

# 日本企業における海外市場への重複上場の状況と意義

株式会社ガリバーインターナショナル

松本 雅之

[目次]

はじめに

## I. 海外重複上場の歴史とその意義

1. 電機大手2社の海外重複上場の歴史
2. 海外重複上場の事例と意義

## II. 海外重複上場の現状

1. 近年のトレンド変化
2. 海外重複上場数減少の要因

## III. 日本企業のアジア市場への上場

1. 日本企業の香港上場の事例
2. アジア市場への上場の意義

まとめ

はじめに

1970年に日本企業として初めて、ニューヨーク証券取引所に上場を果たしたのがソニーである。以来、日本の名立たる企業が相次いでニューヨーク証券取引所をはじめ、海外の証券取引所に上場した。資金調達力を高めるため、また、グローバル展開の足掛かりとして、必然のチャレンジであった。特に、ニューヨーク証券取引所の上場基準は日本の証券取引所のそれと比べて高く、各社の経営陣や財務部門としては、難儀なチャレンジであった。しかしながら、時代の変化とともに、海外重複上場の意義は薄れてきた。今、資金調達力としての意義は、皆無と言っても言い過ぎではない。本報告では、日本企業の海外重複上場の歴史と現状について事例を中心に概観し、その意義について考察を加えるものである。

## I. 海外重複上場の歴史とその意義

### 1. 電機大手 2 社の海外重複上場の歴史

ソニーと松下電器（現在はパナソニックに社名変更）の電機業界大手 2 社がニューヨーク証券取引所への上場の先駆けとなり、その後、久保田鉄工（現・クボタ、1976 年 11 月）、パイオニア（1976 年 12 月）、本田技研工業（1977 年 2 月）、京セラ（1980 年 5 月）、日立製作所（1982 年 4 月）などの日本企業が追随して同証券取引所に上場を果たした。まず以下にソニーと松下電器の海外重複上場の歴史を確認する。

#### (1) 事例：ソニー

ソニーは、1961 年 6 月に日本企業として初めて、米国店頭市場において ADR<sup>1</sup>（米国預託証券）を発行<sup>2</sup>した。そして、1970 年 9 月には、同じく日本企業として初めて、ニューヨーク証券取引所に上場<sup>3</sup>を果たした。創業から約 24 年後のことである。この結果、米国証券取引所を通じた資金調達を実現させ、また、米国をはじめとするソニーのグローバル展開を大きく加速させた。その後、ソニーは、全世界で最大時 18 の証券取引所に上場<sup>4</sup>を果たし、世界の証券取引所でソニー株式が流通する状態となった。

#### (2) 事例：松下電器（現・パナソニック）

松下電器は、ソニーがニューヨーク証券取引所上場した約 1 年後となる 1971 年 12 月に、同証券取引所に上場<sup>5</sup>を果たした。そして、1973 年以後、アムステルダム（オランダ）、フランクフルト（当時・西ドイツ）、デュッセルドルフ（当時・西ドイツ）、パリ（フランス）、パシフィック（アメリカ西海岸）、香港の各証券取引所に上場<sup>6</sup>を果たした。

### 2. 海外重複上場の事例と意義

米国に重複上場する企業についてトービンの  $q^7$  を測定したところ、重複上場していない企業よりも 16.5% 高かったという調査結果（1997 年）がある。<sup>8</sup> この調査結果は、重複上場する企業が、その意義を活かし、高い企業価値を創造したという証左と言えよう。では、海外重複上場の意義とは何

<sup>1</sup> American Depositary Receipt

<sup>2</sup> ソニー有価証券報告書 沿革

<sup>3</sup> ソニー有価証券報告書 沿革

<sup>4</sup> 佐野角夫 2007 年「ソニー知られざる成長物語 先駆者を支えた男が語る<経営の原点>」毎日新聞社 P60

<sup>5</sup> パナソニック有価証券報告書 沿革

<sup>6</sup> 本多淳 2005 年「企業価値はこうして創られる IR（インベスター・リレーションズ）入門」朝日新聞社 P25

<sup>7</sup> 企業の市場価値を企業資産の再取得価額で割ったもの。1 より大きいトービンの  $q$  は、企業が投資の意思決定に関して成功していることを示す。

