

# 2022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 **永田 秀俊**  
上場推進部 課長 **橋本 梢**

## 1. はじめに

2022年は、ウクライナ情勢や金利上昇等によるファイナンス環境の悪化を受け、世界的に見てもIPO（Initial Public Offering；新規株式公開）は低調となった。その中で、我が国の証券市場におけるIPO（TOKYO PRO Market への新規上場を含み、TOKYO PRO Market を経由した新規上場を除く。以下、

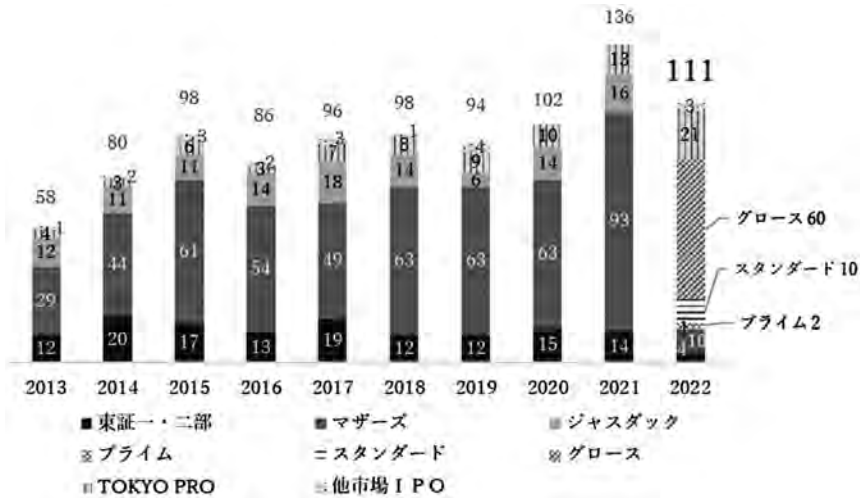
特記ない場合において同じ。）は111社となり、2021年から減少しているとはいえ、高水準のIPOが実現した。

株式会社東京証券取引所（以下、東証という。）上場推進部では、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いる。本稿では、東証上場推進部の活動の中でIPOを目指す会社の経営者の方やそうした会社の支援を行うIPO関係者の皆様から多く寄せられるご質問について、2022年の国内IPOマーケットの振り返りを中心に、一問一答の形での回答を試みる。本稿中、意見に関わる部分は筆者の私見である。

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 2022年の国内IPOマーケット
3. TOKYO PRO Marketについて
4. 上場推進部IPOセンターの活動について
5. 上場審査・事前相談など
6. おわりに

(図表1) 国内IPO数の推移



## 2. 2022年の国内IPOマーケット

Q 1. 2022年の国内IPOマーケットの特徴を知りたい。

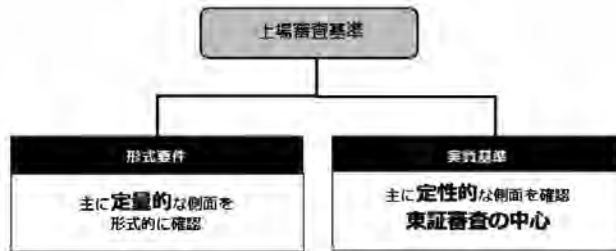
A 1. 2022年の国内IPOマーケットでは、国際情勢や金利上昇を踏まえての投資家のIPO投資意欲減退からファイナンス環境が悪化した結果、IPO時の資金調達が見込められ大型のIPOも減少した一方、企業の堅調なIPO意欲に支えられてIPO数自体は高水準となった。

まずIPO数であるが、上述のとおり、2022年の国内証券市場におけるIPOは111社（前年比▲25社）であった（図表1）。ファイナンス環境の悪化に伴い、会社及び株主が想定していた価格での資金調達が見込めないこと

を理由に2022年のIPO計画を見直す企業が増加した。特にグローバルオファリングの実施を予定するような比較的規模の大きい会社でその傾向が強かったように思われ、実際、初値時価総額1,000億円以上となったIPO企業は2021年は6社であったところ、2022年は大栄環境株式会社、ANYCOLOR株式会社、株式会社ソシオネクストの3社のみとなった。

