

2025 年 1 月 No. 7

## 如何在日本进行 IPO 上市-相关要求和实务

长岛・大野・常松律师事务所 (NO&amp;T) 日本律师 鹿 はせる、込宮 直树

### 一 前言

近年来越来越多的外国企业开始关注在日本上市的机会。日本作为世界第三大经济体，拥有成熟的资本市场和完善的法制环境，以及较欧美更为宽松的管制，加上近年股价不断创新高，日元贬值等因素，为有意境外上市的外国企业也提供了一个稳定、透明且具备相当投资者基础的融资平台。

文中力求用易懂的方式，综合说明日本证券市场的整体结构、IPO（新股发行并上市）的概念、上市市场的区分、不同类型的 IPO 方式以及上场（上市）所需的审查等核心议题。希望能为对日本资本市场感兴趣的中文读者提供一个较为全面的入门指引。

### 二 日本的证券市场和 IPO 概况

#### 1. 日本的主要证券交易所

日本最主要的证券交易所是东京证券交易所（简称东证或 TSE）。此外，日本还有名古屋证券交易所，札幌证券交易所、福岡证券交易所等区域性交易所，但从国际视角看，绝大部分企业会优先选择在东证上市，因其具备更高的市场知名度与流动性。

#### 2. 东证（TSE）的市场区分以及现在的三个市场（板块）

在 2022 年 4 月之前，东京证券交易所的市场区分包含市场第一部（TSE First Section），市场第二部（TSE Second Section），Mothers 以及 JASDAQ（面向高成长企业）的 4 个市场（板块）。但，为使市场更加明晰、满足投资者和上市公司（日本称为“发行体”）的不同需求，东证在 2022 年 4 月进行改革，将原有的四个市场整合为三个市场。目前的市场和定位大致如下：

**Prime 市场：** 面向具有全球竞争力、公司治理及信息披露水平高、流动性较好的上市公司。

**Standard 市场：** 满足一定规模与规范要求，适合具备稳定业绩或中型成长潜力的企业。

**Growth 市场：** 重视企业的高成长潜力，允许初创型、高成长型企业以相对宽松的条件进行上市，从而在资本市场获得融资发展机会。

相比之下，Prime 市场的上市标准最严格，Standard 市场次之，Growth 市场则相对宽松，但也有一定数量及股东分散度等基本门槛（详见下文）。

### 三 IPO 的主要类型

#### 1. 日本资本市场的 IPO

与众多国家一样，在日本“IPO”是“新股发行并上市”的同义语，全称为“Initial Public Offering”，意指企业首次面向不特定多数的投资者公开出售其股票或其他有价证券，从而完成“公开上市”的过程。

在日本，企业完成 IPO 后，可以在证券交易所挂牌交易，使其股票能够自由流通。对企业而言，IPO 的意义在于：

- 融资渠道拓宽：** 上市后可以通过公募、增发等形式持续筹集资金。  
**知名度提升：** 挂牌公司会受到更多关注，品牌形象及公信力获得提升。  
**股权流动性增强：** 创始股东、早期投资者等在股票上市后拥有更多变现和退出机会。

然而，IPO 也伴随着更严格的公司治理和信息披露要求，需要承担相应的上市成本（包括审计、法律、券商承销费用等）。

在日本，IPO 最常见的方式是在上市的同时进行“公募”和“卖出”，即在取得交易所上市许可后，于公开市场向投资者出售新增股份或存量股份（在日本的证券法体系中，“公募”意味向广大投资人出售新股，“卖出”则意味出售存量股份。日文称“壳出し”）。但，根据是否在海外市场进行同步发行，法律架构和所需要的准备会出现很大的不同。目前日本的实务，可大致区分为以下三类：

### (1) 全球发行 (Global Offering)

全球发行，即不仅在日本国内面向投资者发行或出售股票，还会在海外市场（通常是美国或欧洲等国际金融市场）进行发行。这种情形下，除了需要根据日本法律提交**有价证券届出书**（相当于招股说明书），还需要制作英文版的，根据海外市场准据法（尤其是美国证券法）的招股书（Offering Circular，简称“OC”），以满足海外市场的合规要求。

