

VI 上場審査に関するQ&A

このQ&Aは、「V グロース市場事前チェックリスト」等について具体的な観点からの確認事項を記載したものです。

1 グロース市場事前チェックリスト関連

(1) 事業計画について（事前チェックリスト1）

Q1：事前チェックリスト1に「事業計画が、今後の事業展開を踏まえ合理的に作成されていますか」と記載されていますが、具体的にどのような検討を行う必要があるのでしょうか。また、事業計画の合理性の観点で、上場審査ではどのような確認が行われるのでしょうか。

A1：申請会社の企業グループの事業計画は、ビジネスモデルの特徴や外部環境を踏まえ、相応に合理的なものであることが求められます。したがって、事業計画に成長戦略及び具体的な施策の内容がそのコストや効果を含めて適切に織り込まれているかといった点について、十分な検討を行う必要があります。

実際の審査では、「V グロース市場事前チェックリスト 6 【(上場申請後)ヒアリングにおける質問内容】(2) 事業計画」の項目等を踏まえ、申請会社の事業計画が、相応の合理性を有しているかを確認することとなります。なお、短期的な黒字化実現は必要ありませんが、上場時点で赤字を計上する計画である場合には、例えば、以下のような観点からも事業計画の合理性について確認を行います。

【販売計画（売上）について】

- ・販売実績に乏しい場合、販売先の確保の見通しがありますか。
- ・市場環境（市場規模やシェア・競合状況）及び申請会社の製商品・サービス・開発品等の特徴から、販売計画を合理的に説明できますか。
- ・今後の販売拡大が、過去実績を大きく上回る傾向となることを計画している場合、その要因を合理的に説明できますか。
- ・販売計画の前提となる事象（例えば、販売パートナーとの契約締結や許認可の取得など）が存在する場合、当該事象が整備されていること（又はその見込み）について説明できますか。

【投資計画（費用）について】

- ・投資（P/L に計上されるもの（人件費や広告宣伝費等）も含みます）によって見込まれる効果（例えば、販売数量の増加や原価の低減、研究開発投資による新製品や新サービスの開始など）を事業計画に織り込んでいる場合、当該効果は合理的に見積もられていますか。
- ・投資の期間について、投資方針の変更や投資継続の判断に係る考え方を踏まえて合理的に

説明できますか。

- ・今後、投資を急激に縮小又は変更する予定がある場合、その影響を合理的に説明できますか。

【資金計画について】

- ・資金計画において上場時の調達資金の比重が大きい場合、調達額が想定を下回った際のバックアッププランや事業計画の変更・縮小について、その影響を含め、十分な検討が行われていますか。

Q2：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（ディープテック企業）が、製商品化・サービス化に至っていない段階で上場するためには、どのような点がポイントとなりますか。

A2：ディープテック企業が、製商品化・サービス化に至っていない段階で上場しようとする場合、新たな市場をこれから開拓しようとしており、かつ技術開発及びビジネスモデルの確立が途上であることから、事業計画の合理性の評価の前提となる事業環境やビジネスモデルの内容、事業計画を遂行するために必要な事業基盤の整備見込みの確認手段に限られるなど、事業計画の合理性の評価が相対的に困難な場合も考えられます。

このような場合でも、機関投資家から大規模に資金を調達することで上場までに相応の企業規模となっており、上場時も機関投資家を中心に大規模な資金調達を行う場合には、投資家評価などを前提に事業計画の合理性を確認することで、グロース市場への上場が可能となります(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場合などを想定しています)。

具体的には、既存株主である機関投資家に対してビジネスモデルや事業環境の評価などをヒアリングする、主幹事証券会社を通じて、上場承認までに行われるインフォメーション・ミーティングなどにおける機関投資家の評価等を確認するなどの手法を活用します。なお、評価の活用にあたっては、機関投資家の申請会社の属する事業分野に対する目利き能力（投資実績など）や申請会社に対する出資額及び比率、上場後における申請会社株式の保有方針なども考慮します。

ただし、ディープテック企業であっても、Q1に記載のとおり、これまでの事業実績等から技術開発等の水準・見通し、顧客需要・コストを含むビジネスモデルの具体的な計画、規制動向・法的基盤等の状況を踏まえて事業計画の合理性を評価できる場合は、このような投資家評価を求めるものではありません。

また、このような投資家評価の確認のほか、必要に応じて、技術開発等の水準・見通しについては関係する事業分野の専門家・有識者の見解を、顧客需要やコストの評価については取引先や潜在顧客の評価を、規制動向・法的基盤等の今後の見通しについては当局の見解などを、あわせて確認することがあります。

加えて、製商品化・サービス化に至っていないディープテック企業の企業価値評価

が適切に行われるためには、Iの部及び「事業計画及び成長可能性に関する事項」などの開示資料において、今後確立を目指すビジネスモデルや事業展開の見通し及びリスク情報等の重要な投資判断材料が適切かつ十分に開示されることも重要です。

例えば、「事業計画及び成長可能性に関する事項」に記載されるビジネスモデル・競争力の源泉・事業計画に関しては、まず、将来的にどのようなビジネスモデル・競争優位性の確立を目指しているのかを具体的に示し、その実現のために現在行っている研究開発の内容など投資活動の詳細を具体的に示すことが必要です。そのうえで、上場後も投資が先行することを踏まえ、研究開発を含む今後の投資計画（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）や想定する投資効果について、その前提条件とともに可能な限り具体的な時期・数値を示すことが重要です。また、これらの記載にあたっては、上場後の継続的な更新を想定し、フェーズごとに測定可能な目標を設定するなど、具体的なマイルストーンを示しながら記載することも重要です。

市場規模に関しては、ターゲットと想定している市場について具体的に示したうえで、その規模に関する将来予測を示すことが考えられます。その際、客観的なデータが乏しい場合でも、前提条件を示しながら自社が現時点で考える市場の将来予測を示すことは有用と考えられます。

リスク情報に関しては、事業化に必要な技術を確立できないリスクや市場が確立されないリスクなど、アーリーステージの企業特有のリスク項目について、顕在化する可能性の程度や時期、顕在化した場合の成長の実現や事業計画の遂行に与える影響の内容、当該リスクへの対応策等を、企業実態に即して幅広くかつ丁寧に記載することが必要です。

また、開示内容を検討するにあたっては、上場前のインフォメーション・ミーティングなどの機会を活用し、投資者が企業価値を適切に評価するために必要な内容となっているか検証することも重要です。

以上のような審査のポイントは、主幹事証券会社による高い成長可能性の評価及び上場適格性調査において参考としていただくことも考えられます。

また、ディープテック企業の上場にあたっては、機関投資家へのアクセスを含め、申請会社と主幹事証券会社の連携が重要となります。東証においても相談窓口を設けていますので、円滑な上場を実現するためにも、該当する可能性のある企業の上場の際には、取引所への事前相談を通じて、上場申請前に論点整理をお願いいたします。また、上場申請後においても上場審査と並行して情報のアップデートを行うことが重要です。

○ ディープテック・バイオビジネス相談窓口：ipo@jpx.co.jp

Q3：事業計画の審査に際して、東証が証券会社による評価を前提とする事項と東証自身が確認する事項の違いを、より詳しく教えてください。

A3：おおよその違いは「II 高い成長可能性に係る事項 2 高い成長可能性の判断に係るQ&A Q2」の記載のとおりですが、より詳しい内容については、以下の業種別事例集をご参照ください。

（事例1）小売業：料理専門店チェーン

証券会社の評価を前提のものとする事項

【ビジネスモデル】

- ・ 事業の特徴・同業他社との差別化要因（安定した食材仕入先の確保、厨房作業の効率化、店舗デザイン等、食材・調理方法、展開地域等）
- ・ 今後の事業展開・成長戦略（展開地域の拡大、新業態店舗の展開開始等）

【事業環境】

- ・ 市場規模・業界の状況（取扱食材の流通量等）
- ・ 顧客数の動向

東証が審査対象とする事項（「事業計画の合理性」に関する事項）

- ・ 販売単価の推移及び予測（販売計画の内容）をご説明ください。
→ 目標とする販売単価（客単価）が明らかに合理性を欠く金額に設定されていないか。
- ・ 店舗数の推移・今後の出店計画をご説明ください。
→ 出店計画が、会社の事業規模、人材の採用計画、出店による獲得収益、出店費用などと比較して無理な計画となっていないか。将来的に利益が出ない仕組みとなっていないか。
- ・ 食材・店舗スタッフの確保状況・採用計画をご説明ください。
→ 売上高増・店舗増に対応できるリソースを確保できるか。
- ・ 利益計画（売上原価や販売管理費計画等）をご説明ください。
→ 販売単価予測、出店計画、出店に係る予算、人材の採用計画等が合理的に反映された利益計画となっているか。

（注）「・」はヒアリング項目、「→」はその項目により確認するポイントを示しています（以下同じ）。

（事例2）メーカー：液晶検査装置の製造・販売

証券会社の評価を前提のものとする事項

【ビジネスモデル】

- ・ 事業の特徴・同業他社との差別化要因（技術的な優位性、他社に先駆けた新製品開発等）
- ・ 今後の事業展開・成長戦略（生産拠点の増強、営業拠点の新設、他メーカーへの拡販活動の積極化等）

【事業環境】

- ・ 市場規模・業界の状況（液晶需要予測、クリスタルサイクル、検査装置市場の動向等）

- ・販売実績及び受注動向（顧客数の動向等）

東証が審査対象とする事項（「事業計画の合理性」に関する事項）

- ・販売単価の推移及び予測（販売計画の内容）をご説明ください。
→目標とする単価が明らかに合理性を欠く金額に設定されていないか。
- ・現時点における生産能力の確保状況をご説明ください。
→現時点における生産拠点のキャパシティを踏まえ、無理な受注計画・製造計画となっていないか。
- ・今後の設備投資・回収計画をご説明ください。
→今後における設備拡張計画（設備投資や回収に関する計画）が、受注動向や製造計画を適切に踏まえたものとなっているか。上場時の調達予定資金がどのように考慮されているか。
- ・専門職員・工員、営業員等の確保状況・採用計画をご説明ください。
→受注動向や製造計画に対応できるリソースを確保できるか。
- ・利益計画（売上原価、販売管理費計画等）をご説明ください。
→受注動向や製造計画、人材の採用計画等が合理的に反映された利益計画となっているか。

