



I P O等に関する見直しの方針 について

Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所

2022年8月24日

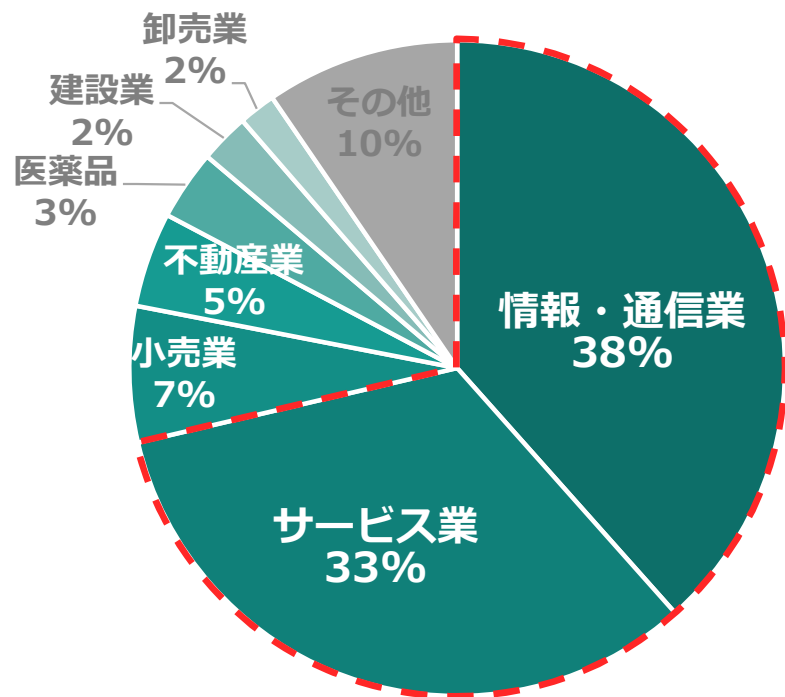
- スタートアップの育成は、日本経済のダイナミズムと成長を促し、社会的課題を解決する鍵となる。今後、政府においても、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」等に掲げられた事項をはじめ、様々な施策が進められていく予定とされている。
- 市場開設者である当取引所においても、新規上場の品質を維持しながら、新たな産業の担い手となるスタートアップに多様な新規上場手段を提供する観点から、現在、日本証券業協会において検討が行われている公開価格設定プロセス等に係る見直しとも連携を図りつつ、IPO等に関する諸施策について、順次、検討を進めていく。

- 近年、IPOを目指す企業のビジネスモデルに多様化が見られる中、宇宙、素材、ヘルスケアなど先端的な領域において新技術を活用して成長を目指す研究開発型企业（いわゆるディープテック企業）に関して、相対的に企業価値評価が困難である特性も踏まえ、上場審査及びリスク情報等の開示について検討を進める

