

日本企業の米国Nasdaq上場

2023年8月

KPMGジャパン
グローバル・キャピタルマーケット・アドバイザリー

ポイント

- 米国に上場する手法には、IPO（Initial Public Offering）以外にダイレクトリスティング、SPACによる上場、リバースマージャー等がありますが、本稿ではIPOについて解説します。
- 2020年12月にメディロムがNasdaq（ナスダック）に上場して以降、Nasdaq上場を検討する日本のスタートアップ企業が増えています。なお、2022年2月に、吉通貿易がNasdaqに上場しています。
- Nasdaqへの上場のメリットとして、米国を中心とした国際的な機関投資家へのアクセスが容易になることや、グローバルでの知名度・信用力の向上、優秀な人材の採用・確保などが挙げられます。
- 日本企業がNasdaqに上場する場合、ほとんどの会社はFPI（Foreign Private Issuer）に該当するので、連結財務諸表作成に際して米国会計基準（US GAAP）以外に、国際会計基準審議会（IASB審議会）の発行したIFRS®会計基準を適用できるなど優遇措置があります。
- 直近会計年度の年間総収入が12億3,500万ドル未満の会社は、EGC（Emerging Growth Companies）に該当するので、会計監査人による内部統制監査（SOX 404(b)）について、上場後、最長で5年間免除されるなど優遇措置があります。



KPMGジャパン
グローバル・キャピタル
マーケット・アドバイザ
リーグループ 責任者

有限責任 あずさ監査法人
パートナー

湯口 豊

yutaka.yuguchi@jp.kpmg.com

1. 日本企業の米国証券取引所の上場

日本のスタートアップ企業は、これまでは東京証券取引所（以下「東証」）のグロース市場（旧マザーズ市場）への上場を目指すケースがほとんどでしたが、最近、Nasdaq（ナスダック：National Association of Securities Dealers Automated Quotations）への単独上場に関心を示すスタートアップ企業が増えています。そこで本稿では、日本のスタートアップ企業がNasdaqに上場するメリット、留意点、上場プロセスなどについて解説します。

まず、日本企業が米国の証券取引所に上場する会社は、1933年証券法第5条および1934年証券取引所法に基づき、米国証券取引委員会（SEC：Securities Exchange Commission）に登録し、発行時における情報開示、およびその後の継続開示義務が求められます。

米国には、証券取引所と店頭取引市場（OTC：over-the-counter）という2つの主要な流通市場があり、証券取引所の代表的な市場として、ニューヨーク証券取引所（NYSE）とNasdaqが存在します。2022年12月末現在、NYSEにはトヨタ自動車、ソニーグループ、三菱UFJフィナンシャル・グループなど10社が上場しており、Nasdaqにはメディロムと吉通貿易が上場しています。NYSEに上場している日本企業は東証との重複上場ですが、Nasdaqに上場している日本企業の2社は東証に上場していないNasdaq単独上場会社です。

2. Nasdaq上場のメリット

- グローバルでのブランド力・信用力の向上により事業のグローバル展開の加速が可能
- 米国を中心とした国際的な機関投資家にアクセスできることで、上場時の資金調達金額が相対的に大きくなる
- 上場後におけるFollow on Public Offering（IPO後の公募での資金調達）のできる機会が多い
- 優秀な国際人材の採用や確保に有利である
- 上場後における株式回転率が世界の株式市場で最も高いため、株式の流動性が高い
- 複数議決権株式など、議決権種類株式を発行している企業でも上場が可能
- 海外企業の買収に際して現金を対価とせず、上場自社株の交付により買収することが可能
- 新しい産業（ブロックチェーン・メタバースなど）について、相対的に上場しやすい

3. 日本企業のADR（ADS）によるNasdaq上場

通常、日本企業は米国預託証券（ADR：American Depositary Receipt）の仕組みを利用して上場します。ADRは、米国投資家が米国以外の非米国企業に米ドル建てで投資できるように作られたもので、非米国企業の株式を裏付けとして、米国株式市場での流通を目的に発行される証券です。