如果进行全球发行，上市公司除了券商之外，需要聘请两家律所：一家负责日本法律；另一家负责海外法律（主要是美国法）。券商也会同时聘用日本及海外法律顾问。因此，这种方式通常涉及至少 4 家律师事务所共同配合。

全球发行的优点在于能够吸引海外投资者，扩大投资者基础，提升企业国际形象，也往往能取得更高的估值。挑战在于，需要符合多重司法管辖区（例如美国证券法）的相关要求，发行成本及合规难度相对较高，文件准备工作量也较大。

### (2) “旧临时报告书方式”

与全球发行同样，这种方式的目的也是在日本和海外市场面向投资者同时进行股份募集或卖出，但如采用这种方式，则不需要另外不编制英文 OC，而是只根据日本法的文件来完成海外部分的销售工作。该方式原先需要额外向日本金融厅（FSA）提交“临时报告书”，故被称为“临时报告书方式”。但在 2017 年前后相关法规修订之后，只需在有价证券届出书中记载特定信息即可，不再需要单独提交“临时报告书”，所以现在被称为“旧临时报告书方式”

如果采取旧“临时报告书方式”，不需要制作根据外国法的英文 OC，但为了充分招募境外的投资人，有时仍需要翻译日本法的文件以及进行针对机关投资人的英语说明会（即俗称“Road Show”），并且也需要满足除了 OC 之外的海外市场的证券法要求（比如什么时候可以开始招募投资人等。）。所以，采用这种方式一般也需要聘用负责日本法的日本律所和负责外国法的境外律所，相互配合。

可以说，旧“临时报告书方式”的优点在于可以减少处理美国证券法以及编制英文 OC 的相关费用。挑战在于如何在海外市场有效宣传并满足境外投资人需求以及投资人所在国的证券法要求，以及由于美国证券法的限制，不容易招募到北美的投资人（但仍有办法，比如通过北美投资人的香港，新加坡等地的实体获得投资）。

### (3) 日本国内发行 (Domestic Offering)

日本国内发行即只在日本国内向投资者发行或出售股票。仍需要向日本金融厅提交有价证券届出书，但不在海外市场销售。

与上述两种方式相比，对于上市公司与证券公司而言，所需的法律顾问团队相对精简，文件编制工作量也最少。许多中小规模公司可能会先在国内进行 IPO，待规模扩大或有更大国际融资需求时再考虑海外发行。

## 2. 不伴随“公募·卖出”的直接上市 (Direct Listing)

“新股上市”与“IPO”在惯常用法中通常被视为同义。但是，在日本，上市时最繁重的工作之一是制作以及提出有价证券届出书，而提出有价证券届出书是以公司在上市时发行股份 (Public Offering) 为前提。上面说过，

在日本证券法的体系中，发行股份意味“公募”或“卖出”。反过来说，如果公司只想让自家股份挂牌上市，而不伴随公募和卖出，就不仅无需提交有价证券届出书，也无需支付证券公司（券商）的承销费用等，具有一定的优势。但也同时意味该公司不能通过上市来进行融资（这种情况下，意味着该公司上市后，该公司的股份将通过现有股东，而不是券商，在资本市场流通。）。

所以，虽然法规允许，在日本这种方式的实际操作极少，目前仅有一家企业（杏林制药）在1999年4月上市时采用了这种方式。而且，Growth市场根据相关规定，原则上必须针对“500股单位以上的新上市申请所涉股票等进行公募”才能满足新上市要求。因此，在Growth市场基本无法进行“Direct Listing”，而在Prime或Standard市场则仍然可以采用此方式。

### 3. 需满足投资人所在国的海外上市要求

除上述的日本的IPO要求，外国主体想在日本上市的话，还需要符合该主体所在国的海外上市要求。特别需要注意的是，中国公司如果计划在包括日本市场在内的海外上市，需按照2023年3月在中国发布实施的境外上市备案管理制度，取得证监会备案核准后才可以完成。在这种情况下，除了日本的券商和律所之外，还需要指派中国律所协助该备案的工作。

