

これまでのIPO市場

PwC Japan有限責任監査法人 西日本事業部 京都事務所
パートナー **森部 賢**

PwC Japan有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部
ディレクター **石橋 篤**

PwC Japan有限責任監査法人 西日本事業部 京都事務所
ディレクター **上野 洋明**

PwC Japan有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部
マネージャー **久保田 章敬**

はじめに

IPOは、企業にとって単なる資金調達的手段ではありません。社会に対して成長の物語を提示し、資本市場からの信認を獲得するためのプロセスでもあります。上場が高く評価される局面では、成長への期待がリスクマネーを呼び込みますが、逆に信認が揺らぐ局面では、IPOは一気に難易度を増します。

この変動は個別企業の努力だけで説明できません。投資家がどの程度のリスクを取ろうとしているのか、株式市場の水準やトレンドがどのように形成されているのか、金融政策や金利環境が企業価値の評価をどのように変えるのか。さらに、企業側の資本・事業の選択肢（IPOをはじめ、事業会社との資本提携やM&A、事業譲渡といったオプション）や上場コストの受容度、そして制度・規制が求める説明責任の水準が重なり合って、その時々「上場のしやすさ」と「上場に求められる質」を形作ってきました。

本稿では、IPOを単なる件数の増減として捉えるのではなく、どのような企業が、どのような評価軸のもとで上場してきたのかという「質の変化」に目を向けます。①資本市場・投資家サイド、②企業サイド、③制度・規制要因という3つの視点から、過去20年程度の局面変化を整理し、現在のIPO市場を読み解くための土台を確認します。

なお、文中の意見は筆者の私見であり、PwC Japan有限責任監査法人および所属部門の正式見解ではないことをお断りします。

1 IPO企業の変遷およびIPO社数の推移と主要イベント

(1) 資本市場・投資家サイドの要因

資本市場・投資家サイドの動きは、IPO市場の熱量を直接左右します（図表1）。特に重要なのは、①投資家のリスク許容度、②株式市場の水準とトレンド、③金融政策・金利環境の3点です。ボラティリティの高低や新興株・グロース株への資金流入は投資家心理を反映し、株価収益率（PER）や株価売上高倍率（PSR）の水準は、上場時の値付けに直結します。また、DCF（ディスカウント・キャッシュ・フロー）法で将来キャッシュフローを現在価値に割り引く際、金利環境は成長企業の企業価値を押し上げたり圧縮したりする要因となります。