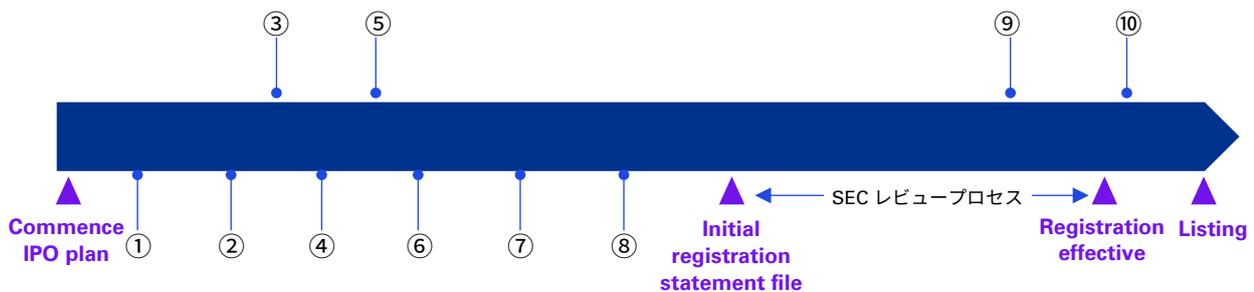
ADRは、SECに米国内有価証券として登録されることにより、米国における国内株式と同様に売買・決済・保管されます。

ADRは下記の通りプログラム内容によりレベル分けされています。日本企業がNasdaqに上場するケースで公募を伴う場合は、Level3のADRが必要になります。

Level	プログラム内容	市場	主なSEC提出書類 (Form)	プログラム内容
Level1	(米国) 非上場プログラム	OTC Pink QX (店頭市場) 証券会社間取引	F-6	<ul style="list-style-type: none"> SECに財務書類等情報開示の免除 (Rule 12g3-2(b)) NasdaqやNYSE上場は不可、株式公募 (資金調達) も不可
Level2	上場プログラム	NYSE Nasdaq	F-6 20-Fおよび6-K	<ul style="list-style-type: none"> NasdaqやNYSE上場プログラム 米国での買収における買収対価として使用
Level3	上場+公募プログラム	NYSE Nasdaq	F-1 F-6 20-Fおよび6-K	公募による新規発行で資金調達をするプログラム

出典：JPモルガン証券

4. Nasdaq上場までのプロセス



- | | |
|--------------------------------------|---------------------|
| ① 必要な人員採用などIPOに向けた社内体制の整備 | ⑥ PCAOB監査 |
| ② 専門家の選定
(アンダーライター、弁護士、会計監査人等) | ⑦ ガバナンスや内部統制の見直しと実行 |
| ③ IPOチームの組成 | ⑧ 登録届出書ドラフト作成 |
| ④ 連結財務諸表の作成
(US GAAPもしくはIFRS会計基準) | ⑨ ロードショー |
| ⑤ 弁護士によるデューデリジェンス | ⑩ Pricing |

なお、SECレビュープロセスについては後述します。

日本企業がNasdaqへ上場するまでに必要な期間は、企業の規模や事業内容等によって異なりますが、通常16～18ヵ月程度は必要です。企業規模が小さくビジネスが複雑でない場合は、1年弱で上場できる場合もあります。

5. FPIと優遇措置

(1) FPIの定義

日本企業が米国上場をするケースでは、大半が外国民間発行体（FPI：Foreign Private Issuer）の条件に該当します。

ただし、下記1と2の両方が該当する企業はFPIに該当しません。

1. 発行済み議決権付証券の50%超が名簿上、米国居住者によって直接または間接に保有されている
2. 以下のいずれかに該当する
 - 執行役員（executive officer）または取締役の過半数が米国国民または米国居住者である
 - 発行体の資産の50%超が米国内に所在している
 - 発行体の事業が主として米国内で管理されている

