

2022年9月

## 東証による「IPO 等に関する見直しの方針について」の公表

弁護士 西村 綱木

東京証券取引所(東証)は、2022年8月24日付で「IPO 等に関する見直しの方針について」を公表した。同公表において、東証は、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、IPO 等に関する諸施策の検討を進めていくものと説明されている。本ニュースレターでは、公表された方針の内容を概観するとともに、関連する論点について紹介する。

### 1 はじめに

証券取引所への上場は、スタートアップ企業だけでなく、一度非上場化した企業がファンド等の支援のもとで再上場を目指す場合など、企業の成長戦略として引き続き有力な選択肢となっている。上場の意義として、資金調達手段の多様化、信用力・ブランド力の向上、人材確保が容易になる等のメリットがよく挙げられるが、これらの意義は今後も失われることはないと思われる。

一方で、新規上場(IPO)手続については、制度と実務の両面から、様々な課題や改善策が指摘されているところであり、日本の証券取引所への上場の魅力をさらに高めるためには、各種の見直しが避けて通れないところである。

このような中、本年2月には、日本証券業協会の「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」の報告書(日証協 WG 報告書)が公表された。この報告書は、過去の日本の IPO において初値が公開価格を大幅に上回る事例が多かったことによる問題意識をもとに、IPO 手続に関する事項について多岐に渡って検討を行っている。その詳細については、2022年3月の当事務所のニュースレター「[『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](#)」を参照されたい。

また、本年6月には、企業情報の開示に関して、金融庁の金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告—中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—」が公表された。内容の詳細は本ニュースレターでは取り上げないが、サステナビリティやコーポレートガバナンスに関する開示制度の整備、四半

期開示の見直しといった論点が含まれている。開示ルールの新設・変更は、新規上場時の開示及び上場後の継続開示に大きな影響を及ぼすため、今後の議論や制度改正の動向が注目される。

このように様々な資本市場に関わる当事者による検討が進む中、市場開設者である東証により公表されたのが本ニュースレターで取り上げる「IPO 等に関する見直しの方針について」である。これらの検討は、日本証券業協会の検討内容とも連携を図りつつ進めていくものとされている。

## 2 公表の内容と各項目の検討

「IPO 等に関する見直しの方針について」においては、以下の 6 項目が取り上げられている。

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>① ディープテック企業に関する上場審査</li> <li>② IPO プロセス(上場日程の設定等)</li> <li>③ ダイレクトリスティング</li> <li>④ 引受証券会社の新規参入</li> <li>⑤ スピンオフを行う場合の当事会社の新規上場</li> <li>⑥ その他</li> </ul> |
|--|

以下個別に解説する。

### (1) ディープテック企業に関する上場審査

- |   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>● 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業(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</li> </ul> |
|---|

上記を受けた具体的な対応事項として、当該企業に投資している機関投資家等の評価を上場審査において活用すること、事業内容、成長可能性、事業計画、事業リスク等に関して想定される開示事項を整理することが挙げられている。

IT 等の技術の発展に伴い、新しい分野の事業を取り扱う企業が増加しているところ、特に最先端の領域を扱う「ディープテック企業」についての上場審査のあり方を検討するものである。イメージをつかみやすい伝統的な産業分野の企業と異なり、ディープテック企業については、資金需要が高い一方でその事業の理解について過去の経験や直感が役に立たない場合が多く、上場審査にも困難を伴う。これを補うために、当該企業に中長期的に投資している機関投資家の評価を審査において活用することや、開示事項を整理することが示されており、有用な方法であると考えられる。

一方で、当該企業に投資する機関投資家は、IPO の成否に利害関係を有しており、そのような投資家の評価を客観的な資料として上場審査に用いることができるのかについては、解決すべき課題も多いと思われる。開示事項の整理についても、個別企業ごとに事情が異なることから、どこまで方針を統一したり、類型化したりできるのかはなお検討が必要と思われる。

## (2) IPO プロセス(上場日程の設定等)

- 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

上記を受けた具体的な対応事項として、上場承認前に有価証券届出書を提出する場合等における実務プロセスの整理、定時株主総会をまたぐ上場審査の円滑化、業績予想開示の取扱いの明確化が挙げられている。

日証協 WG 報告書において、上場日程の期間短縮・柔軟化の方策として、上場承認日に有価証券届出書を提出するという現在の実務を見直し、上場承認前に有価証券届出書を提出することを可能とするスケジュールを導入することが提案されている。このようなプロセスの見直しに対応するためには、証券取引所における上場承認後の上場日の変更等を柔軟に行える仕組みが必要となり、これを検討するものである。

加えて、現行の上場審査のスケジュール上、新規上場申請から上場までの間に定時株主総会をはさむ日程が設定できず、また、IPOの際に業績予想を公表することとの関係で申請期の業績の進捗をなるべく長く確認してから上場するケースが多いという実態があり、結果として3月と12月に上場が集中しやすい傾向が見られた。これらの課題に対応するための審査のあり方も検討の対象とされており、上場時期の偏りの解消に資するものと思われる。

