



# I P O等に関する見直しの概要

Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所

2022年12月

- 新規上場を目指すスタートアップの企業特性・ニーズ等に多様化が見られる中、政府の「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画・フォローアップ」（2022年6月7日閣議決定）等に掲げられた事項も踏まえ、新規上場手段の多様化に向けた見直しを実施するもの  
※2022年8月24日「IPO等に関する見直しの方針について」において公表済みの内容を具体化

### 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

- **従来の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。

#### ※デジタル・ニッポン 2022（自由民主党 デジタル社会推進本部）

- 産業の性格上、純資産を持ちにくい上場ソフトウェアベンチャーにおいては、上場維持基準の財政状態・純資産要件を廃し、時価総額・流動性要件に絞ることで、減損による一時的なリスクテイクをしやすくすること等、M&Aのための資金のデット調達環境を改善できるよう検討すること

## 成長資金供給に係る制度整備の進捗状況①(全般)

項目	検討主体	検討状況等
特定投資家制度の整備	金融庁	<ul style="list-style-type: none"> <li>個人の特定投資家の要件を弾力化するため、内閣府令を改正(2022年7月1日施行)</li> </ul>
	日本証券業協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定投資家私募制度に関する自主規制規則を整備(2022年7月1日施行)</li> </ul>
非上場株取引の円滑化	日本証券業協会 日本STO協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>「非上場有価証券等のPTS取引に関する検討会」を設置(2022年9月29日)し、非上場有価証券等(特定投資家向け有価証券を含む)のPTS取引に係る自主規制規則等を検討中</li> </ul>
	金融庁	<ul style="list-style-type: none"> <li>PTSにおいて特定投資家向け有価証券の取扱いを可能とする制度整備を検討中</li> </ul>
ダイレクトリスティングの利用円滑化	東京証券取引所	<ul style="list-style-type: none"> <li>公募の実施を上場の要件としている東証グロース市場を含め、ダイレクトリスティングを利用しやすい環境の整備の実現に向けて検討中(2022年内に結論を得る)</li> </ul>
M&A目的の公募増資の円滑化	日本証券業協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>「引受けに関するワーキング・グループ」(6回開催)及び「引受審査に関するワーキング・グループ」(3回開催)において、原則1年以内とされている資金用途の充当期限等の見直しに向けて検討中(2023年3月までに結論を得る)</li> </ul>
企業特性に合わせた円滑な上場審査	東京証券取引所	<ul style="list-style-type: none"> <li>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)が円滑に上場できるよう、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中(2023年3月までに結論を得る)</li> </ul>
投資信託への非上場株式組入れ	投資信託協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>「運用専門委員会」(4回開催)において、投資信託に非上場株式の組入れを行うための枠組みの整備(①非流動性資産の組入れ比率のあり方、②基準価額の算定における非上場株式の評価のあり方)に向けて検討中(2023年3月までに結論を得る)</li> </ul>
東証ベンチャーファンド市場の利用活性化	東京証券取引所	<ul style="list-style-type: none"> <li>デットによる資金調達解禁、特定の投資先への投資割合制限の緩和等に係る改正規則を施行(2022年3月1日施行)</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>対象となるベンチャーファンドにおける適切な資産運用体制の確保や、商品特性等を踏まえた投資者への情報提供の観点から、追加の規則改正に向けたパブコメを実施(2022年末頃を目処に施行)</li> </ul>

II

1

成長資金供給に係る制度整備の進捗状況② (IPOプロセスの見直し)

