

最近のIPO関連トピックス

～2020年のIPOマーケットを振り返って～



東京証券取引所

上場推進部長 **横田 雅之**
上場推進部 課長 **橋本 梢**

1. はじめに

東京証券取引所（以下、東証）上場推進部では、IPO（新規株式公開）のプロモーション及び上場支援を行っています。具体的な活動としては、セミナーや面談を通じてのIPO関連情報の提供や、IPOを志向する企業への同行訪問、個社の上場準備に関するご相談への対応などを行っており、2020年の新型コロ

ナウイルス感染症の拡大以降は、対面によるコミュニケーションを極力控え、オンラインにて従来からの活動を継続しています。

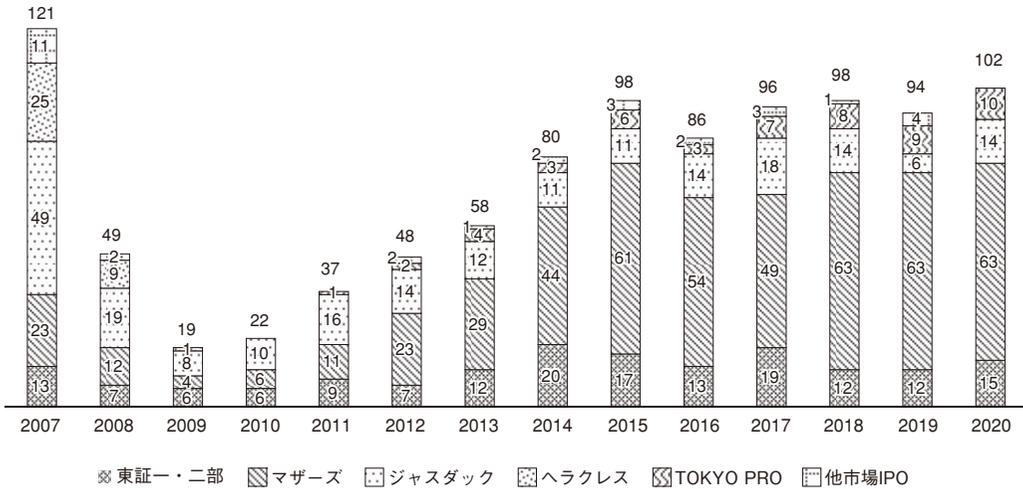
日本のIPOマーケットも新型コロナウイルス感染症の影響を様々な形で受けていますが、結果的には、2020年の国内証券市場におけるIPO数^{（注1）}は102社と、2007年以来の高水準となりました。

本稿では、2020年の国内証券市場におけるIPOに関する主な動きについて、東証の制度改正にも触れつつ振り返ってみたいと思います。なお、本稿中、意見に関わる部分は筆者の私見です。

〈目次〉

1. はじめに
2. 2020年のIPOマーケットを振り返って
3. 新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた東証の対応方針
4. 市場区分の見直しと新規上場基準
5. おわりに

(図表1) 国内IPO数の推移



(注) TOKYO PRO Marketへの新規上場を含み、TOKYO PRO Marketを経由した他市場への上場を除く

2. 2020年のIPOマーケットを振り返って

(1) 年間IPO数100社超え

新型コロナウイルス感染症の拡大により世界的に株式市場が軟調となったことなどを受け、2020年3月から4月にかけては、上場予定であった18社が新規上場手続を中止するという異例の事態となりました。しかし、5月下旬以降はこれらのうち一部の企業で上場手続を再開するなど回復傾向に転じ、最終的には、2020年（暦年）の国内証券市場におけるIPO数^(注2)は、上述のとおり102社となりました（図表1）。IPO数が100社を超えるのは2007年以来のこととなります。IPO準備には一般的には数年を要しますが、我々の上場

支援活動においても、数年前から、「東京オリンピックまでには上場したい」など、節目となる2020年をターゲットとしてIPO準備を進めている経営者の方が非常に増えているとの実感を持っておりました。そのため、新型コロナウイルス感染症という逆風はあったものの、2020年のIPOを目指して準備を進めてきた企業が相当数あった中で、6月以降の堅調な株式相場を背景に、多くの企業で上場手続を進めていただけた結果が100社超えという数値に現れたものと考えています。