（事例3）ITサービス業：情報管理アプリケーションソフトの製作・販売

証券会社の評価を前提のものとする事項

【ビジネスモデル】

- ・事業の特徴・同業他社との差別化要因（利便性の高いサービス、強固なセキュリティ、大手への導入実績）
- ・今後の事業展開・成長戦略（営業人員の増加による新規顧客獲得の推進）

【事業環境】

- ・市場規模・業界の状況（インターネット利用状況、対象サービスの市場規模予測等）
- ・導入実績の推移（顧客数の動向等）

東証が審査対象とする事項（「事業計画の合理性」に関する事項）

- ・販売単価の推移及び予測（販売計画の内容）をご説明ください。
→現行の料金設定（初期設定料、月額料金）の合理性、今後の販売単価の動向（料金改定の有無及びタイミング、料金改定以外の販売単価アップ要素（オプションの販売計画）、コストとの関係）。
- ・今後の設備投資・回収計画をご説明ください。
→顧客増に対応できるサーバ等への投資額及びその回収予定。
- ・営業人員確保の状況・採用計画をご説明ください。
→導入実績を増加させるための営業人員を確保できるか。
- ・利益計画（売上原価、販売管理費計画等）をご説明ください。
→導入実績計画やそのための人材の採用、サーバ等の購入代金等が合理的に反映された利益計画となっているか。

（事例4）会員積上型ビジネス：会員向けコンテンツの企画・製作・販売

証券会社の評価を前提のものとする事項

【ビジネスモデル】

- ・ 事業の特徴
- ・ 同業他社との差別化要因（質の高いコンテンツ制作能力、コンテンツの開発（発売）数、開発期間）
- ・ 今後の事業展開・成長戦略（ターゲット層の拡大等）

【事業環境】

- ・ 市場規模・業界の状況（コンテンツ市場の推移等）
- ・ 会員数の推移（顧客数の動向等）

東証が審査対象とする事項（「事業計画の合理性」に関する事項）

- ・ 会員数の増加計画の合理性（販売計画の内容）をご説明ください（注）。
（注）会員数の増加動向については原則として証券会社の評価を前提としますが、足元の会員数の伸びが高い成長可能性の前提や事業基盤・事業計画の前提に影響を来するような場合（申請期における会員数の大幅減少等）は、十分な検討を行うこととなります。
- ・ 今後の設備投資・回収計画をご説明ください。
→コンテンツ開発計画と当該開発に必要となるサーバ等への投資額及びその回収予定。
- ・ 人員確保の状況・採用計画をご説明ください。
→質の高いコンテンツを多数製作可能な人材の確保状況。
- ・ 利益計画（売上原価、販売管理費計画）をご説明ください。
→コンテンツ開発計画やそのための人材の採用、サーバ等の購入代金等が合理的に反映された利益計画となっているか。

（事例5）創薬系バイオベンチャー証券会社の評価を前提のものとする事項

【ビジネスモデル】

- ・ ビジネスモデルの特徴（開発薬剤の特徴・優位性／開発技術の優位性 等）
- ・ 薬理効果（臨床試験の結果に関する評価）
- ・ パイプラインの開発スケジュール及び事業収益の見通し（薬剤の販売開始時期、上市後の薬剤の販売総額及びロイヤリティー額の見通し）

【事業環境】

- ・ 対象疾患の市場規模

東証が審査対象とする事項（「事業計画の合理性」に関する事項）

- ・ 薬剤の販売計画の内容をご説明ください。
→合理的な販売計画か、薬剤の市場性を適正に評価しているか（過度に多額に見ていないか）。
- ・ アライアンス内容について詳細をご説明ください。
→バリューチェーンの完結・補完が実現される契約内容であるか否か、その他事業基盤に関わる内容の確認（地域毎の権利関係、サブライセンシングの有無、開発中止時の取扱い等）。
- ・ 利益計画をご説明ください。

→アライアンスの内容や研究開発計画、人員計画等が合理的に反映された利益計画となっているか（上市・黒字化までの中長期のコスト計画やキャッシュフロー計画等を確認）。

なお、上記は通常想定されうる一般的な事例及び確認事項です。実際の審査においては、申請会社個別の状況を十分に踏まえた上で、適宜確認項目を追加・割愛いたします。

Q4：上場申請期における月次業績の進捗状況が、当初計画と乖離している状況にありますが、「事業計画の合理性」の観点から、審査上問題となるのでしょうか。

A4：「事業計画の合理性」の審査は、短期的な計画の達成・進捗状況を確認する趣旨ではありません。そのため、上場申請期における足元の月次業績の進捗状況が当初計画と乖離しているという状況だけで「事業計画の合理性」を問題視することはありませんが、このような状況では、「企業内容の開示の適切性」及び「内部管理体制の有効性」の観点から、適時・適切に業績予想などの将来予測情報（「会社の将来の経営成績・財政状態等の見通しに係る情報」をいいます。以下同じ。）の修正を行うため、経営環境や月次業績及び予実差異について適切に把握・分析を行うことができるか等について確認することとなります。

また、仮に月次業績の進捗状況が、高い成長可能性の前提や事業基盤・事業計画の前提に影響を来すような場合（例：売上比率の大部分を占める取引先との取引関係解消、（会員積上型ビジネスにおける）会員数の大幅減少等）は、「事業計画の合理性」の観点から必要な検討を行うことがあります。

なお、主幹事証券会社においては、申請会社の業種・業態や事業環境、ファイナンス時の市況環境等を踏まえ、各社の判断により申請会社の足元の業績動向等を確認することがあります。

（2）取締役会について（事前チェックリスト2（1））

Q5：事前チェックリスト2（1）①に「取締役会を定期的を開催していますか。また、必要に応じて機動的に開催し、迅速な意思決定を行うことができますか。」とあります。取締役会の設置期間及び開催頻度はどの程度が適当でしょうか。また、機動的な開催による迅速な意思決定とは、具体的にどのような状況であれば良いのでしょうか。

A5：上場審査基準において、取締役会の設置期間は定めておりませんが、上場審査では取締役会が適正に機能しているか等を確認することから、取締役会設置後、一定の運用期間を設けたうえで、申請いただくことが必要です。例えば、上場申請時点における取締役会の継続設置期間が1年より短い場合には、運用実績として問題ないか判断するため、その理由を確認する場合があります。取締役会の開催頻度については、会社法において少なくとも3か月に1度は開催しなければいけないと定められていますが、取締役会で意思決定すべき事項や報告すべき事項は様々であると考えられます。また、月次の業績や事業の状況などを取締役会の報告事項としている場合が多いと思われま

す。このようなことを考えあわせると、少なくとも月に一度以上開催することが望まれます。

機動的な開催による迅速な意思決定については、取締役会で決議すべき事項との関係となります。つまり、取締役会の議案とすべき事項が発生したにもかかわらず、何らかの理由で取締役会を開催できないことにより、または適切なタイミングで開催しないことにより、タイムリーな意思決定が行えないのであれば、機動的な開催による迅速な意思決定を行うことができない状況と考えられます。

なお、例えば遠隔地から招聘している社外取締役や社外監査役のように、物理的に取締役会への出席に制約があり取締役会の機動性を損なうような状況にある場合においてはテレビ会議等の手当てを行うことも考えられます。

Q6：事前チェックリスト2（1）③に「業務運営上の重要な報告が適切に行われていますか。」とありますが、業務運営上の重要な報告とは、具体的にどのようなものを指しているのでしょうか。

A6：経営管理体制の一環である業務報告体制を構築するにあたっては、規模や業種・業態に応じて、報告事項の重要性を検討し、特に重要な事項に関しては取締役会への報告事項として社内規程に定めることとなります。したがって、取締役会に報告すべき重要性の水準については、会社の規模や業種・業態により様々であると考えられますが、例えば、月次の業績、事業の状況、過去に取締役会で決議した事項の執行経過などが挙げられます。

Q7：事前チェックリスト2（1）⑤に「特定の者の利益を優先するような決議が行われていませんか。」とありますが、特定の者の利益を優先するような決議とはどのようなものなのでしょうか。

A7：事前チェックリスト4にありますように、会社が行う取引（そのための取締役会における決議を含みます。以下同じ。）には、その取引を行うこと自体に対する合理性と、取引条件の適正性が求められます。これらの観点から、株主の利益よりも役員などの特定の者の便宜・利益を優先する決議、例えば、社長個人の債務に対して会社が債務保証を行っているような場合は、特定の者の利益を優先するような決議であると考えられます。

Q8：事前チェックリスト2（1）⑥に「取締役の他社との兼任関係などが、会社の意思決定や業務遂行を阻害するものとなっていませんか。」とありますが、取締役の兼任関係が会社の意思決定や業務遂行を阻害する場合とは、具体的にどのような状況をいうのでしょうか。

A8：事前チェックリスト2（1）①にありますように、取締役会については、必要に応じて機動的に開催できることが必要です。例えば、取締役がグループ外の他の会社の取締役を兼任していることにより、必要な時に取締役会を開催することが困難であるような場合（時間的制約など）は、会社の迅速な意思決定を阻害している状況であると考えられます。

また、業務執行役員がグループ外の他の会社の業務執行役員を兼任している場合においては、円滑な業務執行を阻害する可能性があると考えられます。

Q9：事前チェックリスト2（1）⑦に「取締役会の決議方法がコーポレート・ガバナンスの観点から適当な決議方法となっていますか。」とありますが、上場審査における取締役会の決議方法に関する考え方はどのようなものでしょうか。

