

外国会社の東京証券取引所上場（単独上場編）

2024年7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

- 2017年に米国会社テックポイントが東京証券取引所（以下、東証）東証マザーズ市場にJDR（Japanese Depositary Receipt：日本版預託証券）上場して以降、海外におけるスタートアップ企業で東証マザーズ市場への上場を目指す会社が増加
- 2021年6月29日、シンガポール会社オムニ・プラス・システムが東証マザーズ市場にアジア企業として初めてJDR上場
- 東証マザーズ市場は、香港証券取引所のGEM、シンガポール取引所のCatalistと比較して、年間株式売買高が多く、年間売買回転率および平均株価収益率（PER）が高い魅力的な新興市場である
- 外国株の東証上場について、原株上場とJDR上場のスキームがあるが、現在はJDR上場が主流
- 一定の要件を満たせば、本国で開示されている財務書類を使用して東証に上場可能（財務書類に適用している会計基準で上場可能）
- 本国で開示されている財務書類を使用して東証上場できる場合、本国の監査法人（外国監査法人等）の監査証明で上場可能



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. 東証上場を検討する外国会社が増加している背景

IPOを目指す会社にとって、市場選択は重要な検討課題となります。

外国会社、特にアジアのスタートアップ企業が株式上場を検討する場合、新興市場としては、香港証券取引所のGEM、シンガポール取引所のCatalist、Nasdaq市場そして東京証券取引所のグロース市場が選択肢となります。

ユニコーンなどの規模の大きなスタートアップ企業にとってNasdaqは有望な選択肢となりますが、そこまで規模が大きくないスタートアップ企業にとっては、上場のためのコスト、上場後の上場維持コストなどコスト対効果を考慮すると、Nasdaq上場はハードルが高いと思われます。

なお、現在東証上場している外国会社のうち、単独上場会社（過去に東証に単独上場した会社含む）は次の通りです。

(2021年6月末現在)

会社名	上場年度	上場市場	所在国
Beat Holdings	2004年	スタンダード*1	ケイマン諸島
MediciNova*2	2005年	スタンダード	米国
Techpoint	2017年	グロース	米国
Omni-Plus System	2021年	グロース	シンガポール
YCP Holdings	2021年	グロース	シンガポール
AnyMind Group	2023年	グロース	シンガポール

*1 2004年東証マザーズ市場（現グロース市場）に上場、2015年東証二部（現スタンダード市場）に上場

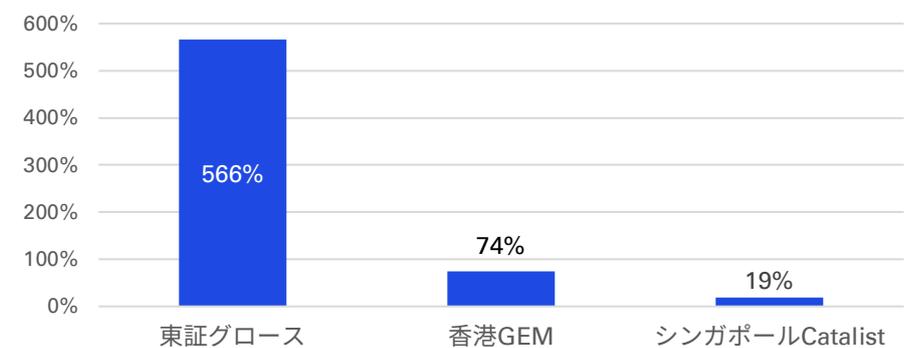
*2 メディシノバ・インクは、2005年JASDAQ（旧大証ヘラクレス）上場後、2006年にNasdaq市場に重複上場

- ① 東証マザーズ市場はGEMの香港やCatalistのシンガポールと比較して、年間売買代金（表1）、年間売買代金回転率（表2）が圧倒的に高く、平均PERも高い
- ② 東証が世界各地で外国会社の上場誘致やセミナーを開催することで、東証の認知度がアップ
- ③ 外国会社が東証上場をする場合、これまで原株による外国企業の上場事例では、上場後の流動性が低迷する傾向にあったが、2017年に米国籍企業であるテックポイントのJDRによる上場事例では、流動性の問題が改善された
- ④ 日系のベンチャーキャピタル（VC）が米国やアジアのスタートアップ企業に投資をする事例が増加しており、エグジット先としてVCが東証上場を推奨