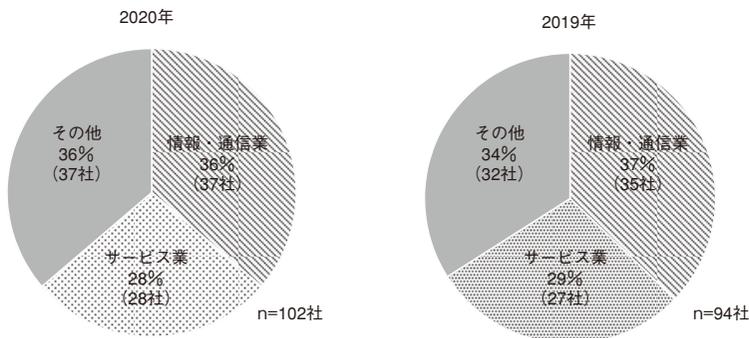
市場別では、IPO数102社の内訳は、東証市場第一部が6社、東証市場第二部が9社、マザーズが63社、JASDAQスタンダードが14社、TOKYO PRO Marketが10社であり、9年連続でマザーズが最もシェアの高い市場となりました。

(図表 2) 各地域別のIPO数の推移

		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
年間IPO社数		86社	96社	98社	94社	102社 (+8社)
(内訳) 本社所在地別	東京	55社	62社	67社	64社	67社 (+3社)
	東京以外	31社 (36%)	34社 (35%)	31社 (32%)	30社 (32%)	35社 (+5社) (34%)
	北海道・東北	0社	3社	2社	2社	3社
	関東(東京以外)	7社	8社	7社	1社	5社
	中部・北陸	7社	10社	6社	12社	7社
	関西	8社	9社	10社	9社	16社
	中国・四国	4社	2社	3社	3社	2社
	九州・沖縄	5社	1社	3社	3社	2社
外国	0社	1社	0社	0社	0社	

(注) () 内は前年比

(図表 3) IPO企業の業種比較



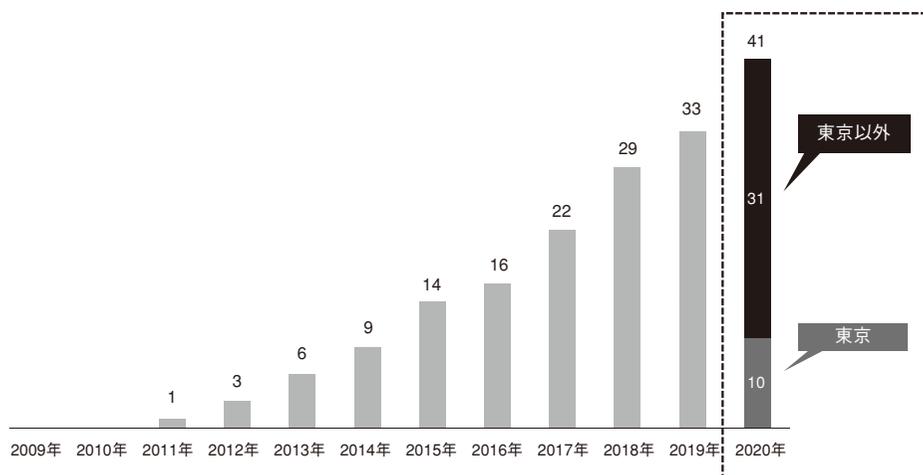
地域別では、東京以外に本社がある企業が35社と、前年比5社増となりました(図表2)。2020年は、特に関西地区からのIPOが16社と、例年より相当多い点が際立っています。従前より行われてきた大阪、神戸、京都の各自治体等のスタートアップ支援や、関西のIPO支援者等の継続的な活動が2020年に結実したものではないかと推察されます。東証上場推進部としても、地域の関係者(地域金融機関、自治体、大学など)と連携し、IPOに関する

情報提供などの活動を通じて、地域からのIPO支援活動を行っています。

また、IPO企業の業種としては、前年までに引き続き、2020年も情報・通信業及びサービス業の割合が高く(図表3)、DX関連やEC関連、育児支援機関などのIPOがありました。

