（2024年1月時点）

3 グローバルオフリングの概要

ここまでは日本企業が海外市場で上場するグローバルIPOについて紹介してきましたが、次に、日本国内での上場の際に国内市場だけでなく海外市場からも資金を調達する方法について紹介します。

近年の日本のIPOにおいては、国内市場のみならず海外投資家からも資金を調達する企業が増えています。株式、債券などの有価証券の募集および売出しを国内市場だけでなく海外の機関投資家向けにも行うことを、一般的にグローバルオフリングといいます。発行会社が日本企業の場合、グローバルオフリングは日本国内と同時に、主として米国、ヨーロッパ、アジアにおいて行われる有価証券の募集および売出しを意味します。また基本的に、有価証券を海外の各国市場において上場することはせず、適格機関投資家（Qualified Institutional Buyers：QIBs）に対してのみ募集を行う「私募」の形を取り、開示やその他の手続における各市場での規制当局の積極的な規制に服さない形で行います。なお、私募の際に開示等を省略できるという意味での消極的な規制として、米国内に係る「Rule 144A」と米国外（かつ日本国外）に係る「Regulation S」があり、グローバルオフリングは一般に、募集地域に応じてこれらの規制に準拠して行われます。

一般的に、グローバルオフリングは国内市場だけでは株式が販売しきれない大型の上場であり、また海外投資家による評価が高いと想定される場合に行われます。影響力の大きい欧米の機関投資家をターゲットとすることにより、国内の市場だけではなく海外においても同時期にオフリングを行うことができ、自社株式に対する需要の極大化を図ることが

できるというメリットがあります。

一方でグローバルオフリングでは、発行体として一般に数百ページにわたる英文目論見書のために財務諸表・業績分析等を含むさまざまな英文開示の作成が必要となるだけでなく、引受証券会社がリードするさまざまなデューデリジェンスの手続を実行しながら、限られた日程の中で海外ロードショーを行わなければならない、国内市場でのIPOに加えた追加コストや負担を要することになります。ただし、上述の通りグローバルオフリングは適格機関投資家のみに対する私募であるため、財務報告・開示やデューデリジェンス等の各種手続や対応は、海外市場での株式上場に比べるとかなり簡便なもので済ませることができ、準備期間も海外上場よりははるかに短く、通常、半年以内で完了します。

グローバルオフリングを実施するための実務的側面に簡単に触れると、まず追加コストについては、次のような項目が必要となります。

- 発行体側の弁護士費用（日本国法、一般に米国もしくは英国法）
- 英文財務諸表、英文目論見書などに関する会計士費用（監査・レビュー、コンフォートレター）
- 国内、海外ロードショーに係る費用や引受手数料などの証券会社費用（引受手数料は調達額から控除）
- 英文目論見書などの印刷費用

また、グローバルオフリングを進める実務上の時間軸・スケジュールについては、国内市場での上場プロセスと並行して行われ、次のようなスケジュールで実施されることが多いと考えられます。

- 国内市場での上場承認4～6カ月
 - ▶ グローバルオフリングのキックオフミーティング
 - ▶ 各種デューデリジェンスミーティングの調整～実施
 - ▶ 英文コンフォートレターの依頼とドラフト開始
 - ▶ 英文目論見書ドラフトと確認プロセス開始
- 上場承認1～2カ月前
 - ▶ 国内コンフォートレターの依頼とドラフト開始
 - ▶ ロードショー資料、想定Q&Aの作成
- 上場承認2週間～1カ月前
 - ▶ マネジメントインタビュー
 - ▶ 各種契約書の作成
 - ▶ 引受審査資料の作成
- 上場承認2週間前
 - ▶ 財務局事前相談
 - ▶ ロードショーのリハーサル
- 上場承認1週間前
 - ▶ シンジケート団への参加要請
 - ▶ 英文財務諸表監査・レビュー意見日
 - ▶ 英文目論見書のプリンター入稿
- 上場承認日またはその翌日（グローバルオフリングのローンチ日）
 - ▶ 主幹事証券会社のセールススタッフとのミーティング
 - ▶ ロードショー
 - ▶ 英文仮目論見書の校了
 - ▶ 国内コンフォートレターの発行（1st）
- 価格決定（グローバルオフリングのプライシング日）
 - ▶ 英文目論見書の校了
 - ▶ 国内海外引受契約の締結
 - ▶ 英文コンフォートレターの発行（1st）
- 上場日・払込日（グローバルオフリングのクロージング日）
 - ▶ 国内コンフォートレターの発行（2nd）
 - ▶ 英文コンフォートレターの発行（2nd）

このように、グローバルオフリングには追加の外部コストや工数・時間が必要となります。また海外の機関投資家は募集および売出しに一定額以上のサイズがなければ投資対象としない傾向があり、それを裏付ける事業の将来性を訴求したエクイティストーリーや、資金用途を明確化し開示していく必要があります。当然、資金調達・資本政策上の大きなメリットも期待できますが、諸要因を十分検討し、意思決定を行いながら進めていくことが重要となります。

4 旧臨時報告書方式による海外投資家からの資金調達の概要

日本国内の上場に際して、海外投資家から資金を調達する手法として、グローバルオフリングとは別の方法を選択する企業も増えています。一般的に、日本国内における金融商品取引法などの規制に基づいて海外投資家に自社株式を販売する方式は「旧臨時報告書方式」（以下、旧臨報方式）と呼ばれています。この方式では英文目論見書を使わずにオフリングを行うこととなりますが、グローバルオフリングと比較すると、上場審査と並行して英文目論見書の作成にかかる追加コストや社内リソースに負担をかけられない場合でも、海外投資家へ向けてオフリングができるというメリットがあります。一方で、和文目論見書による投資判断が可能な海外投資家を対象としているので、グローバルオフリングと比較すると、自社株式に対する需要が限定的になる可能性があります。

5 おわりに

本稿では、グローバルIPOの意義や主要な海外市場における上場基準の概要と、日本国内での上場の際に海外から資金を調達する方法であるグローバルオフリングや旧臨報方式について紹介しました。グローバルIPOは、資金調達機会の増加や海外での知名度向上といった多くのメリットをもたらす一方で、「はじめに」でも述べたように少なからずデメリットもあります。また、グローバルオフリングや旧臨報方式による資金調達についてもそれぞれメリットとデメリットがあります。そのため、海外からの資金調達に際しては本稿で紹介した3つの方法（グローバルIPO、グローバルオフリングおよび旧臨報方式）を十分に比較考量する必要があります。

濱野 陽平（はまの ようへい）

PwC Japan 有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部
 キャピタルマーケット&IPOソリューションズ マネージャー
 大手監査法人などで約10年間勤務した後、2023年1月にPwCあらた有限責任監査法人（当時）に入社。入社後は主として国内、グローバルIPOに関するアドバイザリー業務を担当。
 メールアドレス：yohei.hamano@pwc.com

再上場の際の留意事項



PwC Japan 有限責任監査法人
財務報告アドバイザー一部
ディレクター 清水 直樹

はじめに

東京証券取引所（以下、東証）において、2016年12月に「MBO後の再上場時における上場審査について」^{※1}が公表され、再上場の際の上場審査の視点や運用が再整理されました。特にMBO（Management Buy-Out）により上場廃止となった会社が再上場する場合には、市場に対する信頼を維持する観点から、通常の上場審査に加えて個別に投資者保護のための追加的な審査が行われることとなります。本稿では、再上場の際の留意事項、特にMBO後の再上場の際の留意事項について解説します。

なお、本文中の意見に係る部分は、全て筆者個人の私見であり、PwC Japan 有限責任監査法人および所属部門の正式見解でないことをあらかじめお断りします。

1 再上場の事例

2020年から2023年までの日本国内における再上場の事例としては、**図表1**に挙げているものがあります。

その他にも、エキサイトホールディングス（2018年11月上場廃止、2023年4月再上場）のように完全子会社化により非上場となったのちに再上場した事例や、スカイマーク（2015年2月上場廃止、2022年12月再上場）のように民事再生により非上場となったのちに再上場した事例などもあります。

図表1：再上場の事例

会社名	再上場年月	上場廃止年月	再上場までの年月
株式会社KOKUSAI ELECTRIC	2023年10月	2018年3月	5年7カ月
株式会社オートサーバー	2023年9月	2016年3月	7年6カ月
株式会社ノバレーゼ	2023年6月	2016年11月	6年7カ月
株式会社クルーパー（現在は株式会社アップガレージグループ）	2021年12月	2012年4月	9年8カ月
シンプレクス・ホールディングス株式会社	2021年9月	2013年10月	7年11カ月
ウイングアーク1st株式会社	2021年3月	2013年9月	7年6カ月
ローランド株式会社	2020年12月	2014年10月	6年2カ月
バリオセキュア株式会社	2020年11月	2009年12月	10年11カ月
株式会社雪国まいたけ	2020年9月	2015年6月	5年3カ月

出所：PwC作成

※1 東京証券取引所、日本取引所自主規制法人「MBO後の再上場時における上場審査について」2016年12月2日
<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/nlsgeu0000020ffh-att/20161202-01.pdf>

2 東証における上場審査の日程に関する留意事項

東証における上場審査では、上場申請から上場承認までの標準審査期間は、通常、2～3カ月とされています。一方で、再上場を目指す会社など市場や投資者に重大な影響を及ぼす可能性が高いと考えられる申請会社は、審査上の確認項目が多岐にわたることが想定されるため、標準審査期間に加えて1カ月以上の審査期間が必要となります。

ちなみに、東証の「新規上場ガイドブック」^{※2}では、このように標準審査期間に加えて1カ月以上の審査期間が求められる会社として、以下のような会社を挙げています。

- 民営化企業
- 議決権種類株式の活用などガバナンス上議論を要するスキームを採用している申請会社
- 再上場企業
- 申請会社グループやその経営陣が過去に重大な事件・法令違反を起こしているなどコンプライアンス上の重大な懸念のある申請会社
- その他新たな論点が含まれる申請会社
- 上場時に見込まれる時価総額が概ね1,000億円を超える申請会社

3 MBO後の再上場に対する考え方の再整理の経緯

再上場の事例の蓄積や、将来においてMBO後の再上場案件が増加していく可能性に備え、2015年12月から東証における上場制度整備懇談会において議論が始まりました。ここでは、MBOにより上場廃止となった会社に一定期間再上場を認めない規制の可否などが議論されましたが、そのような制度的・一律的な規制はかえって資本市場の活力をそぐことになりかねないと結論づけています。その代わりに、再上場時の上場審査の視点や運用が再整理され、意見募集を経た上で、「MBO後の再上場時における上場審査について」が2016年12月に公表されています。

上場会社におけるMBO

そもそもMBOは、上場会社の経営者が株主から株式を買

い取って会社を非上場化する取引です。MBOは、上場会社として役割を終えた企業を市場から退出させるという意義を持つ場合もあれば、機動的な経営改善を可能とすることで企業価値を向上させるなどの意義を持つ場合もあり、一方で、株主にとってはプレミアム取得の貴重な機会でもあります。

このようにMBOは、活力ある資本市場を維持していく上で重要な役割を果たしている面があり、国内でもこれまでに実施された件数は少なくはありません。

一方でMBOは、一般のTOBと異なり、株主から経営を付託された経営者が自ら株主との間で利益相反を引き起こす取引であり、また、経営者が株主と比べて大きく情報優位に立つ取引です。そこで、経済産業省が公正なM&Aに関する各種ガイドライン^{※3}を取りまとめ、MBOを行う場合には公正な手続きによってプレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性の確保を求めています。また、東証の上場ルールに則って必要かつ十分な開示が求められ、投資者保護のための公正な手続きが行われているかどうかが注視されます。明らかに問題がある場合には、是正措置が指導されます。

MBOによる上場廃止とイグジットとしての再上場

MBOのうち、経営改善によって企業価値の向上を目指すケースでは、MBOを実施する当初から再上場などによるイグジットを念頭に置き、MBOと再上場が一連の取引として行われることがあります。

MBOを実施して上場廃止となった会社が再上場する場合には、MBO時の計画とMBO後の進捗との間に乖離があると、MBOと再上場との関連性が問われたり、改めてプレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性が問われたりすることがあります。そこで、東証の上場審査では、過去にMBOを実施して上場廃止となった会社が再上場する際には、市場に対する信頼を維持する観点から、通常の上場審査に加えて、MBO後の状況を勘案しながら、投資者保護の観点から問題がなかったかどうかについて追加的な審査が行われます。

もっともMBOは、非上場化による機動的な経営改善を目的として、ファンドなどの関与の下に実行されるものが大多数であり、その場合にはイグジットの手段の一つとして再上場が念頭に置かれるのが通常です。MBOと再上場に関連性があることだけが問題とされるのではなく、その関連性を踏まえ、MBO時の手続きやMBO後の状況も加味し、投資者保護の観点から問題がないか確認していきます。

※2 東京証券取引所「新規上場ガイドブック」
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide-new/index.html>

※3 経済産業省「公正なM&Aに関するルール形成について」
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-marule.html

4 上場審査の視点と運用

東証の上場審査でMBO後の再上場の場合、以下のようなポイントを追加で確認することになります。

(1) MBOと再上場の関連性

MBOと再上場はそれぞれ独立した行為であり、両者の間に必ずしも高い関連性があるとは限りません。そこで上場審査では、主導者（経営者・株主）の同一性や連続性、MBOから再上場までの期間の長短などが確認されます。

(2) プレミアム配分の適切性・MBO実施の合理性

プレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性を一義的・客観的に判定することはできませんが、MBO時に株主の判断の前提となる手続きが公正に行われた上でMBOが成立していれば、大多数の株主が納得して取引に応じたものと判断でき、プレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性を問う必要性は低い、と考えられます。そこで上場審査では、MBO時の手続きの指針（経済産業省により2007年策定。その後、2019年および2023年策定^{※4}）への準拠性などが確認されます。

再上場時から見て、MBO時の計画とMBO後の進捗との間に乖離がある場合であっても、再上場時にその理由について合理的に説明することができるのであれば、プレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性を問う必要性は低いと考えられます。そこで上場審査では、MBO時の計画とMBO後の進捗との間のかい離についての説明が十分に説得力のあるものかどうかを確認することになります。

(3) 上場審査の運用

上場審査では、上記(1)および(2)の視点に基づいて確認が行われ、MBOと再上場の関連性が高くないか、プレミアム配分の適切性やMBO実施の合理性が低くないかが審査されます。

その上で、再上場時のコーポレートガバナンスの体制や再上場に至るまでの経緯の説明および開示などを勘案し、総合的に再上場の可否が判断されます。

5 開示事例

直近の再上場事例では、前述の追加確認のポイントを含め、開示情報が充実してきています。ここで、関連する開示事例を図表2にまとめました。

上場時の開示資料である「有価証券届出書」などにおいて、【企業情報】第1【企業の概況】の冒頭（1【主要な経営指標等の推移】より前）に開示される事例が見受けられます。

このように、前述の上場審査の視点と運用の追加確認のポイントはもとより、経緯についての丁寧な説明と、再上場の目的や理由が開示されていることが読み取れます。

一般的なIPOの場合には調達資金の用途などは開示されますが、再上場の場合には再上場の目的や理由が明確に開示される点は注目に値すると考えられます。

図表2：再上場に際しての開示事例

A社	B社	C社
MBOに至る経緯とその目的	非上場化までの経緯とその目的	創業から株式上場まで 上場廃止
MBO後の経営状況	上場廃止後の状況 非上場化による効果	主要株主の異動 非上場化の効果
再上場を目指す理由	再上場の目的	再上場の目的

出所：「有価証券届出書」よりPwC作成

※4 脚注3参照

6 おわりに

本稿では、再上場の際の留意事項、特にMBO後の再上場の際の留意事項を解説しました。

MBO後の再上場時における上場審査のポイントは明確で、上場準備を進めるにあたっては、MBOと再上場の関連性、プレミアム配分の適切性・MBO実施の合理性などの追加的な審査項目に留意する必要があります。また、再上場の場合には東証における上場審査の日程について、標準審査期間（2～3カ月）に加えて1カ月以上追加されるため、上場準備のスケジュールでの留意も必要になります。

清水 直樹 (しみず なおき)