項目	検討主体	検討状況等
IPOプロセスの見直し	日本証券業協会	<ul style="list-style-type: none"> <li>「引受けに関するワーキング・グループ」において検討中(12回開催)</li> </ul>
各論	新規上場会社に対する公開価格等の納得感のある説明	<ul style="list-style-type: none"> <li>主幹事証券会社が、想定発行価格、仮条件の価格又は公開価格の提案に際し、その根拠を新規上場会社に対して説明することを自主規制規則化(2022年7月1日施行)</li> <li>主幹事証券会社の引受割合を決定する場合、発行会社等と協議することを自主規制規則化(2022年7月1日施行)</li> </ul>
	主幹事証券会社別の初期収益率等の公表	<ul style="list-style-type: none"> <li>主幹事証券会社ごとに、発行規模別の平均初期収益率に加え、新規上場会社が主幹事証券会社を選定する際に参考となる情報(上場日、公開価格、上場日初値等)について、日本証券業協会がホームページで公表(2022年7月29日)</li> <li>原則として、3か月ごと(1月・4月・7月・10月)に、前月末までの新規上場会社の情報を更新</li> </ul>
	実効性のあるロードショーの実施	<ul style="list-style-type: none"> <li>ロードショーの結果について、主幹事証券会社が実名で新規上場会社に開示することを自主規制規則化(2022年12月を目処にパブコメ実施)</li> </ul>
	上場日程の期間短縮	<ul style="list-style-type: none"> <li>①上場承認前に有価証券届出書を提出、②目論見書に公開価格等の公表方法を記載し、訂正目論見書を交付しないこととする等の実務変更を含め、上場日程の期間短縮を実現する方法を検討し、会員証券会社に周知(2023年2月目途)</li> </ul>
	仮条件の範囲を超える公開価格の設定	日本証券業協会
金融庁		<ul style="list-style-type: none"> <li>公開価格が仮条件の範囲外の一定の範囲で設定される場合の訂正届出書の効力発生日の取扱いについて、開示ガイドラインで明確化(2022年度中にパブコメ実施)</li> </ul>