今後も新型コロナウイルス感染症の感染状況等の影響を受ける可能性はありますが、現状、足元でのIPO需要は底堅いものがあると

(図表4) TOKYO PRO Marketの上場会社数推移



感じており、2021年も引き続き高水準のIPO数が見込めるのではないかと考えております。

(2) TOKYO PRO Marketのさらなる活用拡大

2020年のTOKYO PRO Market（以下、TPM）におけるIPO数は10社と、同市場の前身であるTOKYO AIM市場創設以来の最高数を更新し、結果、2020年末におけるTPM上場会社数は41社にまで増加しました（図表4）。TPMは、所謂プロ投資家等を対象とした市場であり、この市場で株式を買い付けることができる投資家は、特定投資家及び非居住者に限定されています。こうしたプロ投資家等を対象とする市場であるが故に、自由度の高い上場制度となっているほか、新規上場に際してTPM上場会社として相応し

い企業かどうか、すなわち上場適格性の調査を行うのは、東証ではなく、東証から資格の認証を得た「J-Adviser」とされています（図表5）。

2020年5月には、eコマース事業、メディア事業、海外事業を営むC Channel株式会社がTPMに上場し、とりわけ話題となりました。知名度が高く、初値時価総額でも200億円超となった同社がTPMに新規上場したことで、初めてTPMを知ったという人も少なくなかったようです。同社の初値時価総額201億円は、TPMへの新規上場としては、2016年の株式会社菌愛メディカルの240億円に次ぐ歴代2位の規模となります（注3）。

TPMを経由した他市場への上場事例も、2017年の株式会社菌愛メディカル（JASDAQスタンダード）、2019年の株式会社global bridge HOLDINGS（マザーズ）に続き、

(図表 5) TOKYO PRO Market 制度上の特徴



2020年3月に株式会社ニッソウが名古屋証券取引所のセントレックスへ上場を果たすなど、着実にその実績を伸ばしつつあります。

近年新規参入が相次いでいるJ-Adviserについても、さらなる動きがありました。2020年6月、エイチ・エス証券がJ-Adviserの資格を取得しました。これにより、2021年1月末現在、J-Adviserは計11社となりました。異なる強み・特色をもつ様々なJ-Adviserが参入・稼働することで、TPMへの上場を希望する企業の選択肢が広がり、指導・助言機能などのサービスレベルの向上につながることを期待されます。

(3) IPO監査を行う監査法人の選任状況

IPOに際しては、通常、上場前2期間についての監査証明が必要となります^(注4)。このIPO監査を担当する監査法人については、従来、TPMを除く国内IPO数の概ね8割超を大手監査法人が占めていたところ、2020年

には67%にまで低下しました(図表6)。

近年、IPOを目指す企業が増加傾向にある一方、大手監査法人のIPO監査の新規契約件数は、監査手続の厳格化や働き方改革等により減少傾向にあり^(注5)、関係者からは、「IPOを目指す企業が監査法人との需給のミスマッチ等により必要な監査を受けられなくなっている」との問題が指摘されています。金融庁は、「こうした問題は、新規・成長企業の飛躍の阻害要因ともなりかねず、企業が成長プロセスに応じた適切な監査を受けることができる環境整備は喫緊の課題である^(注6)」一方、「監査品質の確保はすべての議論の根幹となるものであり、監査事務所において必要な人員や監査時間等を確保できないにも関わらず、監査を引き受けることで品質を低下させ、監査そのものの信頼性を損ねることがあってはならず、上記課題への対応と監査品質の確保を両立させていくことが求められている^(注7)」との認識のもと、2019年12月、日

(図表 6) IPO企業の上場時の監査法人の内訳

		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
大手監査法人	社数	67社	70社	78社	66社	62社
	構成比	81%	79%	87%	78%	67%
準大手監査法人	社数	16社	13社	10社	15社	22社
	構成比	19%	15%	11%	18%	24%
その他	社数	—	6社	2社	4社	8社
	構成比	—	7%	2%	5%	9%
計	社数	83社	89社	90社	85社	92社

(注) TOKYO PRO Marketへの新規上場を除く国内IPOについて、東証にて集計。「大手監査法人」「準大手監査法人」には、2020年3月公表の「株式新規上場（IPO）に係る監査事務所の選任等に関する連絡協議会」報告書にて記載されている「大手監査法人」4法人及び「準大手監査法人」5法人をそれぞれ集計した。