PwC Japan 有限責任監査法人 財務報告アドバイザー部
キャピタルマーケット& IPO ソリューションズ ディレクター
2006年公認会計士登録。会計監査業務経験後、東京証券取引所への出向も経験。2017年の帰任後も、継続して上場準備に関する支援を中心に、内部管理体制整備や会計アドバイザー業務を行っている。
メールアドレス：naoki.shimizu@pwc.com

株式上場を目指す際の組織再編行為等



PwC Japan 有限責任監査法人
財務報告アドバイザー一部
マネージャー 前野 美和

はじめに

2023年6月16日に公表された、政府の「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023改訂版」^{※1}では、「組織再編の更なる加速に向けた検討」が謳われており、大企業が有する経営資源（人材、技術等）の潜在能力の発揮や大企業発のスタートアップ創出の観点から、スピンオフおよびカーブアウトの促進を重要視しています。今後、企業の組織再編が活性化することが見込まれます。

組織再編を行った会社が、さらなる企業価値の向上のためにIPOを目指す場合において、組織再編行為等の実施が申請会社の上場申請の妨げとなることなく、かつ、申請会社の実態に近い財政状態および経営成績に基づいた審査を実施できるようにするとともに、投資判断上重要な事項の開示が十分に行われるようにするため、取引所の上場審査においては、企業が上場直前に組織再編を実施した場合の形式要件等の取り扱いを定めています。

本稿では、上場申請会社が組織再編行為等を実施する際の取り扱いや、スピンオフIPO時の留意点について解説します。

なお、本文中の意見に係る部分は、全て筆者個人の私見であり、PwC Japan 有限責任監査法人および所属部門の正式見解でないことをあらかじめお断りします。

1 組織再編行為等を実施した場合

上場申請会社において、上場直前に合併、株式交換、株式移転、株式交付、子会社化や非子会社化、会社分割、事業の譲受けや譲渡などのコーポレートアクション（以下、組織再編行為等）が行われることがあります。

基準事業年度の末日から起算して2年前の日以降に組織再編行為等を行った会社が、スタンダード市場、プライム市場に上場申請をする場合、提出書類や形式要件の審査に関して、通常とは異なる取り扱いを行う項目を東京証券取引所は定めています。

(1) 提出書類

基準事業年度の末日から起算して2年前の日より後に組織再編行為等を行っている場合、上場申請会社の実態により近い財政状態および経営成績に基づいた審査を実施できるようにするために、組織再編対象会社等の規模・属性に応じた財務情報および監査意見等を上場申請時に提出する必要があります（**図表1**）。

なお、上場申請会社とその子会社または申請会社の子会社間で組織再編行為等を実施している場合（例えば、上場申請会社と子会社が合併を行っている場合等）は**図表1**に挙げている書類の提出は不要です。

(2) 規模の大小の判断

組織再編主体会社等または組織再編に重要な影響を与える会社等いずれにおいても、規模の大小は、組織再編行為等が行われた日の属する連結会計年度の直前連結会計年度に係る連結財務諸表の総資産額、純資産の額、売上高および利益の額等を比較して決定します。

なお、組織再編に重要な影響を与える会社等の判断にあたっては、原則として、直前における総資産額、純資産の額、

※1 内閣官房「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023改訂版」2023年6月16日
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/ap2023.pdf

図表1：提出書類

組織再編対象会社等の規模・属性		必要となる書類	財務情報	監査意見等
組織再編主体会社 ^{※1} 等となる場合	会社の場合		対象期間 ^{※3} に終了する各事業年度及び各連結会計年度の財務諸表等	要
	事業の場合		「部門財務情報の作成基準」に従って作成した対象期間 ^{※3} における財務計算に関する書類	要
組織再編に重要な影響を与える会社 ^{※2} 等となる場合			対象期間 ^{※3} における財務情報の概要について記載した書類	不要

※1 組織再編主体会社等とは、申請会社よりも規模の大きいもの（複数ある場合には、そのうち最も規模が大きいもの、ただし、上場申請会社が組織再編行為等に伴い新設される場合においては、組織再編対象会社等のうち、最も規模が大きいもの）をいいます。

※2 組織再編に重要な影響を与える会社とは、組織再編対象会社等のうち、その規模が申請会社の規模の過半となるもの（申請会社が組織再編行為等に伴い新設される場合においては、組織再編対象会社等のうち、その規模が組織再編主体会社等の規模の過半となるもの）をいいます。

※3 対象期間とは、基準事業年度の末日から起算して2年前の日より後から組織再編行為等を行うまでの期間をいいます。

出所：東京証券取引所「新規上場ガイドブック 2023」(VII 企業組織再編に係る取扱い) をもとにPwC作成

売上高および利益の額等のうち、1項目でも規模の過半となる会社が該当します。

(3) 形式要件の審査上の取扱い

上場申請会社が直前々期の期首以降に実施した組織再編行為等（非子会社化、会社分割による他の会社への事業の承継または事業の譲渡を除く）において、組織再編主体会社等が存在する場合には、申請会社の実態により近い財政状態および経営成績に基づいた審査を実施できるようにするため、形式要件の審査の取扱いを定めています（図表2）。

例えば、通常の場合、事業継続年数は、上場申請会社の株式会社としての事業継続期間を確認していますが、組織再編行為等が行われた場合は、組織再編主体会社等における主要な事業の活動期間を加算して事業継続年数を算出します。

また、売上・利益の額は、組織再編主体会社等の財務項目を審査対象とします。

2 スピンオフIPO

スピンオフとは、企業が、子会社または自社内の特定の事業部門を切り出し、独立した会社の株式を元の企業の株主に交付する手法であり、子会社を切り出す株式分配か、自社内の特定の事業部門を切り出す分割型分割の手法を用いて実施されます（図表3）。

スピンオフの直後に当該スピンオフによって独立した会社が上場すること（以下、スピンオフIPO）も可能であるため、取引所では、スピンオフIPOを行おうとする場合における新規上場申請に係る提出書類、上場審査等に関して、具体的な取扱いを定めています。

(1) 新規上場申請・上場のタイミング

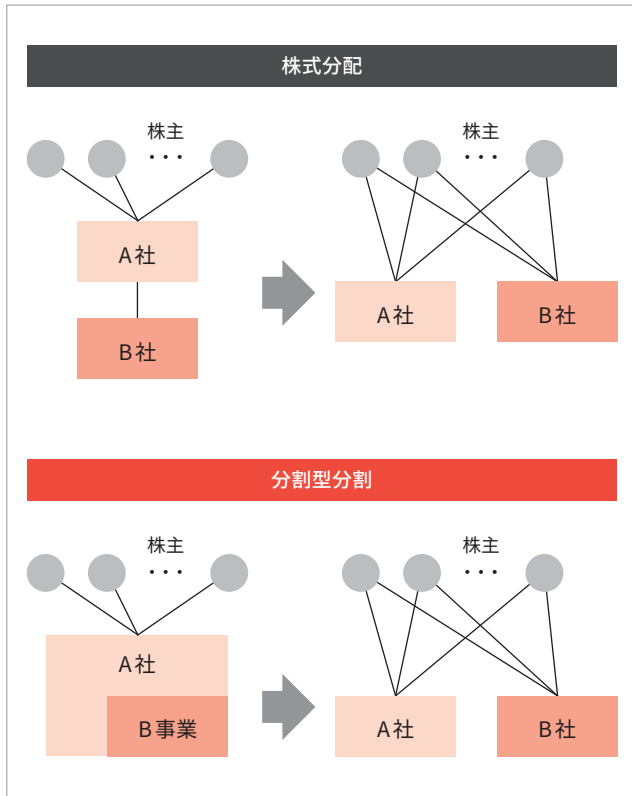
スピンオフIPOにおいて、スピンオフが実施されていない場合や、スピンオフ実施の株主総会の決議前であっても、スピンオフによって独立する予定の会社の新規上場申請を行い、上場審査を進めることは可能です。

図表2：形式要件の審査上の取扱い

組織再編行為等の時期	直前々期	直前期（基準事業年度）	申請期
事業継続年数	組織再編主体会社等における主要な事業の活動期間を加算して事業継続年数を算出することができる		
利益の額	組織再編主体会社等の利益の額が審査対象		
売上高	—	組織再編主体会社等の売上高が審査対象	
純資産の額	—		組織再編主体会社等の純資産額が審査対象
虚偽記載又は不適正意見等	組織再編主体会社の有価証券報告書等が対象		

出所：東京証券取引所「新規上場ガイドブック 2023」(VII 企業組織再編に係る取扱い) をもとにPwC作成

図表3：スピノフの手法



出所：東京証券取引所『新規上場ガイドブック 2023』(VII 企業組織再編に係る取扱い)をもとにPwC作成

スピノフした後の、独立予定の会社が株主総会決議前に上場審査を行う場合は、決議前にその時点で確認できる事項について審査を行い、決議後から上場承認日までの間に、その後の変化（業績の進捗や体制の変更等）を中心に追加的な審査を行うことが想定されます。

分割型分割実施前の時点では、スピノフによって独立する会社（新規上場を行う会社）はまだ設立されていないため、スピノフ元の企業が上場会社であれば、当該上場会社がスピノフによって独立する会社に代わって新規上場申請を行うことが可能です。その場合、当該上場会社が上場審査対応を行うこととなります。

なお、分割型分割の株主総会決議前に新規上場申請を行う場合には、新規上場申請ができないため、予備申請によって上場審査を進めることとなります。

また、取引所の上場承認が行われていれば、スピノフ実施日に、スピノフで独立する会社が新規上場することも可能です。

(2) スピノフIPO時の提出書類

株式分配を実施する場合、上場申請時においては、通常の

新規上場時と同様に、スピノフによって独立する会社の直近2事業年度分の財務諸表等および監査報告書を取引所に提出する必要があります。

分割型分割を実施する場合には、スピノフの対象となる事業が組織再編主体会社等になるものと考えられ、基準事業年度の末日から起算して2年前の日より後からスピノフを行うまでの期間における財務計算に関する書類を「部門財務情報の作成基準」に従って作成し、監査意見等を添付する必要があります。加えて、新規上場までに分割型分割が実施される場合は、実施後の期間における財務諸表等を作成し、監査を受ける必要があります。

「部門財務情報の作成基準」に従って作成した財務計算に関する書類に対する監査報告書は、一般に公正妥当と認められる監査の基準に準拠した監査に基づくもの以外に、取引所が適当と認める場合には、日本公認会計士協会が定める「東京証券取引所の有価証券上場規程に定める部門財務情報に対するレビュー業務に関する実務指針」、およびその他の合理的と認められる基準に準拠した手続きに基づくものとなります。

(3) コーポレートガバナンスおよび内部管理体制の有効性

分割型分割によるスピノフの実施前に上場審査を行う場合、上場審査の時点では上場申請会社としての取締役会や監査役会等の開催実績、内部管理部門の運用実績が十分でないことが考えられますが、それだけをもってコーポレートガバナンスおよび内部管理体制の有効性を否定されることはありません。

そのような場合には、実質的に新設となる独立する会社を想定した準備の状況が十分か、スピノフ元の企業等の体制が独立する会社に十分に引き継がれているのかを確認することで、実質的に運用が行われているとみなして有効性を確認すると考えられます。

なお、スピノフ元の企業の体制から大きな変更があった場合であっても、その軽重によっては問題ない場合もあると考えられます。いずれにせよ、会社法上の機関設計の変更がある場合を含めて、最終的には個別の状況に照らし、判断がなされることが想定されます。

3 おわりに

IPOの時期を柔軟に選択できるよう、取引所上場審査では、組織再編行為等が実施された場合において、本稿で述べて

きたような通常とは異なる取り扱いが定められています。

事業の選択と集中や、多角化経営は企業価値向上のための手段でもあります。上場直前の組織再編は、上場申請期の事業計画に影響を与えるほか、組織再編対象会社等の経営管理の整備状況によっては、上場スケジュールに影響を来す場合もあります。

上場直前に組織再編等を行うことを検討している場合は、あらかじめ余裕を持って証券会社、監査法人、取引所と相談することが望まれます。

参考文献・出典

東京証券取引所「新規上場ガイドブック 2023」(VII 企業組織再編に係る取扱い)

<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide-new/index.html>

経済産業省「『スピンオフ』の活用に関する手引」2023年8月

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/saihenzeisei.html

前野 美和 (まえのみわ)

PwC Japan 有限責任監査法人

財務報告アドバイザー部 CM&IPOソリューションズ マネージャー
2010年公認会計士試験合格後、監査法人にて多くの法定監査、IPO監査に従事。2021年より2年間、国内取引所に出向し、上場審査業務、上場準備における関係者の支援業務に従事。帰任後は、IPOを目指す企業へのアドバイザー業務に携わっている。

メールアドレス：miwa.maeno@pwc.com

第16回

企業経営・企業報告に対する投資家からの学び

はじめに

上場企業における2024年3月期決算の短信発表がほぼ終了しました。今後、投資家は、株主総会の招集通知や有価証券報告書、コーポレートガバナンスに関する報告書、統合報告書等で付加的に発信される情報に注目することでしょう。

とりわけ、2023年3月期有価証券報告書から新たに求められた記載項目（「第1 企業の概況【従業員の状況】」における「女性管理職比率」「男性の育児休業取得率」「男女間賃金格差」や「第2 事業の状況」に新設された【サステナビリティに関する考え方及び取組】）については、2年目の開示タイミングに入ります。各企業の開示姿勢や内容の進化・深化が話題となることでしょう。

2023年12月27日に金融庁が公表（2024年3月8日に更新）した「記述情報の開示の好事例集2023」（以下、好事例集）^{※1}では、サステナビリティに関する考え方および取り組みの開示に焦点を当てた企業事例が紹介されました。事例紹介の前に、投資家・アナリスト・有識者が期待する主な開示のポイントが、詳細にまとめられています。

例えば、投資家・アナリスト・有識者が期待する開示を充実させるための取り組みについて、以下の点が指摘されています。

- ① 開示の体制や記載内容が十分でない場合には、少しずつ改善していくことが必要
- ② 有価証券報告書の利用者との対話を通じて、利用者の目線を持つことが有用
- ③ 開示の進展のためには、経営陣や取締役会、監査役会等からのコミットが必要
- ④ 有価証券報告書の作成においては、本社部門だけではなく、各部門のトップ層や、現場も関与することが重要
- ⑤ 時間的な余裕をもって有価証券報告書のドラフトを取締役会等に提示することが有用
- ⑥ 当年の有価証券報告書を株主総会前に開示することが重要

また、全般的な開示のポイントは以下のように整理できるでしょう。

- ① 比較可能性、透明性、独自性の3つの観点が重要
- ② 全体像を話す際には、戦略と指標および目標について、どのような考え方や取り組み方針を持っているかについて示すことが有用
- ③ 企業価値がどのように創出されるかを丁寧に説明することは有用
- ④ KPIを選定した理由や算定方法について説明することは有用
- ⑤ 指標および目標では、目標値と実績値に加え、現状の考察が記載されることは有用
- ⑥ 非財務情報と財務情報の連動性や開示のタイミングを整合させることは有用
- ⑦ 現在の状況だけでなく、時間軸を持った開示を行

※1 金融庁「記述情報の開示の好事例集2023」
<https://www.fsa.go.jp/news/r5/singi/20231227.html> (2023年12月27日)
<https://www.fsa.go.jp/news/r5/singi/20240308.html> (2024年3月8日更新版)

- うことは有用
- ⑧ 第三者保証を見据えて限られた情報を開示するのではなく、必要な情報は積極的に開示することが有用
 - ⑨ 開示の改善や施策の継続には、経営陣からの強いコミットメントおよび適切なリソース配分が必要

好事例集では、こうした全体感をベースに「気候変動関連等」、「人的資本、多様性」、「人権」など、幅広い角度から率直な意見がまとめられています。

本稿では、このように企業報告におけるサステナビリティ情報の開示が進化・深化する時代において、日頃、筆者が接する機会をいただいている投資家の方たちが、企業経営や企業報告に対してどのような意識を持っているかについて、PwCが実施した「グローバル投資家意識調査」を参照しながら紹介します。