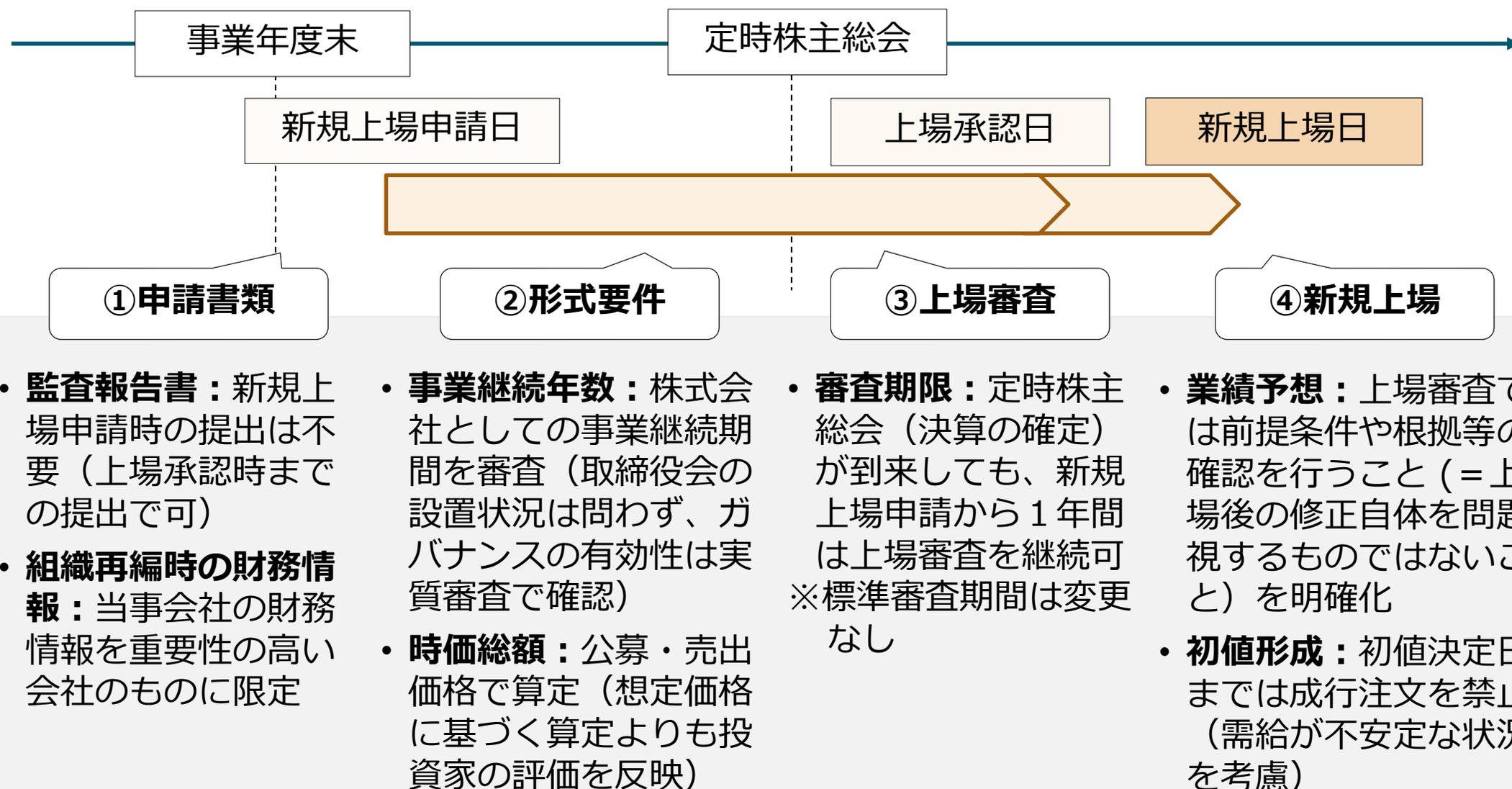
# 1. 企業特性に合わせた円滑な上場審査（ディープテック）

- 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業（ディープテック企業）に関しては、技術開発及びビジネスモデルの構築が途上であり、相対的に企業価値評価が困難であるという特性
- グローブ市場「事業計画の合理性」の審査において機関投資家の投資評価を活用し、円滑な上場審査を実施（開示ポイントとあわせて「新規上場ガイドブック」において明確化）

項目	内容
対象	<ul style="list-style-type: none"><li>● 上場前に、機関投資家（十分な目利き能力を有し、上場後においても中長期的に投資を継続することが見込まれる者を想定）からの資金調達により相応の企業規模となっていること</li><li>● 上場時においても、機関投資家から大規模な資金調達が行われること</li></ul> ※ 例えば、上場前から100億円程度の資金調達実績がある、上場時の時価総額が1,000億円程度の水準に達するなど
内容	<ul style="list-style-type: none"><li>● 機関投資家によるビジネスモデル・事業環境等に対する評価を確認し、それを前提として「事業計画の合理性」を審査</li></ul> ※ 必要に応じて、専門家、取引先（潜在顧客）、当局などの見解を得ることでこれを補完
開示	<ul style="list-style-type: none"><li>● 企業価値評価が困難という特性を踏まえ、事業計画及び成長可能性に関する事項等の開示を拡充<ul style="list-style-type: none"><li>➢ ビジネスモデル、競争優位性及び研究開発の内容など投資活動の詳細</li><li>➢ 今後の投資計画（先行投資を行う期間や投資の規模感、事業進捗に応じた投資方針の変更や投資継続の判断に係る考え方等）及び想定する投資効果</li><li>➢ 市場規模（将来予測を含む）</li><li>➢ リスク情報（顕在化した際の成長の実現や事業計画の遂行に与える影響を含む）</li></ul></li></ul>

## 2. 新規上場プロセスの円滑化

- 新規上場日程の設定の柔軟化を図る観点から、上場申請手続等に関して所要の見直しを実施（日本証券業協会の「公開価格設定プロセスの見直し」に関する検討も踏まえて対応）



