

「IPOに関する上場制度等の見直しについて」に寄せられたパブリック・コメントの結果について

当取引所では、「IPOに関する上場制度等の見直しについて」について、その要綱を2022年12月16日に公表し、2023年1月20日までの間、広く意見の募集を行い、その結果、7件のコメントが寄せられました。

本件に関してお寄せいただいた主なコメントの概要及びそれに対する当取引所の考え方は以下のとおりです。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
1. 新規上場プロセスの円滑化		
1	<ul style="list-style-type: none"> ・ 直接上場銘柄における上場日の売買における成行売呼値及び成行買呼値を禁止することについて、賛同する。一方で、3月実施目途としている施行時期について、以下の理由も踏まえ、施行時期を3月ではなく、2か月程度の対応期間を空けた6月以降に変更いただきたい。 <ul style="list-style-type: none"> ▶ 3月上場銘柄は例年12月上場に次いで多く、パブリック・コメントの実施時点で施行日が明示されていない中、後日発表される施行日を挟み新規上場（上場日に到来）する銘柄間の不平等が生じ得ること（上場日の株価パフォーマンスに差が生じうる可能性）から混乱が生じかねないと懸念していること ▶ バックエンドも含めた弊社社内システム改修に一定の時間を要すること 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 今回の成行呼値の禁止は、日本証券業協会が2022年2月28日に公表した「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」報告書における指摘を受けて導入するものであり、速やかな実施が必要であると考えております。ただし、市場関係者の準備期間等を踏まえ、施行時期を2023年6月目途に変更します。 ※ 今回導入する成行呼値の禁止は、現在、上場日に売買が不成立となった直接上場銘柄に対する規制措置として上場2営業日目以降に実施している成行（買い）呼値の禁止を、すべての直接上場銘柄の上場日の売買から（売り買いともに）禁止
2	<ul style="list-style-type: none"> ・ 以下の理由から今般提案された新ルールは適切ではないと考える。仮に導入されることが決定した際であっても、証券会社側で対応するのではなく、東証側で成行注文をリジェクトするという対応にしていきたい。 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>証券会社側での対応が必要という事であれば、2024年に予定されている証券コード英数字導入後の実施をご検討いただきたい。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 指値注文であっても、現在値から離れた価格の注文であれば実質的に成行注文と同様の効果がある。 ▶ 初日の1日に限って成行注文を禁止する効果が明確ではない。 ▶ 「初日だけ成行注文を禁止する」というシステムの開発は負担となる ▶ 実施時期が明確でないため2023年3月に間に合わせなければならず、現実的ではない 	<p>するよう変更するものです。そのため、現在の規制措置の実施時と同様、各証券会社においては、顧客から成行注文の受託を行わない（取引所へ成行注文を発注しない）よう対応いただくことを想定しています。ただし、取引所システムにおいても、現在の規制措置実施時と同様、成行注文を受け付けられない制御を行います。</p>
3	<ul style="list-style-type: none"> ・ 委託注文について、成行の注文の受注が禁止されるのか。また、委託注文・自己勘定の注文の発注自体が禁止されるのか、東証サイドにおいてシステム上ブロックがなされるのか。仮に東証側でシステム的にリジェクトされないのであれば、社内でシステムの開発に時間を要するため、実施時期を後ろ倒しにすることをご検討頂きたい。 	<p>※ また、現在の規制措置においては、成行呼値の禁止に加えて、「初値を定める売買に係る取引参加者の自己計算による買付け禁止」及び「初値決定日の買付けにおける買付け顧客から買付代金の即日徴収」を実施していますが、これら2つの規制措置については、引き続き、上場日に売買が不成立となった銘柄に対する規制措置として、上場2営業日目から実施します。</p>
4	<ul style="list-style-type: none"> ・ 成行注文は、自己・委託区分に関わらず禁止されるのか。 	<p>※ 成行呼値の禁止は、委託と自己のどちらも対象となります。</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
