

2025 年 1 月 No. 8

## 如何在日本进行“借壳上市”-相关要求和实务

长島・大野・常松律师事务所 (NO&amp;T) 日本法律师 鹿 はせる

### 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。

其中，特别是中国企业或在中国有优质业务的企业，由于中国国内上市较困难，之前上市的第一选择的美股或港股市场受到中美对立等影响，发生上市受阻或流动性下降等问题。日本市场的相对宽松安定的环境，以及日元贬值导致的低成本，反而成为理想的上市地点。其中，又有一些企业希望通过“借壳上市”的路径在日本证券市场获得上市地位。

以下内容将围绕外国企业在日本进行“借壳上市”所需了解的主要环节与监管要求展开，与普通上市做对比，包括日本证券市场的概况、借壳上市具体流程、涉及的法律法规、相关法律要求以及合规注意事项，帮助外国企业在筹划日本上市时作出更加明智、有效的决策。

### 二 日本证券市场概况

#### 1. 日本的主要证券交易所：东证(TSE)

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. 东证的三个市场（板块）

东证自 2022 年 4 月市场区分重组后，目前有三个市场（Prime 市场、Standard 市场、Growth 市场）。下面的表是各市场的特征及上市要求。

分类	Prime 市场 (プライム市場)	Standard 市场 (スタンダード市場)	Growth 市场 (グロース市場)
预期上市企业类型	- 流动性高、规模大的企业，能吸引国内外大型机构投资者。 - 需具备国际竞争力与完善的信息披露能力。	- 流动性与市值基准相对 Prime 宽松，但需拥有一定规模和持续稳定的业务基础。	- 高成长的新兴或风险企业，未来有望成长为中型或大型公司。 - 投资风险相对较高，但具备潜在成长性。
上市时市值	- 上市时市值通常需达到约 100 亿日元以上（流通股市值约 250 亿日元以上等，另有更细致的要求）。	- 上市时市值通常需达到约 40 亿日元以上（流通股市值约 10 亿日元以上等）。	- 上市时市值通常需达到约 20 亿日元以上（流通股市值约 5 亿日元以上等）。
股东数量及流通股比例	- 股东数至少 800 人。 - 流通股比例原则上应在 35% 以上。	- 股东数至少 400 人。 - 流通股比例原则上应在 25% 以上。	- 股东数至少 150 人。 - 流通股比例原则上应在 25% 以上。

主要财务要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 需保证其合并净资产为 50 亿日元以上(且非合并净资产不为负数), 审计意见合格等。</li> <li>- 审查时亦会考量收益能力、成长性与稳定性。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 相较于 Prime 稍微宽松, 但仍需具备稳健的财务基础: 如合并净资产为正。最近一年度有 1 亿日元以上的利润等</li> <li>- 与 Prime 相同, 也需获得审计意见合格等基本要求。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 在各板块中最宽松, 可以未实现充分盈利的情况下上市。但需要至少在 1 年前开展实际业务工作。并具备明确的成长计划与财务预测, 进行相应披露。</li> <li>- 需满足经过会计师审计等基本要求。</li> </ul>
--------	--	---	--

对于多数考虑“借壳上市”的外国公司而言, 如果与已在日本上市但经营规模不大的公司进行重组或吸收合并, 往往这些公司属于 Standard 或 Growth 市场。此外, 如果标的公司原本在 Prime 市场挂牌, 则所需满足的合规与持续披露要求会更为严格。

### 三 在日本“借壳上市”是否可行

#### 1. 日本的借壳上市

通常对于外国企业来说, “借壳上市”有广义和狭义两种意思。广义的借壳上市是指, 投资人通过收购, 合并等方式利用已经上市的“壳公司”, 较快实现自我的上市。狭义的借壳上市则是指 Reverse Takeover (RTO), 投资人将资产注入一间市值较低的已上市公司(壳公司), 取得该公司的股份后, 利用其上市公司地位, 使母公司的资产得以上市。

##### (1) 狭义的借壳上市-RTO 方式的借壳上市较为困难

在日本, 狭义的借壳上市(RTO)法律实务上较困难。因为将资产注入公司获取股份的行为属于实物出资(contribution in kind, 日本称为“现物出资”), 而日本的公司法对实物出资的管制较严格, 原则上需要投资人向法院申请检查人评估出资资产的价值是否合理。但实务上, 该检查人制度很少被利用(即使利用的话, 也可想象由法院选任的检查人的评估会相对保守, 可能不利于投资人)。法律上对于检查人的要求也有一些例外情形, 比如少数出资(出资金额不足 500 万日元, 或不足壳公司总发行股份的 10%等), 或根据《产业竞争力强化法》, 在得到日本政府(经济产业省, 即 METI)的批准后免除检查人要求。但少数出资不能实现投资人控制壳公司的目的, 申请政府批准则本身需要成本和时间, 且结果也有一定的不确定性。