A9：取締役会の決議にあたっては、原則として、取締役及び監査役全員出席のもと、議論がなされた上で決議することが望ましいと考えられます。

一方、会社法第370条では一定の条件のもとで、書面又は電子的記録による決議（以下、「書面決議等」といいます。）が認められています。

しかしながら、書面決議等は、取締役会における経営の意思決定の迅速化を図ることができる一方、実質的な議論がなされないまま重要事項が決議される可能性もあるため、コーポレート・ガバナンスを有効に機能させるという観点から望ましくないケースも考えられます。

したがって、上場審査においては書面決議等を一律否定するものではありませんが、書面決議等を行っている場合には、コーポレート・ガバナンスが有効に機能しているかどうかを個別に確認することとなります。

（3）監査役について（事前チェックリスト2（2））

Q10：事前チェックリスト2（2）①に「監査役による取締役及び会計参与の業務執行に対する牽制は有効に機能していますか。」とありますが、具体的にどのような状況であれば良いのでしょうか。

A10：取締役会への出席に加え、例えば、監査役が取締役及び会計参与に対して随時ヒアリングを行い、その業務内容や遂行状況について報告・説明を受け、また、重要な稟議書類については必ず目を通し、法令・定款に照らして問題がないかどうかを検討・判断することなどが挙げられます。

Q11：事前チェックリスト2（2）①に「監査役による取締役及び会計参与の業務執行に対する牽制は有効に機能していますか。」とありますが、現在、監査役会を設置していません。監査役会はいつまでに設置する必要がありますか。

A11：有価証券上場規程の「企業行動規範」の項目において、監査役会の設置については、上場会社が遵守すべき事項として定められています。そのため、申請会社も監査役会の設置を行っていただく必要がありますが、いつまでに、という一律の基準は設けておりません。しかし、審査の中では監査役会が適正に機能しているか等を確認するため、監査役会設置後、一定の運用期間を設けた上で、申請いただくことが望ましいと考えます。

Q12: 事前チェックリスト2 (2) ②に「担当監査法人や内部監査と連携して、適切に監査を実施していますか。」とありますが、どのような状況であれば良いのでしょうか。

A12: 例えば、監査役が監査法人と適時打ち合わせを行い、監査法人からの会社に対する指摘事項の把握を行うこと、また、内部監査担当部門から適時その内部監査結果や改善指摘事項及び改善状況の確認の報告を受けることなどが挙げられます。そして、これらの打ち合わせや報告を通じて、問題があると思われる場合には、監査役としても改善状況を含め、確認していただく必要があります。

(4) 独立役員について (事前チェックリスト2 (3))

Q13: 独立役員はいつまでに確保すれば良いでしょうか。また、留意点はありますか。

A13: 独立役員は上場日までに確保していただく必要があります。そのため、審査期間中に独立役員の確保状況を確認します。

なお、特定の大株主が強い影響力を有するなど、独立役員の重要性が相対的に高いと認められる申請会社の審査においては、その運用状況の確認を通じて上場後を見据えたコーポレート・ガバナンスの体制が有効に機能していることを確認する場合があります。

Q14: 事前チェックリスト2 (3) ②に、「独立役員として届出を行う予定の社外取締役又は社外監査役は、一般株主と利益相反が生じるおそれがない者ですか。」とありますが、独立役員として届出を行う者の選任にあたってどのような点に留意すれば良いでしょうか。

A14: 独立役員の選任にあたっては、原則として、上場管理等に関するガイドラインⅢ 5.(3)の2に記載のある各項目に該当していないことが求められます。

独立役員の選任にあたっての留意事項につきましては、東証発刊の「会社情報適時開示ガイドブック」の「独立役員の確保に係る実務上の留意事項について」をご参照ください。なお、こちらについては東証ホームページにも掲載しています。

(<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/ind-executive/>)

また、全独立役員の在任期間が長期間に渡っている場合は、独立役員の選任の方針を確認のうえ、追加選任を求める場合があります。上場申請にあたり独立役員の要件等に関して懸念がある場合には、主幹事証券会社等を通して事前にご相談ください。

(5) 会計参与について（事前チェックリスト2（4））

Q15：事前チェックリスト2（4）①に「会計参与設置会社である場合、法定開示・適時開示に係る社内体制が会計参与に過度に依存した体制となっていないか。」とありますが、具体的にどのような体制であれば良いのでしょうか。

A15：例えば、会計参与が法定開示・適時開示に係る資料を主体となって作成しているような状況の場合、当該会計参与が任期満了に伴って退任した際、法定開示・適時開示が適時・適切に、かつ、継続的に行うことが困難になることが想定されるため、会計参与以外の者も含めた組織的な体制のもと、法定開示・適時開示に係る資料を作成することができる体制が挙げられます。

なお、会計参与が法人である場合については、その職務を行うべき社員を対象として確認します。

(6) 内部監査について（事前チェックリスト2（5））

Q16：当社は従業員数が少数であり、事業運営も1箇所で行っているため、独立した内部監査部門を有していません。事前チェックリスト2（5）③に「内部監査部門を設けていない場合は、代替的な手段をとっていますか。」とありますが、ここでいう代替的な手段とは、具体的にどのようなものなのでしょうか。

A16：一般的には、内部監査人として適切と考えられる方を任命し、内部監査を行わせます。ただし、その方の所属部門については、他の部門から内部監査人を任命し、内部監査を行わせることとなります。その他、内部監査業務をアウトソーシングすることも考えられます。その場合には、内部監査業務をアウトソーサー任せにせず、社長等が内部監査の重要性を認識したうえで主体的に関与しているかどうかを確認します。

(7) 内部統制・社内規程について（事前チェックリスト2（6））

Q17：事前チェックリスト2（6）②に「社内規程に部門間及び部門内の相互牽制機能が備わっていますか。」とあります。内部牽制について、従業員の少ない企業では人力的限界があると思いますが、こうした場合の内部牽制はどのように対処したら良いのでしょうか。

A17：例えば、従業員数が数十人規模であり、ワンフロアのオフィスに全員が勤務しているような会社では、社長が各従業員の業務内容を把握しており、またほとんどの決裁権限を有しているようなケースも想定されます。

このような場合においても、例えば現金の取扱いについては、少なくとも「起票を行う方と実際の受け払いを行う方を同一にしない」などの対応は最低限必要であると

考えられます。

なお、以下のようなケースについては内部牽制上、職務遂行上の懸念があるため、認められないと考えます。

- ・代表取締役社長等が特定部門の組織長を兼任しており、実質的にも必要な牽制が効いていないケース
- ・代表取締役社長等が複数の組織長を兼任していることで、本来の社長等としてすべき職務の遂行に支障を来しているケース

Q18：事前チェックリスト2（6）⑤に「事業計画を部門間の調整等の手続きを経て適切な手法により策定するための体制が整備されており、かつその体制が適切に運用されていますか。」とありますが、この場合の適切な手法による策定とはどのようなものなのでしょうか。

A18：事業計画が適切な手法により策定されている状況とは、事業展開に際して考慮すべき様々な要素（業界環境や競合他社の状況、対象市場の規模や成長度合い、製商品・サービスの需要動向、原材料市場等の動向、主要な取引先の状況等）を事業計画に反映させる際に参考とした諸資料が整備されており、事業計画がその資料に基づいて、部門間の調整等を経て策定されていることをいいます。なお、上記事業計画の策定手続きを社内規程（予算管理規程等）に定める等、社内の体制が適切に整備されていることも必要です。

Q19：事前チェックリスト2（6）⑥に「法令等を踏まえた内部統制システムの整備の準備は行われていますか。」とありますが、どのような準備を進めておけば良いのでしょうか。

A19：取締役、執行役又は理事の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制、業務の適正を確保するために必要な体制の整備を決定することを、会社法上の大会社に限らず「企業行動規範」（規程第439条）において求めています。

また、上場後に適用となる財務報告に係る内部統制報告制度についても対応準備を進めていただく必要があります。会社の規模・業種、上場申請のタイミング等に応じて、その会社に適した準備計画を策定し、上場後に内部統制報告書の提出ができる体制を構築していただく必要があります。

(8) 業績管理について（事前チェックリスト2（7））

Q20：事前チェックリスト2（7）②に「月次の業績及び事業の状況の把握を早期に行うことができますか。」とありますが、早期の把握とはどの程度の時期に把握することなのでしょうか。

A20：月次の業績及び事業の状況については、各月の翌月中できるだけ早い時期に把握することが望まれます。

また、東証では、決算短信については年度末から遅くとも決算期末後45日以内に開示されることが適当であり、決算期末後30日以内(期末が月末である場合は、翌月内)の開示がより望ましいと考えています。したがって、この短信の作成や開示に支障が生じない程度の日数で月次の業績や事業の状況を把握していただく必要があります。

(9) その他経営管理上の留意点について（事前チェックリスト2（8））

Q21：事前チェックリスト2（8）③に「経営管理機能（総務部門・経理部門など）の一部を外部委託している場合でも、当該委託業務に関する管理・情報分析・説明を自社の責任において適切に行うことができますか。」とありますが、業務の一部を外部委託することについて、問題はありますか。

A21：最近の企業経営において、特に管理部門の業務遂行にあたっては、経営資源の効率的活用という観点から、業務の一部の外部委託（いわゆるアウトソーシング）を行う企業が増加しています。

これらは、従来の単にコストの削減を目的とした給与計算など単純業務の外注化から、経営資源の集中投入による効率的活用による「コア・コンピタンスの確立」（会社の得意な分野へ経営資源を集中投入し、そうでない分野には積極的に外部資源を活用する）を目的とした、より戦略的な外注利用へと環境変化が生じていることが背景にあると思われます。

上場審査において、アウトソーシングすること自体を審査上直ちに問題視するものではありませんが、例えば総務・経理部門の一部をアウトソーシングした場合でも、正確性や秘密保持を担保するとともに、アウトソーシング先（以下「アウトソーサー」といいます。）から入手した資料を自社で分析できる体制が整っており、かつ情報取扱責任者が責任をもって開示できる体制になっていることなどが必要と考えています。さらに、万が一従来のアウトソーサーへ業務委託を行うことが困難となった場合の影響や対応についても、事前にご検討いただく必要があると考えています。