# 3. ダイレクトリスティング・純資産基準の見直し

- 多様化するスタートアップのニーズ（ダイレクトリスティングの活用、上場後における積極的なM&A・投資の実施）を踏まえ、新規上場後の経営（コーポレートアクション）の自由度を高めるための見直しを実施

## ダイレクトリスティング

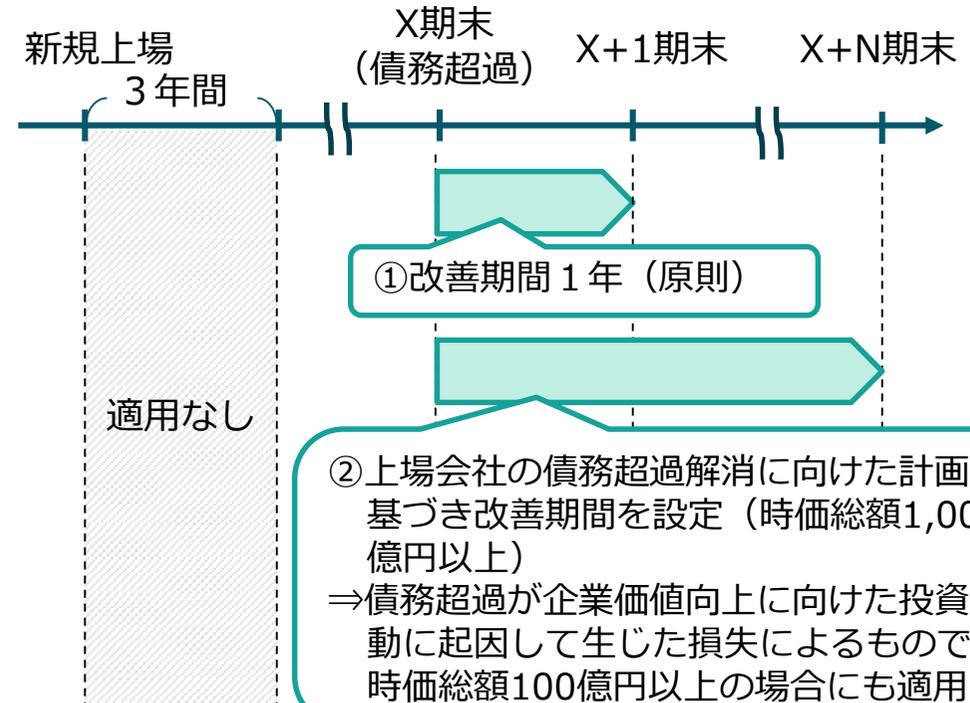
- 海外においては知名度の高い大型のスタートアップ企業において活用されている実態を踏まえ、グロース市場においても、ダイレクトリスティングの制度を導入
  - ※ プライム市場、スタンダード市場では現行でも実施可能

<b>内容</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 時価総額250億円以上となることが見込まれる新規上場申請会社を対象に、公募を行わないことも可とする</li> </ul>
<b>円滑な実施のための方策</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 上場後の価格形成が不安定になりうる旨を当取引所から周知</li> <li>● 幹事取引参加者に対して、流動性確保のための方策を確認するとともに流通参考値段の提出を求める</li> <li>● 新規上場申請会社に対して、新規上場日までに有価証券報告書の提出を求める</li> </ul>

## 純資産基準（上場維持基準）の見直し

- 成長可能性が相応に評価されているグロース市場上場会社に対しては、上場維持基準における純資産の額基準を緩和し、M&A等コーポレートアクションの実施を柔軟化

（グロース市場の上場維持基準）



時期	規則改正	運用見直し
2022年12月16日	<ul style="list-style-type: none"><li>制度要綱の公表</li><li>※パブリックコメント開始（～1月20日）</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>新規上場ガイドブックの更新①（ディープテック、業績予想の関係など）</li></ul>
2023年 3月 （目途）	<ul style="list-style-type: none"><li>改正規則の施行</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>新規上場ガイドブックの更新②（その他制度改正に伴う事項）</li></ul>