以下では、これらの要因がどのように局面を切り替え、IPOを後押しし、あるいは抑制してきたのかを、時期ごとに見ていきます。

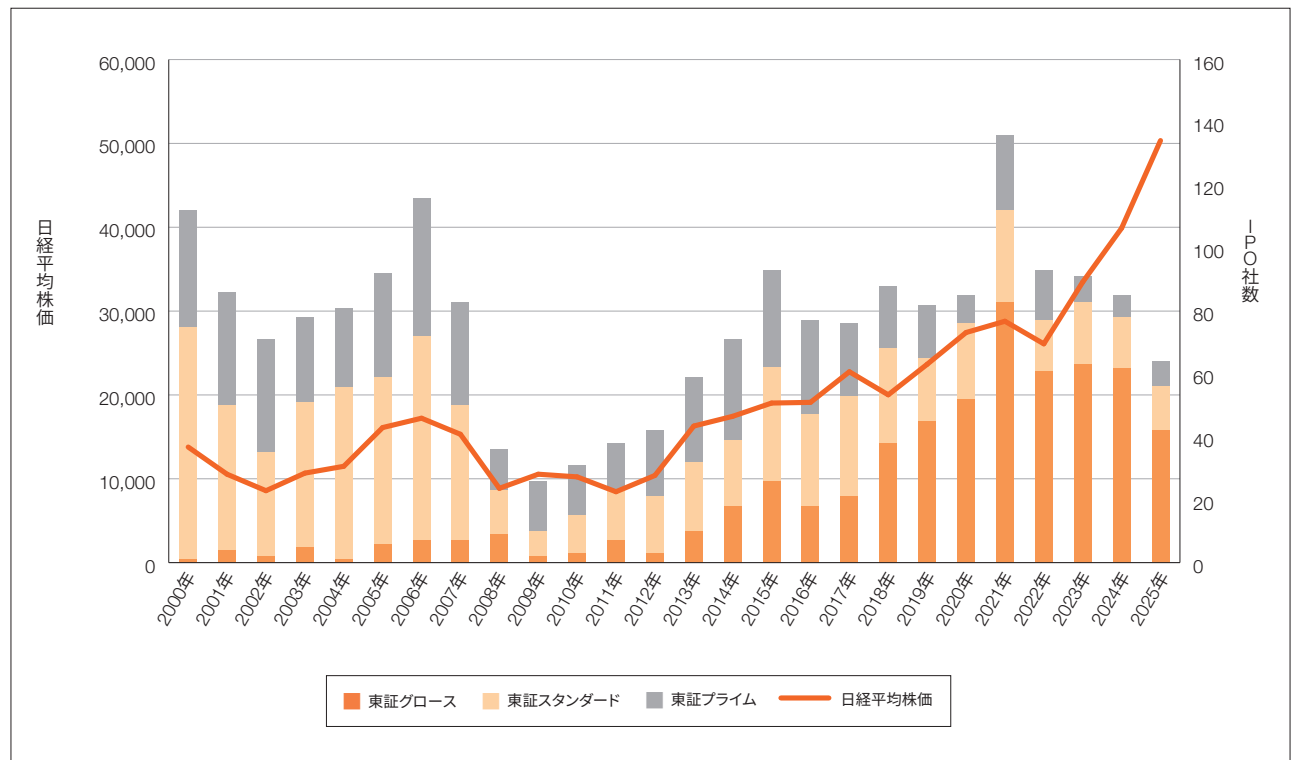
① 2000～2005年：ITバブルの残り火と新興市場幻想

ITバブルの熱気が残る中で、新興市場には個人投資家のリスクマネーが流入し、「上場すれば評価される」という期待が先行しやすい環境が生まれました。業績やキャッシュフローよりもストーリーが重視される局面では、評価指標は実態から乖離しやすく、初値形成の成功体験が市場の参加意欲を高めます。

一方で、質より量が前面に出る局面では、ガバナンスや説明責任が追いつかないまま上場が進み、後の信認低下の芽を内包することとなりました。超低金利環境は株式の相対的魅力を下支えしましたが、期待先行が過度になると調整局面でその反動が下方に大きく出やすいこともこの時期に示されました。

この時期の経験は、投資家心理の過熱がIPOを押し上

図表1：IPO社数（市場別）と日経平均株価（年末終値）の推移



※2022年4月の東京証券取引所市場区分再編に伴い、旧・市場第一部をプライム市場、旧・市場第二部とJASDAQスタンダードをスタンダード市場、旧マザーズとJASDAQグロースをグロス市場として集計。

※東京プロマーケット（TOKYO PRO Market、TPM）から東証本則市場（現在のプライム・スタンダード・グロス市場）へ市場変更した会社を含む。

出所：PwC作成

げる反面、市場の信認が損なわれた場合、その回復には長い時間を要することを示しています。IPO市場はフローとしての勢いだけでなく、信認というストックの厚みによって支えられているのです。

② 2006～2010年：企業不祥事／世界金融危機と新興の冬

新興市場での不祥事は、投資家のリスク許容度を急速に冷やし、新興株に対する見方を成長期待から避けるべきリスクへと転換させました。公開価格割れへの懸念が強まると、発行体も主幹事も慎重になり、IPO社数は一気に減少しました。

そこに世界金融危機が重なり、市場全体がリスクオフに傾く中で、IPOの延期・中止が増えていきます。ベンチャーキャピタル（VC）やプライベートエクイティ（PE）の出口戦略も、IPO依存からM&Aへのシフトが進み、そもそもIPOが選択肢として後退する案件が増えました。

この時期のポイントは次の点にあります。不祥事による信認の低下と、マクロ環境のリスクオフが重なった結果、IPO市場が単に量的に縮小しただけでなく、投資家の目

線そのものが大きく変化しました。成長期待を前提とした評価は後退し、事業の実態やガバナンス、説明責任をより厳しく見極める姿勢が前面に出るようになりました。

③ 2011～2015年：慎重なリスクオンとインフラ再構築

政策面での下支えや株価環境の改善を背景に、IPO市場は底打ち局面から徐々に回復へと向かいます。DCF評価が追い風となり、成長企業は一定のバリュエーション（企業価値評価）を獲得しやすい環境となりました。しかし市場は過度に過熱することはなく、選別が効いた「中庸なリスクオン」の局面が続きました。

投資家は、ガバナンスや業績の裏付けが乏しい高評価に対して慎重な姿勢を強め、公開価格についてはディスカウントを意識した設定が増えていきました。初値が一定程度上振れしやすい構図は維持されたものの、発行体側は割安での上場を受け入れざるを得ない状況が残りました。

この時期のポイントは、市場の信認は件数の回復だけで取り戻されるものではなく、投資家による選別が常態化の中で、徐々に積み上げられていくものであることが

明確になった点です。

④ 2016～2020年：低金利の定常化と成長途上の企業のIPOの積み上がり

超低金利の長期化は株式の相対的魅力を高め、成長企業の評価を下支えしました。その一方で、機関投資家は割高なストーリー先行案件に厳しい目を向け、IPOは保守的な価格設定と、初値の上振れが併存する構造に収れんしていきました。

結果として、日本のIPOは成長途上の企業が資本市場にアクセスする場としての性格を強め、調達規模が相対的に小さい案件が積み上がりやすい局面となりました。株価環境の安定は件数の下支えとなった一方で、グロース市場への機関投資家の本格流入は限定的であり、投資家層の偏りという課題も残りました。

