

2021年7月

外国会社の東証上場に関する近時の動向と留意点

弁護士 樋口 航

2021年6月29日に、シンガポール企業であるオムニ・プラス・リミテッド(以下「オムニ・プラス」という。)が東京証券取引所(以下「東証」という。)マザーズ市場に上場した。この上場は受益証券発行信託(以下「JDR」という。)という仕組みを用いて行われた。JDRを用いた外国会社の上場としては、米国企業であるテックポイント・インク(2017年東証マザーズ上場、以下「テックポイント」という。)に続く2例目であり、アジア企業としては第1号案件である。

東証は、世界の他の主要市場と比べて、比較的規模が小さいIPOが可能であり、また一般的に流動性が高いといわれており、スタートアップ企業及びその株主にとっても魅力的な市場であるといえる。今後はスタートアップ企業を中心に東証上場を目指す外国企業が増えることが予想される。

当職はオムニ・プラスを代理して当該上場に携わる機会を得たほか、テックポイントの上場にも関与する機会を頂いた。そこで、本ニュースレターにおいては、外国会社が東証に上場する際の法律的及び実務的な留意点を紹介する。

1. 外国会社の上場の方法

外国会社が東証に上場するためには、大きく分けて、①外国会社のまま上場するパターンと②持株会社を日本法人とする組織再編を行った上で当該日本法人が上場するパターン(以下「コーポレート・インバージョン」という。)の2つがある。

①外国会社のまま上場するパターンについては、さらにJDRを用いる場合と用いない場合の2つのパターンに分けられる。本ニュースレター執筆時点で東証に上場している外国会社は合計で5社(ワイ・ティー・エル・コーポレーション・バーハッド、メディシノバ・インク、ビート・ホールディングス・リミテッド、テックポイント及びオムニ・プラス)であり、このうち直近で東証に上場したテックポイント及びオムニ・プラスの2社がJDRを用いている。

JDRを用いるスキーム(以下「JDRスキーム」という。)は、外国会社の株式を信託受託者に信託譲渡し、これを

受けて信託受託者が信託財産である外国会社の株式と実質的に同内容の受益証券¹を発行し、これを上場・流通させるというものである。JDR スキームでは、外国会社の株主(外国会社の株式の保有者)はあくまで信託受託者である。したがって、受益証券の保有者は、株主である信託受託者を通じて議決権等の権利を行使し、配当等を受領するということになる(その詳細は信託契約に定められる)。JDR スキームのメリットは、受益証券は国内証券として整理されるため、投資家は外国証券取引口座を開設することなく通常の証券取引口座を通じてこれを売買でき、また信用取引も可能であること等にあり、今後の外国会社の上場は JDR スキームが主流になることが見込まれる。

なお、JDR を用いない場合には、株式会社証券保管振替機構(以下「証券保管振替機構」という。)が外国会社の株主(外国会社の株式の保有者)となり、日本の投資家は証券保管振替機構を通じて議決権等の権利を行使し、配当等を受領するということになる。日本の投資家の権利内容等は証券保管振替機構の「外国株券等の保管及び振替決済に関する規則」で定められており、また実際の事務は同規則に基づき指定された株式事務取扱機関及び配当金支払取扱銀行(通常はいずれも同一の日本の信託銀行)が取り扱う。したがって、JDR スキームか否かにかかわらず、日本の投資家は外国会社の株主ではなく、株主である信託受託者(JDR スキームの場合)又は証券保管振替機構(JDR スキームではない場合)を通じて議決権等の権利を行使し、配当等を受領するという構造になる。

コーポレート・インバージョンの例としては、サンバイオ株式会社(2015 年東証マザーズ上場)、Kudan 株式会社(2018 年東証マザーズ上場)、株式会社 Kaizen Platform(2020 年東証マザーズ上場)及び Appier Group 株式会社(2021 年マザーズ上場)などが挙げられる。この概要については下記5で紹介する。

2. 外国会社の開示に関する留意点

外国会社は、金融商品取引法(以下「金商法」という。)に基づき、日本の会社と同様に、有価証券届出書により証券情報及び会社の情報を開示する必要がある(金商法 4 条 1 項、5 条 1 項)。この有価証券届出書の様式(企業内容等の開示に関する内閣府令・第 7 号様式)は日本の会社の様式(同府令第 2 号の 4 様式)とは異なっており、例えば以下のような外国会社特有の開示項目がある。

- ・ 本国における法制等の概要(上記第 7 号様式・第二部・第 1)
- ・ 本邦における提出会社の株式事務等の概要(上記第 7 号様式・第二部・第 8)

こうした開示項目については、本国のリーガルカウンセルとも協議して内容を作成する必要がある。また、この有価証券届出書において財務書類を開示する必要があるところ、この財務書類に関して外国会社が特に留意すべきポイントを以下二点概説する。