また、アウトソーシングしている場合には、その対象となる業務の重要性に応じて、その内容を「Iの部」の「事業等のリスク」等にも適切に記載していただくことも必要であると考えています。

なお、申請会社が行うアウトソーシングが適正に管理されているかどうかについては、申請会社の事業内容、組織形態さらにはアウトソースする事業も様々であると思いますので、個々のケースによって異なるものと考えられます。

よって、アウトソーシングの実施を検討されている場合には、主幹事証券会社や監査法人などに相談したうえで行っていただくようお願いします。

以下にアウトソーシングを行う際の主な留意点を示します。

a. 主体は申請会社

どのような業務をアウトソーシングするにせよ、事業遂行のための意思決定、戦略立案など会社としての方向性を決定する最終的な判断は申請会社自身が行うべきものと考えています。

また、アウトソーシングした業務内容、アウトソーサーから入手した資料に対する理解は当然のことながら申請会社自身ができることが前提であり、また、アウトソーサーが行う業務内容の評価などの管理を定期的に自社が主体となっていくことも必要です。

b. 適切なディスクロージャーへの対応

法令等に基づくディスクロージャーや決算短信などのタイムリーディスクロージャーに密接に関連する業務の一部をアウトソーシングする場合には、適時・適切な開示に支障のないような体制を確保することが必要です。

c. インサイダー取引規制への対応

業績に関する情報など、重要事実該当する情報をアウトソーサーが外部公表前に知り得ることができる場合には、機密保持契約を締結するなど、情報の漏洩を防止するための適切な手段を講じる必要があります。

d. アウトソーサーの適切な選択

アウトソーサーへの業務遂行が安定的かつ継続的に実施されるべく、信用力や実績のあるアウトソーサーを選定すべきであり、また、万が一アウトソーサーへの業務委託が継続できなくなるような状況が発生した場合に備えて代替先の確保が容易に行うことができるか、もしくは会社内部での対応にすみやかに切替えることが可能であるかなどの体制整備をする必要があります。

(10) 社内体制について（事前チェックリスト3（1））

Q22：事前チェックリスト3（1）①に「法定開示、適時開示、IR活動を適時・適切に、かつ、継続的に行うことができるような社内体制となっていますか。」とありますが、継続的な法定開示、適時開示、IR活動とは、具体的にどのようなことを求めているのでしょうか。

A22：上場会社は、金融商品取引法により、毎決算ごとに有価証券報告書や四半期報告書の作成をするなど会社情報の継続的な開示（法定開示）を求められています。また、東証では、法定開示の他に投資者の投資判断に影響を及ぼすと思われる事実が発生した場合の適時開示を上場会社に求めています。さらに、グロース市場の上場会社に対して、年2回以上のIR活動などを義務づけているほか、「事業計画及び成長可能性に関

する事項」について、1事業年度に1回以上（事業年度経過後3か月以内に少なくとも1回）の頻度で、進捗状況を反映した最新の内容によって開示することが求められます。

上場会社は、このように決算内容を中心とした会社情報の継続的な開示や重要事実が発生した場合の適時開示を行う必要があります。

Q23：当社では経験豊かで優秀な人材を採用して、財務諸表の作成・確認から法定開示資料や適時開示資料の作成・確認、IR活動に至るまで、当該社員にすべて担当させる予定ですが、問題はありますか。

A23：事前チェックリスト3（1）①に「法定開示、適時開示、IR活動を適時・適切にかつ継続的に行うことができるような社内体制となっていますか。」とあるとおり、上場会社には開示やIR活動等を継続的かつ組織的に行うことができる体制を求めています。したがって、特定の人物に過度に依存している状況は問題があると考えています。

（11）開示資料の記載内容について（事前チェックリスト3（2））

Q24：新規上場申請のための有価証券報告書（Iの部）等の開示資料の内容について、誤解を生じさせる可能性がある記載とはどのようなケースが該当するのでしょうか。

A24：例えば、以下のようなケースが該当すると考えられます。開示資料の記載内容は、申請会社の実態を適切に表すものであることが必要です。

- ・申請会社が展開する事業や今後展開を予定している事業について、実際は関連性があまりないにも関わらず、投資者の関心が高い分野に関する用語を織り交ぜて説明するなどし、あたかも当該分野に深く関連する事業であるかのように記載されるケース

- ・開始したばかりの事業であるにも関わらず、既に申請会社の主要事業のひとつであるかのように記載されるケースや、今後展開を予定している事業について、現在既に展開している事業であるかのように記載されるケース

Q25：申請会社グループの事業の大半が特定の海外子会社を通じて行われている場合、どのような開示が求められますか。

A25：特定の1つの国や地域の海外子会社が、申請会社の企業グループの総資産・純資産・売上・利益の額の大半を占める場合や、当該海外子会社が中間持株会社として企業グループの大半を傘下に置く場合、当該国や地域における株主総会での議決権行使や配当の実施、役員のパ遣など、子会社管理に必要な会社制度における規制の有無は、投資者の投資判断にとっても重要なものとなります。

したがって、このような海外子会社を有する場合、新規上場申請のための有価証券報告書（Iの部）において、子会社管理に必要な現地の会社制度に関して、特記すべ

き制約や外資規制（権利行使にあたり現地当局の許認可を要する場合や、申請会社グループが属する特定の業種において規制が適用される場合を含みます）の有無と申請会社の企業グループにおける当該規制の適用有無について記載が求められます。特に、当該規制が重要なリスクと考えられる場合には、事業等のリスクにおける記載が必要です。

そのほか、当該海外子会社から申請会社に配当を送金するに際して考慮すべき外為管理制度や課税制度があれば、対応方針を含めて記載をすることが考えられます。

なお、申請会社においては、法律専門家を活用して現地法規制に関する情報収集を行うなど、法令順守やリスク管理の観点から、適切な体制の整備が求められます。

(12) 業績等の開示について（事前チェックリスト3（3））

Q26: 事前チェックリスト3（3）①に「決算短信を年度末から遅くとも45日以内に開示することができるように準備を進めていますか。」とありますが、具体的にどのような時期にどのようなことを行うことなのでしょう。また、四半期決算短信についてはどうなのでしょう。

A26: 上場会社は、決算の内容が定まったときに、直ちにその内容を開示することが義務付けられていますが、投資者の投資判断に与える影響の重要性を踏まえ、上場会社においては決算期末の経過後速やかに決算の内容のとりまとめを行うことが望まれます。とりわけ、事業年度又は連結会計年度に係る決算については、遅くとも決算期末後45日（45日目が休日である場合は、翌営業日）以内に内容のとりまとめを行い、その開示を行うことが適当であり、決算期末後30日以内（期末が月末である場合は、翌月内）の開示が、より望ましいものと考えられます。

なお、東証に上場している会社の決算発表の状況を参考までに挙げますと、下記のとおりとなります。

【参考：上場会社の決算発表に要する平均日数】

通 期	第1四半期	第2四半期	第3四半期
39.7日	35.3日	36.1日	36.5日

（注）2019年3月末日時点において東証市場に上場する3月期決算会社である内国会社を調査対象としています。

また、四半期決算の内容の開示については、通期及び第2四半期（中間期）とは異なり有価証券報告書や半期報告書などの法定開示に対する速報としての位置づけではないことを踏まえ、上述の「決算発表の早期化の要請」の対象としておりませんが、上場会社は、日常のIR活動など、投資者・株主との間の密接なコミュニケーションを通じて、四半期決算の内容が投資者の投資判断に与える影響の重要度合い等を把握したうえで、適切な時期に四半期決算の開示を行うことができるよう、必要な社内体制の整備及び充実等に取り組むことが求められます。

Q27：上場承認から上場日までのいわゆるファイナンス期間中に決算情報に関する公表を行う場合、どのような点に留意すれば良いでしょうか。

A27：適時開示の観点から重要な会社情報が生じた場合は直ちに適切に開示していただくことが必要となりますが、ファイナンス期間中に決算情報のような投資判断に影響を与える情報を公表する場合は、投資者に対して十分な情報周知を行うため、仮条件決定に係る訂正有価証券届出書（第1次訂正）の提出時までに公表していただく必要があります。したがって、仮条件決定に係る訂正有価証券届出書（第1次訂正）提出から上場日の前日までの間で重要な会社情報が生じる可能性がある場合には、ファイナンスの日程や上場日程の設定を再度検討していただく必要があります。

Q28：上場日に開示を予定している業績予想について、上場審査においてはどのような点が確認されますか。また、開示にあたり留意すべき事項はありますか。

A28：東証は、新規上場会社に対して、上場日に「決算情報等のお知らせ」として直近の決算情報とともに業績予想の積極的な開示を要請しており（詳細は、「上場日における開示について」（253 ページ）参照）、上場審査では、当該要請を踏まえ、公表される予想数値の策定背景、前提、根拠等が適切に記載されているかを確認しています。

当該要請は、予想数値を投資判断に利用するにあたり重要となる情報を投資者に提供することを求めるものであり、上場後の業績予想の修正自体を問題視するものではありません。したがって、業績予想の下方修正を避けるため、必要以上に保守的な業績予想を策定することや、上場時期を決算期末まで引き延ばすことは、当該要請の趣旨に合致しません。

なお、業績予想の開示では、上場期の「売上高」、「営業利益」、「経常利益」及び「親会社株主に帰属する当期純利益」の予想値を特定の値（一本値）で開示する形式が一般的ですが、業種・業態や経営環境等によっては、前提をより丁寧に記載した上で、予想数値を数値の範囲（レンジ）で開示することで、投資者の理解が深まる場合も想定されます。そのほか、特定の数値による策定が困難である場合には、その理由を具体的に示した上で、数値を未定と開示したうえで具体的な数値が開示可能となった段階で更新することも考えられます。ただし、数値を未定として開示する場合は、投資者に合理的な投資判断を促す観点から、短期的な業績予想に代えて、中長期的な経営方針・経営戦略、事業計画、経営指標等を可能な限り開示することが重要です。