なお、FPIに該当するか否かについては、毎年、第2四半期末日を基準として判断されます。

(2) FPIの主な優遇措置

FPIには、米国発行体には認められていない重要な優遇措置が多く認められています。

主な優遇措置は以下の通りです。

- US GAAP以外に、IFRS会計基準を適用した連結財務諸表、または日本基準の連結財務諸表にUS GAAPへのReconciliation（基準差異の定量的調整表）を添付した連結財務諸表で上場が可能です。ただし、日本基準のUS GAAPへのReconciliationを添付する方式を採用されている事例はありません（米国企業の場合はUS GAAPのみ）。
- 届出書（FPIに該当する場合はForm F-1）に含まれる監査済財務諸表の直前期の期末日（「直前期末日」）について、直前期末日は届出書の効力発生日から遡って15ヵ月以内でなければなりません（米国企業の場合は基本12ヶ月以内）。
- 直前期末日が届出書の効力発効日から遡って9ヶ月より前であれば、少なくとも中間財務諸表（非監査、前年同期も必要）を届出書に含めなくてはなりません。
- 年次報告書（FPIに該当する場合はForm 20-F）の提出期限は、会計年度終了日の4ヵ月後になります（米国発行体の提出期限はfiler statusにより60日、75日ないし90日後）。
- 四半期報告書の提出要件が免除されます（米国発行体の提出期限は、filer statusにより40日もしくは45日後）。ただし、Form6-Kで任意開示しているケースが多くあります。
- 証券取引所におけるコーポレートガバナンス要件について、一定の要件を満たす場合、本国の法令に準拠することが可能です。

6. EGCと優遇措置

(1) EGCの定義

2012年米国スタートアップ企業のジャンプスタートに関する法律（JOBS Act：Jumpstart Our Business Startups Act）は、「新興成長企業」（EGC：Emerging Growth Companies）と呼ばれる新たな発行体区分を設けて、SOX404監査の免除その他の優遇措置を規定しています。

EGCは、「直近会計年度の年間総収入が12億3500万ドル未満」もしくは「直近3年間において総額10億ドルを超える非転換型社債を発行していない」米国企業および非米国企業のことを言います。

以下のいずれかのうち、最も早い期日まで、引き続きEGCとみなされます。

- 年間総収入が12億3500万ドルに達した年の会計年度終了日
- 新規株式公開後5年目の日が属する会計年度終了日
- 直近3年間において総額10億ドルを超える非転換型社債を発行した日
- Public floatが7億ドル以上（第2四半期末時点）で12カ月間にわたりSEC継続開示義務を履行している「大規模早期提出会社」（large accelerated filer）に該当することになった会計年度終了日

(2) EGCの主な優遇措置

- 会計監査人による内部統制監査（SOX 404(b)）について上場後、最長で5年間免除
- 届出書に（直近3期分ではなく）直近2期分の連結財務諸表および経営者による財政状態および経営成績の検討と分析（MD&A：Management Discussion & Analysis）の開示
- 届出書に（直近5期分でなく）直近2期分の主要な財務情報サマリーの開示

日本のスタートアップ企業がNasdaqに上場する場合、FPI、EGCに該当し、その優遇措置を享受できるケースが多いと思われます。

7. US SOX法に基づく内部統制の構築

IPO後、経営者は年次報告書および四半期報告書において財務報告の適正性について宣誓しなければなりません（SOX302、906）。

また、経営者による内部統制（ICFR：Internal Controls over Financial Reporting）に対する年次評価と報告（SOX404(a)）、および会計監査人による内部統制監査（SOX 404(b)）が必要となります。新規上場の場合、経営者による内部統制に対する年次評価と報告および会計監査人による内部統制監査について、2年目の年次報告書から必要となります。ただし、EGCに該当する場合、会計監査人による内部統制監査については上場後、最大5年間は免除されます。

項目	説明	EGCへの影響
SOX 404(a)	経営者による年次評価と報告 - 財務報告に対する内部統制の責任 - それらの運用の有効性	影響なし
SOX 404(b)	財務報告に対する内部統制の外部監査人による証明	EGCの場合、最大5年間は必要なし
SOX 302	経営者の四半期ごとの証明 - 報告が正確、完全、適正に開示されているかどうかを示す - 開示のコントロールと手順を維持および評価する責任の表明が含まれている（FPIに該当する場合、SOX 302/906宣誓については年次報告にのみ必要）	影響なし
SOX 906	財務諸表がSECの報告規則に準拠し、会社の財政状態と経営成績を適切に開示していることを四半期ごとに証明する必要がある	影響なし