この時期のポイントは、金融環境が安定していても、投資家による選別が強い限り、上場に求められる質の水準は自然と引き上げられていくことが示された点です。

⑤ 2021～2025年：コロナ禍以後の熱狂とAI偏重、そして量から質への反転

コロナ禍以後の金融緩和と個人投資家の売買の活発化は、リスクマネーの流入を加速させ、IPOは再び活況となりました。一方で、テーマはAIやSaaSなどに偏りやすく、赤字上場や高いPSRを前提としたストーリーが目立つ局面も生まれました。

その後、欧米の金融引き締めへの転換に伴う金利上昇により、DCF上のバリュエーションを圧縮し、グロース株への資金流入が減少しました。日本では相対的に低金利が続いた期間もありましたが、市場再編後のグロース市場における上場維持基準の厳格化や、IPO後の成長可能性への問題意識が強まり、量の拡大よりも質の選別が前面に出る流れへと転じました。

この時期のポイントは、金融環境といった外部要因に加え、市場制度や評価観といった内部要因の両面から、IPOに対する問いかけが変化した点にあります。上場のしやすさよりも、上場後に持続的な成長を実現できるかどうかにより強く意識されるようになりました。

(2) 企業サイドの要因

資本市場という受け皿が整っていても、最終的にIPO市場を動かすのは、発行体である企業の意味決定です。企業が上場を選択する背景には、成長のために資本市場

を使うという攻めの動機だけでなく、資本政策上の選択（IPOに限らない資本提携やM&A、事業譲渡など）を見据えた必然性や上場コストの受容度といった現実的な制約条件が存在します。

企業の動きは、産業構造の変化や資金循環の設計と強く結び付いています。未上場企業のストック（上場予備軍）の厚みが増えれば、数年のタイムラグを経てIPO社数が増えます。一方、コストや負担が相対的に重くなる局面では上場が回避され、M&Aやプライベートでの資金調達にシフトしやすくなります。

以下では、①上場予備軍の厚み、②成長ステージと資金需要、③IPOコストと負担感、④産業トレンドと技術革新、⑤M&A市場の活況度、という5つの観点から、企業側の意思決定がどのように変化してきたかを整理します。

① 2000～2005年：ITブームで予備軍が膨らみ、IPOが優位な出口となった時期

IT・インターネット領域で創業が相次ぎ、VC投資も拡大したことで、上場予備軍は急速に厚みを増しました。レイトステージに到達する企業が増えると、IPOは成長投資と人材獲得を支える主要な資金調達ルートとして機能します。

当時は上場準備の実務負担が相対的に軽く、M&A市場も十分に成熟していなかったため、IPOが出口として選ばれやすい構造でした。結果として、予備軍の増加がそのままIPO社数に結び付きやすい局面でした。

この時期のポイントは、VC投資の活況が数年遅れてIPO社数に反映されるタイムラグのモデルが形作られた一方で、「質」の裏付けが不十分な企業の上場も混在しやすかった点です。

② 2006～2010年：不祥事と金融危機で予備軍が凍結し、出口の多様化が芽生えた時期

不祥事と市場環境の悪化はVC投資を冷やし、上場予備軍の成長を止めます。成長ステージが停滞すると、IPOは「できるときにする」という選択肢から、IPO以外も含めた資本・事業の選択肢を検討する方向へと位置付けが変化していきます。

加えて、内部統制や開示対応の負担が増す中で、企業は上場のメリットとコストをより冷静に比較するようになります。この局面では、事業会社による買収やPEによる再編が相対的に存在感を増し、IPO以外の選択肢が現実味を帯び始めました。

この時期のポイントは、供給側の源泉である予備軍が細ってしまうと、IPO市場は外部環境が戻っても回復に時間がかかるという点にあります。

③ 2011～2015年：政策支援で新たなストックが積み上がり、上場の必然性が戻った時期

創業支援やVC投資の回復により、IPO予備軍は再び増え始めました。クラウドやSaaSなどの成長領域が広がり、成長投資の資金需要が上場を後押ししました。

内部統制報告制度（J-SOX）対応などの負担は前提条件として織り込まれ、上場はコストではなく成長のための投資として受け止められる面が強まります。一方で、レイトステージの厚みが十分でない場合、成長途上にある企業の案件化が進みやすい点はこの時期からの伏線です。

この時期のポイントは、政策と資金循環が予備軍の再生に寄与し、IPOが再び選択肢として現実化した一方で、IPOを目指す会社の質をどう高めるかが、課題として残ったことです。

④ 2016～2020年：ストックが定着し、M&Aが現実的な代替出口になり始めた時期

VC投資は安定しつつもレイトステージの厚みが限定的な中で、IPOは相対的に成長途上にある案件が積み上がりやすい構造となりました。プライベートでの資金調達が多様化も進み、上場を急がない選択肢が企業にとって現実的になりました。