## 四 IPO 审查以及外国公司的日本上市

### 1. 东证的审查

从保护投资者的角度出发，东证会对公司是否具备作为上市公司所需的一定适格性进行上市审查。并在《有价证券上市规程》（及其施行规则）以及《有关上市审查等的指南》中，规定了上市审查标准。审查标准由（i）股东人数、利润金额等定量指标为基础的形式要件，以及由（ii）公司治理结构、信息披露，内部管控水平、风险管理等构成的实质要件。

各市场的形式要件如下：

审查基准	Prime 市场	Standard 市场	Growth 市场
上市时股东数	800人以上	400人以上	150人以上
上市时市值总额	250亿日元以上	—	※上场后满10年时，市值达到40亿日元以上
公开募集股票数量	—	—	500股单位（5百单位）
流通股数	20,000单位以上	2,000单位以上	1,000单位以上
流通股市值总额	100亿日元以上	10亿日元以上	5亿日元以上
流通股比率	35%以上	25%以上	25%以上
（经营业绩）利润基准 或销售额基准	— 近期连续2年的经常利润合计≥25亿日元 或 — 近期1年销售额≥100亿日元 且上市时市值≥1,000亿日元	近期1年的经常利润≥1亿日元	—
上市时净资产	50亿日元	“正” （意为上市时净资产为正数）	—
持续经营期间 （董事会决议日基准）	自上市申请日算起≥3年前	自上市申请日算起 ≥3年前	自上市申请日算起 ≥1年前

### 2. 主券商的审查以及推荐

日本IPO的一个特点是主券商制度。也就是说，在申请上市之前，企业必须先获得一家证券公司（通常是大型券商）的推荐，该券商被称为“主幹事証券会社”，即主券商。主券商除协助企业制作上市申请文件外，也会进行自有的承销审查（日本称为“引受审查”）。这些动作，均可视为东证审查的“预演”。即券商会预先核查企业的财务状况、管理团队素质、经营合规风险等，并指导该公司进行整改。这个期间一般需要两年以上。如果企业无法通过主承销商的审查，基本也无法向东证提出上市申请。所以得到主券商的推荐，可以说是上市的必经之路。

以下是 IPO 的各种所需审查概要：

审查实施者	审查种类	审查的主要目的
证券交易所	上市审查	根据上市审查基准，对拟上市公司的上市适格性进行审查，并判断是否批准上市。
主券商	承销审查	确认拟上市公司的上市适格性，同时制作在上市审查时由主券商名义向东证提交的《上市适格性调查相关报告书》，并进行制作该报告书所需的审查。
主券商和其他承销商	承销审查	在承销拟上市公司的股份并面向投资者进行销售时，从承担责任及风险容许度的角度出发进行审查，判断该公司股份作为投资有价证券的适格性。

### 3. 律所，会计师，以及税务顾问的参与

在日本进行 IPO 时（特别是上市公司有较大的外国业务，或需要全球发行等涉及到跨境因素的情形下），拟上市的公司通常会聘请法律顾问提供全面的支持，包括但不限于：

- **尽职调查 (DD)**：法律、财务、业务、知识产权等多方位风险排查。
- **招股文件的制作以及审阅**：协助起草或审阅有价证券届出书、招股说明书等。若涉及海外发行，还需起草或审阅英文 OC
- **合规审查**：协助确认企业在上市时是否符合日本金融商品交易法、公司法、证券交易所规定等方面的合规性。
- **交易文件谈判**：与主承销商、其他承销商等多方洽谈并起草承销协议等相关合约。

除此之外，上市公司在财务披露方面需要符合日本公认会计准则（J-GAAP）或国际财务报告准则（IFRS），故上市前企业必须获得会计师事务所的审计意见。跨境发行还要考虑转化为 US GAAP 或 IFRS 的需求。此外，在税务方面，若涉及跨境业务或全球发行，也需税务顾问来规划，确保海外收益或股利分配的合法合规。

### 4. 外国公司的日本上市

按照东证的规则和实务，外国公司可以选择（1）直接在日本上市，也可以选择（2）在日本设立控股公司，然后进行集团内重组后让该日本控股公司上市（在日本称为“Corporate Inversion”）。两种方式在东证均有先例。