具体的な対応事項

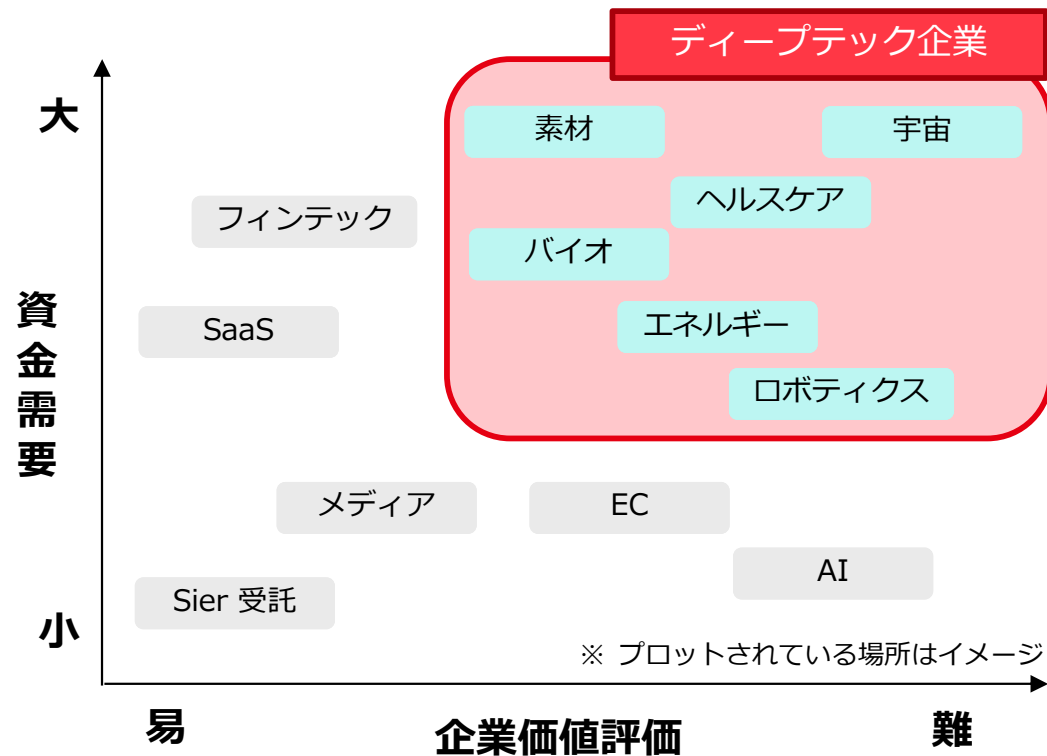
- ディープテック企業が機関投資家等から相応の中長期的な投資を受けている場合には、その投資判断にあたり得られた評価を上場審査において活用
- 事業内容、成長可能性及びそれを実現するための事業計画、事業リスク等に関して想定される開示事項の整理

IPO会社の業種



※ 2013~2021年にマザーズに上場した会社が対象

事業別の資金需要・企業価値評価



※ 経済産業省「スタートアップの成長に向けたファイナンスに関するガイダンス」に基づき東証作成

- 日本証券業協会において検討が行われている、公開価格の決定プロセス等の見直し内容を踏まえ、上場日程の柔軟化に向けて、新規上場申請日、上場承認日及び上場日の設定の自由度を高めるための検討を進める

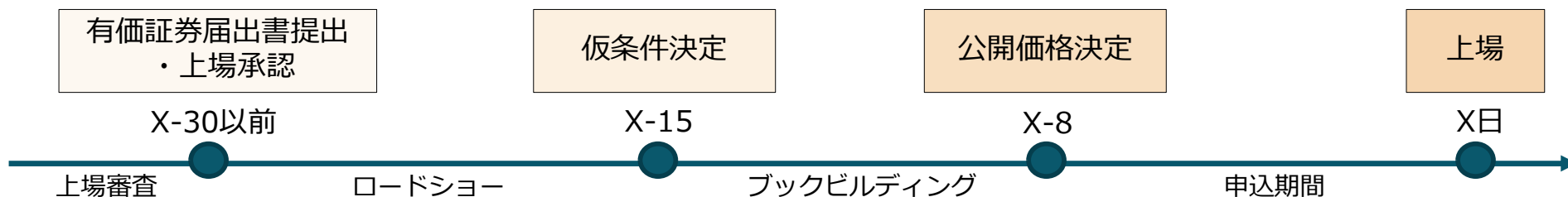
具体的な対応事項

- 有価証券届出書を上場承認前に提出する、いわゆる「S-1方式」を活用する場合や、上場承認後に上場日を変更する場合等における実務プロセスの整理
- 定時株主総会を跨ぐ上場審査の円滑化
- 新規上場時における業績予想開示の取扱いの明確化

