

改めて新規株式公開(IPO)を見直す

平成27年5月1日



株式会社資本市場研究所きずな

回復するIPOと様々な期待

株式市場の活況とアベノミクスに後押しされるように新規株式公開(IPO=Initial Public Offering)が回復している。昨年のIPOは2007年(117社)以来の水準で82社となり、今年も4月末まで既に33社が上場されていて、久々に年間100社以上の新規公開を業界関係者は予想している。また1998年10月のNTTドコモ以来17年ぶりとなる大型民営化案件の日本郵政グループ(3社)が、今秋にも予定されている。株式市場における関心が一段と高まっているIPOについて、改めて見直してみたい。

昨年実施されたIPOでは、リクルートや西武・スカイラークなど大企業の再上場案件が目立ったが、これらはガバナンスや業績面で問題があり一旦は市場から退場、その後ファンドなどが資本面で支えて事業再生を果たした。また、IPOを行う成長企業に対してベンチャーファンドなどが投資を行っている場合も多い。これらファンドの立場から見ると、IPOはEXIT(投資資金を回収するという意味)の一つと言われている。

また、民営化案件においても、IPOは国有資産(民営化企業の株式)を市場で投資家に売却する方法として利用され、日本郵政グループの場合も株式の売却資金は東日本大震災の復興財源(復興財源確保法)に充てられることが決まっている。

一方、新規上場企業にとってIPOは成長資金調達の間でもある。ただし、下図の年別新規公開による調達額のグラフの様に、株式市場の回復期では増資(企業の資金調達)より売出し(ファンドなど大株主の売却)が多いのも事実だ。企業側のIPOに対する期待については、帝国データバンクが行った“新規株式上場企業に関するアンケート調査”(〈2014年4月公表)によると次のような回答(複数選択可)となっている。

- ・知名度や信用度の向上・・・74.7%
- ・人材の確保・・・51.4%
- ・資金調達力の向上・・・47.6%
- ・従業員の士気向上・・・37.7%

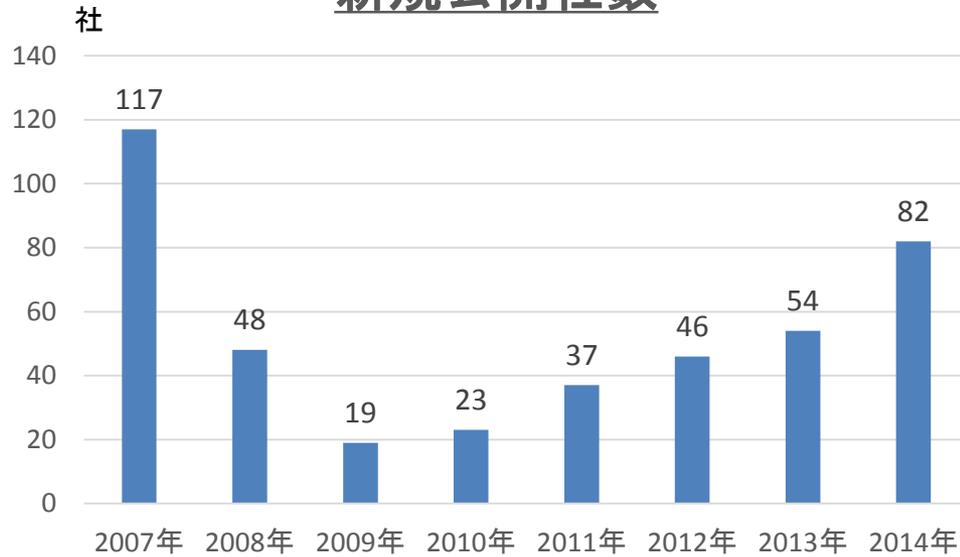
勿論、IPOに対する投資家の関心も高く、新しい成長企業に投資するのに重要な方法であることに昔から変わりはない。特に、個人投資家にとって、IPOの対象となる企業は証券会社や取引所による上場適格性や成長力にたいする審査が行われているといった安心感がある。またIPOを実施するタイミングでは、マスコミや証券会社などからも企業に関する多くの情報提供がなされる為、一般の個人投資家の関心も高まることが多い。