##### (2) 广义的借壳上市-技术性上市被广泛利用

但广义的借壳上市, 在日本也存在并被广泛利用, 被称之为“技术性上市”(日语叫做“テクニカル上场”), 其核心在于: 投资人通过与一家已上市公司进行合并、换股或资产置换等方式, 使尚未上市的企业获得上市地位。东证认可技术性上市, 并发布了关于技术性上市的指南。至今为止也有先例。

根据该指南, 如果如果某非上市公司(母公司)和东证上市公司(壳公司)进行合并, 或通过换股(日本公司法的“株式交换”或“株式移転”)取得该上市公司(壳公司)的全部股份, 成为壳公司的 100%母公司, 东证将审核母公司是否符合上市条件后, 批准该母公司的上市。此时, 由于壳公司之前就是上市公司, 本身已经通过了既往的上市审核, 东证的审核将相较于通常的新上市(IPO)流程要更快。

在这里, 需要说明一下日本通常的 IPO 流程。由于东证要求拟上市的公司申请 IPO 时必须严格遵守合规, 并提交两年的财务报表, 而该财务报表也需要“非常干净”。所以在日本, 通常筹备 IPO 的公司会在上市前的数年前开始准备, 即通过券商, 律师以及会计师等外部顾问, 整改内部的合规, 公司章程, 财务等状况, 在完成整改, 得到主券商的推荐后, 再向东证正式申请上市。这个准备过程最起码需要两年, 但如果是主要业务在国外的话, 由于其整改更加复杂, 往往需要更长的时间。

而技术性上市的话, 由于壳公司已经之前经过该严谨的整改和审核, 所以东证的审核会相应的简化。如果顺利的话, 可在数月之内可以完成母公司的上市(东证要求企业在计划技术性上市的 4 个月前, 向该机构进行事先咨询)。

#### 2. 东证对于技术性上市的审核要点

东证对于技术性上市的审核, 首先是看母公司, 也就是今后的上市公司是否符合股东数量, 流通股比例, 市值等是否符合之前的壳公司的上市标准。也要看母公司的股份是否有一些不符合上市公司的限制(比如是否有转让需要得到公司同意等限制), 以及母公司是否有“涉黑”(即日本的暴力团等反社会组织)情形等负面因素。

但更为重要的是，东证将审核“借壳”过程中，有无导致上市公司“丧失实质存续性”的调查，也被简称为“后门上市”（日语叫做“裏口上場”）审查。这里的逻辑不难理解，由于东证简化上市审核的理由是，壳公司之前已经通过严格的检验，被证明是“干净的公司”，如果在“借壳”过程中丧失了实质，混入了很多“不明因素”，那么就需要从新进行一次调查，看借壳后的上市公司是否已经丧失作为上市公司的“实质”。

在这个调查过程中，东证会重点审核母公司和壳公司的经营业绩，财务状况、董事会成员构成与经营管理组织（包括营业场所所在地）、股东构成、商号或名称，以及其他被认定对上市公司具有重大影响的事项，并比较这些要素的规模大小等。由于是“实质”的调查，很难量化这里边的判断因素。不过东证一般会以母公司的最近年度的总资产，销售额以及利益是否超过壳公司的对应金额来做一个初期评估，如果不超过则原则上认定为“未丧失”，超过则进行进一步详细调查（这里的思路就是，如果通过“借壳”过程，母公司放进壳公司的东西大于壳公司自己的东西，就可初步推定为上市公司有可能丧失其“实质存续性”）

如果根据该调查，东证最终认定上市公司已失去其“实质存续性”，东证也不会马上命令该公司退市，而是会要求该公司做出符合新上市审核标准的整改。但如果该上市公司自从借壳完成的3年内未完成该整改，也就是说3年内没有通过东证的等同于IPO流程的审核标准，东证将会命令该上市公司退市。

综上所述，在日本，借壳上市在日本可以以“技术性上市”的方式进行并缩短其上市审核过程。但东证仍然会调查该借壳后的上市公司有无丧失“实质存续性”，如果认定丧失的话，则需要符合相当于IPO流程的相关要求，否则3年内会被命令退市。但即使这样，对于投资人来说，比起通常的IPO程序，还是具有优势。因为如果按照通常的IPO流程，投资人在IPO审查过程中无法获得上市公司地位进行融资等，但如果通过技术性上市，则可以在拥有上市公司的地位的同时进行IPO流程的审核。

## 四 在日本如何收购或控制上市公司

### 1. 要约收购（TOB）和定向增资

从以上内容可以了解，在日本不是没有操作借壳上市的空间。但首先借壳上市需要有壳愿意卖给借壳人，也就是说必须有（i）既有的上市公司的股东同意将持有的股份出售或换股给收购方，或（ii）让上市公司同意定向增资（增发新股）给收购方。

#### （1）要约收购（TOB）

如果采取（i）的手续，需要符合日本证券法（金融商品交易法）的要约收购（TOB）要求，即收购方的收购量超过法定门槛（目前为代表三分之一表决权的股份，但在两年内会修改减少为30%），原则需要启动TOB程序，向所有股东进行平等的招募。TOB程序要求收购方在进行收购前向金融厅提交要约收购申报文件，并在指定报刊或网络平台公告TOB的详细信息（包括收购价，收购期限，最高及最低收购数量，对目标公司未来战略的设想等）。目标公司则需在规定时间内发表董事会意见，说明其对收购方要约的看法，并可能发布“赞成”“反对”“留待股东自行判断”等态度（如果董事会反对的话，将会成为敌对性收购，而产生不能进行尽职调查等障碍。）