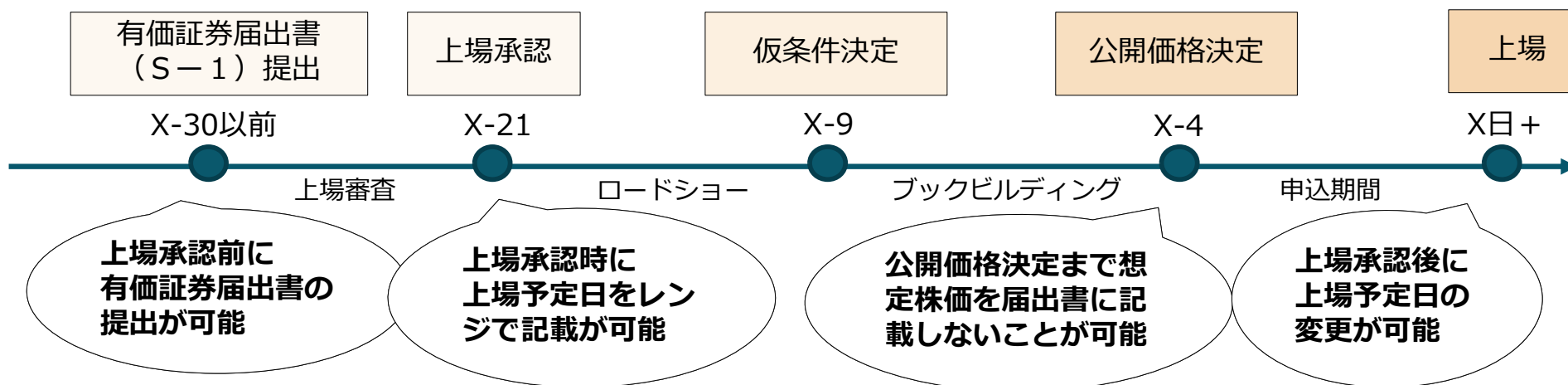
(参考) IPOプロセス (上場日程の設定等)

日本証券業協会による見直し案 (一部抜粋)