<sup>8</sup> 久保田政純・真殿達 監訳 2011 年「国際ビジネスファイナンス 第 12 版」麗澤大学出版会 P452

か。日本企業にフォーカスし、以下に5社の事例をもとに、これらの意義を確認する。

### (1) 事例：ソニー

ソニーがニューヨーク証券取引場に上場した1970年当時は、高度成長期をむかえた日本において、設備投資のために多額の資金確保をしたいニーズがあるのにも関わらず、多額の資金調達は困難であった。日本国内での資金調達は銀行借入に依存せざるを得ない状況であった。ソニーは財閥系ではなくどのグループにも属さない新興企業であったこともあり、銀行借入を行うにもより限界があった。したがって、多額の資金調達の実現させる、且つ、外貨建てで調達できる資金調達方法の開拓として、海外市場への重複上場にチャレンジするのは、必然であったと言える。<sup>9</sup>

ソニーは、1960年2月に米国にSony Corporation of Americaを設立している。トランジスタラジオを開発して米国でも発売しており、加えて、米国における知名度を高める効果もあった。

### (2) 事例：三菱電機

三菱電機は、1989年にロンドン証券取引所とパリ証券取引所に上場<sup>10</sup>を果たした。1980年代以降、欧州にて外貨建の転換社債、普通社債、新株引受権付社債、ユーロ・円建て普通社債など、直接金融での資金調達を進めてきた。<sup>11</sup> こうした積極的な資金調達の実施の方針が、ロンドン・パリ各証券取引所への上場を後押ししたものと考えられる。

### (3) 事例：三菱銀行（現・三菱東京UFJ銀行）

三菱銀行は、1989年9月にニューヨーク証券取引所に上場を果たした。同社企画部部長代理（1989年当時）の原沢氏は、この上場の狙いを「三菱銀行株式が日・米・欧で24時間取引可能となる」「米国機関投資家による投資が活発化する」「米国内での知名度向上に寄与し、海外における営業活動の強力な支援材料となる」「米国基準のディスクロージャーにより、現地当局、格付機関、取引先、従業員などへの当社の理解が深まる」などをあげている。<sup>12</sup>

### (4) 事例：大正海上火災保険（現・三井住友海上火災保険）

1990年に、大正海上火災保険（現・三井住友海上火災保険の前身の1社）は、パリ証券取引所に上場を果たした。当時、日本経済新聞はその狙いを、「欧州共同体（EC）の市場統合によって拡大が見込まれる欧州の保険市場で知名度を高め、現地での営業活動を本格化する布石とする。パリ証券取引所への上場は欧州の現地企業や個人相手の営業活動の拡大をめざす第一歩で、知名度をあげて現地化戦略を強化していく。フランスの年金基金、保険会社といった機関投資家は日本と同じく長

<sup>9</sup> こうした背景について、ソニー創立50周年記念誌「GENRYU 源流」（1996年発刊）P134-137において詳細に記載されている。

<sup>10</sup> 三菱電機 HP 沿革 (<http://mitsubishielectric.co.jp/corporate/gaiyo/history/1980/index.html>)

<sup>11</sup> 佐藤行弘 2014年「三菱電機株のIR活動の取組み」インベスター・リレーションズ 第8号 日本IR学会 P26

<sup>12</sup> 原沢隆三郎 1989年「三菱銀行株式のニューヨーク証券取引所上場」『商事法務 No.1196』商事法務 P13（一部要約）

期保有の傾向が強い。」<sup>13</sup>と報じた。海外事業の強化を図るなかで、現地での知名度向上を狙ったものである。

### (5) 事例：オリックス

オリックスは、1998年9月にニューヨーク証券取引所に上場<sup>14</sup>を果たした。同社社長室広報グループ課長（2000年当時）の片岡氏は、この上場の目的を「株主の利便性の向上」「コーポレート・ガバナンスの強化」「信頼性の向上」「資金調達手段の多様化」、これら4点をあげている。また、同氏はニューヨーク証券取引所上場の実現にはこうした背景について、「ノンバンクという業態は、国内では直接調達ができなかった歴史があり、調達手段の多様化という意味で、海外での資金調達を行ってきた。」「設立以来、任意でSEC基準での決算開示を行ってきた。」などを指摘している。<sup>15</sup>

### (6) 重複上場の意義

海外重複上場の意義について、以上の事例をふまえると、結論としては、第一に、「多額の資金調達の実現」「外国通貨での調達」「資金調達の多様化」といった資金調達力に係る意義があげられる。第二に、「外国人投資家・株主の利便性の向上」といった外国人投資家・株主とのリレーション強化に係る意義があげられる。第三に、「現地もしくは周辺国での知名度や信用力の向上」といった海外事業戦略の推進に係る意義があげられる。これら3点に集約・整理されよう。