(13) 事業年度（決算期）の変更について（事前チェックリスト3（5））

Q29：事前チェックリスト3（5）①に「最近2年間に事業年度（決算期）の変更を行っている場合は、その事業年度（決算期）の変更の理由を合理的に説明できますか。」とありますが、事業運営上、合理的な理由がある場合には、どのような事業年度（決算期）の変更も認められるのでしょうか。

A29：事業年度（決算期）の変更を行う場合、12か月決算における業績などの開示と比較して、その開示情報の内容は期間比較可能性という面では完全ではないということになります。特に、極端に短い期間での決算期は、投資情報としての価値を著しく損なうことになり、上場後の適時・適切な開示を行える体制になっているのかについても、審査の中で確認を行えない可能性が大きいと考えられます。

上場審査基準上は、事業年度（決算期）の変更に係る具体的な数値を設定していませんが、開示情報の投資情報としての有用性及び上場後の開示体制の整備という観点から、主幹事証券会社などと慎重な検討を行っていただければと考えています。

Q30：事前チェックリスト3（5）①に「最近2年間に事業年度（決算期）の変更を行っている場合は、その事業年度（決算期）の変更の理由を合理的に説明できますか。」とあります。当社は12月決算の会社ですが、今期から金融商品取引法上の公認会計士の監査を受けることになりました。6月に事業年度（決算期）の変更を行ったうえで、さらに12月に再び事業年度（決算期）の変更を行うことで、6か月決算ではありますが2期間の監査を受ければ、上場申請できるのでしょうか。

A30：A28で後述のとおり、事業年度（決算期）の変更については、それ自体好ましいものではなく、事業運営上の合理的な理由があることを求めています。このような事業年度（決算期）の変更を2期連続して行うことは、合理的な理由があるとは認め難いため、基準事業年度においてこのような事業年度（決算期）の変更を行ったうえで上場申請することは、特別の理由がある場合を除き、認められません。

Q31：事前チェックリスト3（5）①に「最近2年間に事業年度（決算期）の変更を行っている場合は、その事業年度（決算期）の変更の理由を合理的に説明できますか。」とあります。当社は設立以降、9月を事業年度（決算期）としてきましたが、金融商品取引法上の公認会計士の監査は直前期（基準事業年度）から実施しています。グロース市場に早く上場したいため、3月に事業年度（決算期）の変更したうえで2期目の監査を受け、上場申請したいと考えていますが、問題があるのでしょうか。

A31：「Iの部」などの投資者に提供される開示資料の中では、基本的に直前2期間の財務諸表等が開示されることが求められています。これは、過去2期間の業績などを比較対照できるということが、投資情報として有用であることを意味しています。

しかしながら、例えば、比較対照することにより、有用な情報提供を行うことが可能であるにもかかわらず、直前期において事業年度（決算期）の変更を行った場合には、2期間の決算月数が異なるため、適切に比較対照することが困難になり、投資情報としての価値を損ねるものになります。

したがって、開示対象期間における事業年度（決算期）の変更は、原則として好ましいことではないと考えています。

ただし、単純に早期上場のためということではなく、当該事業年度（決算期）の変更を行うことについて、申請会社の事業運営上、変更のタイミングを含めて合理的な理由が存在する場合はこの限りではありません。この場合には、事業年度（決算期）を変更した理由や投資情報としての有用性を確保するような補完的な情報についても、「Iの部」などの開示資料の中で、投資者に対して分かりやすく開示していただくこ

とが必要になると考えています。

(14) 関連当事者等との取引について（事前チェックリスト4）

Q32： 関連当事者等との間で営業取引や不動産取引が発生している場合、審査上どのように判断されるのでしょうか。

A32： 関連当事者等との取引が行われている場合には、取引の合理性（事業上の必要性）、取引条件の妥当性、取引の開示の適正性等を確認していますが、これらに不適切な点がある場合には、上場審査上の判断は慎重なものとなります。

不適切な事例としては、例えば、以下のようなケースなどが想定されます。

（当該取引の合理性（事業上の必要性）が認められないケース）

- ・ 申請会社の事業計画・営業戦略等に合致しない不動産（例えば、小売業における継続的赤字店舗）を関連当事者等から賃借しているケース
- ・ 関連当事者等から営業（仕入）取引を行っているものの、当該関連当事者等を取引に介在させる合理性（事業上の必要性）が認められないケース
- ・ 関連当事者等と会社との間で多額の金銭貸借を行っているケース

（取引条件の妥当性が認められないケース）

- ・ 申請会社のビル等の空きスペースを関連当事者等の個人事業に無償貸与していたケース
- ・ 会社資産を関連当事者等に売却をする際、時価と簿価に相当の差異が生じていた（時価が簿価を大幅に上回っていた）にもかかわらず、明らかに割安な簿価で売却したケース
- ・ 取引の開始や更新時等において、相見積りの実施（営業取引の場合）や類似不動産の賃借条件の調査（不動産賃借取引の場合）等、取引条件の妥当性についての確認を十分に行っていないケース

（開示の適正性に問題があるケース）

- ・ 関連当事者等が所有する不動産を賃借しているにも関わらず、直接の契約相手方を仲介不動産業者としたうえで、開示の隠蔽を図ったケース

また、取引行為には該当しない場合であっても、例えば以下のようなケースについては、その他の経営活動を通じて不当に利益を供与していると認められる恐れが高いことから、上場審査上の判断は慎重なものとなります。

- ・ 役員など関連当事者等の個人的な趣味や嗜好に基づき、会社が絵画等の美術品などを多額に購入していると見なされるケース
- ・ 会社で購入した資産（例：不動産・社用車・船舶・航空機・ゴルフ会員権など）が、専ら特定の役員など関連当事者等の個人的な用途に利用されていると見なされるケース

Q33： 関連当事者等との間で顧問契約を締結し顧問料の支払いを行っています。このような事例の場合、審査上どのように判断されるのでしょうか。

A33： 関連当事者等との取引については、当該取引が会社の利益を第一に考えた場合において真に正当なものとして合理的に説明することが可能であるのかが重要な観点となります。

まず、関連当事者等を顧問に招聘する合理性（事業上の必要性）については、期待する役割やその達成状況などを踏まえつつ確認をします。その結果、合理的な説明が十分にできない取引については、解消することが必要となります。

次に、当該顧問料の算定方法・基準や絶対額（※）の確認などを通じて、当該顧問料が、顧問として期待する役割やその達成状況などに照らして妥当な対価であるかを確認することとなります。その結果、合理的な説明が十分にできない取引については、当該顧問料の見直しを行うことが必要となります。

なお、顧問契約の締結及び顧問料の決定は、一部の経営者によって行われるのではなく、社外役員を含めた議論を経て行われることが望ましいと考えられます。

また、上場審査において関連当事者等を顧問に招聘する合理性（事業上の必要性）、対価の妥当性が合理的に説明できる場合であっても、顧問契約の必要性や顧問に求める役割などは、申請会社の状況や顧問契約を締結する関連当事者等の状況などによって変わっていくものと考えられます。そのため、そのような変化に応じた見直しを適宜行っていく仕組みを整備していただくことも必要となります。

（※）ひとつの目安として、法的責任を負う取締役等の役員の報酬額との比較が考えられます。また、取締役等の役員退任後に顧問に就任したようなケースについては、役員就任時の自身の報酬額との比較もひとつの目安となるものと考えられます。

Q34： 関連当事者等との取引を適切に牽制する仕組みが整備されていることが必要とありますが、上場審査ではどのような確認が行われるのでしょうか。

A34： 申請会社の関連当事者等との取引に対する方針・既存の関連当事者等との取引の有無・関連当事者等の状況等によって整備されるべき水準は異なると考えられますが、関連当事者等との取引を把握する方法、検討する方法、フォローアップの方法などを確認して総合的に判断します。

例えば、申請会社が関連当事者等との取引を許容する方針であり、既存の関連当事者等との取引があるような会社の場合には、以下のような点について対応されていることが望まれます。

- ・取引開始前に関連当事者等との取引を把握することができるか。
- ・関連当事者等との取引の開始にあたって、取締役会決議又は報告、独立役員や監査役による確認を要するなど取引の合理性（事業上の必要性）や条件の妥当性について適切に検討することとしているか。
- ・継続的な取引について、決算取締役会での確認や監査役監査事項にするなど、定期的に取引継続の合理性（事業上の必要性）及び条件の妥当性の確認を行うこと

としているか。

- ・これらの仕組みについて、規程・マニュアル（取締役会規程、監査役規程、りん議規程、コンプライアンス規程やその下部マニュアル等）への記載その他の対応により、上場後の継続的な運用が担保されているか。

一方で、発生している（又は発生する可能性の高い）関連当事者等との取引が、一般消費者としての取引である場合や（親会社等に該当しない程度の）主要株主との取引であり同様の取引を多数の会社と行っている場合などについては、A34に記載している事後的な検証で足りることも想定されます。

これらは水準の目安として記載しているものであり、このほかでも牽制が適切に働く仕組みであることが確認できれば問題ないと考えておりますので、申請会社の状況に応じた仕組みを整備していただきたいと考えております。

Q35：当社は関連当事者等との取引を行わない方針なのですが、そのような場合においても上記のような仕組みが必要になりますか。

A35：関連当事者等との取引を行わない方針であり、既存の関連当事者等との取引がなく、関連当事者等の状況からも今後取引が発生する可能性が低いと考えられる会社であれば、関連当事者等との取引を把握する方法として、有価証券報告書記載事項を確認するために実施する手続き（上場申請準備段階で各種説明資料に記載するために実施した手続き（役員への個別照会、関連当事者リストと取引先の照合などの事後確認等）を継続することでも問題ないと考えられます。ただし、この場合、結果的に関連当事者等との取引が発生していたことが判明することも想定されますので、その際には、事後的に取締役会へ報告したり監査役監査で確認したりするなど適切にフォローアップすることが必要になります。