（表1）年間売買代金（2023年）*1（兆円）



（表2）年間売買代金回転率（2023年）*2



出典：東京証券取引所「New Listing on Tokyo Stock Exchange (May 2024)」

注：*1 2023年12月末の為替レートで換算

*2 各取引所公表の年間売買代金を12月末時点の上場会社時価総額で除して算出

2. 外国会社の東証上場スキーム

外国会社が東証上場を検討する場合、上場スキームは以下の通りです。

(1) 外国会社が外国籍企業のまま東証に上場する

- ① 外国株（原株）のまま上場する「外国株直接上場（以下、原株上場）」
- ② JDRを用いて上場する「外国株JDR上場（以下、JDR上場）」
JDR上場とは、外国会社の株式を現地で保管して、日本でJDR（受託証券発行信託の受益権）を発行・上場する仕組み

(2) 外国会社が組織再編（コーポレート・インバージョン）をして日本に本社を移転して、日本の持株会社が上場する（以下、「CI上場」）

海外に本社を置く外国会社が日本に法人を設立し、この日本の法人がその企業グループの最終的な親会社になるようにする組織再編成（コーポレート・インバージョン）を実施後、日本の持株会社が東証に上場します。

(3) 原株上場と比較したJDR上場のメリット

原株上場とJDR上場を比較した場合、JDR上場のメリット（投資家視点、発行体視点）は次の通りです。

(投資家視点比較)

	JDR上場	原株上場
証券会社での取扱い	主要な証券会社で可	取扱い不可の証券会社もあり
外国証券取引口座の開設	不要	必要
信用取引の利用	主要な証券会社で可能	主要な証券会社で不可

(発行体視点での比較)

	JDR上場	原株上場
アクセスできる投資家	日本株と概ね同じ	日本株に比べて制約あり
上場後の流動性	信用取引が可能なことから高め	信用取引制約から高くない傾向

出典：三菱UFJ信託銀行

上記の理由から、2017年のテックポイントがJDR上場して以降、外国株（原株）での上場ではなく、JDRによる上場を検討する企業が中心になっています。

上記3通りのスキームについて、主な上場実績は以下の通りです。

スキーム	会社名	上場年度	上場市場	所在国
原株上場	Beat Holdings	2004年	スタンダード	ケイマン諸島
原株上場	MediciNova	2005年	スタンダード	米国
原株上場	Kubota Pharmaceutical Holdings (formerly Acucela Inc.)*1	2014年	グロース	米国
CI上場	SanBio	2015年	グロース	米国
JDR上場	Techpoint	2017年	グロース	米国
CI上場	Kudan	2018年	グロース	英国
CI上場	Kaizen Platform	2020年	グロース	米国
CI上場	Appier Group	2021年	プライム*2	台湾
JDR上場	Omni-Plus System Limited	2021年	グロース	シンガポール
JDR上場	YCP Holdings Limited	2021年	グロース	シンガポール
CI上場	AnyMind Group	2023年	グロース	シンガポール

*1 旧アキュセラ(米国)は、2014年に東証マザーズ(現グロース市場)に原株上場したのち、2016年に本社を米国から日本に移転するコーポレート・インバージョン後、マザーズ市場にテクニカル上場するとともに社名をアキュセラから窪田製薬ホールディングスに変更。

*2 Appier Groupは、2021年にマザーズ市場(現グロース市場)に上場後、2022年にプライム市場に移行。

3. 外国会社がCI上場する場合の留意点

CI上場する場合、法人の国籍を日本に変更するコーポレート・インバージョンをすることになるため、外国会社の本国と日本の弁護士および税務専門家の関与が必須となり、コスト負担増が想定されることや、コーポレート・インバージョン前の既存株主の所在地国によっては課税リスクがあることに注意が必要です。また、上場主体となる日本の持株会社については、取締役会や監査役会などの機関設計や上場会社として最低限必要となる機能を備える必要があります。