ファイナンス環境がとりわけ厳しかった2022年上期には、東証市場への新規上場が承認されていたにも関わらず、IPO時の公募・売出的実施中止を決議し、これに伴い新規上場の承認取消しとなった会社が8社見られた（うち1社は2022年内に再度上場承認を受けてIPO済）。また、2021年は、比較的良好的なファイナンス環境の下、2020年にコロナ禍を受けて上場時期を後ろ倒しした会社のIPOもあったこと等もIPO数増加の一因であったと

(図表 2) 上場審査基準



推定される。このような背景もあり2022年のIPO数は前年比では減少となっているが、最近10年ほどの期間で見れば2021年に次ぐ2番目の件数であり、少なくともIPO件数自体は高水準で推移したといえる。

また、資金調達に関しては、ファイナンス環境が悪化する中、2021年に比べて低調であった。IPO時の公募・売出金額合計でみると、国内IPO（TPM及びTPMを経由した新規上場も除く。以下、本段落において同じ。）の97%が100億円未満であった。また、公募金額だけを見た場合、実に57%のIPOで公募金額5億円未満であった。海外募集・売出を実施したIPO企業数も19社と2021年から大きく減少しており、2021年と比べて資金調達が手控えられる傾向であった。

**Q 2.** 2022年4月の東証市場区分の再編は、IPOにどのような影響を与えたか。

**A 2.** 東証では、2022年4月4日に新市場区分への移行を行った。これにより、従来の「市場第一部・第二部、JASDAQ（グロース／スタンダード）、マザーズ」は、「プライム

市場、スタンダード市場、グロース市場」の3市場に再編された。（図表1）のとおり、従来、IPOが最も多い市場はマザーズであり、近年では6割超をマザーズでのIPOが占めていた。2022年のIPO実績には新旧双方の市場が混在しているが、その中で最多となったのはグロース市場60件であった。

市場区分の見直しに当たり、東証では、新市場区分への移行を円滑に進めるために段階的な制度整備を行ってきた。新規上場審査基準については、2020年10月に公表した「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に係る有価証券上場規程等の一部改正について（市場区分の再編に係る第一次制度改正事項）」（以下、一次改正という。）によって、市場第一部については再編後のプライム市場、市場第二部及びJASDAQスタンダードについては再編後のスタンダード市場、マザーズについては再編後のグロース市場にてそれぞれ想定される新規上場審査基準と同様の枠組みに改正することとし、同年11月より施行した。したがって、2022年4月4日の移行日以降においても、対応する市場に

(図表 3) 主な形式要件

		プライム	スタンダード	グロース
流動性	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	—	—
ガバナンス	流通株式比率	35%以上	25%以上	25%以上
経営成績 財政状態	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	—
その他	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

における新規上場審査基準は基本的に移行日前のものと同様であり、東証への上場審査基準の観点からは新市場区分への移行による影響はほぼ無かったといえる。

もともと、より長期で見た場合、一次改正により影響を受けた上場準備会社は相応にあった可能性はある。東証への新規上場時の上場審査基準は、(図表 2) のとおり、主に定量的な基準である形式要件 (図表 3) と、主に定性的な基準である実質基準 (図表 4) から成る。形式要件について、従来のJASDAQスタンダードでは、例えば、流通株式比率に関する基準や事業継続年数に関する基準は定められていなかった。しかし、新市場区分においては、プライム市場の形式要件の一部が市場第一部より引き上げられるとともに、スタンダード市場の形式要件では流通株式比率25%以上、事業継続年数 (取締役会設置) 3

年などが求められることとなった (注1)。さらに、今回の市場区分の再編では、市場区分ごとに「上場維持基準」が設けられ、上場維持基準に抵触し改善期間内に改善が行われなかった場合を、上場廃止基準として定めることとした。従来、入口の基準である上場審査基準と、市場からの退出基準である上場廃止基準に関しては、定量的な基準については上場廃止基準の方が低く設定されていたが、新市場区分においては、原則として上場審査基準と上場維持基準の水準は同等に設定されている。新規上場の際だけ基準を満たせばよいということではなく、上場後においてもその水準を維持していただくことが必要となった。このため、特に、JASDAQスタンダードへのIPOを目指していた上場準備会社の中には、流通株式比率や取締役会設置からの期間などの基準を考慮して、目指す上場市場や

(図表 4) 実質基準 (概要)

プライム	スタンダード	グロース
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、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		