同時に、事業会社によるM&Aやセカンダリー取引が拡大し、IPOは唯一の選択肢ではなくなりました。上場後の継続コストや市場からの評価圧力も意識され、企業はIPOに限らない資本・事業の選択肢をより戦略的に組み立てるようになりました。

この時期のポイントは、IPO市場が安定して見える一方で、供給側ではIPOの必然性が相対的に下がり、他の選択肢との比較が常態化した点です。

⑤ 2021～2025年：回収環境の変化と上場維持圧力の高まりで、企業側の選別が強まった時期

一時的なリスクオン局面ではIPOが前倒しされやすい一方で、金利上昇や評価見直しが進むと、資金回収の見通し（投資回収のシナリオ）は一気に難度を増します。AIなど先端領域では大型の資金需要が生まれますが、資金調達手段の選択肢はIPOだけでなく、M&Aやセカンダリー、プライベートラウンドなどへと多様化しています。

市場再編後は、上場後の成長が求められる度合いが強まり、維持基準の厳格化や資本効率への圧力が企業に上場し続けるコストを意識させます。結果として、IPOは量の拡大よりも、成長の確度と説明可能性を伴う案件へと選別が進みます。

この時期のポイントは、企業側にとってIPOが上場することから上場後も成長し続けることへと要件を変え、IPOに限らない資金調達手段の選択肢の設計そのものが高度化した点です。

(3) 制度・規制要因

制度・規制は、IPO市場の門戸の広さと市場の信頼性を同時に左右します。市場区分や上場基準は上場のしやすさを決定づけ、継続上場基準の厳格化は、上場後に求められる質の水準を引き上げます。また、会計・開示・ガバナンス規制は、企業の準備期間やコストを通じて、供給側の意思決定にも影響します。

以下では、制度面の変遷がIPOの量と質に与えたインパクトを時期ごとに整理します。

① 2000～2005年：新興市場の拡大で上場しやすさが前面に出た時期

新興企業向け市場の整備に加え、上場基準が緩和されたことで、成長期待を背景に上場が進みやすい環境が整いました。会計・開示や内部統制の負担も相対的に軽く、準備期間を短縮できる局面でした。しかし、制度が量の拡大を許容する一方で、ガバナンスの質が追いつかないリスクも高まりやすく、後の制度強化につながる土壌が形成されました。

この時期のポイントは、市場の門戸を広げる設計は供給を増やす一方で、信頼性の担保が不十分だと反動が大きくなり得るという点です。

② 2006～2010年：不祥事対応とJ-SOX導入で審査・開示が急速に厳格化した時期

一部企業の不祥事を契機に上場審査や開示の運用が厳格化され、市場には質の低い上場を排除する動きが強まりました。さらに、J-SOXの適用開始により内部統制報告が義務づけられ、監査・開示コストは企業にとって無視できない水準となりました。

制度強化は市場の信頼性を高める一方で、短期的には上場の抑制要因として作用し、準備期間の長期化や供給の絞り込みを促します。

この時期のポイントは、制度が信頼性を回復するプロセスでは、一時的な上場件数の減少を伴いやすいという点です。

③ 2011～2015年：コーポレートガバナンス・コード導入で質の管理と量の回復を両立させた時期

市場体制が安定する中で、コーポレートガバナンス・コードの導入が始まり、株主との対話や社外取締役の役割が明確化されました。J-SOXへの対応も定着し、企業はコンプライアンスコストを織り込んで上場を検討するようになります。

制度面の整備は、市場の信頼性を底上げし、中堅成長企業の上場を後押しする一方で、質をどう担保するかが議論されるようになりました。

この時期のポイントは、制度が上場後のガバナンスを規定することで、市場の信頼性が回復し、結果として供給が戻りやすくなるという点です。

④ 2016～2020年：市場再編に向けた準備が進み、成長可能性の説明が重視された時期

市場再編に向けた議論が進む中で、グロース市場のコンセプトが明確化され、成長可能性をどう説明するかがより重要になりました。主幹事による成長可能性の説明が審査・投資家対話の前提となり、成長途上にある企業においてはストーリーの整合性が問われる局面が進みました。

コーポレートガバナンス・コードの改訂や開示の拡充も進み、負担は増すものの投資家信頼を得るためのツールとして受容される側面が強まりました。

この時期のポイントは、制度がガバナンスと成長性と説明責任を同時に要求することで、IPOの質の条件が形式から実質へと移っていった点にあります。

⑤ 2021～2025年：再編後の運用と維持基準の厳格化で、質重視へ強制シフトした時期

市場再編の完了により、市場区分ごとに求められる役割が再定義されました。グロース市場においては、上場後の成長が求められ、維持基準の厳格化が段階的に示されています。

同時に、資本効率への圧力やアクティビスト対応の必要性、開示の高度化（ESGや気候変動を含む）などが重なり、上場維持の負担は増えています。結果として、IPOは上場できるかだけでなく、上場後に市場の期待に応え