以上の様なことに加え、IPOは政策的にも支援されてる。成長戦略の一環として、新規・成長企業へのリスクマネー供給強化が謳われており、クラウドファンディングや地域における資本調達を促す仕組みと共に、新規上場の為の負担軽減策が実施された。具体的には新規公開時に必要な財務諸表を過去5年から2年に軽減し、新規上場後3年間に限り「内部統制報告書」に対する公認会計士監査を免除した。また新興市場における最低必要株主数も引き下げた。

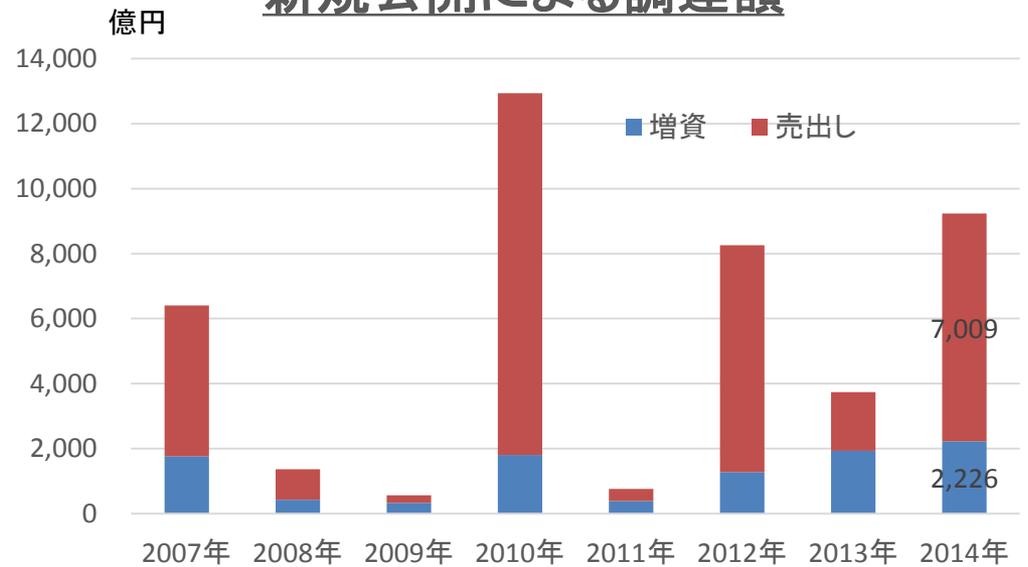
なお、IPO数の増加は経済環境の回復の一つの指標と

見做すこともできるが、アジアのコア・マーケットを目指す日本市場にとって、国内外企業のIPO数を拡大し、他のアジア諸国の成長企業やリスクマネーを取り組んでいくことの必要性も市場関係者間では意識されている。

新規公開社数



新規公開による調達額



課題その1: IPOに係る株価について

投資家にとって最も関心が高いのはIPO銘柄の株価だろうが、このことを見直した時に、IPOに係る現状の幾つかの課題も浮かびあがる。

個人投資家やマスコミが最も注目するのはIPO銘柄の初値だが、去年は上場された銘柄の8割近くが公開価格を上回った。市況環境も良かったということもあるが、IPO銘柄を手に入れた投資家にとって、短期的な株式投資としてみた場合、普通では考えられないような勝率となっている。

この公開価格は、以下の様なプロセスを経て決定されていく。(日本証券業協会“会員におけるブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ報告書”2007年11月より)

【想定発行価格の算定】

主幹事証券と企業・主要株主の間で、以下の算式を

ベースに合意

○{類似会社の株価×(配当金の一株当たり新規公開会社と類似会社を比較した比率+純利益の同比率+純資産の同比率)÷3}

なお、類似会社の選定は、主要事業や製品・売上げや利益・成長性・資本規模などを参考に主幹事証券が決定し、株価は直前1ヵ月の平均株価を使用する。また、全般的な市況や当該企業の人気などを調整項目とするが、よく使われているのは「IPOディスカウント」だ。これは、上記計算式で利用する類似会社に比べ、新規公開企業の流動性の無さを理由に、理論価格から何割かディスカウントして想定価格とすることを指している。