Q36：経営者が関与する取引が存在する場合、審査上どのように判断されるのでしょうか。また、「経営者自らが営業して獲得した案件・企画した案件や、例外的に経営者が決裁を行っている案件等」とありますが、具体的にはどのような取引でしょうか。

A36：経営者が関与する取引が存在すること自体を審査上直ちに問題視するものではありませんが、経営者が関与する取引については、一般的に社内からの牽制が効きにくく、不正につながる懸念もあります。したがって、そうした取引に対しても組織的に検討が行われ牽制機能が発揮されるような適切な体制が整備されているかどうか、また実際に行われた取引が不適切なものでないかどうかを確認し、これらに不適切な点がある場合には、上場審査上の判断は慎重なものとなります。なお、確認対象となる期間は原則として最近2年間及び申請期を想定しております。

また、「経営者自らが営業して獲得した案件・企画した案件や、例外的に経営者が決裁を行っている案件等」の具体例としては、以下のようなものです。

- ・経営者の個人的な伝手で取引相手を発掘・交渉し、取引開始に至ったケース
- ・経営者自らが特定の出店計画を立案して、当該出店が遂行されているケース
- ・与信設定手続きや契約締結に係る手続きにおいて、通常は事業部長等の決裁である

- ・ ところ、例外的に経営者自ら決裁を行っているケース
- ・ 与信設定手続きや契約締結に係る手続きにおいて、決裁者である経営者にりん議が回る以前の段階で反対意見が出され、却下案件となるところ、例外的に経営者にりん議が回り、決裁されているケース
- ・ 通常は取引しない相手先ではあるが、経営者の関与があったために取引開始に至ったケース

(15) 親会社等について（事前チェックリスト5（1））

Q37：親会社等の企業グループの中に、当社と類似の事業を営む会社が存在する場合、審査上どのように判断されるのでしょうか。

A37：親会社等がその支配的立場を利用し、申請会社の事業活動を制限又は調整する可能性が想定されることから、申請会社との競合が発生している経緯、親会社等から独立した経営を行う理由、親会社等による事業調整の内容や子会社管理の状況、将来的に申請会社の独立性を阻害する事情の有無等を踏まえ、申請会社が親会社等から不当な事業調整を受けないだけの独立性を有しているかどうか判断することとなります。

また、類似事業を営む会社との間で既に製品や販売エリア等の区分を行っている場合には、将来的に申請会社の事業活動を制限又は調整される可能性が低いと判断することができます。

なお、申請会社と競合が発生している場合には、独立役員への面談等を通して、少数株主保護の観点からその考え方をヒアリングしたり、競合の状況について開示を求める場合もあります。

Q38：「親会社等と競合が発生している経緯、親会社等から独立した経営を行う理由、親会社等による申請会社に対する事業調整の内容なども踏まえて、親会社等から不当な事業調整を受けないだけの独立性を有しているかどうか判断することになります。」とありますが、例えばどのようなケースが問題になると考えられるのでしょうか。

A38：申請会社の事業活動が親会社等から制限又は調整され、独立性が否定される事例として、例えば、以下のようなケースなどが想定されます。

- ・ 親会社等と競合する地域の出店状況から、親会社等から申請会社が不採算店を押し付けられていると判断されるケース
- ・ 親会社等の一方的な都合により、申請会社が新商品の発売を制限されたり、発売時期を変更させられたりしているケース
- ・ 親会社等が対応できない受注分を申請会社に発注しているが、不採算案件が多い場合や、その間で親会社等が不当に利益を得ているケース
- ・ 親会社等と競合する部門の事業責任者や多数の従業員が、親会社等からの出向者であるケース

Q39：「2 企業経営の健全性（規程第 219 条第 1 項第 2 号）」の〔審査のポイント〕に「親会社等からの影響を受けやすい部門を管掌する役員及び部門長に出向者が配置されている場合などは、親会社等からの独立性の観点で問題があるものと考えられます。」とありますが、親会社等からの影響を受けやすい部門を管掌する役員及び部門長とは、具体的にはどのようなものを指すのでしょうか。

A39：親会社等に対し、多額の売上を計上している申請会社における販売部門を管掌する役員等については、その販売価格や取引金額を親会社等とその出向者が決定できる状況となるため、該当する可能性が高いと考えます。また、経営企画部門などの申請会社における経営の意思決定に対して大きな影響を持つと考えられる部門を管掌する役員等についても同様です。

Q40：重要部門（財務部門や大口取引先との営業部門）の責任者（部長級：決裁権限有）が外部（金融機関又は大口取引先）からの出向者となっています。このような場合、審査上どのように判断されるのでしょうか。

A40：重要部門の責任者が受入出向者である場合、出向者の受入を強制されていないか（独自の事業運営体制が阻害されていないか）といった観点の他、外部登用や内部昇格等により、代替要員を確保できる見込みがあるか等を確認することとなります。これらの事項が確認できる場合については、審査上認められるものと判断することもあります。

(16) 上場前に株主の変更が生じている場合について（事前チェックリスト5（2））

Q41：上場前に株主の変更が生じている場合、上場審査ではどのような確認が行われるのでしょうか。

A41：上場前に株主の変更が生じている場合は、株式移動前後それぞれの株主の属性、株式移動が発生した経緯、株式移動に係るスキーム・価格等の確認を行います。その結果、例えば、不合理な価格で株式移動が行われている懸念がある場合や、大株主の異動が繰り返されているような場合には、当該株式移動を通じて特定の者が不当に利得を得ていないか等の観点からも確認を行い、その状況を踏まえ、上場後の一般株主に何らかの悪影響を及ぼす可能性がないかを確認します。

また、当該株式移動の状況については、「I の部」等に適切に記載していただくことも必要になります。

(17) 事業計画の審査について（事前チェックリスト6（2））

Q42：事前チェックリスト6（2）の「事業計画」の説明はどういった資料をもとに、どの程度の期間についての説明を行えばよいのでしょうか。

A42：「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示ドラフトや、現在、お持ちの事業計画についての資料に基づいてご説明ください。

なお、事業計画については、企業グループのビジネスモデル、市場環境、競争力の源泉を踏まえた経営方針・成長戦略及び、それらを実現するための具体的な施策を示したうえで、主要な経営指標を基にご説明いただきたいと思います。「期間」については、各社の事業内容、ビジネスモデルに応じて異なることが想定されます。なお、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示にあたっては、投資者に合理的な投資判断を促す観点から、各社において適切な期間を設定してください。

Q43：事前チェックリスト6（4）の「業績見通しなどの将来予測情報」については、どのような資料をもとに説明を行えばよいのでしょうか。

A43：例えば、業績見通しをご説明いただくに当たっては、上場期の利益計画と進捗状況に係る資料（月次決算資料など）が考えられます。

(18) 経営管理体制の整備・運用状況（事前チェックリスト6（5））

Q44：事前チェックリスト6（5）aの「事務の流れ」について、フローチャートがないような場合、具体的にどのような手順で説明を行えばよろしいのでしょうか。

A44：フローチャートを用いずに、主な事務の流れをご説明いただくに当たっては、実際に使用している帳票類の写しを用いたり、また、処理端末（パソコンなど）のデータを確認させていただくなどの方法が考えられます。事務の流れを理解するにあたって、より相応しいものがあれば、これら以外の方法でも構いません。

なお、内部統制報告制度のために作成したフローチャートを転用いただくことも可能です。

(19) その他（事前チェックリスト6（10））

Q45：特定の大株主との間で、重要事項（大型設備投資）の事前承認や役員任命権の付与などが含まれる契約を締結していますが、このような場合、審査上どのように判断されるのでしょうか。

A45：特定の株主に特別な権利を付与する契約の存在は、その他の株主の権利を損うものとなる懸念が高いことから、申請前に解消されていることが原則となります。

2 その他

(1) 先行投資型バイオベンチャーの上場審査について

Q46：投資回収までが長期にわたる先行投資型バイオベンチャーの場合、上場準備に当たっては、具体的にどのようなポイントが重要となるのでしょうか。

A46：バイオベンチャーに限らず、グロース市場に上場する企業については、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、投資者による企業価値評価に必要な情報が開示できる状況にあり、かつ、その情報が上場後を含め適切に開示されていることが必要です。特に先行投資型バイオベンチャーについては、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、上場時点では形としての製品が無く研究開発の途上であること、事業の専門性が高いこと、広範な行政当局による認可或いは知的財産権管理が複雑であることなど、他の業種に比べ事業の特異性が高いという特徴があり、審査上は特に「事業計画の合理性」、「企業内容、リスク情報等の開示の適切性」の観点が重要です。先行投資型バイオベンチャーの上場審査においては、これらの観点について、たとえば以下のような視点から確認を行っています。

【事業計画の合理性の観点】（開発品の有効性、開発・事業化の見通し）

- ・開発品の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するかの方針が合理的に策定されていること）

【企業内容、リスク情報等の開示の適切性の観点】

- ・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）、アライアンスを締結する場合にはその内容、開発中止のリスク及び対応方針など、企業価値評価に必要な情報が適切に開示され、上場後も開示される方針であること

なお、上記に掲げた事項は、創薬を成長の軸とする先行投資型バイオベンチャーを想定した審査のポイントです。バイオビジネスは様々な事業形態が想定され、その内容によっては、当該ポイントが当てはまらないことも考えられます。そのような場合は、上記に掲げた事項を無理に当てはめるのではなく、各社のビジネスモデルの特徴を踏まえ、総合的に判断します。

また、機関投資家から大規模に資金を調達することで上場までに相応の企業規模となっており、上場時も機関投資家を中心に大規模な資金調達を行う場合には、投資家評価などを前提に事業計画の合理性を確認することも考えられます。詳細は、Q 2 (114

ページ)をご参照ください。

Q47：開発品の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とは具体的にどのような状況を想定すればよいのでしょうか。

A47：例として、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場合のほか、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場合が想定されます。また、基盤技術を基に多数のパイプラインを早期にライセンスアウトすることにより収益を獲得するビジネスモデルにおいては、個々のパイプラインについて臨床試験フェーズⅡaにおける薬理効果が確認されていない場合であっても、前臨床のパイプラインを含め、製薬会社との多数のアライアンスの締結状況を通じて基盤技術の有用性が確認される場合も考えられます。

