



NO&T Capital Market Legal Update

キャピタルマーケットニュースレター

2024 年 6 月 No.40

グロース市場の機能発揮

－ 情報発信の充実化と上場審査に関する FAQ －

弁護士 宮下 優一

弁護士 川村 勇太

弁護士 吉野 貴之

はじめに

東京証券取引所（以下「東証」）より、2024 年 5 月 31 日に「グロース市場における投資者への情報発信の充実に向けた対応について」と「上場審査に関する FAQ 集」が公表されました。東証では、市場区分の見直しにより、2022 年 4 月からプライム、スタンダード、グロース市場の現在の 3 つの区分が開始したところですが、その実効性の向上に向けたフォローアップが継続的に行われています。今回の公表はその一環であり、グロース市場の機能発揮のための対応として位置付けられます。

本ニュースレターでは、「グロース市場における投資者への情報発信の充実に向けた対応について」と「上場審査に関する FAQ 集」の 2 つの概要をご紹介します。

グロース市場の機能発揮に向けた対応の全体像

2022 年 4 月の市場区分見直し後、東証では「[市場区分の見直しに関するフォローアップ会議](#)」が設置され、施策の進捗状況や投資家の評価等を継続的にフォローアップし、追加的な対応等について議論がなされています（直近では 2024 年 5 月 21 日に第 16 回会合が開催）。

その中で、グロース市場の現状について以下の指摘がなされています¹。

- ・ グロース市場上場会社の時価総額の中央値は約 60 億円であり、31%の会社は上場維持基準の水準である 40 億円に未達（このまま上場後 10 年を経過すると基準抵触）
- ・ 新規上場時からの時価総額成長率の中央値は 1.03 倍であり、49%の会社は新規上場時から時価総額が成長していない
- ・ グロース市場に新規上場した会社のうち 57%は、時価総額 100 億円未満かつ資金調達額 10 億円未満

こうした状況を受け、東証ではグロース市場の更なる機能発揮に向けて、以下の施策を推進することとしています。

- ① 上場理由等の開示の促進
- ② 上場準備に関する正しい理解の促進
- ③ 投資者への積極的な情報発信の促進
- ④ 機関投資家への情報発信の支援

¹ 統計の対象期間等の詳細は、2024 年 5 月 21 日付[第 16 回会合資料 1](#)を参照。

- ⑤ 上場基準のあり方の検討
- ⑥ プロ向け市場の活用の検討

今般公表された「グロース市場における投資者への情報発信の充実に向けた対応について」（以下「本情報発信ペーパー」）は上記①及び③、「上場審査に関する FAQ 集」（以下「本 FAQ 集」）は上記②に関するものと位置付けられます。

情報発信の充実化

本情報発信ペーパーでは、グロース市場に上場する会社の情報発信の一層の充実を期待する投資者の指摘を受け、投資者への情報発信に関して、情報開示の強化と IR 活動の強化の観点から、グロース市場に上場する会社に期待される情報発信のあり方を示しています。

① 情報開示の強化

グロース市場は、高い成長可能性を実現するための事業計画とその進捗の適時・適切な開示が行われることがそのコンセプトになっています。その観点から、グロース市場に上場する会社は、新規上場時に「事業計画及び成長可能性に関する事項」（以下「成長可能性資料」）の開示を行った上で、上場後には年に 1 回以上のアップデートが義務付けられています。

他方で、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議では、昨今の IPO は必ずしも「成長を実現するための IPO」とはなっていないのではないかとの指摘がなされていました²。

この点を踏まえ、本情報発信ペーパーでは、IPO はあくまでも成長の実現のための一過程であり、上場後の成長戦略に照らして IPO をどのように活用しようとしているのか、「IPO の目的」を記載のうえ、積極的に投資者に示していくことが期待されています。その例として、成長可能性資料の成長戦略の開示項目において、自社の成長戦略やその実現のための具体的な施策（研究開発、設備投資、営業、人員、資金計画等）に関連付けて、IPO の目的を記載することが挙げられています。

さらに、本情報発信ペーパーでは、上場後の開示において以下の点を意識しながら、IR 活動を含めて積極的に投資者に発信し、継続的にアップデートを行うことが期待されています。

- ・ IPO の目的が実現できているか
- ・ IPO 時やその後に策定した事業計画・成長戦略が十分に進捗しているか、投資者からの評価が得られているか

② IR 活動の強化

本情報発信ペーパーでは、成長可能性資料で開示している内容について、説明会・個別面談等も活用しながら、投資者に対して積極的な情報発信を行っていくことが期待されています。また、情報発信の実施状況については、従来からコーポレート・ガバナンス報告書の「IR に関する活動状況」の欄に記載することが求められているところ、本情報発信ペーパーでは、当該欄への記載にあたって、以下の事項について具体的に記載することが期待されています。