上場時期を変更した会社もあったようである。東証としては、こうした影響も念頭に、上場準備会社を含めた関係者における対応検討や準備に資するよう、新市場区分への移行に向けた制度整備を行う前の早い段階から、新市場区分の概要や移行プロセス、今後のスケジュールなども示すなどの対応を実施してきた次第である。

### 3. TOKYO PRO Marketについて

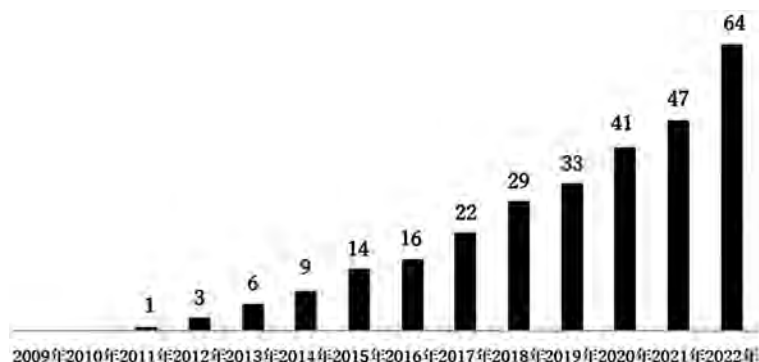
**Q 3.** 2022年もTOKYO PRO Marketへの新規上場が多くあり上場会社数も増えているが、これらの会社はどのような考えのもとでTOKYO PRO Marketに上場するのか。

**A 3.** プロ投資家向け市場であるTOKYO PRO Market (以下、TPMという。) の2022

年IPO数は21社となり、同市場の前身であるTOKYO AIM市場創設以来の最高数を6年連続で更新した(図表1)。2022年12月末現在では、TPMの上場会社数は64社にまで拡大している(図表5)。2022年4月、一般の投資家も参加可能な市場はプライム市場・スタンダード市場・グロース市場の3つに再編されたが、いわゆるプロ投資家等を対象とした市場であるTPMは再編の対象外であり、従来と変わらず存続している。

TPM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おり、こうしたプロ投資家等を対象とする市場であるが故に、上場基準や開示など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

(図表5) TOKYO PRO Market上場会社数推移



を得た「J-Adviser」とされている。

このような特徴を持つTPMへの上場を目指す理由は様々考えられるが、上場会社や上場準備会社へのヒアリングなどから、TPMの代表的な活用法として以下のようなものがあると認識している。

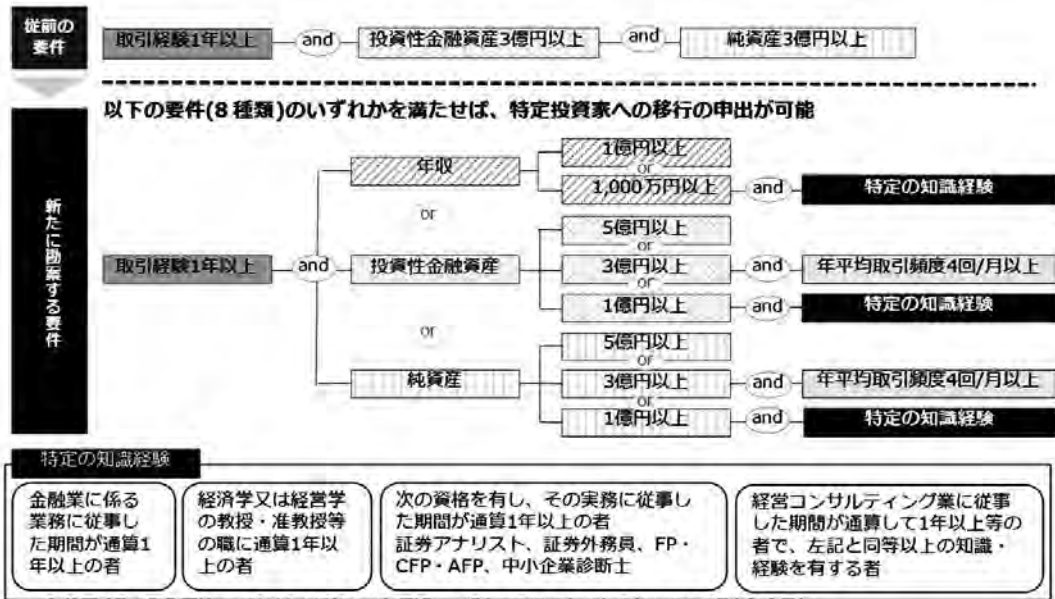
- ① 現時点では資本市場からの積極的な資金調達ニーズがあるわけではないが、東証上場会社としての信用力を活かして事業を拡大させたい
- ② 一般の投資家も参加可能な市場への上場を目指す中で、ファーストステップとしてのTPM上場を選択