【仮条件価格帯の決定】

新規上場企業は価格算定力のある複数の機関投資家に対して自社の説明(ロードショー)を行い、主幹事証券会社は上記の想定発行価格をベースに、投資ニーズ等のヒアリングを実施(プレマーケティング)して、〇〇～〇〇円といった仮条件の価格帯を決定する。

【ブックビルディングによる公開価格決定】

上記の仮条件価格帯をベースに、主幹事証券を始めとする引受証券会社は、自社の投資家に対して当該新規公開企業の株式に対する需要調査を実施。これにより公開価格が決定される。

IPOの株価に係るもう一つの課題は、上場後の株価推移だ。

下表は、昨年3月に新規上場した銘柄の一覧だが、10銘柄中半数の初値は公開価格の2倍以上となっている。問題はその後の株価推移だが、“初値天井”という言葉があるとおおり、新規公開した直後の株価の天井を付け、その後、株価の低迷期に入ってしまうIPO銘柄が多いことが指摘されている。この原因は、主に次の2点と見られている。

●上場後の情報発信力の低下＝企業側と主幹事証券及び証券業界側の2つの要因から、上場後の企業の情報発信力が低下することがある。上場したばかりの新興企業にとって、適時開示などの情報発信に慣れていなかったり、

IR活動の社内体制整備が整っていない場合がある。また、上場時には主幹事証券より、当該企業に関する多くの情報が投資家に伝えられるが、上場後はアナリストがカバーしない場合、投資家への情報発信力は大きく落ちてしまう。これをカバーする為に、取引所のアナリストレポートプラットフォーム(42社カバー)や証券リサーチセンターのレポート(125社カバー)があるが、現状では十分な情報発信とは言い難い。

●上場直後の業績低迷＝IPO後におけるいくつかのケースで、予想されていた業績を上場後に下方修正する場合がある。業種によっては景況感や市況に影響されるものもあるだろうが、やはり上場後それほど時間が経たない時点での業績下方修正は問題が多い。上場までのプロセスにおいて、主幹事証券や取引所において上場審査を実施しているので、企業の予算管理チェックや成長力評価の審査能力が問われる場合もある。

2014年3月新規上場銘柄の株価

コード	銘柄	公開価格 (A)	初値(B)	乖離率 (B/A)	上場1ヵ月後 株価(C)	乖離率 (C/B)	3/27株価	乖離率 (D/B)
6093	エスクロー・エージェント・ ジャパン	2,700	8,090	300%	4,785	59%	5,830	72%
7779	C Y B E R D Y N E	740	1,702	230%	1,282	75%	3,090	182%
3686	ディー・エル・イー	400	804	201%	1,163	145%	800	100%
3685	みんなのウェディング	2,800	3,560	127%	2,525	71%	829	23%
3190	ホットマン	520	871	168%	536	62%	530	61%
6740	ジャパンディスプレイ	900	769	85%	816	106%	412	54%
6810	日立マクセル	2,070	1,971	95%	1,887	96%	2,030	103%
4246	ダイキョーニシカワ	1,600	1,799	112%	1,611	90%	3,345	186%
6092	エンバイオ・ホールディン グス	580	1,311	226%	1,292	99%	503	38%
9414	日本BS放送	910	970	107%	923	95%	1,228	127%
3683	サイバーリンクス	800	2,183	273%	1,313	60%	1,320	60%

※株式分割は株価修正

公開価格割れ 初値より上昇

約1年後の
株価



課題その2:より多くの投資家に

日本のIPOは、個人の投資を促進する政策的な意向もあって、上場時に販売される新規公開株の6~8割(小型の銘柄ほど、割合が高い)が個人投資家に販売されている。実際に、昨年10月~12月に野村証券が扱った新規公開株(J-REITを除く)22銘柄1,919億円の内、71.6%が個人に販売され、その内10%が抽選による方法で割当てられた。