なお本稿は、2024年3月13日現在の情報をもとに執筆しています。また文中における意見は、全て筆者の私見であることをあらかじめ申し添えます。

1 グローバル投資家意識調査の概要

PwCはグローバルに連携して投資家への意見ヒアリングを継続的に実施しています。「グローバル投資家意識調査」は、企業経営や企業報告のあり方に関する資本市場参加者の声や期待・懸念などを取りまとめたものです。その最新調査（2023年版）の日本語冊子版は、2024年1月に公表されました^{※2}。本稿では、この資料をもとに調査内容を紹介していきます。

今回の調査の副題は「信頼、テクノロジー、変革：投資家の優先事項をナビゲートする」です。2022年版では企業のサステナビリティ情報への取り組みに対する投資家の見解に焦点を当てましたが、2023年版ではその側面に加えて、人工知能（AI）などの先端テクノロジーへの対応や企業情報の信頼性についてもより深掘りしました。

2023年の調査は、2023年9月に世界30の国や地域の345名の投資家およびアナリストを対象に行いました。2022年の調査対象者は227名でしたから、対象者は大幅に増えています。

回答者の多くは機関投資家で、具体的にはポートフォリオマネジャー19%、アナリスト18%、最高投資責任者17%、ガバナンスとスチュワードシップの専門家10%、などとなっています。

回答者の48%は、この業界で10年以上の経験を有しています。また、所属企業の運用資産残高は5億米ドルから1兆米ドル以上までとさまざまです。

所属機関の本拠地は、33%がアジア太平洋、30%が欧州、17%が北米・カリブ海諸国、11%が中東・アフリカ、9%が中南米であり、一定のバランスが取れています。

投資地域先を上位10地域まで見ると、所属企業の本拠地とは異なる比率となります。米国が37%と最も多く、ドイツ・英国の30%が続きます。日本は26%で第6位ですが、アジア・オセアニア地域ではトップです。

投資地域先と所属企業の本拠地が異なるケースとしては、①日本の機関投資家が自国の資本市場のみならず世界中の資本市場に投資を行う場合と、②世界中の機関投資家が日本の資本市場に投資を行う場合があります。投資を行う機関投資家、および、投資を受ける資本市場への上場企業は、グローバルな投資家の考え方を意識する必要があると言えるでしょう。

(1) 回答者の全般的な傾向

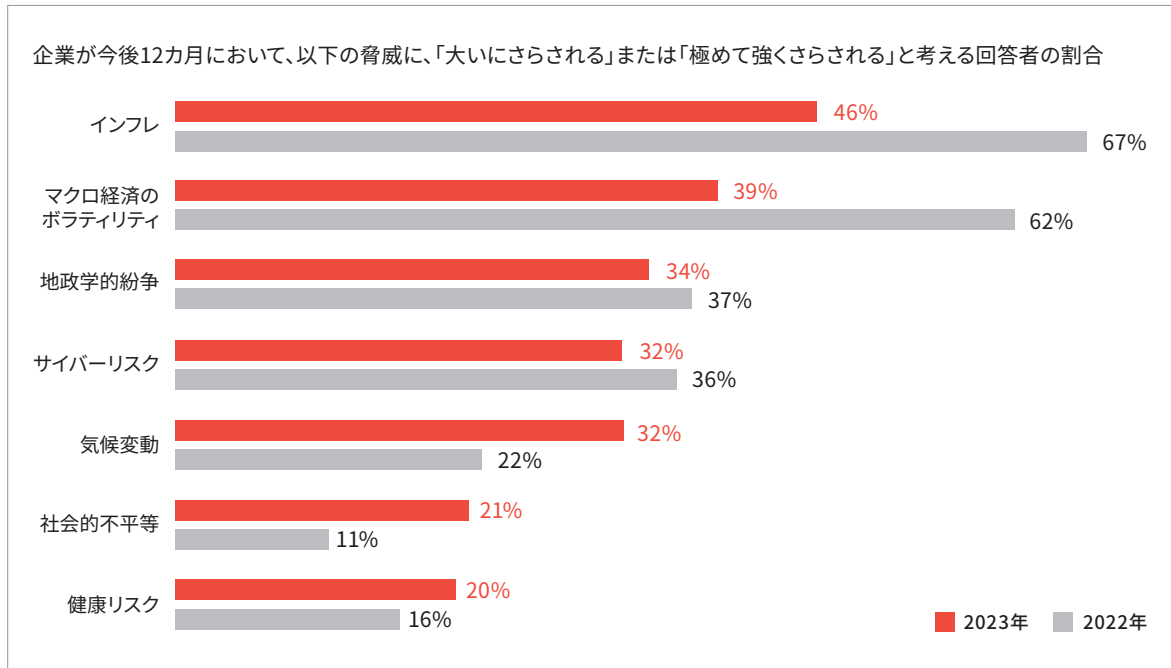
ここからは調査の内容について見ていきます。まずは、投資家の懸念です。

企業が今後12カ月において、各種の脅威に「大いにさらされる」または「極めて強くさらされる」と回答した割合を見ると（**図表1**）、「インフレ」が46%、「マクロ経済のボラティリティ」が39%と上位を占めています。ただ、2022年はこれらの脅威に対して60%を超える割合があったことから、少し落ち着きを見せてきていると評価できます。

続いて、地政学的紛争34%、サイバーリスク32%

※2 PwC「グローバル投資家意識調査2023」
<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/2023/assets/pdf/global-investor-survey.pdf>

図表1：投資家が短期的な脅威と捉えている事項（上位7項目）



出所：PwC「グローバル投資家意識調査2022」、「グローバル投資家意識調査2023」

となります。2022年はそれぞれ37%、36%ですから、変化という意味ではほぼ同水準です。

これに対して、気候変動32%（2022年22%）と社会的不平等21%（同11%）は懸念が増大しました。投資家の注目点は、経済環境からサステナビリティへと移行しつつあります。

一方で、今後3年間に企業が新しい価値を創出する上で最も大きな影響を与える可能性がある要因についての調査では、回答者の59%が技術の変化を挙げました。以下、政府の規制（48%）、消費者の嗜好の変化（48%）、競合他社の行動（46%）、サプライチェーンの不安定性（46%）、気候変動（44%）、人口動態の変化（36%）となっています。

企業を取り巻く環境をどのように企業価値創出に結び付けていくかという観点から、経営戦略上の軸が抽出される結果となりました。

続いて、回答者が企業を評価する際に重要と考える項目を最大5項目まで挙げた結果を見てみましょう。

ここでは、回答者の39%がコーポレートガバナンスを挙げ、管理能力（35%）が続きました。マネジメ

ント体制等に対する注目度合いが高いことが理解できます。その上で、イノベーション（35%）、新しいテクノロジー（33%）、サイバーセキュリティとデータプライバシー（32%）、人的資本管理（32%）などの具体的な側面が挙げられました。

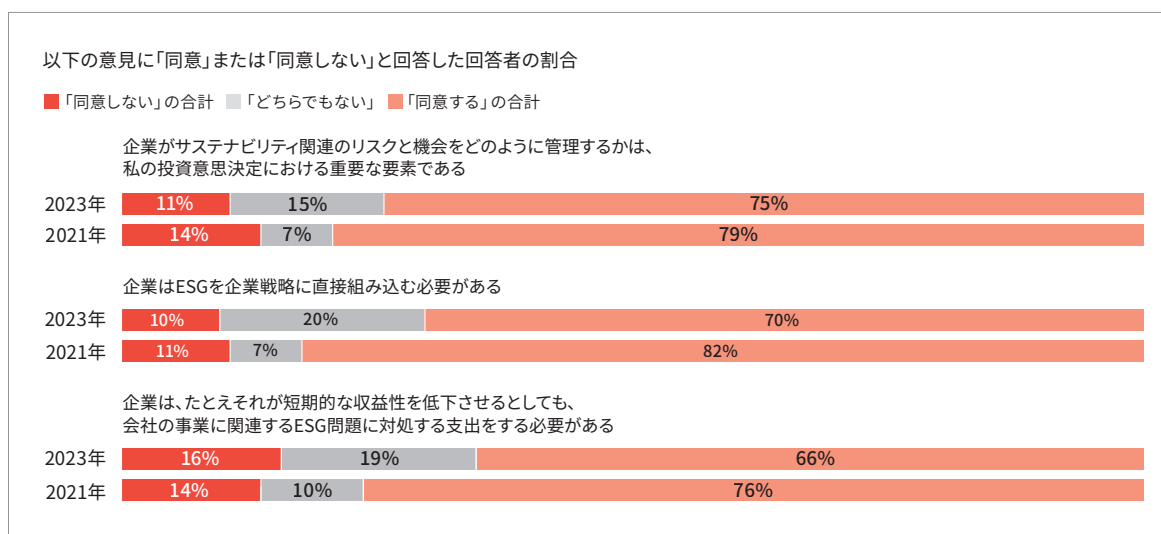
投資家から「企業が自社のビジネスにとって重要（マテリアル）なこと全てに優先順位をつけ、その上で行動を起こすことを期待している」というコメントが聞かれたように、さまざまな重要項目の中でのマテリアリティの重みづけがポイントとなるようです。

(2) テクノロジーとサステナビリティ

ここからは、投資家が注目する具体的な項目として、テクノロジーの進化とサステナビリティの分野を詳しく見ていきます。

テクノロジーの進化としてはAIの導入加速が挙げられます。投資家の61%が、AIの導入を加速することが「とても重要」または「極めて重要」と回答しました。投資責任者の声として、「AIは事業戦略において既存のものを破壊する一方で、新たな機会を創出する可能性がある」と期待を寄せています。

図表2：サステナビリティやESGに関する3つの意見に対する投資家の考え方



出所：PwC「グローバル投資家意識調査2021」、「グローバル投資家意識調査2023」

一方で、投資家はこれらの新しいテクノロジーの展開に伴うリスクをさまざまな観点から認識しています。例えば、企業がAIを採用する際に感じるリスクの各項目について、「ある程度」、「大きな」、「非常に大きな」リスクがあると考える回答者の割合を見ると、データセキュリティとプライバシーへの脅威（86%）、不十分なガバナンスのプロセスと統制（84%）、虚偽または不正確な情報（83%）、偏見と差別（72%）などが挙げられました。

サステナビリティについては、投資家が投資判断を行う際に、企業のサステナビリティに関する取り組みを判断材料の1つにしていることが明確に理解できます。もっとも、**図表2**に示した3つの意見に対して、2021年と2023年の対比では、「同意する」と回答した比率が少し低下し、「どちらでもない」と回答した比率が上昇した点は注目に値します。サステナビリティやESG問題に対して、投資家はバランスを重視した投資判断を行う傾向がうかがえます。

もう1つの変化は、投資家が知りたいと感じるレポートの多様化です。2022年の調査との対比では、アウトサイドインレポート（サステナビリティが財務上のパフォーマンスにどのような影響を与えるかを示すレポート）とインサイドアウトレポート（企業が環境や社会に与える影響を示すレポート）の双方を、よ

り重視する傾向が確認できました。

具体的には、インサイドアウトレポートの報告要求の比率が60%から75%に、後者の影響の金銭的価値の開示を求める比率が66%から75%に増加しました。

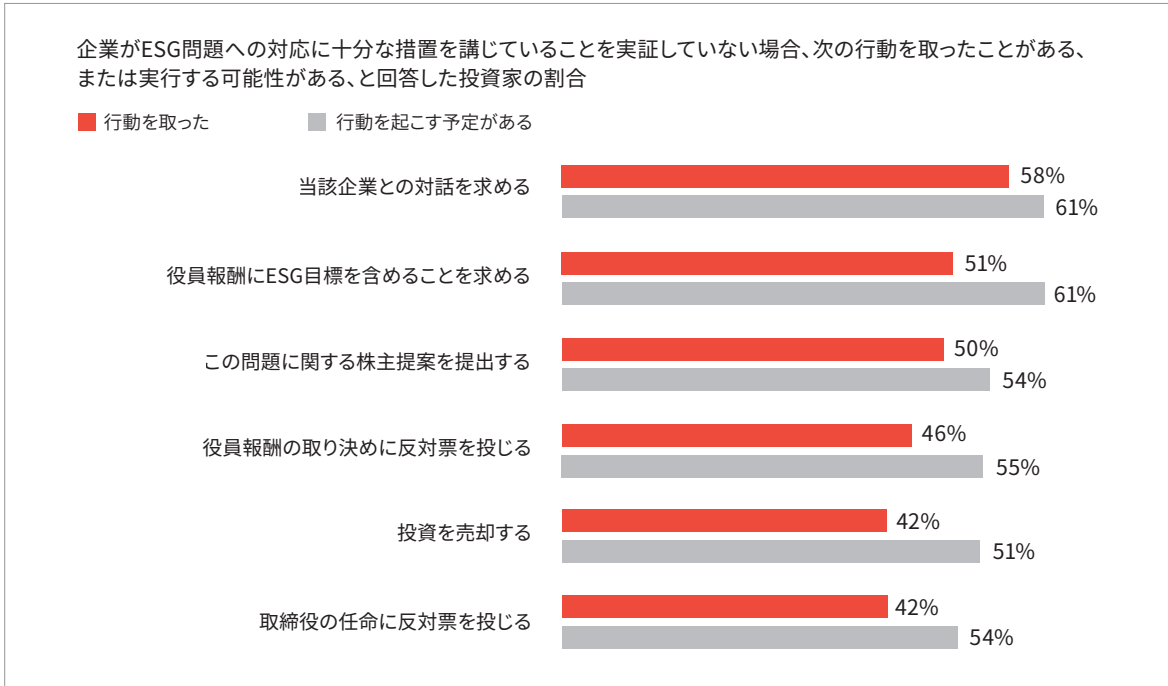
続いて、企業のサステナビリティ活動に対する投資家の行動を見ていきましょう。投資家のポートフォリオに含まれる企業が「企業の業績と将来の見通しに関連するサステナビリティの問題に対処する」、「環境や社会に有益な影響を与えるために企業行動を変える」といった行動をとった場合、前者では69%、後者では67%の回答者が投資または推奨のレベルを上げると回答しました。企業のサステナビリティに関する姿勢を、投資家が投資行動に反映させることがうかがえます。

一方で投資家は、企業がESG問題への対応に十分な措置を講じていることを実証していない場合、さまざまな行動を取る、あるいは行動を起こす予定があると回答しています（**図表3**）。

その背景としては、ESGやサステナビリティ投資に対する投資家の行動は、環境規制、投資収益率の低下の防止、クライアントからの要求など、さまざまな側面が考えられます。