#### （1）外国公司的直接上市

外国公司选择直接在日本上市，又可以细分为使用 JDR（Japanese Depositary Receipt）和不使用 JDR 的情形。JDR 方式意味外国公司将其股票通过信托转让给受托人（比如信托银行），然后由该受托人以所受托的外国公司股票为基础，发行与其实质内容相同的受益证券（JDR），并使该受益证券在日本上市流通。而市场中持有 JDR 的投资者，则需要签署信托合同，通过受托人来行使表决权等权利并收取分红等。

如果不采用 JDR 方案，则由日本的“证券保管振替机构”成为外国公司的直接股东，然后日本投资者通过证券保管振替机构来行使表决权等权利并收取分红等。

无论是否采用 JDR 方案，对于日本投资者而言，其本身并非外国公司的直接股东，而是通过信托受托人（JDR 方式）或证券保管振替机构（非 JDR 方式）来行使作为股东的权利。外国公司可以通过上述方式直接在日本上市，法规上也不需要日本设立主体。但实际上，为了针对日本投资人进行符合日本上市规则的披露等活动，往往还是需要日本设立子公司等据点。所以，如下所述，最近较多的案例是在日本成立主体让其上市的方式。

#### （2）外国公司通过重组让日本的控股公司上市（Corporate Inversion）

如果外国公司采用这种方式在日本上市，重点需要考虑的是如何进行重组。目前较普遍的方式有两种：

一种是先成立日本控股公司，然后将目前的集团最上层的公司（比如开曼公司）以解散清算的方式拆掉，然后作为财产分配，给予股东日本控股公司的股份，这样该外国公司的股东就成为了日本控股公司的股东。然后让该日本控股公司上市。

另一种是让在日本成立控股公司后，该日本控股公司再设立外国子公司，然后让该外国子公司和其他外国公司的主体合并，该外国子公司称为存续公司，并作为合并对价，将日本控股公司的股份支付给其他外国公司的股东。

这样也同样可以达到让外国公司的股东成为日本控股公司的股东的目的。

采取 Corporate Inversion 的优势是可以直接让日本控股公司上市，审查流程和上述日本公司的上市相同。且对于日本市场的投资人来说，相对于外国公司的直接上市，如果让日本控股公司上市会更“直接”也更有魅力，融资也较方便。但挑战在于，如采取这种方式，必须慎重考量外国公司的所在地的法律是否允许该重组，以及税务方案。需通过法律顾问以及税务顾问来规划最优上市架构，降低不必要的税收成本。

## 五 总结 (Takeaways)

综上，可以将日本 IPO 的特色总结如下：

- **日本证券市场的主要平台是东京证券交易所（东证）：**其市场区分在 2022 年 4 月起进行了大规模改革，重塑为 Prime、Standard、Growth 三大市场。
- **IPO 在日本通常意味着“新股发行并上市”：**但少数情况下也会出现无公募、无卖出的 Direct Listing 情形。
- **IPO 的方式可分为全球发行、“旧临时报告书方式”、国内发行三大类：**主要区别在于是否在海外并行发行、是否编制英文招股说明书等。
- **上市审查强调投资者保护：**交易所会从形式要件和实质审查两方面严格把关；此外证券公司也会进行主承销审查。
- **Direct Listing：**在日本很少见，主要原因在于企业大多会利用 IPO 实现融资，同时交易所对 Growth 市场更注重公募要求，故 Direct Listing 在日本主要市场里成功先例极其有限。
- **需注意所在国的海外上市管制：**尤其是中国公司，除了需要符合日本当地的 IPO 相关法规和要求，还需要遵守中国的海外上市备案管理制度。
- **外国公司可以直接在日本上市，也可以通过重组让日本控股公司上市：**直接上市的话，投资人必须通过信托公司或代理机构间接性的行使股东权利。让日本持股公司在日本上市，则需要慎重考量法律以及税务架构，进行合规并最优化的重组。