#### （2）定向增资

如果采取（ii）的手续，需要符合日本公司法的关于发行新股的要求。上市公司原则上可以通过董事会批准发行新股。但，首先，如果发行新股导致该公司的控制权变更（即超过50%表决权的股东变更），而有10%表决权以上的股东要求时，该增发需要通过股东会的过半数同意。第二，如果该增发是对第三方的定向增发，并且增发价格对该第三方有利（通常是比市价便宜10%以上），则需要通过股东会的3分之2以上的同意。

也就是说，无论是通过要约收购还是定向增资，都需要履行相应的程序，并得到一定程度股东的同意，方可进行收购。

### 2. FDI 申报和反垄断申报

作为其他手续，作为收购方的外国企业还需要考虑的是FDI审查和反垄断申报。只要符合以下的相关要求，则除了以上程序外，收购方必须得到日本政府的许可方可进行收购交易。

## (1) FDI 申报

FDI 审查，是根据《外汇及外国贸易法》（简称为外汇法）的外商直接投资审查。日本的 FDI 审查，将所有业务种类分为“指定行业”和“非指定行业”。外国投资人投资从事指定行业的日本公司需要进行事先申报，得到政府（通常是经济产业省：METI）许可后方可进行投资（上市公司的话，需要做申报的投资门槛是 1% 表决权。）。如果标的公司从事的是非指定行业，则只要在投资交割后提交事后报告就可。所以标的公司从事的业务是否属于指定业务是 FDI 手续的关键所在。此时需要注意的是，上市公司往往从事多种业务，而只要一种业务属于“指定行业”，就需要进行事先申报。所以，只要投资人取得上市公司 1% 以上表决权，就有很大概率需要去做事先申报。

一般来说，事先申报的标准处理期间是 2 周到 1 个月，但中国企业，或有中国因素的企业（比如母公司或主要投资人在中国，或是在中国有大量资产和业务的企业），通常会面临更加严格并更长的审查。所以，外国公司必须通过尽调了解标的公司从事的业务，以及自身的“中国因素”，严谨考量是否需要作事先申报，以及如何和主管部门（通常是经济产业省；METI）的沟通的策略，并设置较长的交割期，确保有充分的时间去处理审查。

## (2) 反垄断申报

反垄断申报，则是根据日本《独占禁止法》，当并购交易达到一定规模时，必须向日本公平交易委员会（JFTC）进行反垄断申报（日文叫做“企业结合届出”）。其中，最主要的判断标是收购方集团在日本境内的销售额是否达到 200 亿日元以上，以及被目标公司及其子公司在日本境内的销售额是否达到 50 亿日元，以及通过该交易，收购方是否取得目标公司的 20%。由于上市公司的销售额一般会在日本超过 50 亿日元，如果收购方集团在日本的销售额超过 200 亿日元，则很有可能需要提交反垄断申报，经过 JFTC 的批准后，方可进行交易。

## 五 总结 (Takeaways): 投资人的选项和对比

通过以上内容的分析，可以说作为拥有优质的中国业务的投资人，想在日本上市的话，有以下几种选项。

- **走通常的 IPO 过程：**过程需要 2 年以上。且往往需要设立一个日本公司作为上市公司，将投资人的其他业务放到该日本公司的旗下（虽然理论上外国公司可以直接在东证上市，但实践上的先例很少）。这个流程目前也已经先例。缺点是比较花时间，优点则是可以“完全靠自己”，不需要去找“壳”或被收购对象
- **借壳上市（技术性上市）：**投资人在日本设立壳公司，然后通过和既有的上市公司合并或换股等手段成为该公司的母公司，然后通过技术性上市让母公司作为日本的上市公司。需要注意的是，可能需要面对东证的后门上市审查。优点则是可以快速上市。
- **取得上市公司的控制权：**投资人通过要约收购（TOB）或定向增资取得上市公司的控制权。然后通过该上市公司开展日本业务，也可以让其退市。需要注意的是，找到合适标的和推进要约收购和定向增资都需要一定时间和成本。但，日本的要约收购和定向增资的实务已经非常成熟。通过聘请经验丰富的外部顾问团队可以合理缩短过程并节省成本。

以上的选项其实并不是对立的。比如在找“壳”的过程中，投资人也可以做好找不到，或找到后没有成功交割等情形，同时准备通常的 IPO 流程（有时候找来找去，2-3 年也就过去了。）。或者也可以考虑通过要约收购或定向增资取得上市公司的实际控制权后，让该上市公司成为“壳”，然后完成投资人设想的“借壳上市”。

[作者]

**鹿 はせる (Haseru Roku)** (合伙人律师)Email: [haseru\\_roku@noandt.com](mailto: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。

[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。