

上場審査に関するFAQ集

株式会社東京証券取引所 上場推進部・上場部

日本取引所自主規制法人 上場審査部

2024年11月11日



- 昨今、上場準備を行うスタートアップにおいては、IPOの支障になるとの理解から、**先行投資やM&Aなどの成長に向けた取組みを見送るケースがあり、本来はスタートアップの成長に資すべきIPOのための準備により、かえって成長が阻害されているとの指摘が見られます。**
- 本資料は、こうした背景を踏まえ、**上場準備を行うスタートアップ経営者の皆様が過度に保守的な対応を採る必要がなくなるよう、皆様からよくご相談をいただくテーマに関して、実際の事例もご紹介しながら、上場審査における考え方をご紹介しますもの**です。
- なお、資料の最後には、本資料に掲載していないテーマを含め、**スタートアップの皆様がIPOに関する疑問を東証に直接ご相談いただける窓口もご案内しておりますので、是非ご活用ください。**

※ 本資料は、皆様からのご相談内容等を踏まえ、定期的に更新を行ってまいります。

上場審査に関するFAQ



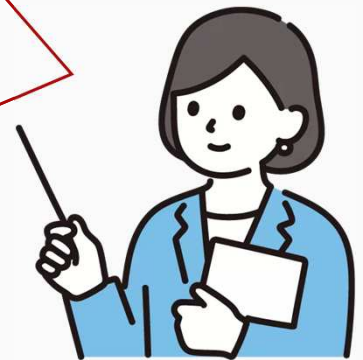
FAQ①赤字上場



グロース市場でも黒字化しないと上場できないと聞きましたが、本当でしょうか？

赤字上場は可能です。

グロース市場において上場までの黒字化を求める制度はありません。主幹事証券会社が高い成長可能性を有すると評価し、赤字であっても投資家に広く受け入れられると判断した結果、赤字上場を行った実績がこれまでに多く存在します。



(参考) 最近の赤字上場事例

- グロース市場への上場時に、上場申請期（上場して最初の決算）が赤字となる業績予想を公表した事例として、例えば以下のような会社が挙げられます。

上場日	会社名	上場申請期 売上高 (億円)	上場申請期 経常利益 (億円)	時価総額 (初値、 億円)	主な事業内容
2023/4/12	(株) i s p a c e	9.84	-112.87	804	月への物資輸送サービスをはじめとした月面開発事業
2023/6/27	クオリプス (株)	0.38	-4.5	127	再生医療等製品、特定細胞加工物の研究開発
2023/6/28	ノイルイミュン・バイオ テック (株)	3.19	-18.32	300	CAR-T 細胞療法を主とした新規がん免疫療法の開発
2023/6/30	(株) クラダシ	30.04	-1.7	86	ソーシャルグッドマーケット『Kuradashi』の企画・運営
2023/9/26	(株) ネットスターズ	37.25	-6.54	222	マルチ QR コード決済サービス「StarPay」の提供
2023/12/6	(株) Q P S 研究所	14.47	-7.09	301	小型 SAR 衛星の開発・製造、衛星画像データの販売
2023/12/12	ブルーイノベーション (株)	12.55	-2.97	77	ドローン等のデバイス統合プラットフォームの開発
2023/12/18	(株) 雨風太陽	9.55	-1.81	31	CtoC プラットフォーム「ポケットマルシェ」の運営
2023/12/20	ナイル (株)	50.47	-9.3	131	自動車産業 DX 事業、ホリゾンタル DX 事業

※各社開示資料等から東証作成

(参考) 赤字上場を行う際に気を付けてほしいこと



赤字でも上場はできますが、自社のビジネスモデルや事業環境、リスク要因等を踏まえ、**成長の実現に向けた取り組みの効果やコストを、事業計画に合理的に反映させることが必要**です。

また、「上場できる」ということと、「投資家に評価される」ということは、また別の話です。

赤字で上場する場合には、**投資家が適切に評価を行えるよう、自社の成長可能性やそれを実現するための事業計画について、特に丁寧に開示**することを心掛けていただきたいと思います。