今后，随着日本市场进一步国际化，更多企业可能选择“全球发行”方式，以吸引海外资金并提升国际知名度。同时，东京证券交易所也在积极推进制度改革，力求与欧美主要交易所接轨，提高市场竞争力和透明度。

对于有意在日本上市的中国企业或国际投资者而言，需充分理解日本的监管环境、上市标准和合规要求，在审计、法律、税务、投资者关系管理等各方面提前做好准备。即如果打算在日本进行 IPO 或直接上市，最好能尽早咨询专业的券商，法律事务所以及会计师事务所评估企业当前状况与目标市场的匹配度，并制定合规可行的上市计划。日本市场有其独特之处，既强调传统的“形式要件”，也注重企业可持续经营能力与公司治理水平。如何在平衡业务拓展与合规成本的同时，取得最佳上市效果，是每一家有志于赴日上市的企业都需要面对的挑战。

[作者]



鹿 はせる (Haseru Roku) (合伙人律师)

Email: haseru\_roku@noandt.com

2006年东京大学法学部毕业。2008年东京大学法科大学院毕业。2010年长岛·大野·常松律师事务所入所。2017年Columbia University School of Law毕业(LL.M.)。2017年至2018年就职于Schulte Roth & Zabel LLP(纽约)。2018年至2019年就职于中伦律师事务所(北京)。2022年成为长岛·大野·常松律师事务所合伙人。

鹿律师是钱伯斯(Chambers)科技并购(Technology M&A)2025日本部分的作者。也被评为The Best Lawyer in Japan 2024-2025的公司并购以及国际通商领域。入选日本经济新闻评选的中国相关业务律师Top 20(2023,综合第7名)。

鹿律师可以使用母语水平的中文,日文以及英文为各国不同的客户提供全面的日本关联法律服务,包括复杂的跨境投资,通商贸易,争议解决,合规等各领域的法律工作。其擅长通过对于各国的深刻了解和比较,向各国客户细致说明不同法域的制度差别以及商业习惯,策划与对方的沟通战略,进行谈判以及提供针对各个案件的最佳解决方案。鹿律师具有在日本、美国以及大中华地区的顶级法学院和律所学习工作的经验。



込宮 直树 (Naoki Komiya) (律师)

Email: naoki\_komiya@noandt.com

2019年东京大学法学部毕业。2020年长岛·大野·常松律师事务所入所。

[关于本事务所中国业务的详细信息请参考这里](#)

欢迎关注我们的微信公众号



本简报的目的是简洁地提供一般信息供各位参考,不构成本事务所的法律建议。另外,涉及见解的部分是作者的个人意见,并不是本事务所的意见。作为一般信息,基于其性质,有时会有意省略法令的条文或出处的引用。关于个别具体事项的问题,请务必咨询律师。

## 長島・大野・常松 法律事務所

<https://www.noandt.com/zh-hans/>

邮编 1007036 东京都千代田区丸之内 2 丁目 7 番 2 号 JP 大厦

Tel: 03-6889-7000 (总机) Fax: 03-6889-8000 (总机) Email: info@noandt.com



长岛・大野・常松律师事务所是日本顶尖的综合法律事务所之一，拥有约 600 名律师。在东京、纽约、新加坡、曼谷、胡志明、河内、雅加达\*及上海设有据点。我们为企业法务的所有领域提供一站式的法律服务，在国内及国际案件方面都拥有丰富的经验和业绩。

(\*合作事务所)

### 上海办公室

(日本长岛・大野・常松律师事务所驻上海代表处)

邮编 200031 中国上海市徐汇区淮海中路 999 号上海环贸广场写字楼一期 21 层

Tel: 021-2415-2000 (总机) Fax: 021-6403-5059 (总机)



本事务所的上海办公室(日本长岛・大野・常松律师事务所驻上海代表处)于 2014 年 11 月设立。上海办公室与东京办公室的“中国业务部”及各领域的专业律师紧密合作，并充分利用与中国当地律师事务所的合作关系，更好地处理日本企业总部及中国法人日益专业化、复杂化的法律需求。同时，上海办公室作为本事务所在中国的窗口，也将为计划对日投资以及与日本企业进行业务合作的中国企业提供日本法律和实务上的建议。