- ・ 直近における投資者向け説明会・個別面談等の実施状況³
- ・ 今後の実施方針・具体的な実施予定

③ 実務上の影響

成長可能性資料の「作成上の留意事項」の [2024 年 5 月 31 日改訂版](#)では、以上の内容が反映されています。

² 2023 年 12 月 18 日付[第 13 回会合資料 3](#)

³ 本情報発信ペーパーでは、直前事業年度における実施状況として、参加した投資者の属性（個人／機関投資家、国内／海外の別等）、主な対応者、重点的に情報発信を行った事項、質疑応答の状況のほか、投資者向け説明会を行った場合にはその動画や書き起こしの公開状況（ウェブサイトの URL 等）等を記載することが示されています。

また、実務上、成長可能性資料は、IPO 時のロードショー資料をベースに作成されることが多く、ロードショー資料の作成にあたっては関係者でエクイティストーリー等について綿密な議論が行われます。「なぜ IPO を行うのか」という点はエクイティストーリーの構築に際して必然的に議論の対象になるように思われますので、本情報発信ペーパーの内容は、従前の IPO 実務にとって大きなインパクトがあるものではありませんが、今回の本情報発信ペーパーで示された点を改めて意識した上で、投資者への示し方を十分に検討することが重要だと思われる。

他方、上場後の成長可能性資料のアップデートや IR 活動については、各企業で状況は様々であり、本情報発信ペーパーを踏まえて実務にどのような変化があるかに注目が必要です。

上場審査に関する FAQ

本 FAQ 集は、上場準備を行うスタートアップにおいて、IPO の支障になるとの理解から、先行投資や M&A 等の成長に向けた取組みを見送るケースがあり、スタートアップの成長に資するべき IPO の準備のためにかえって成長が阻害されているという指摘を踏まえて、上場準備を行うスタートアップ経営者が過度に保守的な対応を取る必要がなくなるよう、相談が多いテーマに関して上場審査における考え方を紹介するものとされています。

以下では、本 FAQ 集の内容を踏まえて、関連すると思われる問題をご紹介します。

① 赤字上場

Q: 「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？」

A: 「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。」

・上場審査基準

グロース市場への上場審査基準（形式要件）⁴には「利益の額」は定められておらず⁵、上場審査基準との関係では、上場前の黒字化は上場に必要の要件ではありません。

・最近の赤字上場事例

本 FAQ 集において、赤字上場（上場申請期（上場して最初の決算）に経常損失を計上）の近時の事例が以下のとおり紹介されています。

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) ispace	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	ノイルイミューン・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

⁴ 有価証券上場規程 217 条各号参照。

⁵ これに対して、プライム市場の上場審査基準には(a)最近 2 年間の利益の額の総額が 25 億円以上であることまたは(b)最近 1 年間における売上高が 100 億円以上、かつ、上場日における時価総額が 1,000 億円以上となる見込みがあること、という定めがあり、スタンダード市場の上場審査基準には、最近 1 年間における利益の額が 1 億円以上であること、という定めがあります。

2023/12/6	(株) QPS 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

※本 FAQ 集から当職ら作成

・赤字上場における留意事項

本 FAQ 集では、「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。」という言及があります。

また、東証の新規上場ガイドブック（グロース市場編）では、上場審査において、「短期的な黒字化実現は必要ありませんが」とした上で、上場時点で赤字を計上する計画である場合、販売計画（売上）、投資計画（費用）、資金計画といった観点から、事業計画の合理性の確認を行うこととされており、上場準備会社において赤字上場を計画する際には、そのような観点からの審査に備えた事業計画を策定する必要があると考えられます。

また、本 FAQ 集では、赤字上場の場合にも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を特に丁寧に開示することが期待されています。

この点について、東証が公表している[成長可能性資料の開示例](#)において、開示のポイントとして「先行投資型企業、特に、赤字が継続すると考えられる企業については、先行投資を行う期間や投資の規模感（許容する投資額の範囲）、投資効果（投資をどのように回収し、収益化するのか）等について、投資者が見通しを持てるよう、可能な限り具体的な時期・数値を示しつつ説明することが重要」という指摘がなされており、当該開示例にて挙げられている実際の事例と併せて、赤字上場を行う企業における開示内容の検討にあたって参考になります。

② 上場準備期間における M&A

Q: 「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。」

A: 「上場できます。これまで上場準備中に 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。」

・上場準備期間における M&A 事例

本 FAQ 集において、上場直前々期・直前期中に M&A を実施した上で IPO を行った事例が以下のとおり紹介されています。

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 にエーシーエスの子会社化
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

※本 FAQ 集から当職ら作成

・上場準備期間の M&A 実施時の留意事項

本 FAQ 集では、①M&A 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う必要があること、②主幹事証券会社の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ること、③M&A を実施する場合に必要な対応について IPO のアドバイザー等と事前に十分なコミュニケーションをとることが重要であることが指摘されています。

過去の M&A の進捗・成果や、今後の M&A 戦略は、事業計画や IPO におけるエクイティストーリーの重要な要素になるとともに、有価証券届出書・有価証券報告書の「事業等のリスク」への記載の検討が必要になることも多いと思われ、IPO 時の開示・マーケティング及び上場後の IR における位置付け・影響も考慮し、上場準備段階から、関係者と十分な連携を取る必要があると思われま。