5	<ul style="list-style-type: none"> 「成行注文が禁止されるのは当該銘柄の上場日の初値決定時点まで、当該日の大引けまでのどちらか。また、上場日に売買が成立しなかった場合、初値決定日の決定時点または大引けまで成行注文が禁止される理解で良いか。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 成行呼値の禁止は、初値決定日の大引けの売買まで適用されます。 ※ 上場日に売買が不成立となった銘柄についても、翌営業日以降、初値決定日の大引けの売買まで成行呼値が禁止されます。
6	<ul style="list-style-type: none"> 今回のコメントの中で「直接上場」と記載されているものは「ダイレクトリスティング」ではなく、「区分変更を含まず、他市場を経由せずに東証に新規上場をした銘柄」という認識で相違ないか。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 「直接上場銘柄」は、株券（業務規程第2条第1項第1号に規定する株券をいい、当取引所、国内の他の金融商品取引所又は外国の金融商品取引所若しくは組織された店頭市場において上場又は継続的に取引されている銘柄を除く。）のうち新たに上場された銘柄（当取引所がその都度指定する銘柄を除く。）を指し、海外市場経由で新規上場する銘柄は成行呼値の禁止の対象外です。
7	<ul style="list-style-type: none"> 海外の市場に既存で上場している銘柄が東証に新規上場する場合には、成行禁止が適用されるのか。 	
8	<ul style="list-style-type: none"> 本件措置の導入に伴って改定が行われるのはどの規則か。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 成行呼値の禁止を規定している「呼値に関する規則」の一部改正を予定しています。（具体的な改正内容については、上記
9	<ul style="list-style-type: none"> 成行発注の禁止に関連し、他の取引所規則等の改訂も検討されているので 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>あればご教示いただきたい。(例えば、顧客から成行注文を受注すること自体の禁止や、新規上場日に初値未決定の場合の翌日以降に課される規制に関する変更など)</p>	<p>をご参照ください。)</p>
<p>2. ディレクトリスティングの導入</p>		
<p>10</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ グロース市場への上場の際に公募が義務付けられている理由は「流通株式の確保」である。その趣旨に照らせば、流通株式時価総額あるいは流通株式比率をより高い水準に設定して「流通株式の確保」を補完するべきではないのか。なぜ時価総額に係る基準を定めているのか理由を説明して頂きたい。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ グロース市場における公募の実施に係る新規上場基準（形式要件）は、新規上場会社に資金調達を求めることで、高い成長可能性の実現を促進することを企図して設定しています。 ※ 一方で、高い成長可能性を有する企業のうち、上場時点で相応の企業規模（時価総額）を有する企業においては、未上場段階での資金調達により十分な資金余力を有しており、公募を実施せずに新規上場を行いたいというニーズも考えられます。
<p>11</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ また、グロース市場への上場の際に公募が義務付けられている理由には「調達資金を基に、その企業がさらなる発展を遂げることの期待」ともされている。時価総額250億円以上を有していれば利益基準を充足しない場合を除いてスタンダード市場に上場可能なのだから、スタンダード市場に誘導するのが市場コンセプトを明確にすることに繋がるのであり、グロース市場におけるディレクトリスティングの導入は市場コンセプトを曖昧にし、新市場区分の制度趣旨に反するのではないのか。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 今般、そのような企業のニーズに応える観点から、プライム市場・スタンダード市場に加えて、グロース市場においてもディレクトリスティングを利用可能とし、その際の基準として時価総額に係る基準を定めることとします。