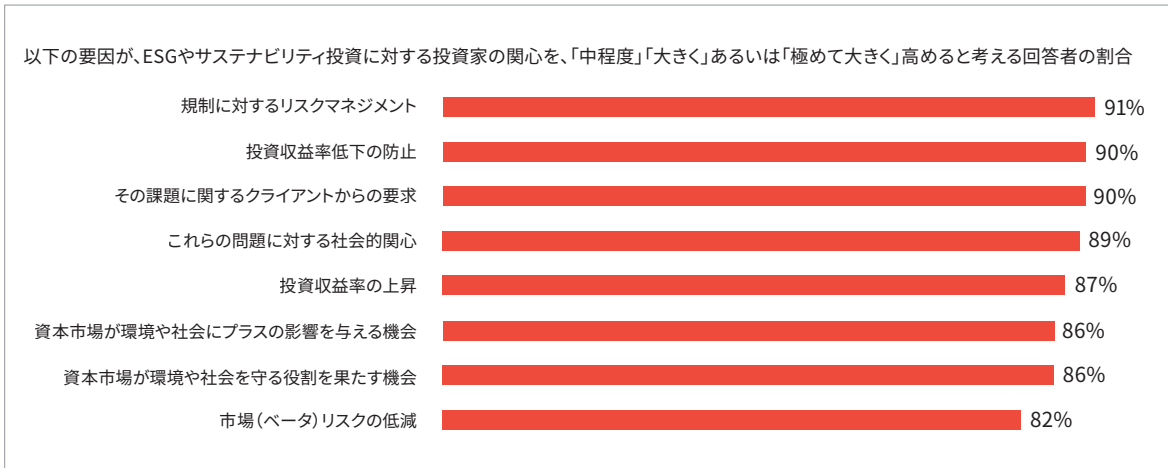
図表4では、各種の要因が、ESGやサステナビリ

図表3：ESG諸問題への対応が十分でない企業へのさまざまなアクション



出所：PwC「グローバル投資家意識調査2023」

図表4：ESGやサステナビリティ投資に対する投資家行動の要因



出所：PwC「グローバル投資家意識調査2023」

ティ投資に対する投資家の関心を「中程度」「大きく」「極めて大きく」高めると考えた回答者の割合を示しています。

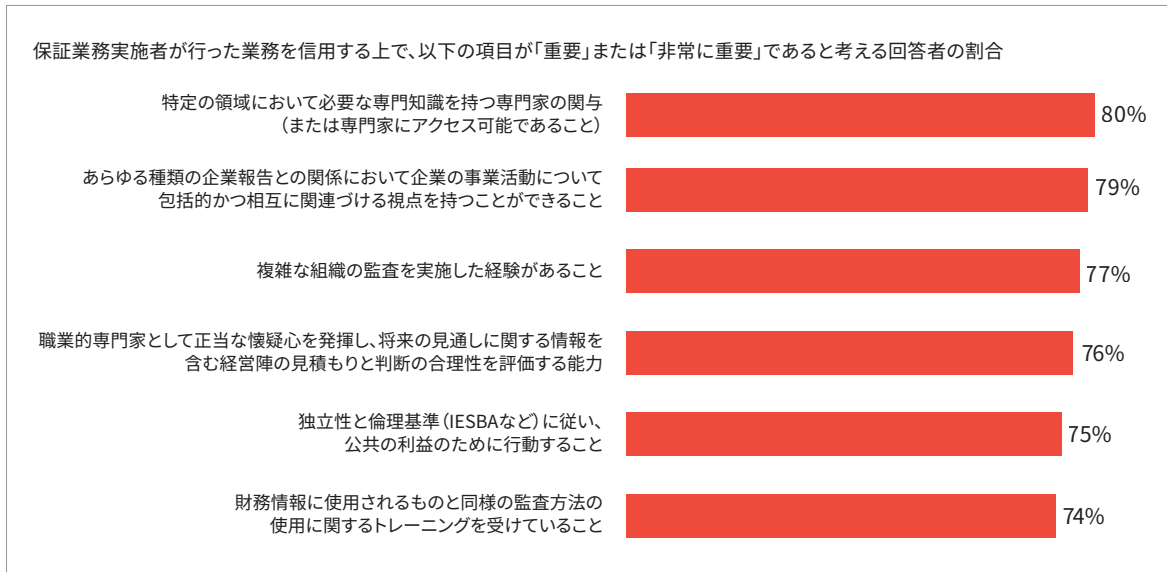
(3) 信頼

続いて、企業報告の側面を見てみましょう。企業

報告のニーズについて、「重要」または「非常に重要」と回答した割合が高いものとして以下が挙げられます。テクノロジー、サステナビリティの両面で強いニーズを感じることができます。

- 新規のテクノロジーの利用と導入について知れた

図表5：保証業務実施者に求める資質等



出所：PwC「グローバル投資家意識調査2023」

い (77%)

- 企業が設定したサステナビリティへの取り組みを満たすためのコストを知りたい (76%)
- サステナビリティ関連のリスクと機会が企業の財務諸表に与える影響を知りたい (75%)
- 企業が設定したサステナビリティに関わるコミットメントを満たすためのロードマップを知りたい (74%)
- 短期的な危機の管理と長期的なビジネス変革の間の潜在的なトレードオフについて理解したい (74%)

ここにおいて、実に94%の投資家が、サステナビリティの活動に関する企業報告書には裏付けのないサステナビリティに関する主張（グリーンウォッシング）が何らかの形で含まれていると考えているようです。

その意識が、規制当局や基準設定者に対して、企業報告の明確さと一貫性の確保を働きかける背景と考えられます。また、投資家は、企業が報告するサステナビリティ情報の正確性について保証が付与されることについて、肯定的に評価していると考えられます。

企業のサステナビリティ報告の正確性を評価する上で、「中程度」「大きな」「極めて大きな」自信を与えてくれると考える回答者の割合を見ると、「第三者による認証または検証報告」について85%という比率となりました。

保証の水準については、「独立した合理的な保証の意見（すなわち、財務諸表監査で得られる保証の水準）」が85%、「独立した限定的な保証の結論（財務諸表監査で得られるものよりも低い水準の保証）」が77%となりました。投資家は、「限定的な保証の結論」よりも「合理的な保証の意見」を求める傾向が強いと考えることが可能でしょう。また、2022年の調査では前者が75%、後者が54%でしたから、その比率は大きく上昇しています。

次に、保証業務実施者が保証を行った業務を信用する上で、保証業務者に求める資質等を見てみましょう。図表5では、保証業務実施者が行った業務を信用する上で、各項目が「重要」または「非常に重要」と考える回答者の割合を示しています。さまざまな側面において、70%を超える高い比率が確認されました。

さらに、投資家は、企業が開示した情報に対する信頼を確保するために、以下のことについて、いずれ

も90%の回答者が「中程度」「大きな」「極めて大きな」信頼につながると回答しています。これらは保証の信頼確保に対して重要な側面と言えるでしょう。

- 保証が可能な場合において、会社の経営陣が自ら行ったと報告したことが実際に実行されたことを保証
- 報告が一般に認められる報告フレームワークに完全に準拠していることを保証（例：ISSB基準、ESRS基準、GRI基準）
- 可能な場合において、報告された内容の一部ではなく、報告書全体（記述情報、指標、KPI等を含む全ての非財務報告の開示）を保証

サステナビリティ報告に対する保証の議論は、グローバルに展開されているところです。今後の制度の変革や投資家の考え方などに引き続き注目していきたいと思います。

2 おわりに

以上、今回の調査の中から、筆者が注目したポイントをいくつか紹介しました。ご協力頂きました皆さまに改めて厚く御礼申し上げます。

日本においては、2023年12月13日に「資産運用立国実現プラン」が提示されたことを受けて、資産運用業やアセットオーナーシップの改革が展開されています^{※3}。また、2024年2月26日に、株式市場に上場する企業においては、プライム市場における英文開示の拡充に向けた上場制度の整備が位置付けられました^{※4}。

このように、機関投資家および上場企業の双方において、グローバルな資本市場への対応がなお一層求められる時代となってくる中、PwCでは今後も資本市場の皆さまの声を拝聴すべく「グローバル投資家意識調査」を継続していく予定です。

※3 金融庁「資産運用立国について」
<https://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/20231214.html>

※4 東京証券取引所「プライム市場における英文開示の拡充に向けた上場制度の整備について」2024年2月26日
<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/skc8fn0000002jw1-att/skc8fn0000002jya.pdf>

野村 嘉浩 (のむら よしひろ)

PwC Japan 有限責任監査法人 基礎研究所 主任
研究員

証券系研究所・証券会社における企業アナリスト、株式市場ストラテジスト、会計・開示制度の調査経験を経て、2018年10月入所。2007年から2012年まで企業会計基準委員会の委員に就任。

日本会計研究学会会員、日本証券アナリスト協会認定アナリスト(CMA)。

メールアドレス：yoshihiro.nomura@pwc.com



インダストリーインサイト (14)

小売消費財業界におけるリスクマネジメントの新潮流

PwC Japan 有限責任監査法人
ガバナンス・リスク・コンプライアンス・アドバイザリー部
パートナー **田中 洋範**

PwC Japan 有限責任監査法人
財務報告アドバイザリー部
ディレクター **大平 亮**

PwC Japan 有限責任監査法人
リスク・アシュアランス部
ディレクター **米山 喜章**

PwC Japan 有限責任監査法人
リスク・アシュアランス部
シニアマネージャー **鮫島 洋一**

はじめに

PwCは2023年10月から11月にかけて、第27回世界CEO意識調査^{※1}を実施しました。世界105カ国・地域の4,702名のCEO（うち日本のCEOは179名）から、世界経済の動向や、経営上のリスクとその対策などについて尋ねています。調査結果によると「現在のビジネスのやり方を継続した場合、10年後に自社が経済的に存続できない」と考える日本のCEOは64%（世界全体では45%）に達し、将来に対する危機感が極めて強くなっています（図表1）。

日本のCEOの回答から浮かび上がってくるのは、インフレおよび地政学的対立への強い懸念です（図表2）。今後12カ月間における経営上の強い懸念材料として、30%のCEOが「インフレ」を挙げています。また、「地政学的対立」も31%に及び、両項目に対する日本のCEOの懸念は米中や世界全体のCEOを大きく上回っています。

以上の調査結果からも示唆されるように、サステナブルな経営のためには、企業としてリスクマネジメントをどのように確実に実施するかがますます重要な要素となっており、小売消費財業界においては特に重点的に取り組むべきトピックとなっています。

本稿では、小売消費財業界におけるリスクマネジメントとして、(1) 人権 (2) AI活用 (3) 新規制対応（リース会計基準）の3つに焦点を当て、そのリスクや対応について紹介します。

なお、本文中の意見に係る部分は全て筆者個人の私見であり、PwC Japan 有限責任監査法人および所属部門の正式見解でないことをあらかじめお断りします。

1 人権に関するリスクと対応

(1) 国際的な動向と日本の対応

グローバル市場で競争力を維持し、かつ社会的責任を果たすための必然的な流れとして、世界中の企業はますます人権問題に焦点を当てています。国際連合の指針や国際労働機関の規定等が企業の行動を監視・指導しており、日本政府の対応^{※2}は2020年から開始されている状況です。

また、企業は人権侵害防止への責任を負うため、英国の現代奴隷法や米国のサプライチェーン透明法（カリフォルニア州）、ウイグル強制労働防止法をはじめとして、多くの国でビジネスと人権に関する法律が制定されています。

このような、各ステークホルダーからの人権への対応要請や、法規制の厳格化、国別行動計画の策定等が進む中で、企業は自社のサプライチェーン全体における人権リスクの管理・対応力を強化することが求められています。小売消費財業界においては、商品の原材料や生産工程が多岐にわたることから、従来から人権リスクが重要視され、他業界に先立って日本企業でも取り組みが進められてきました。

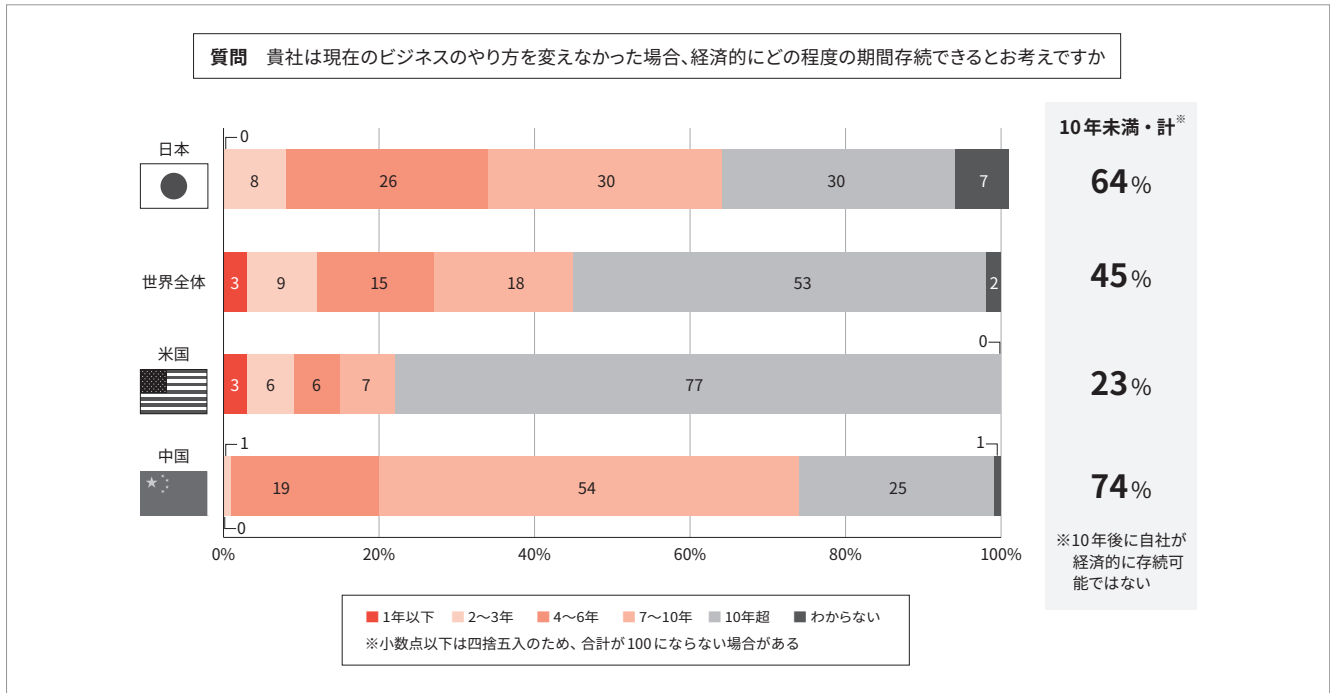
(2) リスクの理解

人権侵害のリスクはビジネス的視点、法務視点、レピュテーション的視点、財務視点等広範囲にわたります（図表3）。企業は持続可能なビジネス運営のために、人権侵害がビジネスに及ぼすリスクを正確かつ網羅的に把握し理解する必要があります。

※1 PwC「第27回CEO意識調査（日本分析版）」
<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/ceo-survey.html>

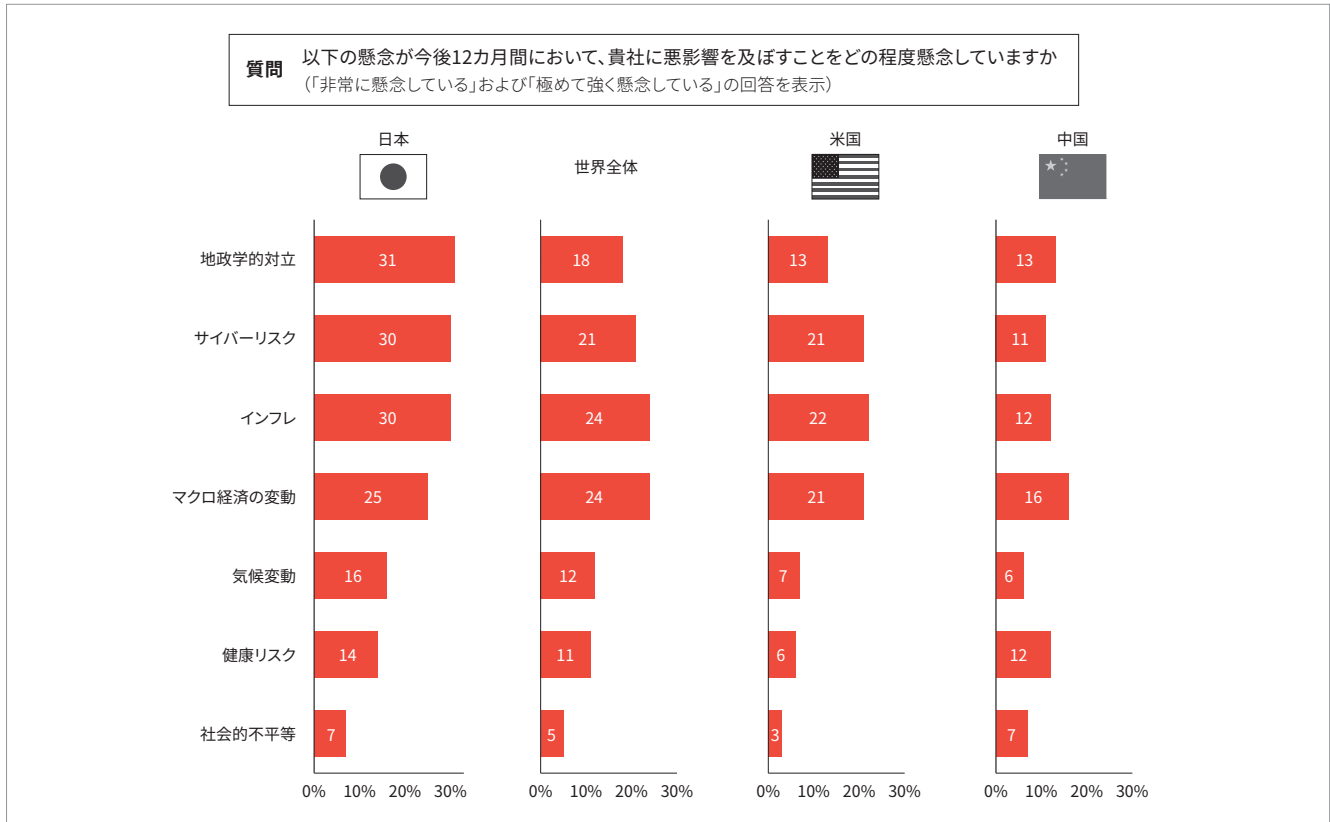
※2 外務省『『ビジネスと人権』に関する行動計画（2020～2025）の策定について』
https://www.mofa.go.jp/mofaj/press/release/press4_008862.html