③ 予算と実績の乖離

Q:「予算と実績の乖離は上場審査で問題になりますか？」

A:「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。」

・予実管理に関する審査

本 FAQ 集では、「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っているかを確認します。」として、予実乖離が生じていた場合における確認ポイントが挙げられており、新規上場ガイドブック（グロース市場編）の記載と併せて、参考になるものと思われま。

・「予実管理や業績予想開示にあたって気をつけてほしいこと」

下記④とも関連して、本 FAQ 集では、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」という点であることが述べられています。

④ 業績予想開示

Q:「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？」

A:「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。」

・業績予想開示の工夫

本 FAQ 集では、「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。」と指摘されています。

また、新規上場ガイドブック（グロース市場編）においては、上記同様の指摘のほか、「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考えられます。」と、一旦非開示とした上で更新する方法についても言及されています。

なお、本 FAQ 集では、「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。」と付言されており、実務的にはこの点も重要だと思われます。

・レンジ形式・業績予想非開示の実例

既上場企業においても、①事業の特性から合理的な業績予想が困難なため業績予想を非開示とした上で、それに代えてある一定の前提をもとに策定した見込値を参考情報として開示する例、②協業先との協議が継続していることを理由に、売上高予想のみをレンジ形式で開示し、各段階利益予想については追って開示する例、③同じく売上高予想のみをレンジ形式で開示し、新規事業の進捗に応じて機動的な投資判断が必要となることから、各段階利益の具体的な金額予想は非開示とする例といった、レンジ形式・非開示の組み合わせともいえる方法での開示等、様々なパターンの開示が行われており、上場準備企業においても参考になるものと思われます。

おわりに

上記のとおり、東証からの今回の 2 つの公表はグロース市場の更なる機能発揮に向けた施策の一部であり、その他の施策の状況についても注視が必要です。特に「上場基準のあり方」については、グロース市場の新規上場基準や上場維持基準を引き上げることについての検討が継続される予定であり、その内容によってはグロース市場への上場準備会社や上場会社等に大きな影響がありうると思われます。

2024 年 6 月 14 日

[執筆者]

**宮下 優一**（弁護士・パートナー）

yuichi_miyashita@noandt.com

国内外の資本市場における、新規株式公開（IPO）、株式の公募増資、売出し、第三者割当増資、ブロックトレード、種類株式、新株予約権、社債、新株予約権付社債（CB）、サステナブルファイナンス等、大手証券会社のエクイティ・キャピタル・マーケット部での勤務経験を活かし、キャピタルマーケット案件を幅広く取り扱う。また、企業情報開示（サステナビリティ開示を含む）、金融規制法、M&A、コーポレートガバナンスその他の企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。

2007 年大阪大学法学部卒業。2009 年京都大学法科大学院修了。2010 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016 年 University of California, Los Angeles, School of Law 卒業（LL.M.）。2016 年 Thompson Hine LLP（New York）勤務。2016 年～2017 年 S M B C 日興証券株式会社 資本市場本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部勤務。

公益社団法人 日本証券アナリスト協会 認定アナリスト（CMA）

Chambers Global 2024 – Capital Markets Domestic 部門 受賞（Band 4）

Chambers Asia-Pacific 2024 – Capital Markets Domestic 部門 受賞（Band 4）

The Best Lawyers in Japan 2022-2025 – Capital Markets Law 部門 受賞

Rising Star Partner, IFLR1000 31st edition, 32nd edition, 2023 – Capital markets Equity 部門及び同 Debt 部門 受賞

The Legal 500 Asia-Pacific Green Guide 2024 – Green Ambassador に選出

**川村 勇太**（弁護士）

yuta_kawamura@noandt.com

主な取扱い分野は、キャピタルマーケット（IPO・PO、普通株式・優先株式の第三者割当、株式報酬の付与及び開示規制に関する助言等）、ベンチャー・スタートアップ企業の資金調達及び機関設計のサポート、スポーツ関連法務等を中心とした企業法務全般。

2019 年一橋大学法学部卒業。2020 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。

**吉野 貴之**（弁護士）

takayuki_yoshino@noandt.com

主な取扱い分野は、キャピタルマーケット（新規株式公開、私募リート、社債等）、M&A・コーポレート、危機管理・不祥事案件を中心とした国内及び国外の企業法務全般。

2020 年東京大学法学部卒業。2022 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 J Pタワー

Tel: 03-6889-7000 (代表) Fax: 03-6889-8000 (代表) Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、約 600 名の弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所であり、東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ、ジャカルタ*及び上海に拠点を構えています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

(*提携事務所)

NO&T Capital Market Legal Update 〜キャピタルマーケットニュースレター〜の配信登録を希望される場合には、
<https://www.noandt.com/newsletters/nl_capitalmarket/>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<nl-capitalmarket@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承くださいませようお願いいたします。