<p>12</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ ディレクトリスティングを導入すれば上場目的がもっぱら上場前株主の売却機会提供であると認識され、グロース市場に対して、いわゆる「上場ゴール」と認知されることが更に高まると思われるが、そのような懸念は考 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>慮しているのか。</p>	<p>※ なお、流動性の確保という観点からは、ダイレクトリスティングの実施時にも、公募を実施する場合と同様に、株主数や流通株式に関する基準を適用します。</p> <p>※ また、今般の制度改正により、公募及び売出しの双方を伴わないダイレクトリスティングのほか、売出しのみを伴う新規上場も可能となりますが、グロース市場は高い成長可能性及びそれを実現するための事業計画を有する企業向けの市場であり、そのコンセプトを踏まえ、グロース市場の新規上場会社には、公募又は売出しの有無にかかわらず、事業計画及び成長可能性に関する事項の開示が制度上求められます。なお、グロース市場上場会社による高い成長可能性の実現を促進するための方策に関しては、「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」における議論も踏まえ、引き続き検討を行ってまいります。</p>
13	<p>・ 売出し価格に基づき算定された時価総額が250億円未満となった場合は</p>	<p>※ 売出しのみを伴う新規上場を行う場合に</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	上場承認を取り消すという解釈でいいのか。	<p>において、売出し価格に基づき算定された時価総額が250億円未満となったときには、当取引所は上場承認を行わないこととします。</p>
3. 純資産の額に関する上場維持基準の見直し		
14	<ul style="list-style-type: none"> ・ 債務超過解消のための計画を履行するべく、事業や投資活動の急激な縮小を図る等を行うことで、成長鈍化につながるリスクもあり、制度改正の趣旨とは本末転倒になることに十分留意が必要であり、制度の解釈運用に当たってはきめ細かい配慮が必要である。そもそも債務超過基準の撤廃を含めて、上場基準や上場廃止基準に係る債務超過状態の評価のあり方を検討するべきである。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ 純資産の額に関する基準は、財政状態が悪化している会社に対して早期の経営改善・構造改革を促すとともに、経営破綻に準じる状態となった企業を適切に市場から退出させる観点から、設けているものです。 ※ 一方で、グロース市場については、高い成長可能性を有する一方で安定的な財政状態を確立していない企業にも上場の機会を提供する観点から、現行制度においても、新規上場時には純資産の額に関する形式要件を設けておらず、かつ上場後3年間においては純資産の額が正でない状態となった場合でも上場廃止は行わないこととしています。 ※ グロース市場への上場から3年が経過し

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		<p>た後には、原則として純資産の額に関する上場維持基準が適用されますが、スタートアップにおいて積極的なM&A・投資の実施に対するニーズが高まる中、事業活動・投資活動等の過度な制約とならないよう、成長可能性を相応に評価されているグロス市場上場会社を対象に、今般、見直しを行うものとしします。</p>
15	<ul style="list-style-type: none"> 特にスタートアップ企業等の成長企業においては、事業を取り巻く変化に合わせて事業方針を柔軟に変更して確かな成長を図っていくことが求められていることから、一時的な債務超過を起こしたとしても短期間で解消を図ることは難しい。上場会社の債務超過解消に向けた計画に基づき設定される改善期間については、5～10年間の中長期での設定を認めるなど弾力的に対応すべきである。 	<p>※ 早期の経営改善・構造改革を促す観点から、上場3年経過後に純資産の額に関する上場維持基準に適合しないこととなったグロス市場上場会社に対しては、原則として、1年以内に当該基準に適合するための計画を策定し、開示することを求めています。</p>
16	<ul style="list-style-type: none"> 有価証券上場規程施行規則第501条第7項第5号aに準ずるとすれば、改善期間は「取引所が適当と認める期間」になると思われるが、この場合、理論上は取引所の裁量で無制限（半永久的な期間）に期間設定が可能なのか。 	<p>※ 一方で、時価総額が100億円以上である場合には、市場から成長可能性を相応に評価されていると考えられることから、各上場会社が自社の経営方針や事業環境等を踏まえて期間を設定する運用にするものとしします。（有価証券上場規程施</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		行規則第501条第7項第5号aに係る現行の運用と同様です。)