現行



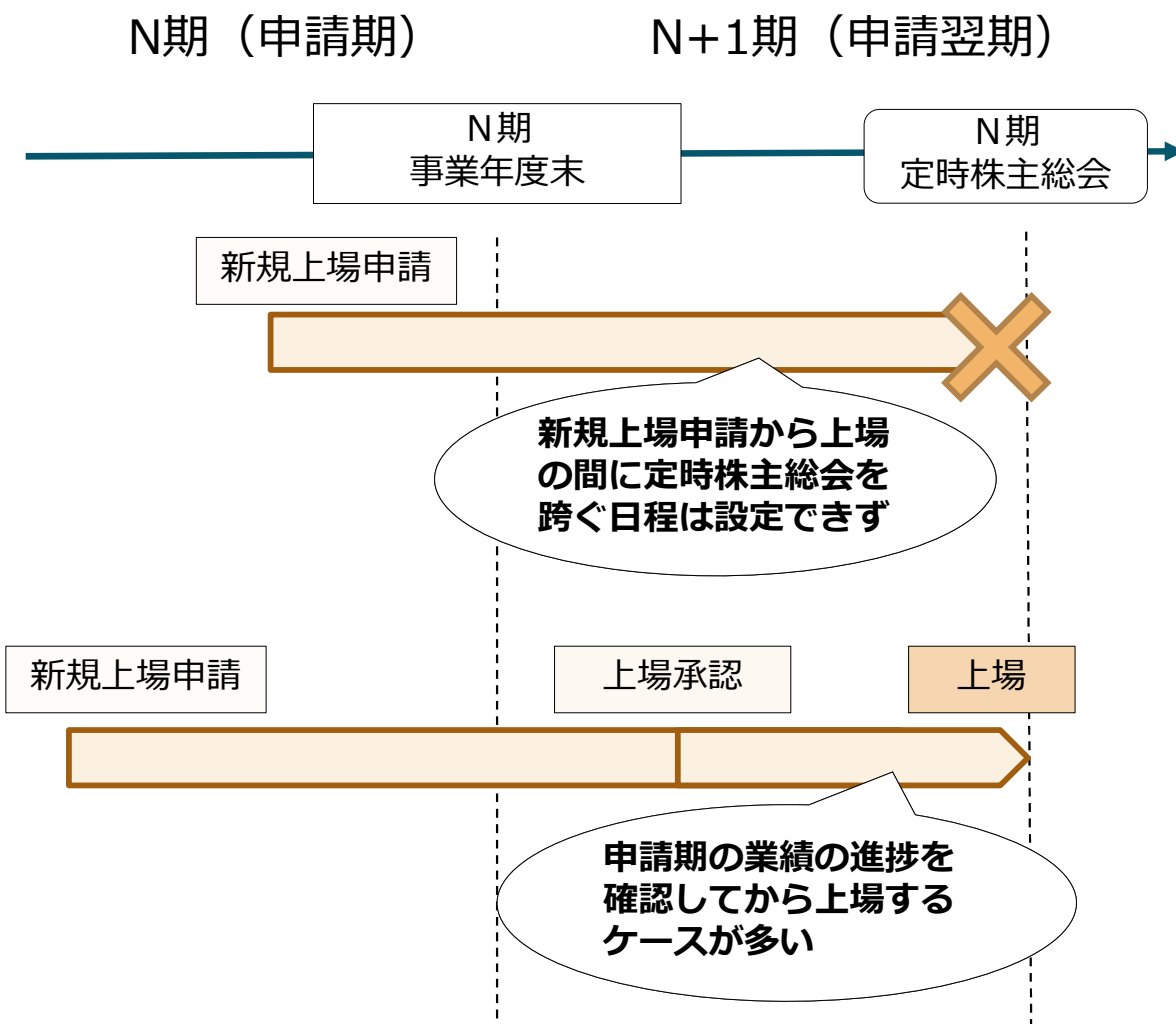
見直し案



※ 日本証券業協会「公開価格の設定プロセスのあり方等に関するワーキング・グループ」報告書等に基づき東証作成

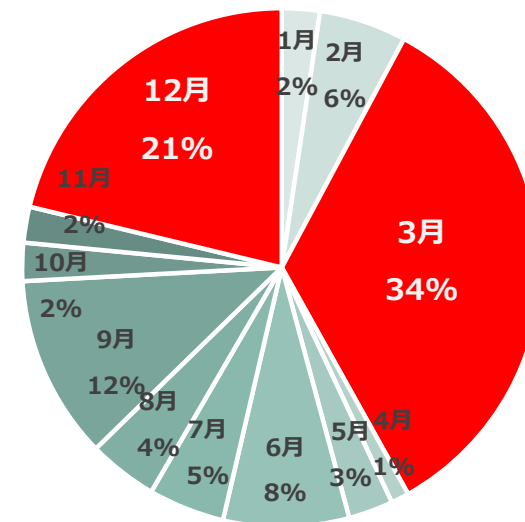
(参考) IPOプロセス (上場日程の設定等)

上場審査のスケジュール

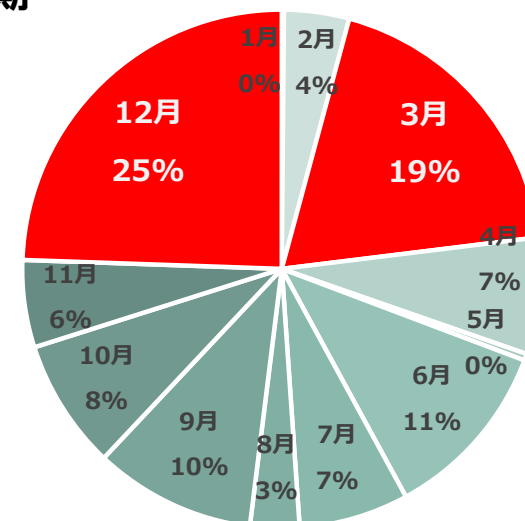


IPO実施会社の決算期・上場時期

決算期



上場時期



※ 2014~2021年に上場した会社が対象 (TPMを除く)

- 諸外国においてダイレクトリスティングの活用事例がみられる中、当取引所で実施する場合の実務上の留意点に関して、IPOとの相違点を踏まえつつ整理を行うとともに、現在、公募の実施を要件としている（＝ダイレクトリスティングが実施できない）グロース市場における制度の在り方の検討を進める