①については、東京以外の地域で長く事業を継続している会社によく見られる。一般的に、企業にとって上場会社となることのメリットとしては「資金調達能力の向上」「知名度・信用度の向上」、デメリットとしては「上場維持コスト」「買取りリスク」などが挙げられる。現時点では資本市場からの資金調達は考えておらず、また上場維持コストの負担や

買取りリスクなどに鑑み、一般の投資家も参加可能な上場市場への上場には慎重ではあるものの、「東証上場会社」としての知名度・信用度の向上というメリットには魅力を感じる経営者にとって、TPMは上場のデメリットを低減しつつ上場メリットを享受できる市場だと受け止められている。実際、TPM上場後は取引先からの反応が格段によくなった、優秀な人材を獲得しやすくなったとの話もよく耳にすることである。

一方、②は、一般の投資家も参加可能な他の市場への上場を目指しているが、足元の会社規模や業績、今後の事業計画等からは、未だ一般の市場へ上場するタイミングではないというケースである。まずはTPMに上場し東証上場会社としての知名度・信用度を活かして事業を拡大させた上で、いずれ一般の市場へと上場したいと考える会社である。実際、TPMへの上場後、一般の投資家も参加可能な他の市場へと上場市場を変更する事例もほぼ毎年のように見られるようになっており、

(図表 6) 個人の特定投資家の要件見直し



※ 財産要件及び取引要件への該当性を証券会社が確認する場合、自社のみならず他社での状況を勘案可能

(出所：第21回金融審議会市場制度ワーキング・グループ 資料2 (金融庁) [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/marketsystem/siryou/20221014/02.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/marketsystem/siryou/20221014/02.pdf) より東証作成)

2022年は、アップコン株式会社がTPMでの上場を廃止して名古屋証券取引所ネクスト市場へと上場した。また、2022年7月に東証グロース市場に新規上場した株式会社ニッソウは、もともとTPMに上場しており、2020年3月に名古屋証券取引所セントレックス市場(現・ネクスト市場)へ上場するに際してTPMを上場廃止した会社である。

また、近年では、ほぼ毎年新たな会社がJ-Adviser 業務に新規参入しており、2022年には、株式会社船井総合研究所及び名南M&A株式会社の2社が新たにJ-Adviserの資格の認証を受けた。2022年12月末現在、J-Adviserは15社にまで広がっており、多様な

業種、多様な分野に強みを有する各J-Adviserが、TPMの新たな活用方法を検討、提案している。東証としても、一般の投資家も参加可能な市場とは大きく異なる特徴を有するTPMをより多くの会社に様々な形で活用していただきたいと考えている。

**Q 4.** TPMで株式を売買できる「プロ投資家等」はどのような者か。自分はプロ投資家になれるのか。

**A 4.** 金融商品取引法及び東証の規則により、TPMで買付けが可能なのは特定投資家等に限定されている(株式の売付けは一般投資家でも可能)。特定投資家等は、大きく

- ① 法令によって特定投資家として定義される者
- ② 一定の条件を満たした上で証券会社に届け出ることによって特定投資家に移行することができる投資家(みなし特定投資家)
- ③ 一定の非居住者

に分類される。2022年7月、金融商品取引業等に関する内閣府令の改正により、②のうち特定投資家に移行可能な個人の対象範囲が拡大された。概要は(図表6)のとおりである。

現状、TPMにおける資金調達のごく限定的な実施に留まっている。A3で触れたように、そもそも資本市場での積極的な資金調達を目的としない上場会社も多いという背景があつてのことではあるが、市場運営者である東証としては、TPM上場会社が資金調達を行いたいと考えた場合にそれが実現できる環境を整えておく責務があると認識している。特定投資家等の範囲の拡大等を踏まえ、東証としても、TPM市場への投資家の参入に向けた活動に注力していきたいと考えている。