17	<ul style="list-style-type: none"> 有価証券上場規程施行規則第501条第7項第5号aに準ずるとすれば、時価総額の判定は「事業年度末日以前3か月間の平均」という解釈で正しいか。 	<p>※ 時価総額が100億円以上であるかどうかの判定については、ご理解のとおり、事業年度の末日以前3か月間の平均時価総額を用いるものとします。(有価証券上場規程施行規則第501条第7項第5号aにおける現行の運用と同様です。)</p>
18	<ul style="list-style-type: none"> 時価総額100億円以上だと現在グロース市場上場約500社のうちの4割程度が対象となり、適用・不適用の線引きが中途半端だが、「時価総額100億円」は何を根拠に設定したものなのか。 	<p>※ 成長可能性を相応に評価されていると認められる会社を対象に見直しを行うものであり、その具体的な水準については、現在及び過年度におけるグロース市場(マザーズ)上場会社の時価総額の中央値及び平均値を踏まえ、設定するものです。</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
19	<ul style="list-style-type: none"> （純資産の額が正でない状態となった理由が「中長期的な企業価値向上に向けた投資活動に起因して生じた損失」によると当取引所が認めた場合に限るとあることについて）「純資産の額から所定の損失を控除した金額が正である場合」のように一定の計算方法に沿って判定するのか、もっぱら取引所の裁量で無制限に認められるのか明示して欲しい。 	<p>※ 今般の改正は、成長可能性を相応に評価されているグロース市場上場会社に対して、積極的な事業拡大のためのM&A、設備投資、研究開発投資等を過度に制約しないよう見直しを行うものであり、その趣旨を踏まえ、時価総額が100億円以上であることに加えて、「中長期的な企業価値向上に向けた投資活動に起因して生じた損失」により純資産が正でない状態となったと認められる場合に、適用を行うものとします。</p> <p>※ 上場会社は、「中長期的な企業価値向上に向けた投資活動に起因して生じた損失」の詳細（金額を含む。）を、決算短信等において開示するものとし、当取引所は、原則として、当該開示により当該損失の金額が債務超過額を上回っていることが確認できる場合を対象に適用を行うものとします。</p> <p>※ この際、「中長期的な企業価値向上に向けた投資活動に起因して生じた損失」とは、典型的には、M&Aに係るのれん又</p>
20	<ul style="list-style-type: none"> 「中長期的な企業価値向上に向けた投資活動に起因して生じた損失」とは、M&Aに関わるのれん又は無形資産の減損、M&Aした子会社の固定資産減損等による損失に限定されるのか、子会社の営業赤字も含まれるのか、あるいは取引所の裁量で無限定に適用可能なのか、適用の基礎となるアウトラインを示して欲しい。 	
21	<ul style="list-style-type: none"> 持分法適用関連会社、投資有価証券等の損失も「中長期的な企業価値向上に向けた投資活動に起因して生じた損失」に含まれるのか。 	
22	<ul style="list-style-type: none"> 投資事業を事業として行っている企業も対象になるのか。 	
23	<ul style="list-style-type: none"> 既に改善期間入りしている企業が改善期間中に「中長期的な企業価値向上に向けた投資活動に起因して生じた損失」を計上した場合も適用されるのか。 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
24	<ul style="list-style-type: none"> 上場前に行ったM&Aに関わる損失を上場後に計上した場合も対象となるのか。 	<p>は無形資産の減損損失、M&Aの対象会社における減損損失、減価償却費、研究開発費等が想定され、その他の損失・費用を計上している場合等については、上記の見直しの趣旨に照らして個別に判断を行うものとします。</p>
25	<ul style="list-style-type: none"> 不適切会計の発覚により過年度訂正を行い、当年度において不適切会計に付随して「中長期的な企業価値向上に向けた投資活動に起因して生じた損失」を計上し債務超過となった。このようなケースに対しても適用されるのか。 	
4. その他		