本公認会計士協会や証券会社等のIPO関係者による「株式新規上場（IPO）に係る監査事務所の選任等に関する連絡協議会」を設置し、課題と対応策について検討を行いました。検討結果は、2020年3月に、「株式新規上場（IPO）に係る監査事務所の選任等に関する連絡協議会報告書」（以下、報告書）として公表されています。

報告書では、監査法人、日本公認会計士協会、証券会社、ベンチャーキャピタル、取引所といったIPO関係者それぞれについて、IPOを目指す企業に対する質の高い監査の提供に向けた環境整備のために期待される対応が記載されています。うち取引所に期待する事項としては、今後、中小監査法人も「IPOを目指す企業の監査の担い手となることが期待される^(注8)」ことを踏まえて、「取引所による上場審査において、IPO監査の担い手に期待することは、規模の大小ではなく監査品質の確保及びその向上であることを改めて周知する」こと及び「今後とも、取引所が

IPOを目指す企業に求めること、IPOが認められなかった企業には何が足りなかったのか等について、IPOの支援活動を通じて継続的に周知を図っていく」ことが挙げられています。東証上場推進部では、上場審査で求められる事項に関しても各種セミナーや個別の面談等を通じて継続的に情報提供を行っているほか、IPOを目指す企業についての引受証券会社や企業自身からの個別のご相談にも対応しています。今後もこうした活動を継続的に実施する中で、期待される役割を果たしていきたいと考えています。

なお、報告書を受け、日本公認会計士協会は、IPOを目指す企業が特に会計監査を受ける前に優先的に準備すべきポイントなどを整理した「株式新規上場（IPO）のための事前準備ガイドブック～会計監査を受ける前に準備しておきたいポイント」（<https://jicpa.or.jp/news/information/IPO-Guidebook.pdf>）を作成、公表しています。監査法人とのスムーズなコミュニケーションの確保のために

も、IPOを検討中の企業の方及びIPO関係者の方には、こうした公表物もぜひご活用いただきたいと思ひます。

■ 3. 新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた東証の対応方針

東証では、2020年3月、新型コロナウイルス感染症の感染拡大により企業業績の先行きの不透明さが増す中で「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた東証の対応方針の概要」を公表し、以後、状況の変化を踏まえつつ、上場基準の緩和や決算発表日程の再検討及び新型コロナウイルス感染症への対応状況や事業活動への影響などに関する積極的な情報開示の要請などの対応を図ってきました。これらの対応のうちIPOを予定している未上場会社に関する内容は以下のとおりです。

● 企業の継続性及び収益性等

企業の継続性及び収益性に関する上場審査については、新型コロナウイルス感染症の影響による一時的な業績悪化は勘案して今後の事業計画における見通しを審査することとしました。

● 企業内容等の開示の適正性

企業内容等の開示の適正性に関する審査については、投資者における投資判断が適切に行われるよう、新型コ

ウイルス感染症の影響が開示書類（リスク情報・業績予想等）に適切に反映されているかどうかを追加的に審査することとしました。

● 限定付適正意見の容認

新規上場申請に際しては、申請直前期の監査報告書に「無限定適正意見」が記載されていることが新規上場審査を受けるための要件（形式基準）の一つとなっています。しかし、新型コロナウイルス感染症の影響により棚卸立会や事業所往査が困難となるなど監査上の制約が生じた場合には、限定付適正意見が記載されることも想定されることから、2020年4月の規則改正により、新型コロナウイルス感染症の影響により申請直前期の監査報告書に限定付適正意見が記載されている場合についても新規上場審査の対象とすることとしました。なお、この対応については、既上場会社が一部指定申請や市場変更申請を行う際も同様となります。

● 再審査時の審査料

東証に新規上場申請を行ったものの、新型コロナウイルス感染症の影響により新規上場に至らなかった場合であって、3年以内に再び新規上場申請を行うときは、上場審査料を無料とす

ることとしました。なお、この対応についても、既上場会社が一部指定申請や市場変更を行う際も同様となります。

東証上場推進部に寄せられる上場準備や上場審査に関するご相談のうち、新型コロナウイルス感染症関連のものとしては、新型コロナウイルス感染症の影響による業績の悪化に対する評価に関するものが多くなっています。この点、上記のように、東証では、一時的な業績悪化は勘案して審査するなど実態に応じた柔軟な取り扱いを行うこととしていますが、一方で、投資者における投資判断が適切に行われるよう、新型コロナウイルス感染症の影響について事業計画に適切に反映されていることや適切に開示資料に反映されていることを審査でも確認することとなりますので、その点をご留意いただければと思います。