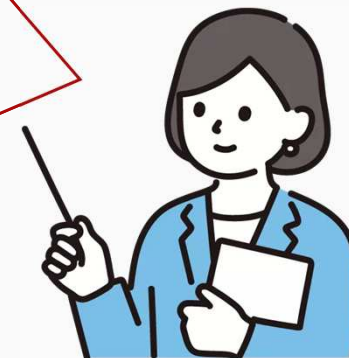
FAQ②上場準備期間におけるM&A



上場準備中にM&Aを行うと上場できないと聞きましたが、本当でしょうか。

上場できます。

これまでも上場準備中にM&Aを行っている事例が多くあります。上場準備中にM&Aを実施しないことを求める制度はありません。



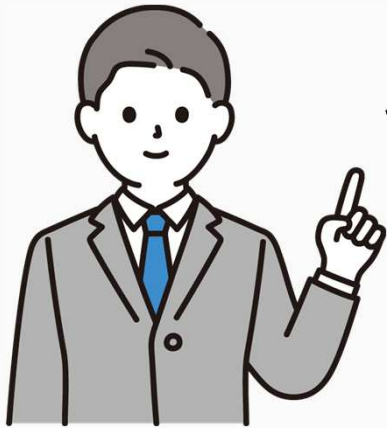
(参考) 上場準備期間におけるM & A事例

- 上場直前々期・直前期中にM & Aを実施したうえでIPOを行った事例として、例えば以下のような会社が挙げられます。

上場日	会社名	市場	時価総額 (初値、 億円)	主な事業内容	M&A概要
2023/06/21	(株) シーユーシー	グロース	1,286	医療機関支援事業、居宅訪問看護事業	21/4にメディカルパイロットを子会社化 23/1にネイチャー等を子会社化
2023/07/24	(株) トライト	グロース	1,133	人材サービス、デジタルソリューションサービス	21/8にHAB&Co.を子会社化 22/1にウェルクスを子会社化
2023/07/28	(株) GENDA	グロース	556	アミューズメント施設の運営	22/1に宝島を子会社化 その他事業譲受等を実施
2023/10/04	(株) くすりの窓口	グロース	173	薬局・医療・介護向けソリューションの提供	21/4にエーシーエスを子会社化
2023/11/16	Japan Eyewear Holdings (株)	スタンダード	304	アイウェアの企画・デザイン・製造・卸及び販売	21/8にフォーナインズ等を子会社化
2023/12/27	(株) yutori	グロース	44	衣料品及び雑貨等の企画並びに小売・卸売事業	22/4にKANDORのファッションブランドを事業譲受 22/8にA.Z.Rを子会社化

※各社開示資料等から東証作成

(参考) 上場準備期間にM&Aを行う際に気を付けてほしいこと



上場準備中にM & Aを行った場合、**その影響を踏まえた事業計画の策定やM & A対象を含むグループ全体の管理体制の整備**を適切に行っていただく必要があります。

また、主幹事証券会社における引受審査や監査法人の会計監査に手戻りが発生すると、上場日程が変わってしまうリスクがあります。

I P Oの支援を行う関係者と、M & Aを実施する場合にどのような対応が必要となるのか、事前に十分なコミュニケーションをとっていただくことが重要です。

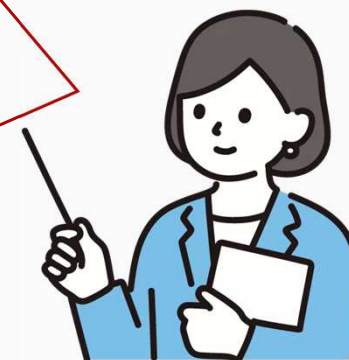
FAQ③ 予算と実績の乖離について



予算と実績の乖離は上場審査で問題になりますか？

乖離だけを問題視することはありません。

予算が合理的に作られていれば、その後に予実が乖離したこと自体を問題視することはありません。 乖離が生じた後の対応が重要です。



(参考) 予実乖離に関する審査について

- 上場審査においては、仮に予算と実績が乖離した場合、適切な時期に、原因分析を踏まえた予算の策定方法等の見直しや事業計画の修正を行えているかを確認します。

予実乖離が生じていた場合における確認ポイント

修正のタイミングは適切か

- 予算（利益計画等）を含む事業計画を修正するか否かの判断が、適切に行われているかを確認します。仮に自社における修正基準を超える予実乖離が生じているにも関わらず、合理的な理由なく修正を見送っているような場合は問題となる場合があります。