26	<ul style="list-style-type: none"> これまでも、東証からスタートアップ企業に対して、実務的に事実上黒字化への強い要請が存在してきた実態を踏まえ、当該姿勢をまずは見直すべき。また、上場基準や上場廃止基準に係る赤字決算の評価のあり方をそもそも検討すべき。特にスタートアップ企業等の成長企業においては、事業を取り巻く変化に合わせて事業方針を柔軟に変更して確かな成長を図っていくことが求められており、そのようなことを評価すべきである。 	<ul style="list-style-type: none"> ※ グロース市場は高い成長可能性及びそれを実現するための事業計画を有する企業向けの市場であり、新規上場又は上場維持にあたって黒字である必要はありませんが、グロース市場上場会社には、事業計画及び成長可能性に関する事項の開示を通じて一定の市場評価を得ながら、成長を実現していくことが期待されています。 ※ グロース市場の「事業計画の合理性」の上場審査においては、そのコンセプトを踏まえ、ビジネスモデル、事業環境、リスク要因等を踏まえて、事業計画が適切

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		<p>に策定されていることや、当該事業計画を遂行するために必要な事業基盤が整備されているか（又は整備の見込みがあるか）を確認することとしており、早期の黒字化を求めるものではありません。この点については、従来のマザーズから取扱いが変わるものではなく、2020年11月に新規上場ガイドブックの改訂も行い、当取引所の考え方を改めて周知しているところです。</p> <p>※ なお、現在、利益の額について規定した上場廃止基準（上場維持基準）はありません。</p>
27	<ul style="list-style-type: none"> 「事業計画及び成長可能性に関する事項の開示」について、機動的に事業戦略を変化させながら成長していく企業の実態に合わせた柔軟な運用とすることを検討いただきたい。東証担当者からの記載内容の要請において必ずしも柔軟性が認められないことが多く、間接的に事業戦略の硬直化・早期の黒字化へのプレッシャーとなっている。 	<p>※ 事業計画及び成長可能性に関する事項の開示について、当取引所からは記載項目及び記載のポイントを示しておりますが、その具体的な内容については、各上場会社が自社の実態に合わせて柔軟に記載することを想定しています。こうした考え方を踏まえ、引き続き運用の改善に努めてまいります。</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
28	<ul style="list-style-type: none"> 「企業特性に合わせた円滑な上場審査（ディープテック）」について、今後の投資計画及び投資効果の開示が求められる案となっているが、当該開示の要請をきっかけに、黒字化のプレッシャーがかかる場合には、ディープテック振興という目的と逆行し本改正の趣旨とは本末転倒となるため当該開示の指導を通じて実質的に早期の黒字化への圧力がかかり大きく成長する機会を阻害することがないよう、制度運用上留意されたい。 	<p>※ 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新たな市場の開拓を目指す研究開発型企业（いわゆるディープテック企業）については、相対的に事業内容の評価が難しく、かつリスクが高いという特性を有することから、投資者が合理的な投資判断を行えるよう、事業計画及び成長可能性に関する事項の開示等において、十分な情報開示を求めることとしています。ただし、当該開示において、黒字化に至るまでの事業計画等を記載する必要はありません。</p>
29	<ul style="list-style-type: none"> 今般の見直しは、新規上場を希望する企業においても上場申請に関して効率的で柔軟な対応が可能となること、またグロース市場への上場を含めた新規上場の促進につながると考えられることから、IPO制度の一層の活発化及び株式市場の持続的な成長につながると考えている。一方で、一部の企業では上場承認後、ブックビルディング実施後のタイミングにおいて中止や延期をしたケースがあると認識している。過去の案件では中止の背景等が詳細に公表されなかったケースもあったことから、投資家からの信頼性向上のためにも、より適切な理由の開示を行うこと等が望ましいと考 	<p>※ 上場承認後に新規上場が中止・延期される場合における情報周知の在り方については、引き続き検討を行ってまいります。</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	える。	

提出者： 1=株式会社SBI証券、2,6,7=楽天証券株式会社、3,4,9=JPモルガン証券株式会社、5,8=松井証券株式会社、
14,15,26,27,28=一般社団法人新経済連盟、29=三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社、その他は個人

以 上