一方で、これらの一般的なケースに当てはまらない場合であっても、たとえばA46に記載のとおり投資家評価などを前提に事業計画の合理性を確認することも考えられます。

Q48：企業価値又は事業計画に対する影響の大きい主要パイプラインを有する場合、どのような内容を開示する必要がありますか。

A48：企業価値又は事業計画に対する影響の大きい主要パイプラインを有する場合、当該主要パイプラインの開発中止リスクについて適切に開示する必要があります。そのうえで、主要パイプラインの開発が中止となった場合の対応方針も投資判断上も重要な情報です。そのため、主要パイプラインが開発中止となった場合でも事業継続に必要な事業基盤を整備していること（例えば、複数のパイプラインを保有していることが考えられますが、それに限りません）を具体的に示していただくことが求められます。

Q49：アライアンスの締結を行わない場合、どのような対応が必要でしょうか。

A49：バイオベンチャーのビジネスモデル、経営戦略は様々であり、必ずしも製薬会社等とのアライアンスが締結されるとは限りません。一方で、アライアンスには、開発から製造、上市、販売及び上市後のフォローアップなどの役割をアライアンス先に委ねることで事業化の見通しを担保するほか、上市までのフェーズ進捗や開発品の市場性について第三者からの客観的な評価に基づき相応に評価されていることを示す役割もあります。したがって、主要なパイプラインに係るアライアンスを締結しない場合、当該パイプラインの事業化に向けた計画（開発・製造・販売及び上市後のフォローアップ等の各工程を自社で対応するための体制整備の計画等）のほか、上市までの具体的なマイルストーン、開発品の市場性など企業価値評価に必要な情報についても適切に開示していただく必要があります。

Q50：当社はアライアンスを結んでいます。具体的にはどのような項目を開示すれば良いのでしょうか。

A50：製薬会社等とのアライアンス等によって定められる契約内容は、多くの場合、投資者の投資判断に重大な影響を与える可能性が高い重要な情報であると考えられます。従って、以下の「開示することが望ましいと考えられる主な内容の例」を踏まえ、できるだけ数値などを用いた具体的な開示を行っていただくことが望まれます。

なお、契約先との関係等により申請会社の意向のみで開示ができない項目について一律の開示を求めるものではありませんが、その場合は、審査において開示が可能な範囲等を改めて確認することとなります。

《開示することが望ましいと考えられる主な内容の例》

- a 契約名
- b 契約先名
- c 契約期間
 - (a) 契約締結日
 - (b) 契約終了の契機
- d 契約対象
 - (a) 対象疾患
 - (b) 対象物
 - (c) 対象地域
 - (d) 権利形態
 - (e) サブライセンシングの権利がある場合はその内容
- e 対価の受取条件
 - (a) 契約一時金
 - (b) 開発協力金
 - (c) マイルストーン
 - (d) ロイヤリティー
 - (e) 受け取ったロイヤリティーを第三者に支払う契約内容となっている場合はその内容
- f 開発中止の場合の扱い
 - (a) 主な停止条件
 - (b) 契約に基づく新薬開発が中止された場合に申請会社に付与される権利などの取り扱い
- g 費用負担
 - (a) 臨床試験に必要な薬剤の製造に関する責任の所在及び費用負担
- h その他、投資判断に重要な影響を及ぼすと考えられる事項

なお、当該契約によって定められる内容については、パイプラインの進捗状況等を踏まえ、上場後も継続して開示していくことが必要であると考えられます。

東証では、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、上場に向けた準備を進めていただくため、ここで掲げたQAの内容を明確化し、東証ホームページ (<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/ipo-benefits/02.html>) にも掲載しています。

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

【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		
<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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 <ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 以下の内容等の適切な開示 <ul style="list-style-type: none"> 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（※）		
<ul style="list-style-type: none"> ○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、製薬会社との多数のアライアンスを通じ、基盤技術の有用性が確認されている 	<ul style="list-style-type: none"> ○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、主要なパイプラインについて、アライアンスが締結され、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認 ○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 	<ul style="list-style-type: none"> ○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、委託している業務の内容に加え、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 ○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。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。

また、ディープレック・バイオビジネス上場相談窓口では、創薬系バイオビジネスの会社をはじめとした、ディープレック・バイオビジネス関連企業が、円滑な上場準備を経て新規上場を実現できるよう、皆様の検討段階に応じたサポートを実施しております。

上場を準備されている企業だけでなく、これから上場を検討される企業や、それらの企業をサポートする市場関係者の方々から寄せられてくる様々な相談の内容に応じて、いつでもどなたでも気軽に利用できる窓口です。

創業後間もない段階や、開発を開始して間もない段階におけるご相談も承っております。上場審査基準や上場制度に関するご質問などに丁寧にお答えいたします。

株式会社東京証券取引所 上場推進部 ディープレック・バイオビジネス上場相談窓口
ipo@jpx.co.jp

(2) 大学発ベンチャー企業について

Q53 : 大学が保有している特許などの知的財産権を利用して主要な事業を行っている場合、上場承認までに当該知的財産権を譲り受けていることが必要でしょうか。

A53 : 他者が保有する特定の知的財産権を契約により独占的に利用して主要な事業が行われている企業（注1）については、当該知的財産権にかかる契約が解除された場合には事業の継続が困難になる等の理由から、上場に際しては、原則として、当該知的財産権を保有先から譲り受け、自社で保有することが望まれます。

しかし、大学については公的な性格を有することから、その研究成果は社会への還元が求められており（注2）、譲渡後に当該知的財産権が活用されなかったり（知的財産権の死蔵化）、大学が想定していない目的（注3）に使用されたりする懸念は現状においては相当程度排除されなければならないと考えられることから、当該知的財産権の保有先からの譲り受けが困難であることが想定されます。その場合には、当該知的財産権の実施にかかる申請会社の権利の保護が上場後においても大学との契約において適正に講じられていることを、以下のようなポイントを踏まえ、合理的に説明していただく必要があると考えられます。

- ①例えば、専用実施権（注4）の付与を受けることにより、申請会社が排他的に当該知的財産権を利用でき、また、申請会社自身が特許等侵害に対抗できるような契約になっていますか。
- ②当該知的財産権を保有している大学が当該知的財産権にかかる管理や保護を組織的かつ適正に行っていますか。
- ③契約期間は申請会社が上場後も継続的に事業を行っていくうえで適正な期間になっていますか。
- ④当該知的財産権の実施にかかる費用について、当該契約で明確化されていますか。
- ⑤大学（注5）から一方的に解除もしくは不利益な条件に変更されない契約内容になっていますか。

なお、知的財産権にかかる契約内容等は投資家の投資判断に重大な影響を与える可能性が高い情報であると考えられることから、当該契約内容の開示が可能となるよう事前に守秘義務を解除する等の対応が必要であると考えられます。

（注1）代替技術の利用が可能な場合や多くの要素を複合的に使用して事業を行っている場合など当該知的財産権の事業上の重要性が低い場合はこの限りではありません。

（注2）例えば国立大学では、国立大学法人法 22 条第 1 項第 5 号において、国立大学法人の行う業務として、「当該国立大学における研究の成果を普及し、及びその活用を促進すること。」と定められ、研究成果の社会還元が求められています。

（注3）大学によっては軍事目的や非倫理的目的等に研究成果を利用することを禁止しています。

（注4）専用実施権とは、特許発明を独占的に実施することができ、また、権利の侵

害者に対して自ら差止請求や損害賠償ができる権利であり、特許庁への登録により効力が発生します。なお、申請会社による知的財産権の排他的な利用について専用実施権と同等に一定の保護が図られるスキームであると評価できるものであれば、必ずしも専用実施権に限定するものではなく、審査上認められるものと判断することもあります。

(注5) 申請会社の事業継続の観点から問題ないと評価できる相手先であれば、知的財産権の保有者が大学でない場合についても、審査上認められるものと判断することもあります。

Q54 : 大学との間に知的財産権にかかる契約を締結している場合、具体的にはどのような事項を開示する必要があるでしょうか。

A54 : 大学との間に知的財産権にかかる契約を締結している場合には、次の「開示することが望ましいと考えられる主な内容の例」を踏まえ、できるだけ数値などを用いた具体的な開示を行っていただくことが望まれます。

〈開示することが望ましいと考えられる主な内容の例〉

- a 契約名
- b 契約先名
- c 契約期間
 - (a) 契約締結日
 - (b) 契約終了の契機
- d 契約内容
 - (a) 対象技術の詳細
 - (b) 実施許諾の範囲
- e 実施料の支払条件
 - (a) 契約一時金
 - (b) マイルストーン・ペイメント
 - (c) ランニングロイヤリティー
 - (d) その他
- f 実施権の再許諾に伴う収入配分にかかわる条件
- g 契約解除の条件
- h その他、投資判断に重要な影響を及ぼすと考えられる事項

なお、当該契約によって定められる内容については、上場後も継続して開示していくことが必要であると考えられます（注）。

(注) 創薬系バイオベンチャーについては、上記事項に加えて、前述の「創薬系バイオビジネスについて」のQ & Aに記載されている「開示することが望ましいと考えられる主な内容の例」も踏まえ、具体的な開示を行っていただくことが望まれます。

Q55：申請会社の役職員が大学の教授等を兼任している場合、どのような点に留意する必要がありますでしょうか。

A55：申請会社の役職員が大学の教授等を兼任している場合、まず、当該役職員の大学での活動が、申請会社役職員としての業務の障害となっていないことを合理的に説明していただく必要があると考えられます。

また、大学においては教授等の兼任について事前の手続きを求めているケースがあることから、当該手続きを適正に行っていることが求められます。その他、大学の教授等として、所属している大学の規則等を遵守していることが必要となります。