図表1：日本のCEOは10年後の自社継続性を低く考える傾向にある



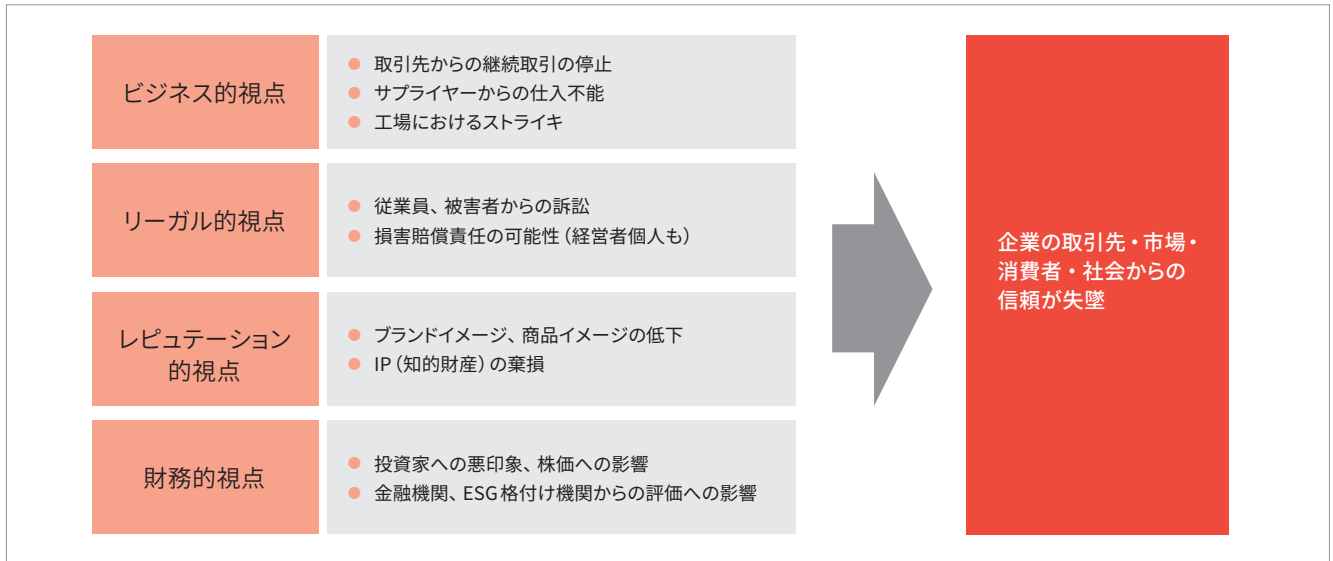
出所：PwC「第27回CEO意識調査（日本分析版）」をもとに作成

図表2：日本のCEOは地政学的対立やインフレを経営上の脅威として懸念



出所：PwC「第27回CEO意識調査（日本分析版）」をもとに作成

図表3：人権侵害のリスク



出所：PwC作成

(3) リスクへの対応

国連の「ビジネスと人権に関する指導原則」^{※3}で規定されている要求として以下の4つの項目があります（図表4）。

1. 人権への悪影響の特定
2. 人権に関する悪影響の予防・軽減
3. 対応の実効性の追跡調査
4. 情報発信と外部とのコミュニケーション

企業は、倫理的なビジネス実践を実現し、社会に対する責任を果たすため、上記の要求事項に対して、従業員のトレーニング、サプライチェーン全体の監視、リスク評価の実施等の具体的な取り組みが求められています。

先ほど述べたように、企業が人権に対する責任を果たすことは、持続可能なビジネス運営の重要な要素であり、社会的信頼を築く上で不可欠です。また、リスクマネジメントの活動とは切り離して、個別リスクとしての人権リスクの対応に取り組んできた企業は少なくありませんが、より効率的・効果的なリスク対応を見据え、企業全体のリスクマネジメント活動に取り込んだ上で一連の対応を検討することが期待されます。

※3 国際連合広報センター「ビジネスと人権に関する指導原則：国際連合「保護、尊重及び救済」枠組実施のために（A/HRC/17/31）」2011年3月21日
https://www.unic.or.jp/texts_audiovisual/resolutions_reports/hr_council/ga_regular_session/3404/

2 AI活用に関するリスクと対応

小売消費財におけるAIの活用は、顧客体験の向上、商品のカスタマイズ、効率的な在庫管理など多くのメリットを提供します。一方で、小売消費財でのAI利用に関連した固有のリスクを以下に挙げます。

1. 不正確な需要予測

AIを使用して消費者の需要を予測し、在庫管理の最適化をすることが想定されます。しかし、予測が不正確である場合、過剰在庫や在庫不足につながり、売上機会の損失や顧客満足度の低下を招く可能性があります。

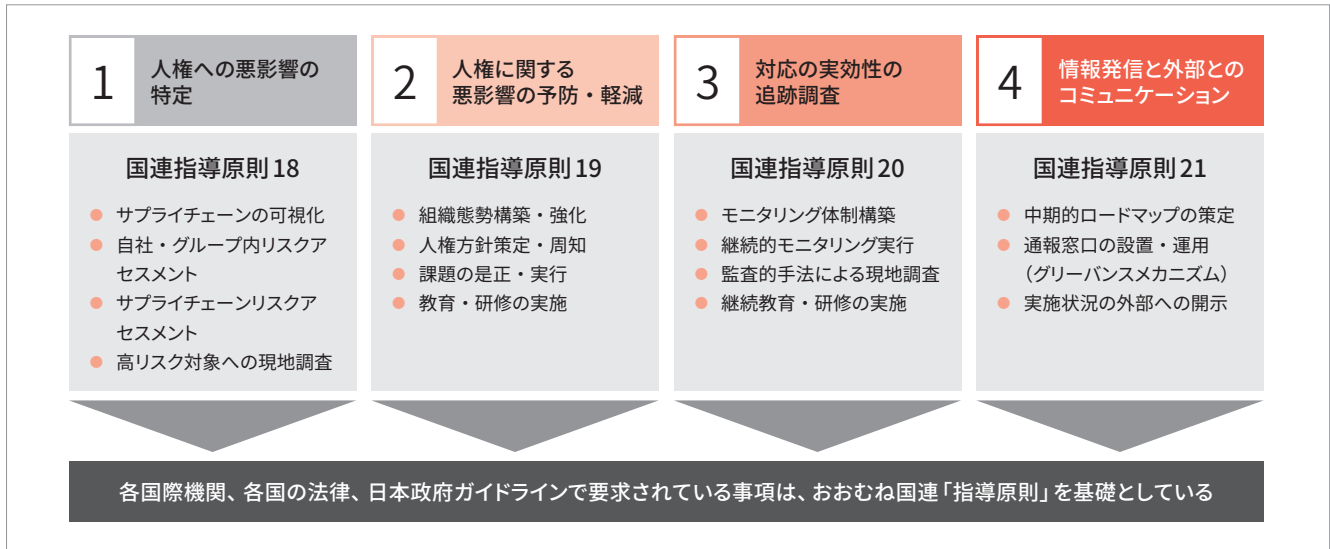
2. パーソナライズ（個々人への最適化）の誤り

AIを利用して消費者の行動分析を行いパーソナライズすることで、適切な商品を推薦するなど、顧客体験を向上させることが想定されます。しかし、不適切な推薦をすることで、逆に顧客の混乱や不信感を招いたり、ブランドを毀損する可能性があります。また、パーソナライズの過程において、不適切なデータの取り扱いによりプライバシーを侵害することも同様の結果を招きます。

3. バイアスによる不公平の助長

AIは、学習データに含まれるバイアス（偏り）を結果に反映する可能性があります。このため、商品の推薦や価格

図表4：「ビジネスと人権に関する指導原則」で規定されている要求



出所：PwC作成

設定において不公平が生じる可能性があります。結果的に特定の消費者層を不当に差別する結果となる場合があります。

4. オペレーショナルリスクの発生

AIシステムの導入・運用には、高度な技術と専門性が必要になります。技術的および運用上の障害が多発すると、業務の中断やサービスの低下および中止につながり、収益に大きな悪影響を及ぼす可能性があります。

AI技術は日々進化しており、新たな課題やリスクも生じています。小売消費財の企業は、AIの活用にあたっての固有のリスクを認識し、以下に例示しているような適切なリスク管理策を包括的かつ継続的に講じることが重要です。

● **消費者との信頼構築**

消費者に対して、AIがどのようにデータを用いているのか、どのようなメリットをもたらすのかを説明することが重要です。また、消費者が自らのデータの使用に関して許諾を選択できることも信頼構築には不可欠です。

● **教育と監視**

社員に対して、AIの活用に関わる内容とあわせてリテラシーも継続的に教育し、向上させる必要があります。また、AIシステムの定期的な監視と評価を行うことで、オペレーションの課題やシステムの誤作動、バイアスの問題を早期

に発見し、是正することが必要です。

小売消費財企業が、AIを最大限に活用しながら、そのリスクを管理し、消費者の利便性を大きく向上させることが期待されます。

3 新リース会計基準に関するリスクと対応

(1) 新リース会計基準

小売消費財業界として比較的影響が大きく対応の検討が必要とされる会計・財務トピックとして新リース会計基準案への対応があります。

新リース会計基準案は2023年5月に企業会計基準委員会（ASBJ）より公開草案が公表され、現時点で基準の最終化に向けて議論されています。なお、当初は2026年度からの適用が見込まれていましたが、2027年度以降に適用が延期されました。

当基準において、リースの借手の会計処理が現行から大きく変更（いずれもIFRSとおおむね整合）されます。

【主な変更点】

- ファイナンス・リース／オペレーティング・リースの分類を廃止し、リースであれば使用権資産・リース負債を計上（短期／少額リース除く）
- リース契約、賃貸借契約以外でもリースの定義が合致す

れば、リースと判定（現行よりリースの会計処理を行う取引が増える可能性）

- 費用配分は、償却費と利息を計上（利息は定額ではなく、前加重の費用処理）
- リース期間は、合理的に確実な延長・解約オプションを考慮（契約期間よりリース期間が長くなる可能性）

多店舗経営が多い小売消費財業界としては、従来はオフバランスされていたような賃借店舗が使用権資産として計上される可能性が高いことから、会計面・財務面だけでなくリース資産管理面でも影響が大きいと考えられます。

本稿では、新リース会計基準での検討のポイントとなるリースの識別およびリース期間について、小売消費財業界に当てはめながら解説します。

(2) リースの識別

検討のポイントの1つ目のリースの識別については、法的にリース契約の形態ではなくても、リース定義を満たす場合、契約書名称にかかわらず、その契約はリースと判定されます。また、リース取引を一元管理していない場合、リースに該当する契約の調査が必要となります。

なお、小売消費財業界における店舗のリースは営業目的の側面が強く、契約の管理を営業部門が主体的に行っているケースも多くあります。そのようなケースでは関連部門間で密な連携をとれる体制の整備がより重要となります。

実際には、企業会計基準適用指針公開草案第73号「リースに関する会計基準の適用指針（案）」の設例に定められている判定チャートに沿って検討することになります（**図表5**）。

(3) リース期間

検討のポイントの2つ目のリース期間については、契約期間の延長が可能な契約の場合には、延長オプションの行使が合理的に確実かどうかの評価が必要になります。

リース期間の検討に際しては、以下の手順で行うことが考えられます。

- 手順1：用途別分類にグルーピングし、検討対象グループを特定
- 手順2：契約書で延長オプションの有無を確認
- 手順3：延長オプションを考慮したリース期間を決定（決定は「合理的に確実な場合」）
- 手順4：具体的な期間を決定

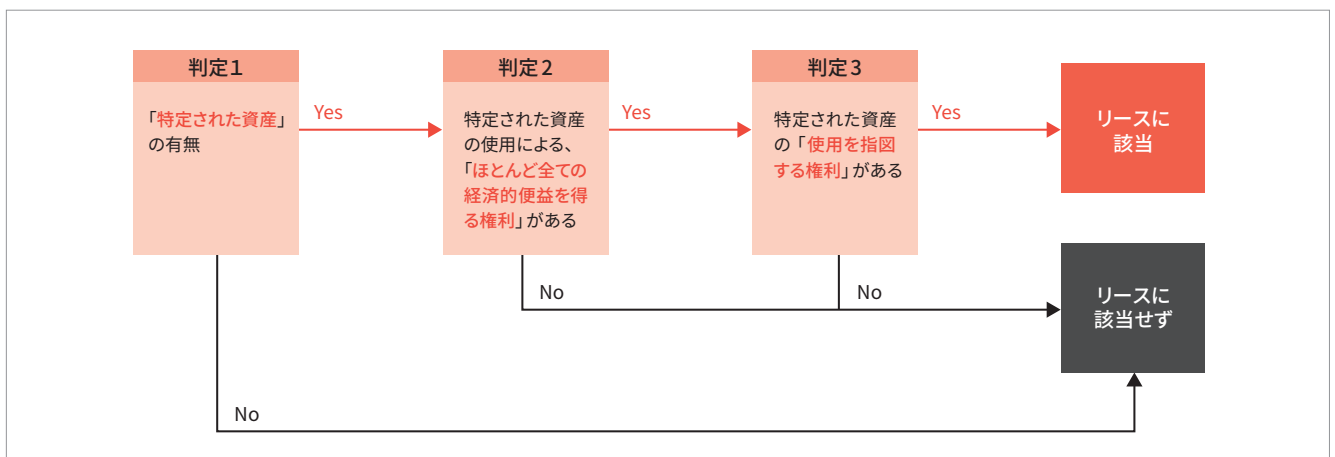
また、店舗の運営計画の見直しなどにより、事後的にリース期間の見直しが必要となるケースもよくあるため、継続的な検討が必要となります（**図表6**）。

現時点で基準は最終化されていないものの、リース管理面・業務プロセス・システムに影響を与える可能性も大きいため、早急な対応が必要になると考えられます。

4 おわりに

本稿で述べてきたリスク対応に際しては、企業グループ全体の関係者を巻き込んだ上で、重複・抜け漏れのない対応を検討することが肝要となります。また、特にリスク特定・評価においては、役割が直近で大きく進化している社外取締

図表5：リース識別判定フロー（平易版）



出所：企業会計基準適用指針公開草案第73号「リースに関する会計基準の適用指針（案）」の設例をもとにPwC作成

図表6：実務上の検討例

類型	経済的インセンティブを生じさせる要因				インセンティブの有無	リース期間	検討結果
	延長または解約オプションの対象期間に係る契約条件	大幅な賃借設備の改良の有無	リースの解約に関連して生じるコスト	企業の事業内容に照らした原資産の重要性			
路面店	△	○	○	○	有	建物の見積耐用年数	土地を賃借し建物を新築している。建物の建設等造作物の設置のために相当額の支出を負担していること、ならびに原状回復費用を考慮すると、建物の耐用年数相当期間にわたり賃借するインセンティブがある
テナント	△	×	×	○	有	店舗撤退までの過去実績期間	各地での販売活動および広告宣伝の役割を担うため重要性が高い。延長オプションを行使するインセンティブがあると想定されるため、店舗の撤退実績情報（撤退までの期間）に基づいてリース期間を設定
バックスペース	△	×	×	×	無	契約期間	バックスペースでは、店舗に付随する更衣室、休憩所等の用途で使用されており、店舗の近隣のスペースであればよく、賃借資産そのものの重要性はない。総じてインセンティブはないと考えられるため、契約期間をリース期間と判断する
工場	△	×	×	○	無	契約期間	工場は、原始契約開始日が古く、契約期間も長い。設置されている自社資産の付属設備の耐用年数を経過しているものが多く、契約期間をリース期間とする