続けられるかが問われるようになりました。

この時期のポイントは、制度が「上場ゴール」を許容しにくくし、市場全体として質の選別を強める方向へと収れんした点です。

(4) 数の時代から、質の時代へ：IPO市場の再定義

以上を総括すると、日本のIPO市場は、2000年代の量の拡大局面から、2010年代の質的転換期を経て、2020年代には無形サービスやソフトウェア、プラットフォーム型のビジネスモデルが存在感を高める局面へと移行してきました。表面的な業種分類が大きく変わらない場合でも、価値創出の源泉は労働集約からデータやソフトウェアへとシフトし、企業が資本市場に提示すべき説明の中身も変化しています。

IPO市場の変化は、企業サイドの成長ステージと資金需要、投資家サイドのリスク許容度と評価軸、そして制度・規制が求める開示とガバナンスの水準が、三位一体で更新されてきた結果です。IPOはもはや単なる通過点ではなく、企業のビジネスモデル、成長戦略、ガバナンス、そして社会的意義を総合的に資本市場へ提示するものへと変化しています。こうした資本市場への提示の解像度を高めることこそが、数の時代から質の時代へという転換を踏まえてIPO市場を理解するうえでの最も重要な鍵だと言えるでしょう。

2 市場区分再編と市場別の状況

(1) 市場の変遷の経緯

20年前の日本株式市場は、地域ごとに独立色の強い複数の証券取引所が存在し、それぞれが多層的な市場区分を持つ構造でした（図表2）。ジャスダック、ヘラクレス、マザーズなどの新興市場が分散し、新興企業・中堅企業に対する上場機会が多様に提供されていました。2010年代に入ると、大阪証券取引所の株式市場機能は東京証券取引所の同機能と統合し、地方の名古屋・札幌・福岡証券取引所は地域に根ざした市場として存続しつつも、東京証券取引所の基準と整合した市場運営へとシフトします。2020年代に入ると東京証券取引所を中心に大規模な市場統合と区分の整理が進み、プライム・スタンダード・グロースという3つの市場区分にほぼ集約されました。これにより市場の国際競争力や投資家保護の強化が図られ、日本の株式市場全体の透明性や効率性が大きく向上しています。一方で地域証券取引所は、地域経済へ

図表2：市場区分の過去・現在

証券取引所	2000年代初頭の市場区分	現在の市場区分
東京証券取引所（東証）	● 第一部 ● 第二部 ● マザーズ（1999年設立）	● プライム市場（大型企業向け） ● スタンダード市場（中堅企業向け） ● グロース市場（成長企業・スタートアップ向け） ● TOKYO PRO Market（私募市場、プロ投資家向け）
大阪証券取引所（大証）	● 第一部 ● 第二部 ● ナスダック・ジャパン（後にジャスダックに統合） ● ジャスダック（かつて大証が中心に運営）*	● 株式現物市場：東京証券取引所に統合 ● デリバティブ市場に特化
名古屋証券取引所（名証）	● 第一部 ● 第二部 ● セントレックス（2006年設立、新興企業向け）	● プレミア市場（大型企業向け） ● メイン市場（中堅企業向け） ● ネクスト市場（成長企業向け）
札幌証券取引所（札証）	● 本則市場 ● アンビシャス（新興企業向け）	● 本則市場 ● アンビシャス（新興企業向け）
福岡証券取引所（福証）	● 本則市場 ● Q-Board（新興企業向け）	● 本則市場 ● Q-Board ● Fukuoka PRO Market（私募市場、プロ投資家向け）

※ジャスダックはかつて店頭市場として存在し、大阪証券取引所が中心に運営していました。2013年の東証と大証の経営統合により、大証のジャスダック市場は東証に吸収され、一体化されました。2022年の東証市場再編によりジャスダック市場は廃止され、現行の市場区分に統合されています。

出所：PwC作成

の貢献やローカル企業支援の役割をより明確にし、特色ある市場運営を進めています。

（2）各証券取引所別の具体的な変遷

① 東京証券取引所

2000年代初頭の東京証券取引所は、第一部、第二部、そして1999年に設立された新興企業向けのマザーズ市場という区分で構成されていました。しかし、2022年4月にこれら3つの市場区分は廃止され、2013年に東証に吸収されたジャスダック市場も含めた市場の再編成により、新たに3つの市場（プライム・スタンダード・グロース）へと統合されました。プライム市場は国内外の機関投資家を主な対象とし、厳格なガバナンスや流動性基準を満たす大企業向けの市場です。スタンダード市場には、かつての第二部やジャスダックに属していた中堅企業や成長企業の多くが移行しています。グロース市場は、成長志向のベンチャー企業やスタートアップを対象としており、新興企業の成長支援を目的とした区分です。2009年に開設された特定投資家向け市場であるTOKYO AIM（現TOKYO PRO Market）は、機動性・柔軟性のある市場設計で、多様な企業の上場を促進しています。