原株上場やJDR上場では組織再編の必要はなく(IR部署を日本に設置することが実務的には望ましい)、既存組織のまま上場できることが最大のメリットと言えます。

CI上場については上場申請するのは日本の持株会社であり、通常の国内会社の株式上場プロセスと同様となりますが、以下の留意点があります。

① CIの実施時期

東証グロース市場を前提とすると、上場直々前期末までにCIが完了していることが必要です。ただし、例外的な取り扱いとして企業組織再編の特例を活用したCIスキームが可能かどうかについては、事前に引受証券会社、東証などと相談しながら検討する必要があります。

② 日本の持株会社に必要な機能

CIを実施した後における日本の持株会社にどのような機能が必要か、検討が必要です。日本の持株会社が企業グループ全体のガバナンスを効かせている必要があるため、IR機能に加えて一定程度の管理機能があることが上場審査上望ましいと思われませんが、各社の個別事情や実質的なガバナンス体制を考慮して判断が必要となるため、引受証券会社および東証に事前相談をしながら体制を構築することが必要です。

4. 外国会社が東証上場をする合理的な理由の必要性

外国会社がなぜ東証に上場するのかについては、上場審査上、非常に重要な論点となります。

日本ですでにビジネスを展開している、または今後日本でビジネス展開することで一定比率の売上が計上されることが望ましいと考えられますが、それ以外でも東証上場のエクイティストーリーとして、日本企業と事業提携などを行っているケース、主要株主が日本企業であるケース、R&Dを日本で実施しているケースなどがあげられます。

5. 外国会社の東証上場に係る関係者

外国会社が原株上場およびJDR上場する場合の主な関係者は、以下の通りです。

- ① 弁護士
 - ② 監査法人
 - ③ 証券会社
 - ④ 翻訳業者
 - ⑤ JDRを発行する日本の信託銀行（JDR上場のケースのみ）
- ① 弁護士については、国内会社が東証に上場する場合と比較して、外国会社の本国と日本の弁護士事務所の関与が必須となります。例えば、外国会社の本国と日本における法制度が異なっているため、有価証券届出書などの法定書類に外国会社の本国の法制度の概要を記載する必要があるほか、有価証券届出書に外国会社の本国の弁護士による法律意見書を添付して提出する必要があり、こうした点で外国会社の本国の弁護士と日本の弁護士が連携して関与することが不可欠となります。
- ② 監査法人については後述しますが、外国会社の本国の監査法人と日本の監査法人が必要となるケースがあります。外国会社の監査を現地のローカル監査法人が担当しているケースが多々見られますが、外国会社が東証上場する場合、グローバルネットワークを有する監査法人を選定することになると考えられます。
- ③ 外国会社と主幹事契約する場合、証券会社にとって国内株式上場と比較して手続きが複雑でかつ英語などの外国語対応が必要になるため、国内会社の株式上場を担当できる証券会社がすべて担当できるわけではありません。
- ④ 外国会社の場合、東証上場に際して「Iの部」などの上場審査書類、目論見書などの開示書類、上場後においても有価証券報告書などの法定書類や適時開示などについて、日本語翻訳が必須となります。

6. 会計基準

外国会社において以下の2つの要件を満たしていると金融庁が認めれば、本国で開示されている財務書類に使用されている会計基準を日本の法定開示書類に採用することができます。

- 外国会社の本国において、未上場会社の財務書類の開示制度がある。
- 金融庁長官が公益または投資者保護に欠けることがないものとして認める。

現時点で金融庁は、米国、シンガポール、マレーシアおよび韓国について上記の要件を満たしている法域と認可した実績がありますが、企業ごとに個別具体性が強いので、金融庁への事前相談を行う必要があります。個別企業が金融庁に申請をして本国で開示されている財務書類で使われている会計基準を日本の法定開示書類に採用することを金融庁が認めれば、以下の会計基準を採用することが可能です。