出所：PwC作成

役・監査役の巻き込みも重要な要素として考えられます。

また、各重要リスクの評価・対応に責任を持つリスクオーナーを明確に定めた上で、当該リスクオーナーに明確な役割を担ってもらうことが必要です。その際に、リスクマネジメントを担当する部署はあくまで全社としてリスクマネジメントシステムが円滑・効果的に機能することにコミットし、各リスクの内容に精通したリスクオーナーがリスク評価・対応自体にコミットすることが期待されます。

田中 洋範 (たなか ひろのり)

PwC Japan有限責任監査法人 ガバナンス・リスク・コンプライアンス・アドバイザリー部
パートナー

外資系経営コンサルティングファームにおいて、外資系企業の日本支社立ち上げ、日系企業の企業合併・業務改善・システム導入等に関するコンサルティング業務に多数従事。主として金融機関（証券会社・銀行・クレジットカード会社）を担当。

あらた監査法人（当時）に入所後は、日系企業のグローバル内部監査や全社的リスクマネジメント（ERM）の高度化など、ガバナンス・リスク管理・コンプライアンスに係るアドバイザリー業務に多数従事。主として食料品メーカー、物流、化学メーカー、素材メーカーなどを担当。

メールアドレス：hironori.tanaka@pwc.com

**米山 喜章** (よねやま よしあき)

PwC Japan有限責任監査法人 リスク・アシュアランス部 ディレクター、CGEIT、CRISC、CISM、CISA

大手IT企業において、CRMシステムの開発導入プロジェクトに数多く携わる。企画部門においては企業合併・統合後のソリューション事業の統廃合、新規ソリューション事業の企画・推進などに従事する。

あらた監査法人（当時）に入所後は、食品流通業や重要インフラ企業に対し、ITガバナンス、セキュリティガバナンス、ITリスク管理態勢等の評価・構築、規制対応、大規模インシデントの調査委員会支援等に従事。食品流通業におけるプライバシー影響度分析（PIA）やエマージングテクノロジーを活用した労務コンプライアンスの仕組み整備等にも従事。

メールアドレス：yoshiaki.yoneyama@pwc.com

**大平 亮** (おおひら りょう)

PwC Japan有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部 ディレクター、公認会計士

PwCあらた有限責任監査法人（当時）の監査部門にて製造業を中心とした日本の上場企業、外資系企業などの会計監査を経験後、アドバイザリー部門へ異動し、M & A関連のアドバイザリー業務に携わる。その後現在の部門へ異動し、IFRS導入支援、内部監査支援、不正調査支援、M & A後の統合支援等、会計、財務、経理に関連する幅広いアドバイザリー業務に関与。現在は、財務報告アドバイザリー部門における小売業セクターの事務局メンバーとして内部外部へ情報発信を実施している。

メールアドレス：ryo.o.hira@pwc.com

**鮫島 洋一** (さめじま よういち)

PwC Japan有限責任監査法人 リスク・アシュアランス部 シニアマネージャー

データアナリスト兼データサイエンティストとして、マーケティング知識と統計知識を用いて、事業会社の企画部向け分析レポートの作成、顧客離反・獲得予測・与信分析モデルの考案、会社情報の統合化・BIシステム（意思決定支援）の構築といったコンサルティングおよびデータアナリティクス業務に長年従事。PwCあらた有限責任監査法人（当時）に入所後は、パーソナルデータ保護・利活用に関わる態勢構築・高度化支援の業務の他、統合リスク管理の構築支援、統計モデルの評価など幅広い業務に携わる。近年は、AIやブロックチェーンを用いた情報共有と活用に付随する、権利と対価管理および監視・監査スキームの策定支援および検討の必要性を提唱し、データガバナンス、データマネジメント、AIガバナンスに関するサービスの提供に注力している。金融庁金融研究センター特別研究員として、「デジタルトランスフォーメーション」に係る論文を執筆。

メールアドレス：Yoichi.samejima@pwc.com



「会社」でない法人のM&A／事業承継に関する法務の視点



PwC 弁護士法人
パートナー 山田 裕貴

はじめに

M&A／事業承継に関しては、株式会社をはじめとする「会社」を前提とした議論が幅広く行われています。なお、ここでいう「会社」とは、会社法に基づいて設立される株式会社、合名会社、合資会社または合同会社を指します（会社法2条1号）。

一方で、このような「会社」に限らず、一般社団法人、一般財団法人、学校法人、医療法人、社会福祉法人およびNPO法人などの「『会社』でない法人」も、社会において重要な役割を果たしています。直接これらの法人の業務に関与していない企業においても、企業の株主が公益財団法人であったり、企業に関連する法人として公益団体や業界団体が存在したりするなど、種々の態様でこれらの法人に関与する場面が想定されます。このような「『会社』でない法人」に関しても、「会社」と同様に、M&A／事業承継が行われています。このような法人は、種々の側面において「会社」とは異なる特徴を有し、M&A／事業承継に際しても、それぞれの法人の性格を踏まえて、「会社」とは異なる視点での検討が必要になります。

本稿では、このような「『会社』でない法人」のM&A／事業承継に焦点を当て、法務の観点から留意すべき視点を概説します。「『会社』でない法人」には多くの種類が存在しますが、本稿では、その中でも社会的な実態として存在感が大きい法人であって、非営利的な性格を有するという共通点のある一般社団法人、一般財団法人、学校法人、医療法人、社会福祉法人およびNPO法人（以下、これらの法人を総称して「各種の法人」ということがあります）について検討します（図表1）。これらの法人は、それぞれ設立根拠法が異なり、事業の範囲も異なるものであるため、最終的には個々の法人について個別の法令を踏まえた検討が重要となりますが、本稿では、その前提としてこれらの法人に共通する基本的な「視点」について解説することを目的とします。

なお、本稿における意見の部分は筆者の私見であり、PwC

図表1：本稿で解説する「各種の法人」の概要

法人の種類	概要
一般社団法人	一般社団法人及び一般財団法人に関する法律に基づき設立される社団法人
一般財団法人	同法に基づき設立される財団法人
学校法人	私立学校（学校教育法1条に定める「学校」）の設置を目的として私立学校法の規定に基づき設立される法人
医療法人	病院等を開設することを目的として医療法の規定に基づき設立される社団または財団である法人
社会福祉法人	社会福祉事業（養護老人ホームや保育所の設置等）を行うことを目的として、社会福祉法の規定に基づき設立される法人
特定非営利活動法人（NPO法人）	特定非営利活動（不特定かつ多数のものの利益の増進に寄与することを目的とする一定の活動）を行うことを目的として、特定非営利活動促進法に基づき設立される社団である法人

弁護士法人および所属部門の正式見解ではないことをあらかじめお断りいたします。

1 各種の法人の特徴とM&A／事業承継との関係

(1) 概要

本稿が対象としている各種の法人は、株式会社をはじめとする「会社」とは異なる特徴があり、その特徴を理解することがM&A／事業承継の取り扱いを検討するに当たっての前提となります。

例えば、株式会社を対象とするM&A／事業承継では、その主要な手法の選択肢の1つとして株式譲渡の方法が挙げられます。しかし、本稿が対象としている一般社団法人、一般財団法人、学校法人、医療法人（改正前の医療法に基づく持分が存在する医療法人を除きます）、社会福祉法人およびNPO法人は、そもそも、株式会社における株式のように譲渡の対象とする法人の「持分」が存在しません（なお本稿では、法人の持分とは、法人の構成員としての立場と剰余金の配当や残余財産の分配を受ける経済的な利益を享受する立場が結び付いた地位を意味します）。このような法人の「持分」の有無を含め、各種の法人は、会社と比較して以下のような特徴があります。このような特徴が、M&A／事業承継の法的側面を検討するに当たっての重要な前提となります。

- **持分の有無**：法人の構成員としての立場と剰余金の配当や残余財産の分配を受ける経済的な利益を享受する立場が結び付いた「持分」が存在しないこと
- **非営利性法人の公益的な性格**：非営利の性格を有する法人として、剰余金の分配が禁止され、残余財産の帰属先についても制約を受けること
- **事業の範囲と所轄庁の有無**：（一般社団法人および一般財団法人を除き）法人の種類に応じて事業の範囲に制限があり、法人が所轄庁の監督を受けること
- **社団法人と財団法人**：社団法人のみならず、財団法人としての性格を有する法人が存在し、特に財団法人としての性格を有する法人は、その法人の構成員の在り方や機関の構成の基本的な考え方が社団法人としての性格を有する「会社」と異なること
- **税制上の特別な取り扱い**：非営利の性格を有する法人として、税制上の特別な取り扱いを受ける場合があること

(2) 持分の有無

「会社」には、株式会社における株式や持分会社における社員としての地位など、法人の「持分」が存在します。M&A／事業承継の場面においては、株式譲渡などの方法によって

法人の「持分」を譲渡すれば、経済的利益を含む法人の支配権を他者に承継できます。

これに対して、一般社団法人、一般財団法人、学校法人、医療法人（改正前の医療法に基づく持分が存在する医療法人を除きます）、社会福祉法人およびNPO法人には、このような、法人の支配および経済的利益を表章する「持分」が存在しません。このような特徴から、これらの法人においては、M&A／事業承継を実行するに当たって、株式譲渡のような法人の「持分」を譲渡するという基本的な手法を採用することができません。この視点は、M&A／事業承継において採用し得る手法を検討するに当たって重要な前提となります。これらの法人と会社のそれぞれにおいて取り得るM&A／事業承継の手法の比較については2で改めて議論します。

(3) 非営利性法人の公益的な性格

一般社団法人、一般財団法人、学校法人、医療法人、社会福祉法人およびNPO法人は、「会社」とは異なり、営利を目的としない法人（非営利法人）です。ここでいう「営利を目的としない」という意味は、法的には、法人が剰余金の分配を目的としないという意味です。収益事業や利益を目的とした事業を行わないという意味ではありません（上に挙げた法人においても、一定の範囲で収益を目的とした事業を行うことができます）。これらの法人では、構成員または設立者に対して、法人に対する剰余金の分配に係る請求権を与えることは認められていません。また、残余財産の帰属先についても、その構成員または設立者に帰属させることは基本的に認められておらず、一定の類型の法人や各法人と類似する事業を営む者等に帰属させる（または国庫に帰属させる）ことが求められます。

また、法人の公益的な性格を担保する観点から、これらの法人においては、一定の割合・人数の親族や同一の団体の役員による機関の構成員への就任・兼務が制限されたり、特定の個人や団体に特別の利益を供与することが禁止されたりするなど、ガバナンスに関しても特別な規律に服します。

これらの特徴は、M&A／事業承継との関係では、例えば、(i) 法人の支配の移転に伴う経済的利益の処理（剰余金の配当や残余財産の分配という形で経済的利益の精算が行われないこと）や、(ii) 法人の支配の移転後のガバナンスの在り方（法令に即した人選の必要性等）に影響します。

(4) 事業の範囲と所轄庁の有無

本稿で対象としている各種の法人（一般社団法人および一般財団法人を除きます）は、(i) 一定の範囲の事業を行う

ことを目的として、(ii) その法人の設立根拠法となる特別な法令に基づいて設立が認められる法人です。その事業の範囲は、設立根拠法である法令やその事業に関連する法令の制約を受け、法令で認められた本来的な業務およびその他に許容される一定の附随的な業務に限って事業を行うことが認められます。例えば、学校法人は私立学校法の規定に基づいて私立学校の設置を目的として設置される法人、医療法人は医療法の規定に基づいて病院等を開設することを目的として設立される法人であり、その営む事業は、それぞれの法人が主たる目的とする事業および主たる事業に関連する一定の範囲の事業に限られます。このような業務範囲の検討に当たっては、①その法人でなければ行うことができない業務（例えば、学校の設置や病院等の設置等）の範囲、②その法人が本来的な業務の他にどのような業務を行うことができるのか（付随業務・附帯業務・収益事業等として、本来的な業務に加えて、どのような範囲の業務を行うことができるのか）という視点が重要となります。各種の法人におけるM&A／事業承継の検討に当たっては、事業目的・事業の範囲が制約されていることが基本的な前提となります。

また、各種の法人は、その多くにおいて関連する行政処分を行う所轄庁が存在します。M&A／事業承継の文脈においても、所轄庁との関係（事前の所轄庁の認可の取得や業務運営に当たっての所轄庁とのコミュニケーション等）が重要な論点となります。株式会社をはじめとする「会社」においても、その営む事業によっては許認可等に関連して事業の範囲が一定の範囲に制約され、行政庁の監督を受ける場合がありますが、各種の法人においては、そもそも法人の成り立ちからして、これらの制約・監督に服するという特色があります。

(5) 社団法人と財団法人

法人は、その成り立ちを基礎とする分類として、「人」の集まりに対して法人格が付与される「社団法人」と、「財産」の集まりに対して法人格が付与される「財団法人」に分類されます。株式会社をはじめとする「会社」は、株主や社員（合同会社などの持分を有する者を指します）という法人の構成員である「人」（自然人および法人の双方が含まれます）の集まりに対して法人格が付与された社団法人です。株式会社においては、①法人の構成員である株主が基本的な意思決定を行い、②会社から委任を受けた取締役（会）が業務執行の決定および業務執行を行い、③監査役などが取締役の職務の執行などを監査するという仕組みが基本的な機関の構成です。

本稿で取り扱う各種の法人は、人の集まりである社団法人

としての性質を有するものもあれば、財産の集まりである財団法人としての性質を有するものも存在します。社団としての性質を有する法人については、①法人の構成員である社員が重要な意思決定を行い、②法人から委託を受けた理事（会）が業務執行の決定および業務執行を行い、③監事などが理事の業務執行を監査するという形で、株式会社における機関の構成とある程度類似した形で機関構成を理解することができます。

これに対して、財団としての性質を有する法人については、あくまで「財産」の集まりに法人格が付与されたものであるため、株主や社員に相当する者が存在しません。あえていうと、評議員（会）が株主や社員が行うべき重要な意思決定を行う者である場合がありますが、株主や社員とは異なり法人の構成員ではなく、理事や監事と同様に、あくまで法人から委任を受けて権限を行使する者である（法人に対して委任関係に基づく善管注意義務を負う）という根本的な差異があります（なお、評議員（会）は意思「決定」までは行わず、決定に当たっての意見を聴取する「諮問」機関として位置づけられている法人もあります）。財団としての性格を有する法人の機関としては、①このような評議員（会）のほか、②理事（会）が業務執行の決定および業務執行を行い、③監事などが理事の業務執行を監査・監督するという機関構成となります。

このような法人の成り立ちを前提とした機関の構成については、M&A／事業承継を実施するに当たっての意思決定のプロセスや、その実行後におけるガバナンスの体制の検討の前提となります。

(6) 税制上の特別な取り扱い

本稿で扱う各種の法人の中には、公益的な性格を有するものがあり、そのような法人は税制上も株式会社等の営利法人とは異なる取り扱いを受けます（法人の類型により具体的に適用される規律は異なります）。その例としては以下のようなものが挙げられます。

- 法人課税に関する特別な取り扱い（法人税）：公益法人等に関する法人課税の対象（収益事業に対する課税）、異なる税率が適用される法人、寄附金の損金算入限度額やみなし寄附金の制度
- 法人に対する財産の寄附等に関する寄附者に対する特別な取り扱い：租税特別措置法40条・70条の非課税特例（所得税・相続税）、寄附金控除・特別控除（所得税）、指定寄附金・特定公益増進法人等に対する寄附金（法人税）

- 法人の支配の移転に関する特別な取り扱い：特定一般社団法人等に対する課税上の特別な取り扱い（相続税）

会社のM&A／事業承継において課税関係は重要な論点の1つですが、各種の法人におけるM&A／事業承継においても、例えば、(i)「公益法人等」としてM&A／事業承継を実行することができるか、(ii) 公益法人等に対する寄附を通じた事業承継についてある税制が適用されるか等、異なる視点から重要な論点となります。また、一定の税制の適用を受ける前提として、例えば、選任する理事について一定の条件が付されたり、定款において一定の規定が求められたりするなど、税制が法人のガバナンスに影響を与えるという側面もあります。

2 M&A・事業承継の手法

(1) 概要

株式会社等の持分が存在する法人においてM&A／事業承継を実行する方法としては、大きく分けて、①株式等の法人の「持分」を譲渡する方法（Share deal）と、②法人が有する「権利義務」を譲渡する方法（Asset deal）の2つの類型が存在します。株式会社を例にとると、株式譲渡の方法や株式交換・株式移転・株式交付が①の手法として、会社の権利義務を個別にまたは包括的に承継する事業譲渡、合併お