#### ■ 4. 上場推進部IPOセンターの活動について

**Q 5.** 東証では、IPO支援についてどのような方針を有しているのか。注力分野などがあるのか。

**A 5.** IPO支援に関しては、株式会社日本取引所グループ(以下、JPXという。)の中期経営計画2024において、「地域経済活性化

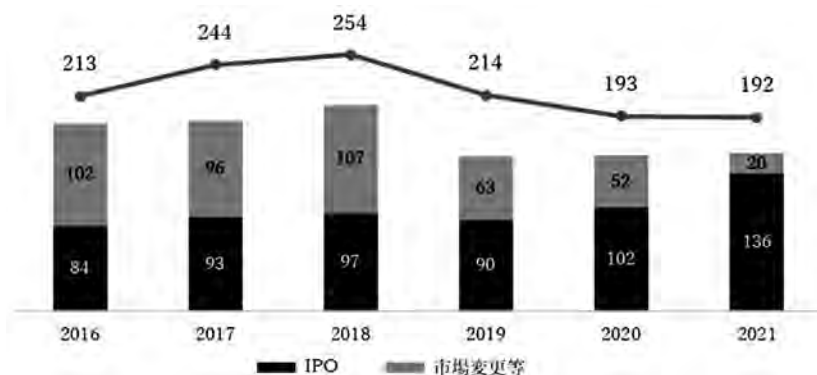
に資するIPOのエコシステム確立」や「アジアを中心としたクロスボーダー企業の上場推進」を取組み施策として掲げており、その実行は主に東証上場推進部が担っている。

東証上場推進部では、従前より、IPOを通じた地域経済の活性化に注力しており、東京及び大阪の2拠点から日本全国各地に担当者を配置し活動を行ってきたが、今回の中期経営計画期間においては、東京以外の地域におけるIPO支援の活動の仕方として「IPOのエコシステム確立」を軸とすることとした。各地域のIPOのエコシステムの状況を理解し、エコシステムに欠けている部分があれば、各地域の産学官の関係者や地方取引所などとも連携しながら、東証としてできることを検討し、求められている支援を行っていく。このような観点から、2022年には、株式会社七十七銀行、国立大学法人東北大学とともに、東証としては初の試みとなる、IPOを目指す会社の経営者層を対象とした「IPO経営人材育成プログラムTOHOKU」を開講するに至った。IPO経営人材の育成を課題として認識している地域は多いため、今後も必要に応じてこうしたプログラムを各地で実施していきたいと考えている。

また、クロスボーダー企業の上場推進に関しては、外国に登録されている企業(外国籍企業)、過去において外国に登録されていた日本企業(インバジョン企業)、外国人CEOを有する日本企業、外国籍企業の日本子会社など外国と所縁のある会社をクロスボ



(図表 7) 上場審査総件数及び新規上場／市場変更等件数



(注1) IPOは、東証市場（本則、マザーズ、JQ、TOKYO PRO Market）への新規上場（テクニカル上場は含まない）（上場日ベースで集計）  
 (注2) 市場変更等は、一部指定、市場変更（マザーズから一部等）及び他市場から東証市場への上場（一部指定日・市場変更日ベースで集計）等  
 (注3) 審査実施件数は、IPO、テクニカル上場及び市場変更等の合計（申請日ベースで集計）  
 (注4) IPO及び市場変更等は暦年ベース、審査実施件数は年度ベースでそれぞれ集計している。

ーダー企業と定義し、上場支援に重点的に取り組んでいる。活動に当たっては、上場推進部内のクロスボーダー企業上場推進担当者のほか、JPXの海外拠点（ニューヨーク事務所、シンガポール支店、香港事務所、北京事務所、ロンドン事務所）とも連携している。

なお、2022年のIPO実績としては、東京以外の地域に本社を置く会社のIPOは33社、クロスボーダー企業の上場はHOUSEI株式会社と株式会社INFORICHの2社となっている。