具体的な対応事項

- ダイレクトリスティングを実施する場合に、法令上、有価証券届出書の提出義務が課されないことを踏まえ、エンフォースメントを確保する観点から制度・実務的な在り方を検討
- 海外においては知名度の高い大型のスタートアップ企業において活用されている実態を踏まえ、グロース市場における制度の在り方を検討

ダイレクトリスティングの特徴

	通常のIPO	ダイレクトリスティング
証券会社の引受審査	あり	なし
証券会社の推薦審査 (上場適格性調査)	あり	あり
取引所の上場審査	あり	あり
「Iの部」の開示	あり	あり
有価証券届出書の開示	あり	なし

※ 東証におけるダイレクトリスティング実施企業（杏林製薬(株)、1999年4月上場）は、上場前から有価証券報告書を提出。主幹事証券会社から提出された流通参考値段（1,500円）により上場日の基準値段が設定され、初値は3,000円。株主同意に基づき初値決定時に1,700千株が売却された。

(参考) ダイレクトリスティング

新規上場基準 (形式要件・抜粋)

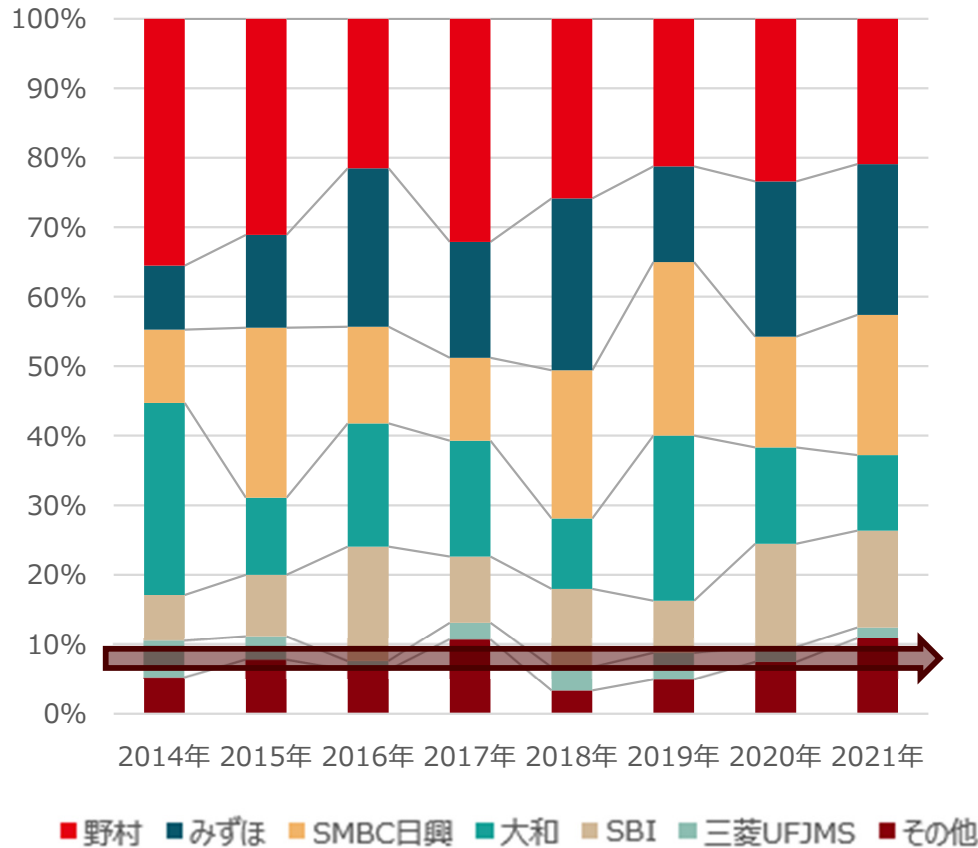
	プライム	スタンダード	グロース
株主数	800人以上	400人以上	150人以上
流通株式数	20,000単位以上	2,000単位以上	1,000単位以上
流通株式時価総額	100億円以上	10億円以上	5億円以上
時価総額	250億円以上	—	—
流通株式比率	35%以上	25%以上	25%以上
利益の額 又は売上高	最近2年間の利益の 総額25億円以上 又は 最近1年間の売上高 100億円以上 かつ 時価総額1,000億円以上	最近1年間の 利益1億円以上	—
純資産の額	50億円以上	正	—
事業継続年数 (取締役会設置)	3年以上	3年以上	1年以上
公募の実施	—	—	500単位以上