内部統制の導入から運用には時間がかかるため、上場準備段階から導入計画を立案・実行する必要があります。

US SOXコンプライアンスを導入するための計画には、以下の1～6のステージを完了する必要があります。

<SOX404 コンプライアンスへの導入プロセス>

Stage1 計画とコーディネーション	定量的および定性的に、関連するICFRプロセスを特定して優先順位を付けます。
Stage2 コントロールの文書化	インタビューを実施し、重要な財務報告プロセスとコントロールに関するSOX文書を作成します。
Stage3 デザイン/ギャップ/分析の評価	プロセスの文書化とデザインのウォークスルーを通じてギャップを特定して文書化します。
Stage4 有効性の評価	アクションプランを準備しながら、有効性のテストを実行し、ギャップを特定します。
Stage5 必要に応じて修正措置	識別されたギャップと例外を修正するためのコントロールを実行します。
Stage6 継続的な評価	キーコントロールの継続的なテストを実行します

8. 届出書における記載事項

Nasdaqに上場する場合、SECに届出書を提出する必要があります。届出書の主な開示内容は以下の通りです。

- リスクファクター（事業、募集等の対象である証券の所有、および募集等に係る重要なリスク）
- 経営者による財務状態および経営成績の検討および分析（MD&A）
- 事業の概要（強み、戦略、商品・サービス、主要サプライヤー・顧客、知的財産権等）
- 取締役、経営陣、ガバナンス体制
- 主要株主、関連当事者取引
- 資金使途、ロックアップ条項、上場コスト
- 連結財務諸表（原則3年分、ただしEGCに該当する場合は2年分）

9. 財務諸表の主な必要項目

- 届出書に直近3期分のUS GAAPもしくはIFRS会計基準を適用した監査済連結財務諸表（EGCに該当する場合は、直近2期分）
- FPIの場合、直近期末日から9カ月を経過以降は中間財務諸表を届出書に開示（非監査・前年同期も必要）
- 届出書に直近5期分の主要な財務情報のサマリー（EGCに該当する場合は直近2期分）
- （該当する場合）買収対象会社について重要性があるものについては監査済財務諸表およびプロフォーマ財務諸表

10. SECレビュープロセス

届出書のSECにおけるレビュープロセスは、Nasdaq上場のための非常に重要なプロセスです。

<SECレビュープロセス>



届出書、コメントレター、レスポンスレターは公表されます。

なお、ConfidentialベースでのSECレビューの場合、上記の公表を遅らせることができます（ただし、ロードショーの15日前までに公表が必要）。

- 届出書のSECにおけるレビュープロセスは、EDGARを通じてファイリング
- 届出書ファイリングから30日以内でSECより初回のレビューコメント（SECレビューによる指摘事項・質問事項を列挙）を受領
- コメントレター受領より1～2週間で、回答レターおよび修正版の届出書をファイリング
- 上記のプロセスを繰り返す（通常は3～4回）

すべてのSECコメントがクリアされた時点で、SECによる届出書の効力発効（Notice of Effectiveness）となります。これらのプロセスは、届出書提出からSEC承認まで3～4カ月を要します。

11. Nasdaq上場に必要な主な関係者

- アンダーライター（投資銀行）
- 発行体側の弁護士（米国法および日本法）
- アンダーライター側の弁護士（米国法および日本法）
- 会計監査人（PCAOBに登録していることが必要）
- 外部の専門的な会計アドバイザー（日本基準からUS GAAPもしくはIFRS会計基準へのコンバージョンや内部統制構築支援等を実施するアドバイザー／KPMGジャパンがサービス提供（詳細後述））
- ADR預託銀行

- 株主名簿管理人
- (必要に応じて) IR/PRに関するアドバイザー

12. Nasdaq Capital Marketの上場要件

Nasdaqには、「Global Select Market」「Global Market」「Capital Market」の3つの市場がありますが、本稿では基準が最も低いNasdaq Capital Marketについてのみ記載します。

Nasdaq Capital Marketに上場するためには、以下の3基準（資本基準、時価総額基準、利益基準）のうち少なくとも1つの要件を満たしている必要があります（ダイレクトリスティングに関連する上場を除く）。