修正後の予算は原因分析を踏まえて合理的に策定されているか

- 新たな事業計画が、修正に至った原因を踏まえて適切に策定されているかを確認します。例えば、大型案件の失注や開発遅延が原因であれば、当該失注や遅延の原因を踏まえ、他の案件に影響がないか検証しているか、新規成約率や解約率など売上計画の前提となる重要なKPIに変化が出ている場合は、適切に修正計画に反映しているかなどを確認します。

- ※ ただし、乖離幅が非常に大きい場合や予算修正の回数が多い場合には、その要因等を踏まえ、一定の運用期間を求めることがあります。

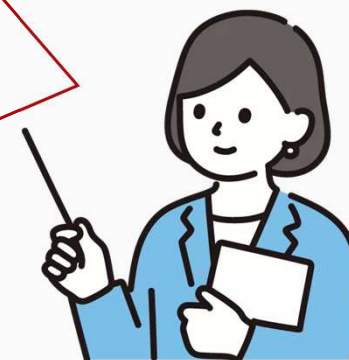
FAQ④ 業績予想開示について



上場すると、業績予想は必ず特定値（1本値）で公表しなければならないのでしょうか？

特定値以外の開示も可能です。

業績の見通しが立てづらい場合、一定の範囲（レンジ）での開示や非開示とする会社もあります。特定値での開示を求める制度はありません。



(参考) 業績予想開示の工夫について

- 業績予想の開示については、売上と利益をそれぞれ特定値で開示を行うケースが一般的ですが、取引所の制度によって定められているものではありません。
- 予測困難な要素によって業績が大きく左右される場合など、**かえって特定値での開示がミスリードになるような場合は、前提条件を付して一定のレンジで業績予想を公表したり、業績予想を非開示にする代わりに業績面以外の事業計画や業績の進捗状況を丁寧に開示するなど、投資家の理解が進むよう、業績予想の出し方について工夫をすることも考えられます。**

業績予想開示の工夫例

- 業績予想値を特定値ではなく、一定のレンジで開示
- 予測困難な理由を示した上で非開示（その代わりに業績面以外の事業計画や月次進捗等の状況を丁寧に開示）

※ なお、業績予想の内容はIPO時のバリュエーションにおいても重要な要素となりうるため、その開示方針については事前に主幹事証券会社ともよくご相談ください。

(参考) 予実管理や業績予想開示にあたって気を付けてほしいこと



上場会社においても、売上・利益等の実績値が期初予算どおりに着地しないことはよく見られることであり、公表した業績予想値と今後の見通しに乖離がある都度、予算修正を行ったうえでその内容を開示しています。

取引所が重視するのは、「予算が当たるかどうか」ではなく「**予算を含む事業計画が合理的に策定されているか**」、「**その内容が適切に開示され、その後実績が乖離した場合には適時に修正されるか**」という点です。

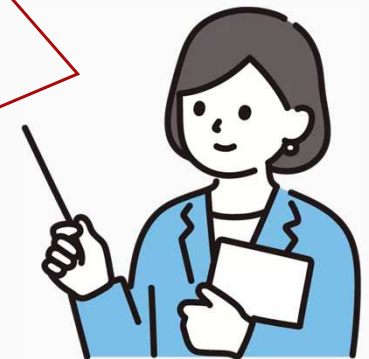
こうした観点は投資家からも重視されており、予算・事業計画が非合理的であったり、開示上の説明や乖離が生じた場合の対応がおろそかになってしまうと、投資家の評価を得ることができません。



先行投資型バイオベンチャーの上場にあたっては、保有するパイプラインについて、臨床試験での薬理効果の確認や製薬会社とのアライアンスの締結が必須なのでしょうか？

必須ではありません。

先行投資型バイオベンチャーのビジネスモデルは様々であり、上場審査ではビジネスモデルの特徴を踏まえた確認を行っています。東証では、先行投資型バイオベンチャーが、それぞれのビジネスモデルを踏まえて上場に向けた準備を進めていただくため、「先行投資型バイオベンチャーの上場についての考え方と審査ポイント」を公表しています。



参考：「先行投資型バイオベンチャーの上場についての考え方と審査ポイント」

2024/11/11追加

【基本的な考え方】 市場における公正・円滑な価格形成及び投資者保護の観点からは「投資者による**企業価値評価に必要な情報が開示可能な状態で存在**しており、かつ、その情報が上場後を含め**的確に開示**されていること」が必要