- 引受証券会社の新規参入の円滑化が課題として指摘されている中、上場申請に際して証券会社が「推薦」行為を行うために必要となる事項（体制整備の内容等）を明確化するなど、IPO関連業務への新規参入に関して予見可能性を高めるための検討を進める

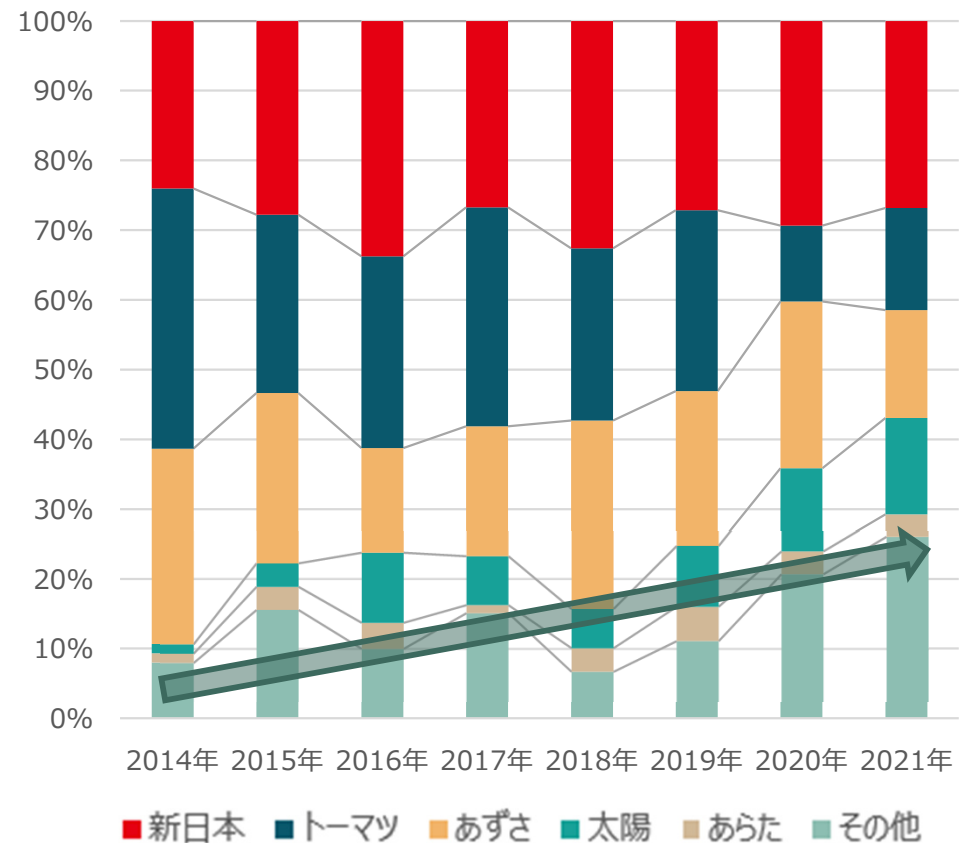
具体的な対応事項

- 推薦証券会社の参入手続及び参入要件（上場適格性調査体制として求められる事項）等について考え方やポイントの明確化
- 証券会社がIPO関連業務に新規参入を行おうとする場合の相談窓口の設置