この新規公開株の配分に関する個人投資家の関心は高い。一般の個人投資家にとって、なかなか抽選に当たらないということがあるが、そもそも抽選の対象となる新規公開株は、全体の1割にも満たないし、小型のIPOにおいては、投資家に供給される株式自体が少ない。ある意味で需要と供給がマッチしない世界である為、過去に投資家への配分では様々な問題が発生した。古くはリクルートコスモス株事件(上場を前提とした未公開株譲渡)があったし、その後も特定の投資家への実質的利益補填や投資信託との抱き合わせ販売(独金法でも禁止)の懸念については、常に業界内外から指摘されていた。

その為、引受証券会社が新規公開株の配分を行うことについて業界内の自主規制を定めており、現行のルールは2006年7月から施行されたものだ。その概要は次のとおり。

- ・個人への新規公開株配分は、10%以上を抽選とすること
- ・抽選以外の方法で配分を行うときは特定の顧客への過度な集中配分及び不公正な配分を禁止
- ・配分の基本方針を規定し、公表すること 等

なお、機関投資家や法人に対する配分についても、新規公開・公募増資などの公募ファイナンス全般に係る配分の公正性や適正な配分を、引受証券会社が行うことは、個人に対する場合と基本的に変わらない。但し、経済環境や市場環境の変化に合わせて、2012年11月より以下の配分ルールの実質的緩和が実施されている。

- ・原則禁止されていた親引け(発行会社による公募株式等の売り先指定)は、実質的に主幹事の裁量余地が拡大

されたことで、実質的に緩和された。(これによって、発行会社は業務提携先への配分を行い易くなった。)

・機関投資家や海外投資家など大口の配分を実施した情報を主幹事証券に集約し、発行会社にも大口配分先情報(個人は除外)を提供することとした。(本来の目的は、証券会社同士で大口投資家の需要が重ならないようにすること)

個人投資家の人気が高い小型銘柄のIPOについて、実際の個人向け抽選で割当てられる部分は、大手ネット証券が主幹事を行う場合以外、やはり全体の1割弱だ。この原因は、IPO時の販売シェアについて主幹事が7~9割程度確保してしまうことが多く、その中から個人への配分部分の1割程度を抽選に回す配分方針を殆どの対面営業のリテール証券会社が行っている為だ。主幹事証券が協会自主規制に配慮して、引受証券に大手ネット証券を招集するケースも多いが、この場合のシェアは殆ど2~3%程度に留まっている。

現行の配分ルールを導入した時、業界内においては

全て抽選に回してはどうかとの意見もあった。しかし、個人の人気の高いことを理由に、公正性の確保を全て抽選に委ねることは、証券会社にとってのIPOビジネスモデルを揺るがしかねないというのが大手証券の感覚だろう。IPOは、発行会社に同様に主幹事証券にとって時間と手間(公開指導、上場の為の審査、取引所審査サポート、そして新規公開株の引受け)が掛かる。まして、小口のIPOなら、一層収益性が問題となる。

各主幹事証券の最近のIPO案件

上場日	新規上場銘柄	主幹事	主幹事比率	他の引受証券
3月27日	sMedio	S M B C 日興	86%	その他6社(内、ネット証券2社)、各2.1%
3月26日	プラッツ	大和	80%	その他5社(内、ネット証券1社)、5.2~2.6%
3月26日	モバイルファクトリー	S B I	100%	---
3月25日	Aiming	野村	100%	---
3月24日	ファーストコーポレーション	みずほ	61%	その他5社(内、ネット証券1社)、28%と残り各2.5%
3月17日	エムケイシステム	岡三	73%	その他7社(内、ネット証券1社)、7.0~1.7%