事業計画の合理性		開示の適切性
開発品の有効性	開発・事業化の見通し	

審査ポイント

- 有効性が客観的なデータ等に基づき相応に評価されている状態であること

- 全社的な開発計画が合理的に策定されていること（開発の優先順位、リソース（人材・知財・資金）確保、開発中止時の対応方針）
- 各パイプラインについて**事業化に向けた計画**が合理的に策定されていること
 - 研究・開発から製造・販売に至るまでの事業体制について**自社で行うか、アライアンス先に委託等するかの方針**が合理的に策定されていること

- 以下の内容等の**適切な開示**
 - 開発品の内容（対象疾患、治療上の位置づけ、臨床試験デザイン、競合薬、販売地域等）
 - 開発品の安全性・有効性の評価
 - 特許の内容（存続期間等）
 - 事業計画（開発計画、事業化に向けた計画等）
 - （ある場合）アライアンスの内容
 - 開発中止のリスク及び対応方針
- ※**上場後における企業価値評価に必要な情報の開示方針**を確認

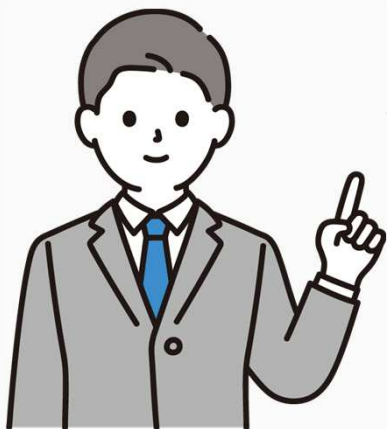
想定される事例（※）

- 典型的な医薬品開発プロセスで「臨床試験フェーズⅡaにおける薬理効果」が確認されている
- 再生医療等製品や希少疾患向け製品で「早期相の臨床試験等（患者対象の投与）のデータに基づく薬理効果」が示唆されている
- 基盤技術を基にしたビジネスで、前臨床のパイプラインを含め、ライセンスアウトの状況を通じ、基盤技術の有用性が確認されている

- 複数の化合物を開発している場合に、開発の優先順位が明確でリソースが確保されている
- 同一の化合物や技術を複数疾患に適用する前提で開発を行うことも想定
- 対象患者数が多い医薬品を開発している場合に、主要パイプラインについてアライアンスを締結済又は締結予定であり、事業化を担保
- 再生医療等製品や希少疾患向け製品を開発している場合に、専門医・患者団体等との連携によって自社で販売ルートを確保
- 自社で製造を行う方針である場合に、製造方法が確立され、量産化に向けた見通しがある

- 各パイプラインごとに現在の開発状況及び今後の開発スケジュールが示されている
- アライアンスを締結している場合、委託内容に加え、マイルストーンやロイヤリティなど投資判断に重要な情報が示されている（上場後に締結予定の場合、決定時にこれらの情報を開示する方針が示されている）
- 開発中止のリスクが顕在化した場合の対応方針が示されている

※過去の審査事例などを踏まえ一般的に想定される事例を記載したものであり、実際の審査にあたっては、個社の状況を踏まえて判断を行うため、当該事例と異なる状態である場合でも、上場が認められるケースもありえますし、一方で、当該事例と同じ状態であっても、必ずしも上場が認められるということではありません。



先行投資型バイオベンチャーについては、上場時点では研究開発の途上であり、収益計上までの投資期間が相当長期にわたることに加え、事業の専門性が高く、行政当局による認可も必要となるなど、グロース市場に上場する他の業種に比べ事業の特異性が高いという特徴があります。

こうした特徴を有する先行投資型バイオベンチャーにおいては、投資家が適切に評価を行えるよう、自社のビジネスモデルや事業計画、リスク等について積極的に開示を行うことが特に重要です。

また、上場時のみならず、上場後においても、積極的に投資家向け情報発信（IR）を行っていくことが期待されます。



FAQ集に記載されていないテーマに関して疑問があるのですが、東証に直接相談することはできますか？

ぜひご相談ください！

スタートアップの皆様がIPOに関する疑問を東証に直接ご相談いただける窓口として、「IPOセンター」をご用意しています。相談内容・上場準備の状況などは問いませんので、ぜひお気軽にご相談ください！