## II. 海外重複上場の現状

### 1. 近年のトレンド変化

近年では、海外重複上場を廃止する動きが加速し、トレンドが変化している。以下、3社の上場廃止の事例及び日本企業の直近の状況について確認する。

#### (1) 事例：パナソニック（旧・松下電器）

パナソニック（松下電器から社名変更）は、2013年4月にニューヨーク証券取引所の上場を廃止した。同社の開示資料<sup>16</sup>によると、「外国人投資家の日本証券市場での株式取引増加」と「日本の法令及び会計基準等の改正による日米情報差異解消が進展」という環境変化を理由にあげている。なお、引き続き、米国店頭市場における米国預託証券（ADR）取引は可能であり、また、米国会計基準に基づく連結財務諸表の英文開示は継続し、過去情報との比較可能性を確保するとしている。

同社は、2013年時点で、既に他の海外市場での上場廃止を行っており、現在においては、日本の

<sup>13</sup> 1990年1月5日 日本経済新聞「大正海上、来月、パリに上場—知名度あげ現地化進める。」一部要約

<sup>14</sup> オリックス有価証券報告書 沿革

<sup>15</sup> 片岡聡 2000年「実践事例 インベスター・リレーションズ 第4章・企業IR活動事例・オリックスにおけるNYSE上場とIR活動」社団法人企業研究会 P196、P200-202

<sup>16</sup> パナソニック開示資料

(<http://news.panasonic.com/press/news/official.data/data.dir/2013/04/jn130401-3/jn130401-3.pdf>)

証券取引所（東京証券取引所・名古屋証券取引所）に上場するのみとなっている。

## (2) 事例：日立製作所

日立製作所は、1982年4月にニューヨーク証券取引所に上場していたが、2012年4月に上場を廃止した。同社の開示資料<sup>17</sup>によると、「外国人投資家の日本市場での株式取引が大幅に増加したこと」と「日本の法令の改正などにより日米における開示や内部統制に関する規制の差異解消が進展したこと」、ほぼパナソニックと同様の内容を記載し、上場廃止の理由としている。また、「上場継続に伴うコスト負担を解消して、更なる収益力向上を推進する」とし、ニューヨーク証券取引所の上場廃止の利点を説明している。

## (3) 事例：ダイムラー

ドイツの自動車大手 Daimler AG は、2010年にニューヨーク証券取引所の上場を廃止<sup>18</sup>した。日本経済新聞（2010年記事）は、「費用節減と業務の効率化が目的。もともと独フランクフルト証券取引所での取引が中心で、NYSEでの取引は低調だった。米クライスラーとの合併を解消したことで、米取引所での上場の必要性が薄れていた。」<sup>19</sup>と報じた。海外重複上場解消の動きは日本企業に限定された動きではない。

## (4) 日本企業の直近の状況

図表1は、日本企業の時価総額上位10社の一覧（2015年12月30日時点の終値）である。時価総額ベスト10の企業に限ればニューヨーク証券取引所に重複上場している日本企業数は10社中上位4社を含む5社である。時価総額規模で捉えれば相応の規模と言えるものの、日本の証券市場に上場する3500社を超える日本企業全てを母数とすると、ニューヨーク証券取引所へ重複上場している日本企業はわずか14社<sup>20</sup>と極めて少数である。

2000年代に入り、海外重複上場は減少に転じている。日本経済新聞（2004年記事）では、1999年94社あった海外重複上場は、2005年前半には53社に減る（見込み）と報じている。更に同記事では、「2004年には、東芝、積水ハウス、日本郵船など17社が一部あるいはすべての海外市場での上場廃止を表明。情報開示負担が重くなる一方で現地での売買が少なく、上場費用などを削減するのが狙い。」と報じている。

ここ数年では、例えば、2013年7月にクボタ、2015年4月にコナミが、それぞれニューヨーク証券取引の上場を廃止している。

<sup>17</sup> 日立製作所開示資料（[http://www.hitachi.co.jp/New/cnews/month/2012/03/f\\_0330b.pdf](http://www.hitachi.co.jp/New/cnews/month/2012/03/f_0330b.pdf)）

<sup>18</sup> Daimler AG 開示資料

（<https://www.daimler.com/documents/investors/nachrichten/kapitalmarktmeldungen/daimler-ir-rel-ease-en-20100514.pdf>）

<sup>19</sup> 2010年5月18日 日本経済新聞「ダイムラー、NY上場廃止へ、費用節減狙い。」

<sup>20</sup> 図表1の記以外でニューヨーク証券取引所に上場している日本企業としては、三井住友フィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループ、アドバンテスト、オリックス、キヤノン、京セラ、ソニー、野村ホールディングス、日本電産がある（順不同）。