② 大阪証券取引所

2000年代初頭の大阪証券取引所には、第一部・第二部の市場区分に加え、大阪を中心に運営されていたジャスダック市場が存在していました。また、新興企業向け

市場として2000年に開設されたナスダック・ジャパン（後のヘラクレス市場）は2010年にジャスダックに統合されました。2013年には大阪証券取引所と東京証券取引所が経営統合し、大阪証券取引所の株式現物市場は東京証券取引所に統合されました。その結果、大阪証券取引所は、大阪取引所としてデリバティブ市場に特化する一方で、ジャスダックやヘラクレスの市場区分は東京証券取引所の一部に組み込まれることとなりました。

③ 名古屋証券取引所

2000年代初頭の名古屋証券取引所には、第一部（大型・中堅企業向け）、第二部（中小企業向け）、さらに2006年に新興企業向け市場として開設されたセントレックスが存在しました。現在では、2022年に名古屋証券取引所も東京証券取引所の市場区分に準じて再編が進められ、プレミア市場、メイン市場、ネクスト市場という3つの市場区分を導入しています。名古屋証券取引所は地域経済に根ざした市場としての役割を引き続き果たしつつ、東京証券取引所との連携強化や基準の統一により、投資家の利便性向上と市場の透明性強化が進められています。

④ 札幌証券取引所

2000年代初頭の札幌証券取引所は、本則市場に加え、新興企業向け市場としてアンビシャス市場を運営していました。現在も同様に本則市場とアンビシャス市場という区分を維持しており、地域特性を活かして小規模なが

ら地域経済の支柱的役割を果たしています。地方市場として首都圏の市場と差別化を図る中で、地域の企業支援や投資家への情報提供に注力しています。

⑤福岡証券取引所

2000年代初頭の福岡証券取引所は、本則市場に加え、新興企業向けのQ-Board市場を運営していました。現在もこれらの市場区分を維持しつつ、近年では私募市場としてのFukuoka PRO Marketも新たに設置しました。福岡証券取引所は東京証券取引所との連携を強化し、九州地域の経済活性化を支える拠点としての役割を果たし続けています。

(3) 新興市場と特定投資家向け市場の状況

東京証券取引所のグロース市場は、2022年4月の市場再編により新設された新興企業向けの市場区分であり、従来のマザーズ市場の後継として位置付けられています。ここ10年を振り返ると、マザーズ市場時代からスタートアップやベンチャー企業の上場が活発化し、ITやバイオ、フィンテックなど成長分野を中心に数多くの企業が上場しました。この背景には、日本経済の低成長の長期化やグローバル競争の激化に対応するため、新興企業の資金調達環境の充実とイノベーション促進が求められたことがあります。また、制度面でも上場基準の柔軟化や情報開示ルールの整備が進み、成長企業の参入障壁は低下しました。しかし、成長企業の性質上、利益実績がない、赤字の企業も多く、投資リスクの高さが課題となっています。

一方で、TOKYO PRO Marketは東京証券取引所が設ける特定投資家向け市場で、一般投資家の参加が制限され、プロ投資家のみが取引できるため、上場基準や開示義務が比較的緩やかという特徴があります。過去10年の傾向としては、成長ステージの多様な企業やファンドが利用しやすいプラットフォームとして一定の存在感を示してきましたが、知名度や流動性の面で一般市場に劣るため、大規模な資金調達や上場件数の大幅な増加にはつながりにくい側面があります。この市場が注目される理由としては、企業の柔軟な資本政策や早期の資金調達が可能にする点、および高い自由度を求めるハイリスク・ハイリターン型企業のニーズを反映している点が挙げられます。近年では、グロース市場の上場維持基準が引き上げられたこともあり、TOKYO PRO Marketへの上場を目指す企業が増加している点も特徴の1つと考えられます。

地域および産業支援の観点からは、Fukuoka PRO Marketの存在も近年注目されています。Fukuoka PRO Marketは地域のスタートアップ支援と連携し、地域密着型の資金調達環境の整備を目指す特定投資家向け市場であり、地域経済の活性化や全国的な起業支援の拠点として機能しています。また、日本証券業協会が運営する「特定投資家向け銘柄制度（J-ships）」との連携によって、有望なスタートアップ企業の発掘や成長支援が促進され、これらの施策は国内のベンチャー企業が発展しやすい環境づくりに寄与しています。

以上のように、日本のIPOマーケットは過去20年間で大きな変貌を遂げてきました。市場区分の再編や取引環境のデジタル化により、企業の多様な成長段階や投資家ニーズに対応できる構造が整備されつつあります。そして、各証券取引所の新興企業向け市場や特定投資家向け市場は、成長企業の資金調達環境を支えつつ、それぞれ異なる特色と役割を果たしています。今後も、市場の国際競争力強化を高めつつ、より柔軟で多様な資金調達手段を提供する場としてさらなる発展が期待されています。