よび会社分割が②の手法として挙げられます。

他方で、譲渡の対象となる「持分」が存在しない法人は、上記のうちShare dealに相当する方法でM&A／事業承継を実行することはできません。したがって、事業譲渡・合併・会社分割に相当する法人が有する権利義務を譲渡する方法（Asset deal）により、M&A／事業承継を実行することになります。また、このような法人が有する権利義務を譲渡する方法に加えて、理事・監事・評議員等の法人の機関の構成員（意思決定を行う主体）を変更することによって支配を移転するという方法も採用されます（図表2）。

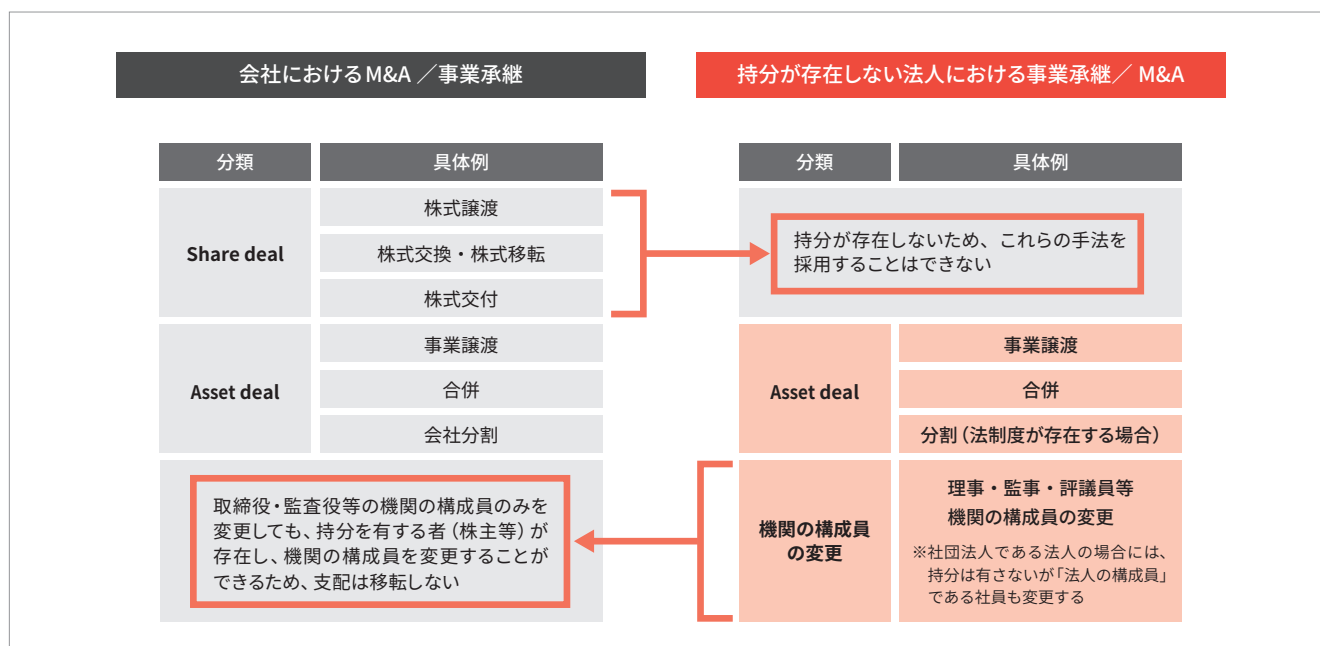
(2) 法人が有する権利義務を承継する方法（事業譲渡・合併等）

各種の法人におけるM&A／事業承継の手法として、①法人が有する権利義務を個別に他の者に承継させる事業譲渡、②法人が有する権利義務を包括的に他の法人に承継する（権利義務を承継させた法人は解散する）合併が挙げられます。

① 事業譲渡

事業譲渡は、法人が有する権利義務を個別に承継する取引行為であり、基本的には、私法上の一般的な規律に服することとなります。本稿で扱う各種の法人は、法人の種類によっては、その実行に当たって、(i) 一定の機関による決定が必要とされたり、(ii) 営む事業の関係で所轄庁の認可等の特別な規律に服することとなります。会社との差異という観

図表2：持分が存在しない法人のM&A／事業承継の手法



点からは特に (ii) の観点重要です。例えば、学校法人であれば学校の設置者の変更（学校教育法4条参照）という特別な規律に服することになりますし、医療法人においてもその開設する病院等に変更が生じる場合には、都道府県知事の認可等の手続を前提とする定款の変更（医療法44条2項3号、54条の9参照）が必要となるなど、会社とは異なる手続が必要となります。事業譲渡の実行に当たっては、法人の種類に応じてその設立根拠法や事業に関連する法令上の制約を踏まえた対応を行うことが必要となります。

② 合併

合併は、法人が有する権利義務を他の法人に包括的に承継させ、当該権利義務を他の法人に承継させた法人が解散する行為です。本稿で取り上げる各種の法人においても合併を行うことが認められており、その基本的な性格は会社における合併と同様です。

各種の法人が合併を実行するに当たっては、法人の種類に応じて特別な規律に服することになります。重要な視点としては、(i) 合併の当事者となる全ての法人が、それぞれと合併することが許容される法人であるか、(ii) 合併の実行に当たって、それぞれの法人においてどのような意思決定が必要となるか（会社とは異なる各種の法人の機関構成を前提とした機関決定の在り方）、(iii) 合併の実行に当たって、その類型の法人でどのような許認可等が必要となるかという点が挙げられます。

(3) 機関の構成員の変更（理事・監事・評議員等の変更）

前記のとおり持分が存在しない法人においては、株式等の法人の「持分」を承継することにより法人の支配を移転することはできません。持分が存在しない法人の支配を移転するには、その重要な事項を決定する機関および業務執行を行う機関の構成員を変更することにより、法人の意思決定および

業務執行の主体を承継する方法が採られます。例えば、一般社団法人を例にとると、法人の重要な事項を決定する法人の構成員である社員、業務執行を行う理事、理事の監督を行う監事をそれぞれ交代することによって、交代後の者が当該法人の意思決定および業務執行を行う体制に変更でき、さらに事業の承継を行うという方法が採られます。一般財団法人の場合には、社員に相当する法人の構成員が存在せず、理事および監事に加えて、法人の重要な意思決定を行う者である評議員を変更することになります。

このような機関の構成員の変更の方法による場合、株式譲渡等の持分の移転や前記の事業譲渡の場合と異なり、財産権の移転が生じません。また、持分が存在しない法人においては、前記のとおり、持分の払戻請求権、剰余金の配当請求権および残余財産分配請求権が存在せず、これらの権利について経済的利益の精算が行われることもありません。もっとも、機関の構成員の変更に伴い、例えば、職務執行の対価（退職金）等が授受されることは想定されます。

3 おわりに

このように、一般社団法人、一般財団法人、学校法人、医療法人、社会福祉法人およびNPO法人などの「会社」でない法人は、会社と異なる特徴があり、M&A／事業承継の場面においても、その特徴を前提とした検討が必要となります。これらの法人のM&A／事業承継については、日常的にM&A／事業承継に携わる方々にとっても、なじみのない法律制度に対応する必要があり、対象が「会社」であることを前提としたM&A／事業承継の「常識」が必ずしも妥当しない側面があります。これらの法人に関するM&A／事業承継の場面においては、その特徴を踏まえながら、個別の論点を慎重に検討することが求められます。

山田 裕貴（やまだ ひろき）

PwC 弁護士法人 パートナー

2008年弁護士登録。2016年ニューヨーク州弁護士登録。一般的な企業法務をはじめとして、国内外のM&A、事業承継、ウェルスマネジメント、役員報酬制度、税務、情報法制等を取り扱う。近時の著作として『各種法人の法務・税務・事業承継』（中央経済社、2023年）がある。

メールアドレス：hiroki.yamada@pwc.com

タイにおける地域統括拠点の制度および動向



PricewaterhouseCoopers ABAS Ltd.

マネージャー 武藤 慎也

はじめに

タイは東南アジアの小国で、人口が6,600万人ほど、面積は日本の約1.4倍の国であり、古くから日本と交流があり、微笑みの国あるいは親日国としてよく知られています。また観光業が盛んであり、日本はもちろん世界中の国々から観光客が訪れている国になります。他方で高い食料自給率を誇る食料輸出国でもあり、温暖な気候をもとに稲作や果樹栽培のみならず、さまざまな農作物が栽培されています。

日系企業も数多く進出しており、製造業や卸売・小売業、サービス業などの幅広い業種が進出をしています。特に自動車業界はタイ経済を支える大きな柱となり、近年は中国自動車メーカーの進出および電気自動車（EV）の普及による影響があるものの、依然として日系自動車メーカーが7割程度の販売シェアを占めています。そして近年は単なる製造・販売・研究の拠点としてではなく、東南アジアを統括する地域統括拠点として、タイに拠点を置く日系企業も増加してきています。

本稿では、これまでの日本とタイとの経済関係を踏まえ、タイにおける外資規制制度および投資奨励制度に触れたのち、シンガポールのコスト高などを理由に最近タイ等への移管がみられる地域統括拠点に関する制度およびその動向について解説します。

なお、文中の意見に係る記載は筆者の私見であり、PricewaterhouseCoopers ABAS Ltd.、PwC Japan 有限責任監査法人および所属部門の正式見解ではないことをお断りします。

1 タイと日本との経済関係

タイは1950年代までは稲作を中心とした農業国でしたが、1950年代末から工業化政策が始まり、積極的な外資導入による輸入代替工業化を推進してきました。こうした外資企業の誘致により、日系の自動車企業が1960年代から相次いで進出してきたため、タイと日系企業との関係は60年以上に及ぶ長い歴史があります。日系企業はバンコク日本人商工会議所の会員企業だけでも1,600社ほど（2024年3月現在）存在し、タイ全土では約6,000社とされています^{※1}。直近の日系企業からの投資金額を見ると、2022年に499億6千万パーツの投資が行われており^{※2}、現在においても引き続き投資が行われていること、また日系企業からの投資額が他国に比べても高い水準であることがわかります（図表1）。

そしてタイは東南アジアの中央に位置することから、物流面においてもASEANのハブとしてその優位性を発揮しています。また外務省によると、タイにおける在留邦人は約72,000人（2023年10月現在）と世界第5位（東南アジアでは第1位）に位置するほど多く^{※3}、日本食レストランや日系のスーパーも充実しており、駐在員にとっても住みやすい国として知られています。

2 外資規制制度および投資奨励制度

タイには外国人事業法（Foreign Business Act：FBA）という法律が存在し、「外国人」がタイで行ってはならない規制事業を規定しています。タイ国外に存在する会社からタイ

※1 在タイ日本国大使館 https://www.th.emb-japan.go.jp/itpr_ja/136.html

※2 Board of Investment of Thailand「Foreign direct Investment statistics by region」
https://www.boi.go.th/index.php?page=statistics_oversea_invest

※3 外務省領事局政策課「海外在留邦人数調査統計」2023年10月1日
<https://www.mofa.go.jp/mofaj/files/100436737.pdf>

図表1：外国資本によるタイへの投資件数と投資額（認可ベース） ※金額単位：100万バーツ

	2019			2020			2021			2022		
	国・地域	件数	金額	国・地域	件数	金額	国・地域	件数	金額	国・地域	件数	金額
第1位	日本	217	88,067	日本	210	64,357	日本	189	73,503	日本	216	49,960
第2位	中国	160	73,810	中国	181	55,788	中国	117	47,599	台湾	44	45,484
第3位	台湾	47	28,382	オランダ	65	21,269	米国	37	34,184	中国	99	40,296

出所：BOI資料をもとにPwC作成

に存在する会社へ50%以上の出資比率がある場合には、そのタイに存在する会社はFBAにおける「外国人」に該当します。もし「外国人」が規制事業を行う場合は、外国人事業ライセンスの取得等が求められます。そのため多くの日系企業はこのFBAの規制対象下にあります。FBAにおける規制事業は、タイの伝統産業の保護（例：稲作、仏像製造）や国家の安全保障・伝統芸術の保護（例：武器の製造、タイシルク生産）、タイ企業の競争力保護（例：小売・卸売業、サービス業）の観点から範囲が決められています。サービス業のように多数の業種が規制されている事業もあり、既存の会社であっても新規事業を行う際には、規制事業に該当しないか注意が必要です。もし規制事業を「外国人」が行いたいのであれば、商務省（Ministry of Commerce）に対して外国人事業ライセンスを申請する必要があります。

なお、製造業は当該規制事業には含まれておらず、参入の制限はありません。また土地法に基づき、土地所有に関しても「外国人」には制限を設けており、原則、取得は不可となっています。以上のように、日本から50%以上の出資比率がある日系企業の場合には、こうした外資規制の中でビジネスを行う必要があります。

一方で、タイにはタイ投資委員会（Board of Investment：BOI）が投資奨励を行う制度があり、日系企業の多くもこのBOIの制度を有効活用して税務・非税務特典を享受しながら投資・ビジネスを行っています。投資奨励は会社単位ではなく事業単位で与えられ、投資奨励を受けた事業に対して税務特典（法人所得税の免除、機械・原材料の輸入関税の免除等）や非税務特典（土地の所有権、ビザ・就労許可証取得の円滑化等）が受けられます。ただし、どこまでの特典が受けられるかは対象事業の業種等により異なるため、申請時に確認が必要です。

3 タイの地域統括拠点制度

(1) International Business Center (IBC) の概要

タイにおける現状の地域統括拠点の制度として、国際ビジネスセンター（International Business Center：IBC）^{※4}があります。IBCは2018年末に導入された制度であり、その前には地域事業本部（Regional Operating Headquarters：ROH）、国際統括本部（International Headquarters：IHQ）および国際貿易センター（International Trading Centre：ITC）といった制度が存在していました。IBCはBOIが奨励している制度であることから、こちらでも会社ではなく事業に対する投資奨励になります。実際にIBCを利用した会社設立においては、会社設立は商務省へ、IBCの認証はBOIへ、加えて税務上の恩典を受けるために歳入局（The Revenue Department）へそれぞれ申請を行うことになります。

IBCとして認証された企業のサービス範囲は幅広く、次の12の事業活動を行えるようになります。

- ① 一般管理、事業計画立案、ビジネスコーディネーション
- ② 原材料および部品の調達
- ③ 製品の研究開発
- ④ 技術支援
- ⑤ マーケティングおよび販売促進
- ⑥ 人事管理およびトレーニング
- ⑦ 財務に関するアドバイス
- ⑧ 経済と投資の分析および研究
- ⑨ 与信管理・コントロール
- ⑩ 財務センターの財務管理サービス
- ⑪ 国際貿易事業
- ⑫ 歳入局が規定したその他の支援サービス

※4 タイ・国際ビジネスセンター（IBC）
https://www.boi.go.th/upload/content/IBC_JP.pdf

IBCの認証を受けるための条件および税務・非税務特典は以下の通りです（**図表2**、**図表3**）。BOIと歳入局のそれぞれで、要求している条件および与えている特典が異なります。なお、歳入局の法人税特典は⑪国際貿易事業から得られた所得には適用されません。

これらの条件を満たすことでIBCの認証が受けられ、法人税をはじめとする数多くの税務・非税務特典を受けることが

可能となります。例えば、条件を満たせばタイの基本法人税率を20%から大きく軽減でき、個人所得税においても最大35%から15%へ大きく引き下げることが可能です。また外国人事業ライセンスの取得も同時に可能であることから、上記①～⑫の事業活動を行えるようになります。ただし、資本金が最低1,000万バーツ必要であることや、歳入局の税務特典を享受するためにはIBC事業にかかる年間の支出額が6,000万