日本証券業協会IPO配分ルール

個人への配分の1割以上を抽選

集中配分・不公正配分の禁止

各証券会社は、配分方針を公表

IPO株は、全体の1割弱が
抽選で個人投資家へ



そして誰の為のIPOか

市場において参加者間の利益が相反するのは当然の事だが、少なくともIPOにおいては各参加者や市場関係者が求める共通の目標があるはずだ。それは、IPOによって企業が一段と成長することと、その成長の為のリスマネーを市場（投資家）が供給する機能が中心にあるべきだろう。ファンドのEXITや個人トレーダーの短期取引は、あくまでも副次的な事象に過ぎない。その為にも、我が国におけるIPOの一層の拡大とIPO市場機能の充実が必要になっている。

世界のIPO数は、米国が主導する形の世界的な株式市場の上昇を受けて、2012年970社、2013年1142社、2014年1410社（世界取引所連盟調べ）と増加傾向を強めている。昨年（2015年）の主要取引所におけるIPO数を下図に示したが、中国市場のIPOは、昨年6月から再開されたものだ。日本市場でのIPOも増加しているが、このまま嘗ての年200社ベースを目指すには、次の様な目標を明確にした市場機能の充実も求められるべきだ。

◎理想的なIPOの形の追及

確率が少ない新規公開株の抽選に賭けるより、どの個人投資家でも買える上場後の投資が成果を上げる仕組み作りが重要だ。その為には、IPOモデルとして

- ①上場時には、企業の新規資金調達のみとする。
- ②調達した資金で、更なる成長を目指す事業計画を明確にし、上場後の情報発信体制も整える。
- ③大株主の売却（ファンドのEXITを含む）は、上場後1年後以降とする。

ような取組みを証券業界や取引所が推進することで、現在より新規上場の成長企業が企業価値を向上させていく確率が高まるだろう。

◎分業と協働、そして国際化対応

証券会社にとってIPO業務は装置産業とよく言われている。企業がIPOを目指す営業活動を行い、IPO準備の為の支援を行い、そしてIPOで取引所に上場推薦・新規公開株引受け其々の審査を行い、投資家の需要を掘り起こして上場させる。これらを1社で全て行う場合、現行のルールでは必要な社内組織・組織間の業務隔壁・IPO業務の

態勢整備において証券会社のコストは相当な負担となっている。その為、実際のIPO時において、主幹事証券は出来るだけ多くの引受けシェアを確保しようとするバイアスがかかってしまう。既に一部では始まっているが、これらのIPOプロセス実務を明確化し、地域金融機関や監査法人等との分業を進めることで、社内コストを低下させ、投資家需要をより拡大する為の同業他社との協働も推進することが可能となる。なお、最近のIPOにおいて、上場後の業績下方修正が相次いでいることが再び問題となっているが、上場審査を厳格化する為に主幹事証券に重装備を求めるのは本末転倒に思われる。大事なことは、審査判断や引受判断を明確に行うことで、その判断材料の一部を外部専門家に委託することは問題ではない。

また、我が国のIPOでは海外企業や海外投資家の参加が少ないことが時として問題視されるが、アジアのコアマーケットを目指すなら、IPOにおける英文開示対応を進めるべきだろう。

◎裾野拡大と一層の市場整備・整理

成長企業のIPOを増加させるために、市場の裾野拡大は重要なテーマだが、その前に先ず東証の新興市場であるマザーズとジャスダックの市場位置付けにおける整理が必要だろう。更に、地方取引所の新興市場の役割やプロ向け市場の位置付け、今年後半にも予定される未公開株取引制度である株主コミュニティ制度の在り方など、資本市場の裾野拡大に向けた課題は多い。

結局、誰の為のIPOかという問いには、出来るだけ多くの関係者の為にとというのが模範解答で、その関係者を多くする取組みが必要だという処に落ち着く。

IPO市場機能充実の為に

理想的IPOの追求



上場一年間株価推移イメージ

分業・協働

地域金融機関、同業他社

国際化対応

海外企業・海外投資家

裾野拡大

- ・新興市場整理
- ・プロ向け市場や株主コミュニティ制度の活用

2014年の世界のIPO社数