3 クロスボーダーIPOの変遷

(1) クロスボーダーIPOに関するグローバルトレンド

2000年以降の国境を越えた株式公開、いわゆるクロスボーダーIPOは、世界経済や金融市場の環境変化、ならびに各国における制度改正の影響を受けながら、大きくその姿を変えてきました。2000年代半ばには、企業活動のグローバル化と資本市場の国際化を背景に、海外市場に上場すること自体が企業価値や成長性の向上につながるという認識が広がり、国境を越えたIPOは前向きに受け止められる傾向にありました。とりわけ米国市場は、世界最大の資本市場として高い流動性と厚みのある投資家層を有しており、国際的な資金調達の場として多くの企業から注目を集めていました。また、香港やシンガポールといったアジアの主要市場も、国際金融センターとしての地位を高め、クロスボーダーIPOの受け皿として存在感を示していました。

しかし、2008年のリーマンショックを契機に、世界の資本市場は大きな転換点を迎えます。市場の急激な収縮や投資家のリスク回避姿勢の強まりを受け、IPO市場全体が停滞する中で、クロスボーダーIPOも例外なく影響を受けました。これを境に、クロスボーダーIPOは拡大を志向する局面から、慎重な判断を伴う選択として受け取

られるようになります。この過程で、上場することの意義やリスクがあらためて整理され、各市場の規模、投資家構成、規制環境、上場後の維持コストといった要素を踏まえ、市場からの撤退も含めた選択が行われるようになりました。

その後、世界のIPO市場が段階的に回復する中でも、クロスボーダーIPOが一律に拡大することはなく、質を重視した選別的な判断が行われるようになりました。米国市場では大型企業や高成長企業を中心とした上場が進む一方、アジア市場では地域特性を生かした資金調達の間としての役割が意識されるようになります。こうした市場ごとの特徴を踏まえ、クロスボーダーIPOは単なる資金調達手段ではなく、経営戦略や資本政策の一環として位置づけられる傾向が強まっています。

このような2000年代初頭以降の世界の資本市場における変遷に対して、IPOを目指す日本企業あるいは日本の証券市場は異なる状況にありました。以下では、クロスボーダーIPOを外国企業が日本市場に上場する「Inbound」と、日本企業が海外市場に上場する「Outbound」に分けて、それぞれの動向を市場環境の変化とあわせて整理します。

(2) 外国企業の日本上場 (Inbound)