各証券会社の推薦実績



(参考) 各監査法人の監査実績



※ 2014～2021年のIPOにおける件数ベースの比率
 ※ 2014～2021年の合計実績数が多い順に記載

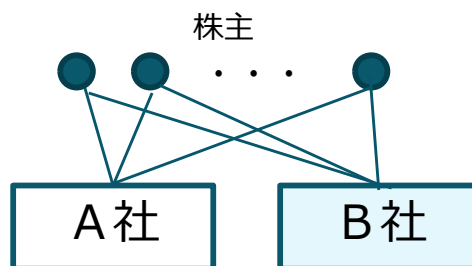
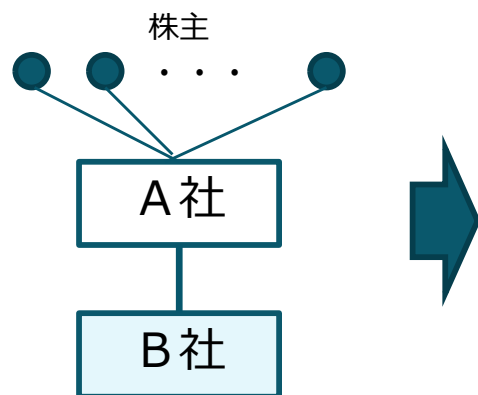
- 事業ポートフォリオの見直し等においてスピンオフ（分割型分割・株式分配）を活用するための環境整備が進む中、当事会社が新規上場する際の上場審査の内容及び上場プロセスについて、予見可能性を高めるための検討を進める

具体的な対応事項

- 当事会社の上場審査においてよく寄せられる疑問点（形式要件における事業継続年数・利益の額などの取扱い、上場申請に必要な財務書類、実質審査における事業実績の取扱いなど）に関する考え方やポイントの明確化

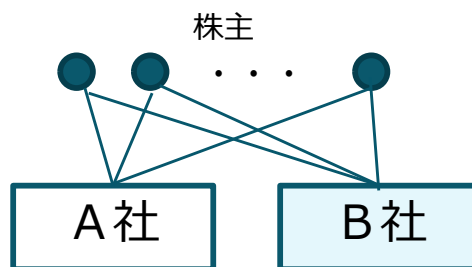
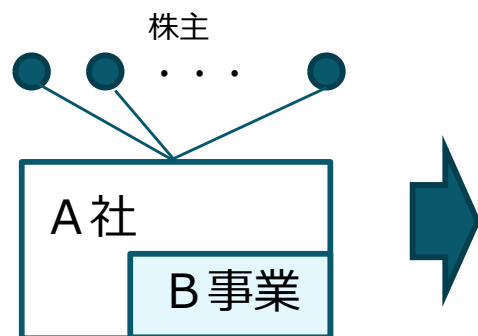
スピンオフの種類

株式分配



東証でのIPO事例あり
※2020年3月、(株)カーブス
ホールディングス

分割型分割



東証でのIPO事例なし

※経済産業省『「スピンオフ」の活用に関する手引』に基づき東証作成

項目	検討事項
① SPAC	<ul style="list-style-type: none"> ● 諸外国の動向を継続的に把握しつつ、本年2月に当取引所の研究会が取りまとめた「SPAC上場制度の投資者保護上の論点整理」を踏まえ、引き続き検討
② グロース市場におけるM&A	<ul style="list-style-type: none"> ● グロース市場における「債務超過」に係る上場維持基準に関して、減損リスクを念頭に積極的なM&Aが阻害される要因となっているとの指摘を踏まえ、当該基準の在り方を検討
③ 地域発企業のIPO	<ul style="list-style-type: none"> ● 大学発スタートアップや地域の優良企業など、国内における地域発企業に関して、証券会社・監査法人・地域金融機関・自治体等の市場関係者と連携し、上場準備を進めるうえで必要となる人材の確保・育成に寄与する施策を検討
④ 海外クロスボーダー企業のIPO	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資魅力の高いアジア企業を中心に、東証上場への認知・理解を促進するとともに、JDRスキームを活用した外国籍企業、コーポレート・インバージョン（日本法人化）をした企業、外国人CEOが経営する日本企業によるIPOの更なる実現に向けた施策を検討
⑤ 特定投資家	<ul style="list-style-type: none"> ● 法令改正により個人投資家の特定投資家への移行（いわゆるプロ成り）の要件が緩和されたことを踏まえ、日本証券業協会・証券会社・J-Adviser等と連携し、TOKYO PRO Marketや非上場株式市場への特定投資家の参入促進に向けた施策を検討
⑥ 初値形成	<ul style="list-style-type: none"> ● 新規上場銘柄の初値形成時における成行注文の在り方の検討
⑦ 入札制度	<ul style="list-style-type: none"> ● 日本証券業協会における公開価格設定プロセス等に係る見直しの動向なども踏まえつつ、継続的に諸外国の制度・動向等について研究