さらに、いわゆる利益相反に関する問題への体制が申請会社及び当該大学において適切に構築されていることが必要となります。例えば申請会社の役職員を兼任している教授等が所属している研究室と申請会社が共同研究を行っている場合、当該教授等の発明の帰属や共同研究費の金額及び負担割合の妥当性等について、特定の者の利益を優先するような行為を防止する体制が構築されていることが必要となります。

なお、通常の企業と同様、特別利害関係者・人的関係会社・資本的関係会社・大株主等との関係における利益相反に関する問題についても留意していただく必要があります。

Q56：大学や教授等に株式を割り当てるような場合にはどのような点に留意する必要がありますでしょうか。

A56：大学発ベンチャーは、例えば大学や教授等とライセンス契約を締結している、もしくは共同研究を行っているといったような特徴があることから、申請会社役職員以外の者についても申請会社の重要事実を事前を知る可能性が高くなることが想定されます。

このように事前に重要情報を得た者が当該重要事実の公表前に（上場した）申請会社の株式を取引すること（保有している申請会社株式を売却すること及び申請会社株式を新たに購入すること）は、金融商品市場への信頼確保の観点から、いわゆるインサイダー取引として法により禁止されております。

このようにいわゆるインサイダー取引が実際に行われた場合、当該取引を行った者だけではなく大学発ベンチャー自体にも影響が発生することも考えられます。

従いまして、申請会社の重要事実を事前を知る可能性が高いような大学や教授等に株式を割り当てる場合には、予め割当てを行う際や上場承認の際などにインサイダー取引についての説明を大学や教授等に対して行っていただくことが望まれます。

また、仮に株式等の割当てを伴わない場合でも、ライセンス契約や共同研究契約を締結したことにより当該教授等が重要事実を事前を知る可能性が高くなると考えられることから、当該ケースにおいても上記と同様の対応が図られることが望ましいと考えられます。

その他、申請会社が基準事業年度末日の1年前以後において株式等の割当てを行う場合には、規則上、事前に申請会社と割当てを受ける者との二者で継続所有の確約を行っていただくこと等の対応が必要となります。

Q57：大学との間で共同研究契約（注1）を締結している場合、どのような点に留意すればよいでしょうか。

A57：大学発ベンチャーにおいては、大学との共同研究における成果が上場後の申請会社の事業に多大な影響を与えることも想定されることから、申請会社の主要な事業に関わる共同研究においては、今後の当該共同研究により発生する成果の帰属に関する事項や当該共同研究にかかる費用といったような事項について、事前に共同研究契約等で明確化されていることが求められます。

また、申請会社の主要な事業に関わる共同研究は、投資家の投資判断に重大な影響を与える可能性が高い情報であると考えられることから、当該共同研究の内容について投資家に対して適切に開示していただく必要があります（注2）。従いまして、投資家の投資判断に重大な影響を与えるような共同研究の内容について、当該共同研究契約の内容の開示が可能となるよう事前に守秘義務を解除する等の対応が求められこととなります。

（注1）共同研究とは、大学と企業との間の契約に基づき共通の課題について共同して行う研究のことをいいます。なお、教授等との個人的関係で相談に乗ってもらう場合や、顧問としてアドバイスをもらうといった場合、その他、大学への奨学寄附金といった場合などについては、企業自身の意思決定においてなされるものであり大学及び教授等に対して対価を要求できるものではなく、上記の共同研究には当たらないと考えられます。

（注2）大学発ベンチャーにおいては、様々な共同研究契約を締結していることも考えられることから、それぞれの開示内容は当該共同研究の申請会社の事業に与える重要性を鑑み、開示内容を判断していただく必要があります。

（3）多額ののれんや借入金が生計上されている場合について

Q58：事業及び企業の買収等により、多額ののれんや借入金が生計上されている場合、審査上どのように判断されるのでしょうか。

A58：多額ののれんが生計上されているケースについては、上場後その一部もしくは全部を減損した場合、利益が著しく減少したり、のれんの額が純資産を超過している場合は債務超過に陥るなど、事業継続に重大な影響を及ぼす可能性があります。そのため、例えば事業計画の合理性や減損テストの状況などについて確認を行い、総合的に判断することとなります。

また、多額の借入金が計上されているケースについては、上場後返済が滞ったり、財務制限条項に抵触するなどして一括返済を求められた場合、資金繰り状況によっては債務を返済することができなくなるなど、事業継続に重大な影響を及ぼす可能性があります。そのため、例えば以下のような点について確認を行い、総合的に判断することとなります。

- ・借入金に係る担保制限条項や財務制限条項の有無、有る場合はその内容や当該条項への抵触可能性はどの程度であるか。
- ・借入金の返済は適切に行われているか、また上場後も適切に行われる見込みがあるか（※）

（※）例えば、ビジネスモデルや業界動向、キャッシュ・フローの状況等に照らして借入金額、当該借入金額に係る返済額や返済スケジュールはそれぞれ合理的に設定されているか、設定された返済スケジュールに基づいた返済が安定的に行われているか等について、確認を行います。

貸付者との間で締結される金銭消費貸借契約等において、例えば重要な定款の変更や有価証券の発行について貸付者による事前承認等を必要とするなど、上場会社としての経営の自由度を著しく制約する内容の条項が定められている場合は、当該契約等について変更や解消が必要となります。

なお、これらの内容については、「Iの部」の「事業等のリスク」などに適切に記載していただくことが必要となります。

（4）LBO(Leveraged Buy-Out)を行った場合について

Q59: LBO (Leveraged Buy-Out) を行った結果多額ののれんと借入金計上されている場合、審査上どのように判断されるのでしょうか。

A59: LBO 自体は企業買収に用いられる手法の1つであり、LBO そのものが問題視されるものではありません。一方で、LBO は買収によって株主となる者が負担すべきリスクを買収対象企業である申請会社に肩代わりさせる性質を持つことから、LBO に関与した株主が上場後も経営者として申請会社に関与する場合は、企業経営の健全性の観点から問題となる可能性があります。このような場合、当該問題意識を踏まえた十分な牽制が期待できる独立社外取締役を選任するとともに、独立社外取締役が過半数を占める法定又は任意の指名・報酬委員会を設置するなど、申請会社の状況に即したガバナンス体制の強化が図られているかを確認します。また、LBO によって申請会社に生じる多額ののれんや借入金は、財務リスクを高めることから、上場後の株主にとって必ずしも望ましいものとはいえません。仮に、申請会社が LBO を行った後に、財務リスクの低減や相応の企業価値向上などの実績が見出せない場合は、LBO に関与した当事者が自己の利益を優先し、上場後の株主にリスクを転嫁しただけであるとの評価につながり、この点からも企業経営の健全性の観点から問題となります。

したがって、LBO を行った結果、申請会社に多額ののれんと借入金計上されている場合、LBO 後の事業の進捗及び企業価値向上の取り組みの実績を踏まえ、のれん及び借入金によって生じる財務リスクが相応に低減されている状況にあるかを確認します。特にグロース市場に上場する利益水準が小さく事業基盤が不安定な企業については、借入金及びキャッシュ・フローの計画について、より慎重に確認します。

このほか、LBO に関与した株主が新規上場時に多くの株式を売り出す場合は、リスクテイクの考え方を確認します。また、LBO の実施から上場までの期間も考慮します。

その上で、これらの確認内容を踏まえて、総合的に審査の判断を行います。

その他、LBO の目的、LBO により申請会社に生じているガバナンス上の課題とそこへの対応方針、上場後の財務リスクの低減や企業価値向上に向けた考え方について、「I の部」などに適切に記載していただくことが必要になります。

(5) 多額の配当等について

Q60：多額の配当や自己株式の取得を行っている場合、審査上どのように取り扱われるのでしょうか。

A60：配当や自己株式の取得（あわせて「配当等」といいます。）は会社法上の手続に則って行われる限り、それ自体が問題視されるものではありません。しかし、上場後に予定する配当性向を大幅に超過するような多額の配当等を上場前に行うことは、上場後の投資計画や財務戦略にも大きな影響を与えることがあります。したがって、当該判断は上場後の経営計画等も見据えたものであることが求められます。

このような考え方から、上場前において多額の配当等を行っている場合は、当該配当等の実施理由（配当等の実施時期及び金額の根拠、上場後の経営計画等との整合性）及びその決定手続きについて確認します。特に上場直前において、支配株主を有するなど特定の大株主の影響力が強い状況であり、独立社外取締役の参画など上場後を見据えたガバナンス体制の下で議論がなされていないような場合は、既存株主の投資回収を優先するあまり、過度に上場後の株主にリスクを転嫁するものではないか、企業経営の健全性の観点から慎重に確認します。

また、配当等の実施理由や上場後の配当性向などの考え方について、「I の部」などに適切に記載していただくことが必要になります。

なお、当該配当等を行うために多額の借入を行っている場合は、財務リスクに関するその他の確認内容（Q58・59 の内容を含みます）と総合して、審査の判断を行います。

(6) 上場廃止が懸念される会社の市場区分の変更申請について

Q61：上場廃止が懸念される会社（上場維持基準に係る改善期間入りしている、又は改善期間入りが見込まれる会社）が市場区分の変更申請を行う場合、審査上どのように取り扱われるのでしょうか。

A61：上場廃止が懸念される会社では、一般的に、経営状況が芳しくない等何らかの課題を抱えるケースが多いものと思われます。そのため、上場廃止が懸念される会社が市場区分の変更申請を行った場合には、当法人はより一層慎重な審査（特に事業計画に係る審査）を行うこととしております。

(7) 転換社債型新株予約権付社債券との同時上場について

Q62：当社は転換社債型新株予約権付社債券を発行していますが、普通株式との同時上場はできますか。

A62：未上場の申請会社については、価格形成及び投資者保護の観点で、新規上場日に複数の銘柄が同時に上場することは避ける必要があるため、株式の上場と同時に転換社債型新株予約権付社債券を上場させることはできません。この場合、転換社債型新株予約権付社債券の上場は株式の初値決定日の翌日以降一定期間経過後より可能です。なお、初値決定日からの一定期間については、投資者への周知期間・証券会社の準備期間等を勘案し決定します。