所在国	会計基準
米国	米国会計基準 (US GAAP)
シンガポール	Singapore Financial Reporting Standards (SFRS) または、Singapore Financial Reporting Standards (International) (SFRS(I)) もしくは、国際財務報告基準 (以下、IFRS®会計基準)
マレーシア	Malaysian Financial Reporting Standards (MFRS)
韓国	Korean International Financial Reporting Standards (K-IFRS)

米国およびシンガポール、マレーシアおよび韓国以外の法域については、未上場会社の財務書類の開示制度がある国であっても、公益または投資者保護に欠けることがないものとして認められるかどうかは金融庁の個別判断となり、金融庁が認めない場合、連結および個別財務諸表について日本会計基準 (以下、J-GAAP) で作成することになります。国内会社では一定の条件を満たせば、連結財務諸表に指定国際会計基準であるIFRS会計基準の任意適用が認められていますが、外国会社でのIFRS会計基準の適用は認められていません。

外国会社にとってJ-GAAPは馴染みがないことから、J-GAAPで財務諸表を作成することは負担が大きいと思われる。

なお、上記の金融庁への事前相談および個別判断については、東京証券取引所、日本の弁護士、証券会社、信託銀行および監査法人に事前に相談する必要があります。

7. 内部統制報告制度

東証に上場するためには、外国会社の本国における内部統制報告制度の有無に関係なく、上場会社は経営者が作成する財務報告に係る内部統制の有効性の評価に関する報告書 (内部統制報告書) を作成して提出する必要があります。

米国証券市場に上場していない米国会社が米国以外の海外証券市場に上場する場合において、米国証券取引委員会 (以下、SEC) にForm S-1を提出して承認を得られれば、SEC登録会社には米国サーベンス・オクスリー法 (以下、US SOX) が適用されます。

したがって米国企業の場合、US SOXをもって東証に上場できるのに対して、米国以外では未上場会社に強制される内部統制報告制度がないことや、日本の内部統制報告制度とは差があることなどの理由から、東証上場するためには、日本の財務報告に係る内部統制報告制度が必要となります。

8. 財務諸表監査および内部統制監査を担当する監査法人

外国会社の本国で開示されている財務書類を使用して東証上場できない場合、連結および個別財務諸表についてJ-GAAPで作成する必要があるため、原則、日本の監査法人による監査証明が必要になります。

本国で開示されている財務書類を使用して東証上場できる外国会社における財務諸表監査については、必ずしも日本の監査法人だけでなく、外国会社の本国の監査法人 (外国監査法人等) の監査証明で上場することも可能となります。

なお、外国会社の本国で開示されている財務書類を使用して東証上場できる場合でも、内部統制報告制度が必要な場合、内部統制監査をどうするかという議論があります。この場合、財務諸表監査を外国監査法人等に依頼している場合、内部統制監査だけを外国監査法人等のグローバルメンバーファームに所属している日本の監査法人に依頼する方法と、財務諸表監査を担当している外国監査法人等に内部統制監査も依頼する方法があります。これについては、各監査法人の方針によりますが、監査法人によっては方針が決まっていない場合もあることから、東証上場を検討する段階で現地の監査法人もしくはその同一グローバルネットワークに所属する日本の監査法人に相談することをお勧めします。

(財務諸表監査と内部統制監査における日本もしくは外国監査法人の組合せ)

	財務諸表監査の監査報告書	内部統制監査の監査報告書
(1)	外国会社の本国の監査法人等 (外国監査法人等)	外国監査法人等
(2)	外国監査法人等	日本の監査法人等*1
(3)	日本の監査法人等	日本の監査法人等

*1 外国監査法人等と同一グローバルネットワークに所属する日本の監査法人

外国会社の東証への単独上場の留意点等について説明してきましたが、これまで外国会社の東証への単独上場実績が少ないこと、これまでに上場実績がない国の外国会社もあるなどから詳しい説明が必要な場合、下記までお問い合わせください。

英語版は以下を参照ください。

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/2022/jp-en-listing-on-tokyo-stock-exchange-for-foreign-companies.pdf>

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でき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。

© 2024 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。