參考資料

3. スタートアップの起業加速及びオープンイノベーションの推進

(1) スタートアップ育成5か年計画の策定

⑦ IPOプロセスの改革実行とSPACの検討

日本におけるIPO1件当たりの調達額は、米国の3億ドル、欧州の2億ドルと比べて、0.6億ドルと小さい。また、日本のIPOでは、初値（上場初日に市場で成立する株価）が公開価格（上場時に起業家が株を売り出す価格）を大幅に上回っている（+49%）。このため、IPOによる起業家の資金調達額が相対的に小さい。

今回、スタートアップ企業の成長を積極的に支援していく観点から、本年4月にIPOプロセスの見直しを図ったところであり、これに基づき、証券業界や競争当局による改革を実行する。

SPAC（特別買収目的会社）に関しては、導入した場合に必要な制度整備について、グローバル・スタンダードを踏まえて、投資家保護に十分に配慮しつつ検討を進める。

3. スタートアップの起業加速及びオープンイノベーションの推進

(1) スタートアップ育成 5 か年計画の策定

- 従来が目線では評価が困難なビジネスモデルを有する企業について上場審査を円滑に行う観点や上場維持基準の純資産要件が上場企業の適切なリスクテイクを阻害しないものにする観点から、東京証券取引所において上場ルールについて必要な検討を行い、2022年度中に結論を得る。
- 東京証券取引所においてスタートアップのダイレクトリスティング利用の円滑化策について検討し、2022年中に結論を得る。

第4 IPOにおける取引の現状と競争政策・独占禁止法上の考え方

1 公開価格の設定

(5) その他

Ⅰ 主幹事引受けに係る参入障壁について

(ウ) 競争政策上の考え方

主幹事を引き受けるためには、一定程度の制度上の制約は存在し、現状、主幹事引受実績のある証券会社の数が限られているところ、主幹事を務める証券会社の数が増えるならば、証券会社間の競争を促進し、新規上場会社にとって、自らの企業の価値をより適切に理解する主幹事を選択することが容易になると考えられる。このため、東京証券取引所において、「取引参加者における上場適格性調査体制等に関する規則」に基づき対応が求められる具体的事項を明確化し、周知することにより、幅広い証券会社が主幹事を引き受けることができるようにすることが、競争政策上望ましい。

第4 IPOにおける取引の現状と競争政策・独占禁止法上の考え方

2 上場のための選択肢の多様性に係る実態

（3）競争政策上の考え方

複数の選択肢があれば、新規上場会社にとって自分に合った上場方式を選ぶことが可能となり、納得感が高まるとともに、新規上場会社に対して魅力的な上場方式を提案できる証券会社が主幹事として選定されるようになるなど、主幹事業務に係る証券会社間の競争が促進されると考えられる。このため、証券会社から新規上場会社に対して他の選択肢に関する事前説明が十分に行われ、新規上場会社がどのような上場方式を採るか選択できるようになることが、競争政策上望ましい。

他方、入札方式やダイレクトリスティングについて、証券会社からは、新規上場会社からの需要が分からない中で体制を整備することを懸念する意見が示された。このため、新規上場会社等にとって選択肢となり得るよう、上場方式の選択肢を多様化する観点から、東京証券取引所及び日本証券業協会において、海外の類似の方式について調査するなど、入札方式の在り方について、今後検討することが望まれる。

なお、新規上場会社からは、証券会社による引受けを伴わずに、直接上場することができれば、上場申請に必要な体制整備等に係る手数料を別途支払う必要は生じるものの、新規上場会社の募集・売出しに係るコスト負担を下げつつ、知名度・信用力の向上などの上場による利益を享受することができることから、マザーズへの上場方式として、ダイレクトリスティングを認めることが望ましいとの意見が示された。