- 東京証券取引所では、**成長の実現に向けて上場を行おうとする企業及びその関係者の皆様**が、**IPOに係る疑問を取引所に直接相談できる窓口**を開設しています。

➤ **相談内容は問いません**

- ・ 上場審査・手続に係る疑問はもちろん、上場に向けた体制整備全般などご相談ください

➤ **事業ステージや上場準備の状況は問いません**

- ・ 上場に向けた体制整備を開始していない段階であっても、ぜひご相談ください

➤ **どなたでもお気軽にお問い合わせください**

- ・ 上場を目指す企業の皆様はもちろん、その投資家の方々なども、ぜひご相談ください（主幹事証券会社の同席有無は問いません）

⇒ **年間200件以上のご相談をいただいています。皆様もぜひお気軽にご相談ください。**

【お問い合わせ先】

株式会社東京証券取引所 上場推進部

IPOセンター ipo@jpx.co.jp

<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/ipo-benefits/01.html>

赤字上場を希望していますが、現在の事業計画で上場は可能ですか？

上場準備中にM&Aをしたいのですが、どういう点に気を付けるべきですか？

関連当事者取引がありますが、上場審査で問題となりますか？

上場を目指したいのですが、**何から始めればよい**でしょうか。

過去の不祥事の再発防止策が十分か意見をもらえますか？

バイオベンチャーへの上場審査のポイントを教えてください。

反社チェック体制をどう構築すればよいでしょうか？

上場には**〇〇が必要**と聞いたのですが、**本当か**教えてください。

(参考) 新規上場ガイドブックについて

- 本資料に掲載していないテーマを含め、上場審査上のポイントや考え方に係る詳細は、「新規上場ガイドブック」でもご案内しています。
- プライム市場 (<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide-new/index.html>)
- スタンダード市場 (<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide-new/01.html>)
- グロース市場 (<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide-new/02.html>)



IPOセンターメールマガジン

- 上場を希望する会社とIPO関係者を対象として、電子メールにより上場準備に関連した情報を配信しております。

<PC>

JPX メールマガジン

検索

<携帯・スマホ>



概要

- ・ 無料
- ・ 毎週火曜日に配信予定

配信内容

- ・ IPOセンターからのお知らせ
セミナーのご案内、規則改正、
「創」(右記ご参照)の記事の新規掲載など
- ・ 新規上場会社のご案内 など

トップインタビュー「創」



創業者・経営者の人柄や魅力がわかる!

創
上場会社トップインタビュー

掲載企業例 01
オムニ・プラス・システム・
リミテッド
最高経営責任者
ネオ・ブアイ・ケオン

掲載企業例 03
@i-plug
代表取締役CEO
中野 智哉

掲載企業例 02
@紀文食品
代表取締役社長
堤 裕

<携帯・スマホ>

<PC>



JPX 創 検索

ご案内

- ・ 東証に上場する企業の創業者や経営者の人柄や魅力にフォーカスしたインタビューです
- ・ 新規掲載時にはIPOセンターメールマガジンでご案内します

内容

- ・ 創業の経緯、上場までの体験談
- ・ 創業者・経営者自身が考える経営ビジョン
- ・ 本音や考え方、プライベートにも迫ります



かつて立会開始の合図に鳴らされていた鐘

**新規上場セレモニーでは
会社の更なる発展・成長の願いを込めて
五穀豊穰にあやかり5回打鐘していただきます**

貴社の打鐘をお待ちしています

【お問い合わせ先】

株式会社東京証券取引所
上場推進部 IPOセンター
ipo@jpx.co.jp

【本資料に関する注意事項】

- 本資料は金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、情報提供のみを目的としたものであり、投資勧誘や特定の証券会社との取引を推奨することを目的として作成されたものではありません。万一、本資料に基づき生じた費用又は被った損害があった場合にも、株式会社日本取引所グループおよびその関係会社は責任を負いかねます。
- 本資料で提供している情報は万全を期していますが、その情報の完全性を保証しているものではありません。また、本資料は、上場審査の内容等について平易に解説・記述しておりますが、全ての内容を網羅したものではありません。本資料に記載されている内容は将来予告なしに内容が変更される可能性があります。
- 内容等について、過去の情報は実績であり、将来の成果を予想するものではありません。
- 本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社日本取引所グループおよびその関係会社に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ無断で複製、または転送等はできません。