第一に、財務書類の会計基準に留意する必要がある。すなわち、外国会社の財務書類は、その外国会社の所在国(本国)又は本国以外の本邦外地域(以下「第三国」という。)において一般に公正妥当と認められた会計基準に準拠しているのが通常である。例えば、米国企業であるテックポイントの財務書類は本国である米国において一般に公正妥当と認められた会計基準(US-GAAP)に準拠している。外国会社がこうした会計基準に準拠した財務書類を使用するためには、当該財務書類が本国又は第三国において「開示」(財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則 131 条 1 項・2 項)されており、かつ、金融庁が個別に「公益又は投資者保護に欠け

¹ 信託法 185 条 1 項の受益証券発行信託の受益証券であり、金融商品取引法 2 条 1 項 14 号に掲げる有価証券である。

ることがないものとして認める場合」であることが必要である(同規則同条項)。この本国又は第三国において「開示」されているとは、本国又は第三国において一定の法的枠組みにおいて開示されていることを指すと考えられ、会社のウェブサイトでの掲示では「開示」とはいえず、「開示」というためには政府又は取引所による開示プラットフォーム²での開示が必要である。したがって、この要件との関係では、外国会社の所在国(本国)又は外国会社が開示を行っている第三国(例えば、NASDAQ に上場している英国の会社であれば、米国が第三国に当たる。)においてそのような法的枠組みがあるか否かを個別に検討する必要があり、国ごとに状況は異なる点に留意が必要である。なお、外国会社は、金融庁が個別に認める場合には、日本において一般に公正妥当と認められた会計基準(J-GAAP)に準拠した財務書類を使用することもでき、この場合は上記のような本国又は第三国における「開示」は必要とされない(同規則同条 4 項)。

第二に、必要とされる財務書類の事業年度数に留意する必要がある。すなわち、外国会社の有価証券届出書では、①最近 3 事業年度の監査済み財務書類を開示するか、又は②最近 2 事業年度の監査済み財務書類及びそれ以前の 3 事業年度の未監査財務書類を開示するかのいずれかを選択する必要がある(企業内容等の開示に関する内閣府令・第 7 号様式・記載上の注意(64))。これは、日本の会社の上場時の有価証券届出書では最近 2 事業年度の監査済み財務書類を開示すれば足りること(同府令第 2 号の 4 様式・記載上の注意(22))とは異なる取扱いとなっている。

なお、上場後には、外国会社であっても日本の会社と同様に内部統制報告書を提出する必要がある(金商法 24 条の 4 の 4 第 1 項)。この内部統制報告書についても上記の財務書類の会計基準と類似の規制となっており、本国又は第三国において「開示」されている内部統制報告書があり、かつ、金融庁が個別に「公益又は投資者保護に欠けることがないものとして認めるとき」には、その本国又は第三国で開示されている内部統制報告書の基準(例えば、米国の会社であれば米国サーベインズ・オクスレー法に基づく基準)に準拠した内部統制報告書を日本においても使用できる(財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令 12 条 1 項・2 項)。この本国又は第三国で「開示」されているとは、上記の財務書類の会計基準と同様に、本国又は第三国において一定の法的枠組みにおいて開示されていることを指すと考えられ、会社のウェブサイトでの掲示では「開示」とはいえず、「開示」というためには政府又は取引所による開示プラットフォームでの開示が必要である。したがって、この要件との関係では、外国会社の所在国(本国)又は外国会社が開示を行っている第三国ごとに状況は異なる点に留意が必要であり、当該国の法令次第では、日本において一般に公正妥当と認められる基準(いわゆる J-SOX 基準)に準拠することも検討する必要がある。

3. 外国会社のガバナンス体制に関する留意点

外国会社には当然ながら日本の会社法の適用はなく、そのガバナンス体制は当該外国会社の所在国の会社法に基づき構築される。東証の有価証券上場規程において、外国会社には特定の機関の設置は要求されておらず(同規程 437 条参照)、独立役員・社外取締役の確保も要求されておらず(同規程 436 条の 2・437 条の 2 参照)、さらにはコーポレートガバナンス・コードも直接的な適用がないとされている(同規程 436 条の 3 参照)のは、こうした事情を背景としている。

外国会社が東証上場に当たり求められるガバナンス体制につき一義的な基準や答えはなく、まずは当該外国会社の所在国における上場会社の一般的なガバナンス体制を基本として参考としつつ、当該外国会社の実情に応

² 米国政府の開示プラットフォームは米国証券取引委員会(Securities Exchange Commission)の EDGAR であり、シンガポール政府の開示プラットフォームは会計企業規制庁(Accounting and Corporate Regulatory Authority)の開示システムである。

じて個別に検討すべきである。例えば、米国の会社であれば、ニューヨーク証券取引所又は NASDAQ の規則を参考にして、取締役会の過半数を独立取締役とし、独立取締役をメンバーに含む監査委員会、報酬委員会並びに指名及びコーポレート・ガバナンス委員会を設置することが考えられる。また、内部監査の仕組み等、適宜日本のプラクティスを参考にしつつ、当該外国会社の体制に落とし込む作業が必要になるものもある。

こうしたガバナンス体制については、体制が整っていることのみならず、実際に体制が実効的に運用されることが重要であり、例えば、監査委員会、報酬委員会並びに指名及びコーポレート・ガバナンス委員会が定期的に関催され、実の伴った活動をしていることが重要である。引受審査及び上場審査においても、一定期間にわたり体制が実効的に運用されているというトラックレコードが必要とされる。したがって、ガバナンス体制については上場準備の早めの段階で引受証券会社と協議し、方向性を決定することが望ましい。