## (3) ダイレクトリスティング

- 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

上記を受けた具体的な対応事項として、有価証券届出書が提出されないことを踏まえたエンフォースメント確保の検討、海外の実態を踏まえたグロース市場における制度の在り方の検討が挙げられている。

上場時に募集・売出しを行わずに上場するダイレクトリスティングについては、米国等の海外では上場手法の選択肢の1つとなっているが、日本においては過去1件しか行われていない。ダイレクトリスティングの課題として、募集・売出しのための有価証券届出書が提出されないため、金融商品取引法に基づく虚偽記載等に対するエンフォースメントが存在しなくなること、募集・売出しが行われなため証券会社による引受審査が実施されないことが挙げられる。

また、グロース市場においては、現状、「500単位以上の公募の実施」が新規上場基準の形式要件の1つとして設定されており、制度上ダイレクトリスティングが実施できないこととなっている。海外の事例において、知名度の高いスタートアップ企業がダイレクトリスティングを活用するケースが見受けられ、スタートアップの上場を想定したグロース市場における制度の在り方も検討されることとされている。

ダイレクトリスティングを可能とするルールの変更や実務対応には様々な検討が必要になると想定されるが、上場手法の多様化は上場を目指す企業にとっても望ましく、更なる検討が待たれる。

#### (4) 引受証券会社の新規参入

- 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

上記を受けた具体的な対応事項として、参入手続及び参入要件の明確化、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が挙げられている。

IPO における主幹事証券会社の業務には、証券取引所に対する推薦を行うための審査のほか、募集・売出しにおける引受証券会社としての引受審査も含まれ、一定の経験値が不可欠であるとともに負担を伴うものである。そのような事情により、統計上、主幹事証券会社として IPO 関連業務を手掛ける証券会社はほとんど増えていないという実態があり、これは競争政策上望ましくないとの指摘がなされている。新規上場会社の選択肢を増やすという観点からは、証券会社の円滑な新規参入が可能となることが望ましく、そのための参入手続や参入要件等についての考え方やポイントの明確化が検討されることとなっている。

証券会社の IPO 関連業務は、ノウハウや経験値が重要となる業務でもあり、一般的には新規参入のハードルは高いものと思われる。しかし、東証が新規参入の円滑化を検討する方針を示したことで、今後新たな動きが生じてくる可能性もあり、注目される。

#### (5) スピンオフを行う場合の当事会社の新規上場

- 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

上記を受けた具体的な対応事項として、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、上場申請に必要となる財務書類、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が挙げられている。

上場会社の特定の事業部門や子会社を切り出して、その切り出した会社の株式を上場させるという手法については、制度上可能とするための有価証券上場規程の整備等は行われているものの、実際に東証に上場した事例は、2020 年に実施された 1 件のみである。スピンオフについては、経済産業省が「『スピンオフ』の活用に関する手引き」を公表しており、切り出された会社の株式を上場する場合の手続についても、同手引き中の Q&A セクションにおいて詳細な解説がなされている。

制度上可能とはいえ、会社法、金融商品取引法、税法等の各種ルールを順守しつつ上場を実現するための課題は多く、特に事例が少ないことによって証券取引所の審査のプロセスが読めないことは、不安材料の 1 つになっていると思われる。この点を解決するために、予見可能性を高めるべく審査の要件を明確化することが検討されることとなっており、事業ポートフォリオの整理・再編を行う企業にとって、スピンオフによる上場が現実的な選択肢となることが期待される。

## (6) その他

最後に、「その他」として下記 7 つの項目と検討事項が挙げられている。いずれも公表内容の引用のみに留めるが、日本市場における IPO の活性化のために重要な検討課題であると思われ、今後の議論の進捗を待ちたい。

### ① SPAC

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

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

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

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

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

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

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

### 3 最後に

今回の東証による方針の公表は、論点と今後の検討事項を示したものであり、最終的な方向性や結論が出るにはまだ時間を要するものと考えられる。もっとも、冒頭に記載したとおり、IPOに関連する制度改革は各所で議論が行われており、今後それらが法律や規則の改正、運用の変更等といった形で徐々に実現していくものと思われる。過渡期において混乱が見られることも予想されるが、発行会社、市場関係者、投資家その他新規上場に関わる様々な当事者にとって有益な制度が形成されていくよう、引き続き注視していきたい。

- 
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。  
弁護士 西村 綱木([tsunaki.nishimura@amt-law.com](mailto:tsunaki.nishimura@amt-law.com))
  - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
  - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。
  - Capital Markets Legal Update 発行責任者  
弁護士 廣瀬卓生、吉井一浩、福田直邦

---

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

[www.amt-law.com](http://www.amt-law.com)