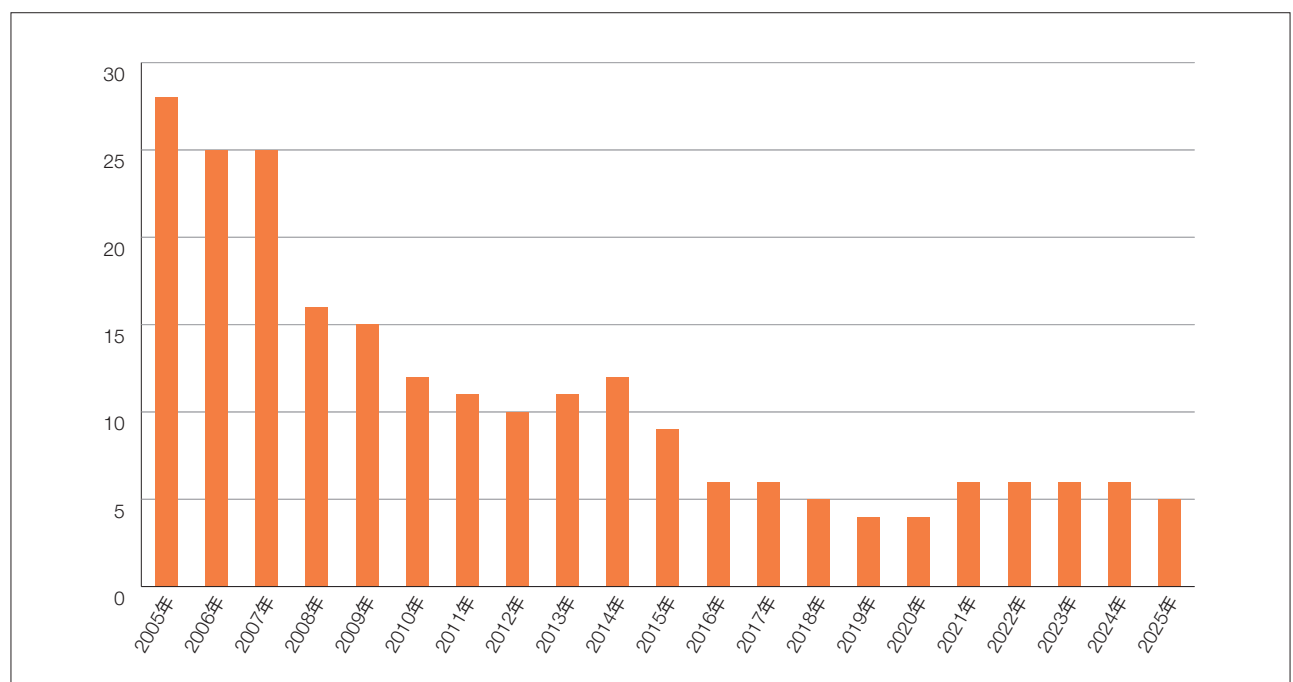
日本市場に上場している外国企業数は、**図表3**のとおり

り20年前と比較して大幅に減少しましたが、外国企業による日本市場へのIPOは、いくつかの局面を経て推移してきました。2000年代後半には、中国やその他アジア地域の企業を中心に、日本市場を上場先として選択する動きがみられました。しかし、上場後のガバナンス体制や情報開示の不十分さが指摘される事例もあり、投資家からの評価が必ずしも安定しないケースが散見されました。この結果、日本市場におけるInboundは、市場関係者の間で慎重に受け止められるようになります。

リーマンショック後は、世界的なIPOの低迷に加え、こうした過去の経験も影響し、外国企業による日本市場への上場は限定的な状況が続きました。一方で、日本市場では制度面や市場運営の見直しが進められ、外国企業に対するディスクロージャー（開示）制度の整備や内部統制に関する考え方の整理など、受け入れ環境の改善が図られてきました。2020年以降は、JDR（日本預託証券）やコーポレート・インバージョン（外国企業が、上場主体となる会社を法的に日本に移転して上場する手法）といったスキームを通じた上場も増え、取引所も誘致に積極的になっていることもあり、潜在的なInboundは増加傾向にあります。

近年では、日本市場は海外主要市場の代替としてではなく、安定性や信頼性を重視する企業にとっての選択肢として再評価されつつあります。外国企業による

図表3：東証に上場する外国会社数



出所：PwC作成

Inboundは、数量的な拡大を目指すものではなく、日本市場の特性や投資家層を十分に理解したうえで行われる、質を重視した動きへと変化しています。Inboundは、日本市場の国際的な位置づけを再確認する試みとして、一定の意義を持つものと言えるでしょう。

(3) 日本企業の海外志向 (Outbound)

日本企業による海外市場へのIPOは、この20年、全体として一般的な選択肢ではなく、条件を満たす場合に限って選択されるものでした。2000年代半ばには、海外展開を積極化させる企業を中心に、海外市場を意識した資本政策が検討されるようになりましたが、実際に企業が海外市場に直接IPOを行う事例は限定的でした。当時は、海外市場への上場が企業の国際的な認知度向上やブランド価値の強化につながるとの期待があった一方で、制度対応や上場維持に伴う負担の大きさが慎重な判断を促していました。

リーマンショック以降は、世界的な金融市場の低迷に加え、米国市場における開示規制や内部統制対応の厳格

化などを背景に上場廃止を選択する会社も多く、IPOも一時的に停滞します。市場環境が回復した後も、海外市場への上場が直ちに再活性化することではなく、企業においては、Outboundのメリットとコストを冷静に比較検討する姿勢が強まりました。その結果、日本企業の香港市場、米国市場などへのOutboundは、2010年代後半より多少の盛り上がりはあるものの、事業規模や成長段階、海外事業との親和性を見極めたうえで、慎重に実施される傾向が続いています。

近年では、日本企業によるOutboundは、単に成長資金を調達する手段というよりも、事業戦略や市場戦略と統合的な選択として位置づけられるようになっています。特定の地域や産業分野において海外市場との結び付きが強い企業や、海外投資家からの評価を重視する企業が、戦略的に海外市場を選択するケースがみられます。一方で、多くの日本企業にとって、Outboundは万能な選択肢ではなく、リスクや負担を十分に認識したうえでの経営判断であり続けています。

森部 賢 (もりべ さとし)

PwC Japan有限責任監査法人 西日本事業部
京都事務所 パートナー
2008年公認会計士登録。IPOに関する監査・アドバイザリー業務、内部統制の構築支援、組織再編等の業務を担当。共編著書に『IPOハンドブック』(商事法務、2025年)がある。
メールアドレス：satoshi.s.moribe@pwc.com



石橋 篤 (いしばし あつし)

PwC Japan有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部 ディレクター
2007年入所。入所後に大手証券会社の公開引受部へ2年間出向し、現在はIPOに関するアドバイザリー業務を担当。
メールアドレス：atsushi.ishibashi@pwc.com



上野 洋明 (うえの ひろあき)

PwC Japan有限責任監査法人 西日本事業部
京都事務所 ディレクター
2009年公認会計士登録。IPOに関する監査・アドバイザリー業務、内部統制の構築支援、組織再編等の業務を担当。
メールアドレス：hiroaki.h.ueno@pwc.com



久保田 章敬 (くぼた あきのり)

PwC Japan有限責任監査法人 財務報告アドバイザリー部 マネージャー
2006年入所。東京証券取引所上場推進部における上場支援業務等の経験を有す。現在はIPOに関するアドバイザリー業務を担当。
メールアドレス：akinori.kubota@pwc.com