## 5. 上場審査・事前相談など

**Q 6.** 東証の上場審査の「合格率」はどの程度か。

**A 6.** 東証の上場審査について、いわゆる「合格率」は公表していない。ただし、日本

取引所自主規制法人では、毎年、年次報告書を公表しており（<https://www.jpx.co.jp/regulation/public/02.html>）、年度での上場審査の総実施件数を掲載している。IPOだけではなく上場市場の変更に係る審査等の件数も含む申請日ベースでの件数ではあるが、こちらと、実際の新規上場や市場変更等の数を比較していただくと、東証に上場申請等を行ったが上場等にまで至らなかった件数に近い数が推測できる（図表7）。もちろん、上場申請等を行ったが上場等にまで至らなかった件数のうちには、上場審査において上場適格性に疑義ありと判断されたものだけではなく、申請会社自身が株価等を理由に上場申請を取下げたものも含まれる点、ご留意いただきたい。

Q 7. 東証に上場申請を行う前の段階で、上場希望会社から東証に対して見解を問い合わせることは可能か。

A 7. 上場申請に向けた準備は、主幹事証券会社や監査法人などの指導を受けながら進めていくこととなるが、上場申請前に、審査基準などにかかる疑問点について東証の見解を確認したい場合、直接もしくは主幹事証券会社を通じて、東証上場推進部又は日本取引所自主規制法人上場審査部に相談いただくことができる。

上場に向けてのご疑問などあればお気軽に東証上場推進部IPOセンターまでお問合せいただきたい。2022年4月からはJPXの大阪本社に大阪IPOセンターも設置され、西日本エリアからIPOを目指す会社との個別面談等の上場支援活動を行っているので、こちらも併せてご活用いただきたい。

東証 上場推進部 IPOセンター：

ipo@jpx.co.jp

大阪IPOセンター：

oipoc@jpx.co.jp

ただし、すでに主幹事証券会社の指導を受けて上場準備を行っている場合には、関係者間でのミスコミュニケーションを防止するためにも、上場準備会社と東証側の二者間ではなく、主幹事証券会社同席のもとでご相談いただく方が望ましいと考えている。上場準備

会社の重要なパートナーである主幹事証券に同席可否をご確認いただきたい。

Q 8. 上場審査中の会社に関する「タレコミ」が東証に寄せられることがあると聞くが、どの程度寄せられるものなのか。内容はどのようなものか。

A 8. JPXでは、東証に上場申請を行っている会社に関する粉飾決算その他の上場適格性に重大な影響を及ぼす事項についての情報を、申請会社の役職員やその他の関係者の方から幅広くご提供いただくための受付窓口を設けている ([https://www.jpx.co.jp/regulation/mail/new\\_listing/index.html](https://www.jpx.co.jp/regulation/mail/new_listing/index.html))。近年、この「新規上場申請者の上場適格性に関する情報受付窓口」への通報件数が増加しており、2021年度には、新規上場申請等に係る情報提供が117件(前年度比+17件)あった。

情報提供の内容は様々であるが、よくある内容としては、「(証券会社や取引所等への)提出書類の改ざん」「サービス残業、長時間労働」「セクハラ、パワハラ」「製商品・サービスの販売手法に関するクレーム」等が挙げられる。

提供された情報に具体性があり、仮にそれが真実であった場合、上場審査上の判断に重要な影響を及ぼすようなものについては、調査を行うこととなる。情報提供のなされたタイミングや内容によってはIPOスケジュールに重大な影響を与える可能性もある。そのような事態を防ぐためにも、上場準備の段階で

---

社内で情報受付窓口を設置しその周知を図るなど、自社内で自浄作用が働く体制を整えていただきたい。

## ■ 6. おわりに

最後にもう一問、大変よく聞かれる質問を取り上げる。

**Q 9.** 2023年の国内IPO数はどの程度を見込んでいるか。

**A 9.** 本稿冒頭でも述べたように、ファイナンス環境の悪化を受けてIPO予定時期を見直している会社も見られる中、今後のIPO数はファイナンス環境の影響を大きく受けることが予測され、件数を見通すことはなかなか困難な状況である。ただし、聞き及ぶ範囲では、企業のIPO意欲には底堅いものがあると感じており、ファイナンス環境次第では、IPO計画を後ろ倒ししている会社も含めた多くの会社がIPOを実現させるのではないかと期待している。卯年は跳ねるとの相場格言どおり、IPOについてもより一層の跳躍の1年とならんことを願っている。

(注1) 東証では2022年12月16日に「IPOに関する上場制度等の見直しについて」を公表した。この中で、事業継続年数等の形式要件の見直し方針が示されている点、ご留意いただきたい。なお、本稿執筆時(2023年2月15日)現在において、当該要綱に基づく改正規則は公表されていない。