図表 1：時価総額上位 10 社におけるニューヨーク証券取引所への上場の状況（2015 年 12 月 30 日時点の終値）

順位	証券コード	企業名	時価総額 (単位：百万円)	NYSE 上場
1	7203	トヨタ自動車	24,994,925	NYSE
2	8306	三菱 UFJ フィナンシャル・グループ	10,727,239	NYSE
3	9984	NTT ドコモ	10,149,058	NYSE
4	9437	日本電信電話	10,138,164	NYSE
5	9432	JT	8,942,000	-
6	9433	KDDI	8,487,070	-
7	2914	日本郵政	8,392,500	-
8	7267	ゆうちょ銀行	7,875,000	-
9	8316	ソフトバンクグループ	7,370,854	-
10	7751	ホンダ	7,082,685	NYSE

## 2. 海外重複上場数減少の要因

証券市場のグローバル化を背景に、海外上場していないとできないことは限られてきた。外国人投資家のほとんどは、日本証券市場での取引が可能であり、その取引量が増加している。また、日本の会計基準は 2000 年代におけるいわゆる会計ビックバンにより、米国会計基準との差異が縮まるなど、会計・法令の視点で日本の証券市場で上場をしていることと情報差異が無くなってきた。「I.2.

(4) 重複上場の意義」で述べた「資金調達力に係る意義」や「外国人投資家・株主とのリレーション強化に係る意義」は、既に相応に薄れていると言える。

このように海外重複上場の意義が薄まる一方、情報開示に係る負担はむしろ増してきた。特に、米国会計基準における情報開示の事務負担は大きく、こうした事務負担の軽減は、上場廃止した各企業が共通して理由にあげている点である。

以上のような要因から、日本企業の海外重複上場は、2000 年代を境に減少傾向が続いている。

他方で、「米国市場は、マーケットとしてはなお世界一の経済規模を誇り、魅力ある市場である。そして、JOBS 法<sup>21</sup>の制定によって上場要件・継続開示義務が緩和された今こそ、特に海外での事業展開を検討している日本企業は米国での上場を現実的な選択肢として検討すべきといえよう。」<sup>22</sup>という見方もあるが、近年で減少トレンドに変化は無いのが実際である。

<sup>21</sup> Jumpstart Our Business Startups Act. この法律により、外国企業を含む一定の企業の上場要件・手続きが大幅に簡素化された。

<sup>22</sup> 木下万暁、杉田泰樹、エリック・シビット 2010 年「世界を目指す日本企業の海外上場戦略 第 3 回 米国市場・JOBS 法」『ビジネス法務 2010 年 10 月号』中央経済社 P132

### Ⅲ. 日本企業のアジア市場への上場

#### 1. 香港上場の事例

日本企業の海外重複上場の減少傾向が続いている一方、ごくわずかながら、香港証券取引所へ上場する日本企業の動きがある。以下、こうした動きについて確認する。なお、図表 2 は、世界の証券市場の時価総額と上場企業数（2013 年 12 月末）であるが、香港証券取引所は、時価総額規模で見れば 6 番手となっている。

##### (1) 事例：パチンコ業界

日本の証券取引所への上場は困難とされるパチンコ業のダイナムジャパンホールディングスは、2012 年に香港証券取引所へ単独上場（プライマリー上場）した。<sup>23</sup> また、2015 年には同じくパチンコ業のニラク・ジー・シー・ホールディングスが香港証券取引所へ単独上場（プライマリー上場）した。<sup>24</sup>

##### (2) 事例：ファーストリテイリング

ファーストリテイリングは、中華圏および東南アジア地域での認知度向上などを目的に、2014 年に香港証券取引所に上場した（セカンダリー上場）。<sup>25</sup> ファーストリテイリングは、紹介方式（イントロダクション方式）により香港上場し、上場時に新株は発行せず資金調達を実施していない。この上場の目的として、第一に「成長著しい中華圏および東南アジア地域において、ファーストリテイリング、ユニクロおよびグループブランドの認知度を向上し、同地域での存在感を高めていくこと」<sup>26</sup>をあげている。

##### (3) 事例：SBI ホールディングス

SBI ホールディングスは、2011 年に日本の上場企業としては初めて香港証券取引所への上場を果たしたが、2014 年には上場廃止をしている。<sup>27</sup> 同社の上場廃止により、2016 年 1 月時点において、香港証券取引所には、上記のダイナムジャパンホールディングス、ニラク・ジー・シー・ホールディングス、ファーストリテイリングの合計 3 社の日本企業が上場している。<sup>28</sup>