要件	資本基準	時価総額基準*1	利益基準
株主資本	\$5 million	\$4 million	\$4 million
浮動株時価総額	\$15 million	\$15 million	\$5 million
事業継続期間	2 years	—	—
上場有価証券の時価総額	—	\$50 million	—
継続事業からの税引前利益*2	—	—	\$750,000
浮動株式数	1 million	1 million	1 million
株主数（単位株主数）*3	300	300	300
マーケットメーカー数	3	3	3
入札価格または終値*4	\$4または\$3	\$4または\$2	\$4または\$3

*1：時価総額基準のみ適格となる場合、上場申請をする前に、上場有価証券の時価総額が50万ドルの要件かつ連続90取引日の入札価格の要件を満たす必要があります。

*2：直近会計年度または直近3会計年度のうちの2会計年度

*3：何らかの理由で転売制限の対象となる有価証券は、浮動株式数、浮動株時価総額、および単位株主数の計算から除外されます。さらに、IM-5101-2に基づくSPACによる上場を除いて、単位株保有者の最小必要数の少なくとも半分は、それぞれ2,500ドル以上の無制限証券を保有している必要があります。

*4：終値の要件を選択した場合、上記の他の財務および流動性要件に加えて、以下の要件を満たす必要があります。

- (i) 3年間の平均年間収益が600万ドル
- (ii) 500万ドル以上の正味有形資産
- (iii) 200万ドルの正味有形資産および3年間の営業実績があること

出典：Nasdaq：Nasdaq Initial Listing Guide

今回は、Capital Marketの上場要件のみを記載しましたが、Global Select MarketおよびGlobal Marketについては以下「Nasdaq Initial Listing Guide」をご参照ください。

<https://listingcenter.Nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>

KPMGジャパンによる米国上場支援サービス

KPMGジャパンの米国キャピタルマーケットチームでは、日本企業がNasdaq上場の際に直面するさまざまな課題に対応すべく、連結財務諸表の米国会計基準（US GAAP）もしくはIFRS会計基準へのコンバージョンを始め、US SOX法（Sarbanes-Oxley Act）に基づく内部統制構築、米国証券取引委員会（SEC）の審査対応など、米国上場を成功に導く総合的かつ高品質なサービスを提供します。

IPOにおける上場支援サービスメニュー

- IPO Readiness Assessment（上場準備ショートレビュー）対応支援
- 連結財務諸表作成（IFRS会計基準／US GAAP）の作成支援
- US SOX法に基づく内部統制の構築支援
- 登録届出書（Form F-1）作成および米国SEC審査への対応支援
- 上場プロジェクトマネジメント（PMO）サービス
- 連結経営管理高度化およびシステム構築支援

詳しくは下記をご覧ください。

[米国上場支援サービス](#)

本稿で紹介するサービスは、公認会計士法、独立性規則および利益相反等の観点から、提供できる企業や提供できる業務の範囲等に一定の制限がかかる場合があります。詳しくは有限責任 あずさ監査法人までお問い合わせください。

編集・発行

KPMGジャパン

グローバル・キャピタルマーケット・アドバイザリーグループ

Global_capitalmarket@jp.kpmg.com

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。

© 2023 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law 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 trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.

コピーライト© IFRS® Foundation すべての権利は保護されています。有限責任 あずさ監査法人はIFRS財団の許可を得て複製しています。複製および使用の権利は厳しく制限されています。IFRS財団およびその出版物の使用に係る権利に関する事項は、www.ifrs.orgでご確認ください。

免責事項: 適用可能な法律の範囲で、国際会計基準審議会とIFRS財団は契約、不法行為その他を問わず、この冊子ないしあらゆる翻訳物から生じる一切の責任を負いません（過失行為または不作為による不利益を含むがそれに限定されない）。これは、直接的、間接的、偶発的または重要な損失、懲罰的損害賠償、罰則または罰金を含むあらゆる性質の請求または損失に関してすべての人に適用されます。

この冊子に記載されている情報はアドバイスを構成するものではなく、適切な資格のあるプロフェッショナルによるサービスに代替されるものではありません。

「ISSB™」は商標です。「IFRS®」、「IASB®」、「IFRIC®」、「IFRS for SMEs®」、「IAS®」および「SIC®」はIFRS財団の登録商標であり、KPMG IFRG Limited および有限責任 あずさ監査法人はライセンスに基づき使用しています。この商標が使用中および（または）登録されている国の詳細についてはIFRS財団にお問い合わせください。