■ 4. 市場区分の見直しと新規上場基準

(1) 新市場区分の概要等について

東証では、2020年2月に「新市場区分の概要等について」を公表し、現在の「市場第一部・第二部」「マザーズ」「JASDAQ（スタンダード・グロス）」の市場区分を、2022年4月を目途に新たな市場区分「プライム市場」「スタンダード市場」「グロス市場」へ

と再編する方針を明らかにしました。その後、円滑な制度移行を実現するため、後述のとおり段階的に制度改正を進めているところです。なお、市場区分の見直しに係る検討の経緯及び「新市場区分の概要等について」の内容については、林謙太郎「『新市場区分の概要等について』の公表」（月刊資本市場2020年4月）にて詳説しているため、そちらをご参照いただきたいと思います。

(2) 第一次制度改正（2020年11月1日施行）

東証では、2020年7月、「資本市場を通じた資金供給機能向上のための上場制度の見直し（市場区分再編に係る第一次制度改正事項）」を公表、2020年11月1日付で改正規則（以下、第一次制度改正）を施行しました。第一次制度改正では、市場区分の見直しを見据えて、新規上場基準を新たな市場区分で想定するものと同様の内容に変更しています。具体的には、市場第一部は「プライム市場」、市場第二部及びJASDAQスタンダードは「スタンダード市場」、マザーズは「グロス市場」で想定する上場審査基準と同様の内容に改正しています（注9）。

あわせて、本改正では、上場会社が債務超過の状態となった場合に、債務超過の早期改善の促進のため、その改善に向けた計画を事業年度の末日から3か月以内に開示するよう求める一方、相応に高い市場評価を受けている場合等における債務超過に関する上場廃止

(図表7) 形式基準 (抜粋)

	市場第一部	市場第二部 JQ・スタンダード	マザーズ
株主数	800人以上	400人以上	150人以上
流通株式数	20,000単位以上	2,000単位以上	1,000単位以上
流通株式比率	35%以上	25%以上	25%以上
流通株式時価総額	100億円以上	10億円以上	5億円以上
時価総額	250億円以上	—	—
利益の額 又は売上高	最近2年間の経常利益の 総額25億円以上 又は 最近1年間の売上高100億円以上 かつ、時価総額1,000億円以上	最近1年間の経常利益1億円以上	—
純資産の額	50億円以上	正	—
事業継続年数	3年以上	3年以上	1年以上
公募の実施	—	—	500単位以上

基準等の見直し等も行っています。

●新規上場基準

東証の上場審査基準には、形式基準（主に定量的な基準）と実質基準（定性的な基準）がありますが、第一次制度改正により、各市場における主な上場審査基準は（図表7）（図表8）のとおりとなりました。

市場第一部の実質基準については、「企業の継続性及び収益性」の観点について、従来、市場第二部と同様に「安定的な収益基盤を有していること」が求められていましたが、第一次制度改正にて「安定的かつ優れた収益基盤を有していること」が求められることとなりました。また、赤字上場に関する上場審査の観点についても、売上高100億円以上かつ時価総額1,000億円以上の赤字企業を含め、短期的な業績動向によらず、実質的な収益基盤や開示状況を確認する旨の改正がなされて

います。マザーズの実質基準については、「企業内容・リスク情報等の開示の適切性」の審査において、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示を適切に行うことができる状況にあることを確認することとし、「事業計画及び成長可能性に関する事項」については、上場日においてその内容の開示を義務付けるほか、上場後、1事業年度に対して1回以上、その進捗状況を開示するものとなりました。

詳細については、東証が発行する「新規上場ガイドブック」をご参照ください。新規上場ガイドブックは、日本取引所グループのウェブサイトからもご覧いただけます（<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/index.html>）。

(3) 第二次制度改正事項（要綱）

続いて2020年12月には、「市場区分の見直

(図表 8) 実質基準 (概要)