<sup>23</sup> ダイナムジャパンホールディングス開示資料（[http://www.dyjh.co.jp/news/pdf/DYJH\\_020.pdf](http://www.dyjh.co.jp/news/pdf/DYJH_020.pdf)）

<sup>24</sup> ニラク・ジー・シー・ホールディングス開示資料（<http://www.ngch.co.jp/pdf/jp/NIRAKU-ad.pdf>）

<sup>25</sup> ファーストリテイリング開示資料（<http://www.fastretailing.com/jp/ir/news/1403051030.html>）

<sup>26</sup> ファーストリテイリング開示資料（<https://www.fastretailing.com/jp/ir/news/1401271500.html>）

<sup>27</sup> [http://www.sbigroup.co.jp/news/2014/0304\\_7932.html](http://www.sbigroup.co.jp/news/2014/0304_7932.html)

<sup>28</sup> デジタルガレージの連結子会社である econtext Asia Limited も香港証券取引所に上場していたが、2015 年 6 月に上場廃止している。

デジタルガレージ開示資料（[http://www.garage.co.jp/ja/ir/library/pdf/150602\\_dg\\_ecA\\_jp.pdf](http://www.garage.co.jp/ja/ir/library/pdf/150602_dg_ecA_jp.pdf)）

図表 2：世界の証券市場の時価総額と上場企業数（2013年12月末）<sup>29</sup>

順位	証券取引所	時価総額 (単位：10億米ドル)	上場企業数
1	ニューヨーク証券取引所	17,950	2,371
2	NASDAQ	6,085	2,637
3	東京証券取引所	4,543	3,419
4	ロンドン証券取引所	4,429	2,736
5	ユーロネクスト	3,584	1,062
6	香港証券取引所	3,101	1,643
7	上海証券取引所	2,497	953
8	TMX グループ	2,114	3,886
9	ドイツ証券取引所	1,936	720
10	スイス証券取引所	1,541	272

## 2. アジア市場への上場の意義

ダイナムジャパンホールディングス及びニラク・ジー・シー・ホールディングスは、香港証券取引場への単独上場（プライマリー上場）である一方、ファーストリテイリングは既に東京証券取引所に上場しており、香港証券取引所への上場は重複上場（セカンダリー上場）となる。上場の目的は、前出のとおりアジアにおけるブランド力の向上である。国内以上に海外での店舗拡大を積極化するファーストリテイリングにとって、特に、経済成長率の高いアジアでのブランド力向上は経営課題のひとつであった。なお、ファーストリテイリングの柳井社長は、ニューヨーク証券取引所への上場を目指す考えが「将来的にはあると思う。」<sup>30</sup>と述べ、更に海外上場が広がる可能性に含みを残している。今後、特に発展著しいアジア地域での事業拡大を狙い、ファーストリテイリング同様にアジアでの認知を向上させるといった海外事業戦略に係る意義に重きをおいた日本企業の新規上場の可能性は高まってこよう。

## まとめ

2000年代を境に海外に重複上場する日本企業は減少してきた。証券市場のグローバル化を背景に、外国人投資家のほとんどは、日本の証券市場での取引が可能であり、また、日米両証券市場における情報差異が縮まったことなどが背景にある。一方で、ファーストリテイリングに代表されるよう

<sup>29</sup> KPMG アジア上場アドバイザーグループ編 2014年「アジア上場の実務 Q&A 香港・シンガポール・台湾・韓国・タイの株式市場徹底比較」中央経済社（原典「WORLD FEDERATION OF EXCHANGES」）から引用

<sup>30</sup> 2014年3月29日 日本経済新聞「ファストリ柳井社長に聞く、米売上高1兆円めざす、将来のNY上場示唆。」



に、「現地もしくは周辺国での知名度や信用力の向上」といった主に海外事業戦略の推進に係る意義を見出し、海外重複上場を選択する事例がある。今後、このような事例が追随する企業が出て来るかは注目されよう。

ソニーがニューヨーク証券取引所への上場をきっかけに IR（インベスター・リレーションズ）を強化したように、海外市場への重複上場は外国人投資家と対峙するきっかけであった。時代が移り、日本企業は海外市場への上場の有無に関わらず、外国人投資家との対応が求められ、近年では、IRを強化し積極的に外国人を含む投資家・株主との対話を重視するようになった。日本企業にとって、どの証券市場を選択するかという課題認識はもはや薄く、投資家・株主との対話を重視し、如何に証券市場で評価を高めるかという点に関心を強く持っているのではないかと考えられる。

※本報告は私個人の見解であり、所属する企業の意見を代表するものではありません。

以上