4. 外国会社のその他の留意点(日本拠点の要否・権利者確定の手続)

外国会社は、東証上場に当たり日本において拠点を設置する必要はない。但し、上場後の適時開示や IR 活動の体制をどのように整えるかという課題において、日本にそのための拠点を設置することは一つの選択肢であり、テックポイント及びオムニ・プラスはいずれも日本に子会社を有している。

また、外国会社が上場した後において、どの時点の者が株主総会における議決権や配当等の権利を有する者であるかを確定するプロセスは重要である。したがって、東証の有価証券上場規程では、外国会社は当該時点を決めた場合にはその都度事前に東証に届け出るとともに、東証のウェブサイト³において開示することとされている(同規程 430 条、同施行規則 435 条 2 項 4 号)。この点に関連して、外国会社の所在国の法令次第では、権利を有する株主を確定する基準日に一定の制約もあり得るところである(例えば、株主総会において議決権を有する株主を確定する日は当該株主総会当日又はそれと近接した日でなければならない等)。そのような制約がある場合には、その制約との関係で日本における手続(権利者の確定、招集通知の発送、議決権行使の指図の受領等)をどのように構築するかを上場前に関係者と協議しておく必要がある。

5. コーポレート・インバージョン

コーポレート・インバージョンの事例では、上場する会社は日本の会社であるため、上記で検討した留意点は問題とならず、典型的な東証上場のプロセスにのせることができるということになり、その点が利点といえよう。他方で、コーポレート・インバージョンの場合には、東証上場に向けた手続の初期段階で日本法人を持株会社とするための組織再編を行う必要があるため、相応のコスト及び時間がかかるほか、組織再編後に何らかの事情で東証上場を断念した場合に従前の状態に戻すためにはさらにコストがかかるということになり、この点はネックとなり得る。また、コーポレート・インバージョン後は日本の会社が持株会社となるので、その前提でのグループ全体の税務(特に法人税や役員報酬に対する課税等)や法務面での検討や、今後のビジネス上の戦略との影響を慎重に検討し、かつ株主及びマネジメント・メンバーのコンセンサスを得る必要がある。

コーポレート・インバージョンの方法は様々であり、当該外国会社の所在国の法制度、現状のグループの体制、税務(特に株主のキャピタル・ゲイン課税)等を総合的に考慮して検討する必要がある。しかしながら、あえて基本的な方法に限定すると、(1)現物出資と(2)三角合併の 2 つの方法があるといえる。

³ <https://www.jpx.co.jp/equities/products/foreign/notice/index.html>

(1)現物出資の典型的な手法は、日本法人を設立したうえで、外国会社の既存株主が当該外国会社の株式を当該日本法人に現物出資し、当該日本法人の株式を取得するというものである。これにより、当該既存株主は日本法人の株主となり、当該日本法人は外国会社を保有する持株会社になる。

(2)三角合併の典型的な手法は、①外国会社(A社)がその完全子会社となる日本法人(B社)を設立し、②当該日本法人(B社)がその完全子会社となる外国会社(C社)を親会社である外国会社(A社)と同じ国に設立し、③その新たに設立した外国会社(C社)を存続会社、親会社である外国会社(A社)を消滅会社として吸収合併させ、その際の合併対価として消滅する外国会社(A社)の既存株主に日本法人(B社)の株式を交付するというものである。これにより、上記の現物出資と同様に、外国会社(A社)の既存株主は日本法人(B社)の株主となり、日本法人(B社)は吸収合併後の外国会社(C社)を保有する持株会社となる。

(1)現物出資と(2)三角合併を比べると、(1)現物出資の方が手続はシンプルであるが、株主が多数である場合や複数の国に所在する場合には、手続の実行や税務(特に株主に対するキャピタル・ゲイン課税)との関係で支障が生じることもあり得る。他方で、(2)三角合併は通常全株主の同意を得る必要はなく、その点はメリットであるが、そもそもこうした手法が可能であるかは当該外国会社の所在国の法令次第であり、仮に可能であったとしても複雑な手続が必要となる可能性があるため、その要件や手続について当該国のリーガルカウンセルと慎重に協議する必要がある。また、(1)現物出資及び(2)三角合併のいずれの手法においても、税務(特に株主に対するキャピタル・ゲイン課税)がポイントになるため、税務カウンセルとの協議も必要である。なお、優先株式を発行している外国会社は、組織再編後において日本法人との間でも優先株式を保有している株主との間で同様(又は類似)の権利関係を発生させる必要があることになり、普通株式のみを発行している外国会社と比べて複雑な組織再編が必要になる。

なお、以上はあくまでコーポレート・インバージョンの基本的な方法及び典型的な手法の説明であり、実際にはこれら以外の方法やこれらの方法の応用ともいうべき方法・手法もあることに留意されたい。

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下の通りです。
弁護士 樋口 航 (wataru.higuchi@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。