市場第一部	市場第二部 JQ・スタンダード	マザーズ
企業の継続性及び収益性		事業計画の合理性
継続的に事業を営み、かつ、 安定的かつ優れた収益基盤を有していること	継続的に事業を営み、かつ、 安定的な収益基盤を有していること	相応に合理的な事業計画を策定しており、 当該事業計画を遂行するために必要な 事業基盤を整備していること又は 整備する合理的な見込みのあること
企業経営の健全性		
事業を公正かつ忠実に遂行していること		
企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性		
コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が 適切に整備され、機能していること		コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が、 企業の規模や成熟度等に応じて整備され、 適切に機能していること
企業内容等の開示の適正性		企業内容、リスク情報等の開示の適切性
企業内容等の開示を 適正に行うことができる状況にあること		企業内容、リスク情報等の開示を 適切に行うことができる状況にあること
その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項		

しに向けた上場制度の整備について（第二次制度改正事項）」（以下、第二次制度改正要綱）を公表しました。第二次制度改正要綱では、現在の市場区分を2022年4月4日付で「スタンダード市場」、「プライム市場」、「グロース市場」の3つに再編すること、新たな市場区分における上場維持基準は原則として新規上場の形式要件と共通化すること、既存の上場会社による市場選択の手続などを明示しました。また、既存の上場会社の上場維持基準に関しては、当分の間、経過措置を適用する方針も示しています。

新規上場審査基準については既に第一次制度改正において対応済みであるため、基本的に現行市場での新規上場の制度を踏襲することとしています。すなわち、プライム市場は現行の市場第一部指定、スタンダード市場は現行の本則市場、グロース市場は現行のマザーズの制度をそれぞれ踏襲します。ただし、第二次制度改正要綱では流通株式の定義の見直しが予定されていますので、流通株式に関する形式基準に関しては、計算方法にご留意ください。

ーズの制度をそれぞれ踏襲します。ただし、第二次制度改正要綱では流通株式の定義の見直しは予定されていますので、流通株式に関する形式基準に関しては、計算方法にご留意ください。

(4) 今後のスケジュール

第二次制度改正要綱は、2020年12月25日から2021年2月26日までパブリック・コメントに付された後、寄せられた意見を踏まえて必要な修正を行い、2022年4月4日より改正規則が施行される予定（新市場区分の選択手続に関する部分については2021年9月1日より施行予定）です。

また、プライム市場では、他の市場区分と比較して一段高いガバナンス水準を求めることとしており、本年春以降に「第三次制度改正事項」としてコーポレートガバナンス・コ

ードの改訂等を行う予定です。

(5) 市場区分の見直しに関するFAQ

東証では、市場区分の見直しに関してよくいただく質問と回答（FAQ）を「上場会社向けナビゲーションシステム」にて公表しています（<https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/category2457.html>）。上場会社の方以外にも閲覧いただけますので、併せてご参照いただけましたら幸いです。

5. おわりに

本稿執筆時点（2021年1月末現在）において、国内における新型コロナウイルス感染症の収束に向けた道筋は未だ見えていない状況にあります。今後比較的短期間のうちに収束に向かうのか、或いは事態の収束にはまだ相当な時間がかかるのか見通しは立たない状況ではありますが、いずれにしても、本年も引き続き、新型コロナウイルス感染症の拡大又は収束の状況が、世界の経済情勢を大きく左右するものと予想されます。東証上場推進部では、状況を見極めながら、オンラインセミナー等によるIPO関連情報の提供や、Web会議ツールを用いての面談を通じての上場支援活動など、感染拡大防止に努めながらも積極的に活動を継続していきたいと考えています。IPOに関するご相談・ご質問などありましたら、お気軽に上場推進部までご連絡ください。

株式会社東京証券取引所 上場推進部
ipo@jpx.co.jp

- (注1) TOKYO PRO Marketへの新規上場を含み、TOKYO PRO Marketを経由した他市場への上場を除く
- (注2) TOKYO PRO Marketへの新規上場を含み、TOKYO PRO Marketを経由した他市場への上場を除く（以下、2（1）において同じ）
- (注3) 2021年1月末日現在
- (注4) TOKYO PRO Marketの場合は1期間の監査証明で新規上場可能
- (注5) 2020年3月「株式新規上場（IPO）に係る監査事務所の選任等に関する連絡協議会」報告書の概要
- (注6～8) 2020年3月「株式新規上場（IPO）に係る監査事務所の選任等に関する連絡協議会」報告書
- (注9) JASDAQグロースについては、新規上場に関する制度を廃止