図表2：IBC認証の条件およびBOIによる特典

項目	説明
条件	● 登記済みおよび払込済み資本金が1,000万バーツ以上であること
	● IBC事業に従事する正社員が10名以上であること。ただし、財務センター事業のみの申請であれば、5名以上の正社員で足りる
	● 固定資産への新規投資が100万バーツ以上であること
	● 12の事業活動*を有すること 注：⑪（国際貿易センター）事業単独の申請は認められず、他の①～⑩の事業と併せて申請する必要がある
	● 負債と資本の比率が3対1を超えてはならない
税務特典	● 関税 機械の輸入関税免除（ただし、研究開発およびトレーニングのための機械に限る）
非税務特典	● 商務省からの外国人事業ライセンスの付与
	● IBC事業に従事する知識および技術を有する外国人に対するビザおよび就労許可証の付与、および家族に対するビザの付与
	● 土地所有の許可
	● 外国通貨での海外送金の許可

※12の事業活動：①一般管理、事業計画立案、ビジネスコーディネーション、②原材料および部品の調達、③製品の研究開発、④技術支援、⑤マーケティングおよび販売促進、⑥人事管理およびトレーニング、⑦財務に関するアドバイス、⑧経済と投資の分析および研究、⑨与信管理・コントロール、⑩財務センターの財務管理サービス、⑪国際貿易事業、⑫歳入局が規定したその他の支援サービス

出所：BOI資料をもとにPwC作成

図表3：IBC認証の条件および歳入局による特典

項目	説明
条件	● 登記済みおよび払込済み資本金が1,000万バーツ以上であること
	● IBC事業に従事する正社員が10名以上であること。ただし、財務センター事業のみの申請であれば、5名以上の正社員で足りる
	● 最低1か国の外国の関連会社に対して、12の事業活動*を有すること 注：関連会社とは、25%以上の直接または間接保有関係のある会社とされる。 また、⑪（国際貿易センター）事業単独の申請は認められず、他の①～⑩の事業と併せて申請する必要がある
	● IBC事業に掛かる年間の支出額が6,000万バーツ以上であること
税務特典	● 法人税特典 IBC事業からの所得に対する法人税率を基本税率20%から以下の税率に15年間減税 ▶ IBC事業からの支出額が6,000万バーツ以上の場合：法人税率8% ▶ IBC事業からの支出額が3億バーツ以上の場合：法人税率5% ▶ IBC事業からの支出額が6億バーツ以上の場合：法人税率3% 配当所得については法人税を免除
	● 個人所得税特典 IBC事業に専任する外国人従業者の個人所得税率を一律15%とする（本来は最大35%。最低月額20万バーツの給与が必要）
	● 源泉税特典 外国法人に対して支払う配当について、源泉税を免除。ただしIBC事業から得られる所得を源泉とするものに限る 外国法人に対して支払う利息について、源泉税を免除。ただし、財務センター事業に関連する借入に限る
	● 特定事業税特典 財務センター事業から生じる所得に対する特定事業税を免除

※12の事業活動：①一般管理、事業計画立案、ビジネスコーディネーション、②原材料および部品の調達、③製品の研究開発、④技術支援、⑤マーケティングおよび販売促進、⑥人事管理およびトレーニング、⑦財務に関するアドバイス、⑧経済と投資の分析および研究、⑨与信管理・コントロール、⑩財務センターの財務管理サービス、⑪国際貿易事業、⑫歳入局が規定したその他の支援サービス

出所：タイ歳入局資料をもとにPwC作成

パーツ以上であることが条件として求められているため、一定規模以上の事業に対して特典を与えていることが分かります。

タイにおける地域統括拠点では、このIBCを利用して各種特典を享受しながら地域統括事業を営む会社が多数存在します。ただし株式の保有形態については各社さまざまな選択をしており、地域統括拠点が株式を保有する場合もあれば、日本本社が東南アジアの拠点の株式を直接保有して並列の関係である場合も見受けられます。

なお国際税務の観点からは、法人税の減税を受けるにあたって、いわゆる「グローバル・ミニマム課税」^{※5}の影響も留意が必要です。タイでは2025年度を目途にグローバル・ミニマム課税が適用される予定です。タイの基本法人税率は20%であることから、減税・免税特典がない場合には、基本的に最低税率である15%を下回ることはなく、グローバル・ミニマム課税の影響はありません。ただしIBCの税務特典により法人税率が3~8%に減税された場合にはタイ国の他のグループ会社と通算して15%を下回る可能性が出てきます。繰り返しになりますが、歳入局の恩恵は、IBC事業からの所得に対する法人税率の減税であることから、IBC事業以外の事業を行っている場合には、その事業に対しては基本法人税率20%が適用されます。IBC制度を利用している企業は、国際貿易事業（法人税特典の対象外）やIBC事業以外の業務を行っていることが多く、また他のグループ会社がタイにあるケースも多いため、その会社全体あるいはタイの他のグループ会社と税金・所得を通算することで最低税率である15%を上回る可能性があります。

(2) タイに地域統括拠点を置く背景・動向

海外に展開する日本企業は、従来は日本本社の限られたリソースでグループ会社の管理を行っていましたが、グローバル情勢が急激に変化する現代では、海外のグループ会社を十分にコントロールすることが難しくなっています。またその地域に応じてユーザーの趣味・嗜好も異なることから、企業戦略もその地域のニーズに応じたものに変化させていく必要があります。そのため東南アジアにおける地域統括拠点を設置し、そこに権限を委譲することで、迅速で柔軟な対応を目指す企業が増えています。もちろん他の東南アジアの国にもタイと同様に税務・非税務特典を与えている地域統括拠点制度があるものの、最終的にタイに地域統括拠点を

置くことを選択した会社も多く、その背景・動向について以下で考察します。

1つ目が、人材面等の優位性です。特に製造業においては他の国に比べて古くからタイに進出しているケースが多く、その分タイにおける会社の歴史が相対的に長いと、会社規模の拡大につながり、従業員の経験や能力も向上します。地域統括拠点を単に作るだけでは他の会社を管理することはできず、管理する能力を備えた人材が必要となります。適切な人材や会社規模の観点から、結果としてタイが地域統括拠点として選択されています。

2つ目は、日系企業の多さです。タイでは、外資規制の制限への対応や、日本本社の事業部制およびカンパニー制に沿って会社を設立する観点から、多くの日系企業が機能別・事業別に複数の会社を設立しています。また給与水準を区分する目的からも、複数の会社を設立する傾向にあります。このような理由から、タイにおける会社数が他の国の数よりも相対的に多くなり、多数の会社が活動しているタイで地域統括拠点の設立を選択するケースもあります。特に管理業務においては複数の会社が存在することによる重複も発生するため、集約を図るニーズが高まります。そして、日系企業が多く存在することから、日系企業同士での情報交換も緊密かつ容易に行うことが可能となります。日系企業の進出が特に盛んである自動車業界に注目すると、完成車メーカーは地域統括拠点をタイに設置していることが多く、そのサプライヤーである自動車部品メーカーもそれに追隨して地域統括拠点をタイに設置するという流れが見られます。

3つ目が、コスト削減の観点です。近年では人件費・オフィス賃料等の高騰により、従来シンガポールにあった地域統括拠点をタイに移すケースも増えつつあります。これらの背景からタイにおいて地域統括拠点を設立する企業が徐々に増加しています。

ただし地域統括拠点として他のグループ会社も含めてコントロールすることになるため、日本本社を代替するだけの機能と人材を揃える必要があります。また、シンガポールやマレーシアに比べるとタイでは英語が通じにくいというデメリットも存在しています。あるいはタイ人に管理されることを敬遠する東南アジアの国も存在し、コントロールが円滑に進まないリスクも存在している点は留意が必要です。

4 おわりに

タイには特に製造業の日系企業が多く存在し、地域統括

※5 年間総収入金額が7.5億ユーロ以上の多国籍企業を対象に、一定の適用除外を除く所得について各国ごとに最低税率15%以上の課税を確保する仕組みです。各国において15%を下回る場合には、最終親会社の最低税率が15%になるまで課税されます。

拠点の設置も増加傾向にあるため、再び同国のポテンシャルが注目されています。

本稿では東南アジアにおける地域統括拠点をテーマに取り上げましたが、各企業の事業戦略や展開にふさわしい国は異なるため、会社のビジョンに応じた国を選択する必要があります。そのため進出にあたっては事前に戦略を分析・検討す

ることが推奨されます。

なお本稿で紹介したタイの制度は、社会環境の変化に即応してその内容が頻繁に改正されています。最新の情報や動向を注視し、各種制度の効果的な活用を検討していくことが望まれます。

武藤 慎也 (むとう しんや)

PricewaterhouseCoopers ABAS Ltd. マネージャー
2013年公認会計士資格合格、2015年あらた監査法人（当時）に入所。
2018年公認会計士登録。2023年8月よりPwCタイへ出向。
メールアドレス：shinya.m.muto@pwc.com

M&Aを成功に導く ESG デューデリジェンスの実務

経営環境が複雑化する今日において、企業経営のサステナビリティ（持続可能性）を評価するには、短期的な財務パフォーマンスに加え、変化する経営環境への対応力も重要な観点となります。またM&Aでは、案件成立後の将来を見通した価値創造（Value Creation）が重要となるため、ESGの観点も含めた適切なデューデリジェンスが必要となっています。

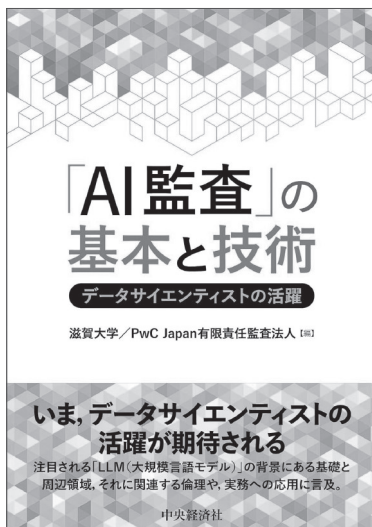
ESG デューデリジェンスは特に非財務要素に着目して企業経営のサステナビリティを評価するものであり、経営基盤を毀損しかねない気候変動や、拡大するステークホルダーへの対応など、短期的な財務パフォーマンスに直接影響がないものも対象となります。多岐にわたるESGの評価では、それぞれの分野において高い専門性が求められます。また、特に重要な検出事項については組織横断的に実施しなければならないケースも発生します。

本書は、この「ESG デューデリジェンス」という新しい視点を取り入れ、推進する方々へのはじめての基本的な実務書となることを目指して執筆・編纂を行ったものです。



PwC アドバイザリー合同会社 編
A5判 500ページ
6,050円（税込）
2024年4月発行
中央経済社

「AI 監査」の基本と技術 データサイエンティストの活躍



滋賀大学 / PwC Japan 有限責任監査法人 編
A5判 200ページ
2,860円（税込）
2024年1月発行
中央経済社




























会社法計算書類の実務 第16版 作成・開示の総合解説



PwC Japan 有限責任監査法人・PwC 税理士法人 編
A5判 792ページ
6,490円（税込）
2024年2月発行
中央経済社

海外PwC日本語対応コンタクト一覧

PwCは、全世界151カ国、36万人以上のスタッフによるグローバルネットワークを生かし、クライアントの皆さまを支援しています。ここでは各エリアの代表者をご紹介します。

	担当国・地域	写真	担当者名	電話番号	メールアドレス
アジア太平洋	中国統括		高橋 忠利 Tadatoshi Takahashi	+86-139-0198-9251	toshi.t.takahashi@cn.pwc.com
	中国（金融）		柴 良充 Yoshimitsu Shiba	+852-9045-8388	yoshimitsu.shiba@hk.pwc.com
	中国（華南・香港特別行政区・マカオ特別行政区）		吉田 将文 Masafumi Yoshida	+86-150-0027-0756 +852-9537-9560	masafumi.g.yoshida@hk.pwc.com
	中国（華中）		吉川 正大 Masahiro Yoshikawa	+86-150-2686-7130	masahiro.m.yoshikawa@cn.pwc.com
	中国（華北）		山崎 学 Manabu Yamazaki	+86-151-2114-6550	manabu.m.yamazaki@cn.pwc.com
	台湾		奥田 健士 Kenji Okuda	+886-2-2729-6115	kenji.okuda@pwc.com
	韓国		原山 道崇 Michitaka Harayama	+82-10-6404-5245	michitaka.h.harayama@pwc.com
	シンガポール・ミャンマー		佐藤 優樹 Yuki Sato	+65-9827-9574	yuki.y.sato@pwc.com
	マレーシア		杉山 雄一 Yuichi Sugiyama	+60-3-2173-1191	yuichi.sugiyama@pwc.com
	タイ・カンボジア・ラオス		魚住 篤志 Atsushi Uozumi	+66-2-844-1157	atsushi.uozumi@pwc.com
	ベトナム		今井 慎平 Shimpei Imai	+84-90-175-5377	shimpei.imai@pwc.com
	インドネシア		菅原 竜二 Ryuji Sugawara	+62-21-5212901	ryuji.sugawara@pwc.com
	フィリピン		東城 健太郎 Kentaro Tojo	+63-2-8459-2065	kentaro.tojo@pwc.com
	オーストラリア・ニュージーランド		諏訪 航 Wataru Suwa	+61-418-854-962	wataru.a.suwa@au.pwc.com
インド・バングラデシュ・ネパール		岩嶋 泰三 Taizo Iwashima	+91-85270-50662	taizo.t.iwashima@pwc.com	
欧州・アフリカ	英国		宮嶋 大輔 Daisuke Miyajima	+44-7483-923-581	daisuke.x.miyajima@pwc.com
	フランス		猪又 和奈 Kazuna Inomata	+33-1-5657-4140	kazuna.inomata@avocats.pwc.com
	ドイツ		藤村 伊津 Itsu Fujimura	+49-211-981-7270	itsu.x.fujimura-hendel@pwc.com
	オランダ		新井 赫 Akira Arai	+31-61-890-9968	akira.a.arai@pwc.com
	イタリア		前田 裕 Yu Maeda	+39-346-507-3014	yu.maeda@pwc.com
	ルクセンブルク		又木 直人 Naoto Mataki	+352-621-333-735	naoto.m.mataki@pwc.com
	スイス		藤野 仁美 Hitomi Fujino	+41-79-693-3109	hitomi.f.fujino@pwc.ch
	ベルギー		横山 嘉伸 Yoshinobu Yokoyama	+32-473-910230	yoshinobu.yokoyama@pwc.com
	チェコ・スロバキア・ハンガリー・ポーランド・ウクライナ		山崎 俊幸 Toshiyuki Yamasaki	+420-733-611-628	toshiyuki.x.yamasaki@pwc.com
米州	カナダ		北村 朝子 Asako Kitamura	+1-604-806-7101	asako.kitamura-redman@pwc.com
	米国		椎野 泰輔 Taisuke Shiino	+1-347-326-1264	taisuke.shiino@pwc.com
	メキシコ		加藤 幸博 Yukihiro Kato	+52-55-5263-6000	yukihiro.k.kato@pwc.com

(2024年6月1日現在)

日本企業の海外事業支援の詳細はWebをご覧ください。
<https://www.pwc.com/jp/ja/services/globalization.html>





The New Equation

変わりゆく世界で成功し続けるために

The New Equation は、PwC の成長戦略です。
多岐にわたる分野の多様なプロフェッショナルがスクラムを組み、
「人」ならではの発想力や経験と「テクノロジー」によるイノベーションを融合しながら、
ゆるぎない成果を実現し、信頼を構築します。

It all adds up to The New Equation.

PwC Japan グループ | PwC Japan 有限責任監査法人 PwC コンサルティング合同会社
PwC アドバイザリー合同会社 PwC 税理士法人 PwC 弁護士法人

本誌に関するご意見・ご要望ならびに送付先変更などのご連絡は、下記までお願いいたします。
jp_llc_pwcs-view@pwc.com

PwC Japan 有限責任監査法人
〒100-0004 東京都千代田区大手町1-1-1 大手町パークビルディング
Tel: 03-6212-6800 Fax: 03-6212-6801

PwC Japan グループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwC Japan 有限責任監査法人、PwC コンサルティング合同会社、PwC アドバイザリー合同会社、PwC 税理士法人、PwC 弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

© 2024 PricewaterhouseCoopers Japan LLC. All rights reserved.
PwC Japan Group represents the member firms of the PwC global network in Japan and their subsidiaries (including PricewaterhouseCoopers Japan LLC, PwC Consulting LLC, PwC Advisory LLC, PwC Tax Japan, PwC Legal Japan). Each firm of PwC Japan Group operates as an independent corporate entity and collaborates with each other in providing its clients with auditing and assurance, consulting, deal advisory, tax and legal services.