

# 改めて見直すIPOへの期待と課題

## ～新興企業へのリスクマネー供給と個人投資家誘因の役割



令和3年3月5日  
株式会社資本市場研究所きずな

## IPOへのそれぞれの期待

資本市場における最も関心の高いテーマとして新規公開株(以降、IPO=Initial Public Offering)があるが、2020年の東京証券取引所におけるIPOは、新型コロナ禍で一時新規公開は中断したものの、99社と(市場区分の変更等を含む。新たに上場したのは92社)ここ最近の上場数水準を維持した。また、海外市場においてはDoordashやAirbnbのIPOが話題となったり、SPACやダイレクトリスティングなどの動向が市場関係者の関心を集めている。このIPOに関して、期待されていることと、それを実現する為の課題について見直したいが、先ず各市場関係者のIPOへの期待は次の様なものだ。

### 【行政等】

2013年から始まったアベノミクスにおいては、新規・成長企業へのリスク供給を増加させる為の政策が実行されているが、その一環としてIPOに関しても推進する取組みが行われている。例えば、新規公開を目指す企業が必要とする監査法人の不足(所謂、監査難民)解消を目的とする

報告書が2020年3月に取り纏められている。また、日本のIPO市場に関して機能やリスクマネー供給機能として十分かという指摘もあり、今後のIPO増加への施策も期待される。(IPOに関するKPMGのレポートによれば、2020年の市場別IPO資金調達額では、ナスダックが5.5兆円、香港証券取引所が5.2兆円、上海証券取引所が5.1兆円、ニューヨーク証券取引所が3.3兆円。これに対して大型案件・件数とも少なかった東証は0.3兆円となっている。)

### 【企業】

新規公開で企業が最も期待するのは、資金調達上のメリットだ。上場時及び上場後も、広く投資家から資本調達できることや、上場会社としての取扱われることで銀行借入が有利になる。また、上場及び情報開示を継続的に行うことで信用力が向上し、取引先とのビジネスや、人材採用上のメリットも大きい。

### 【投資家】

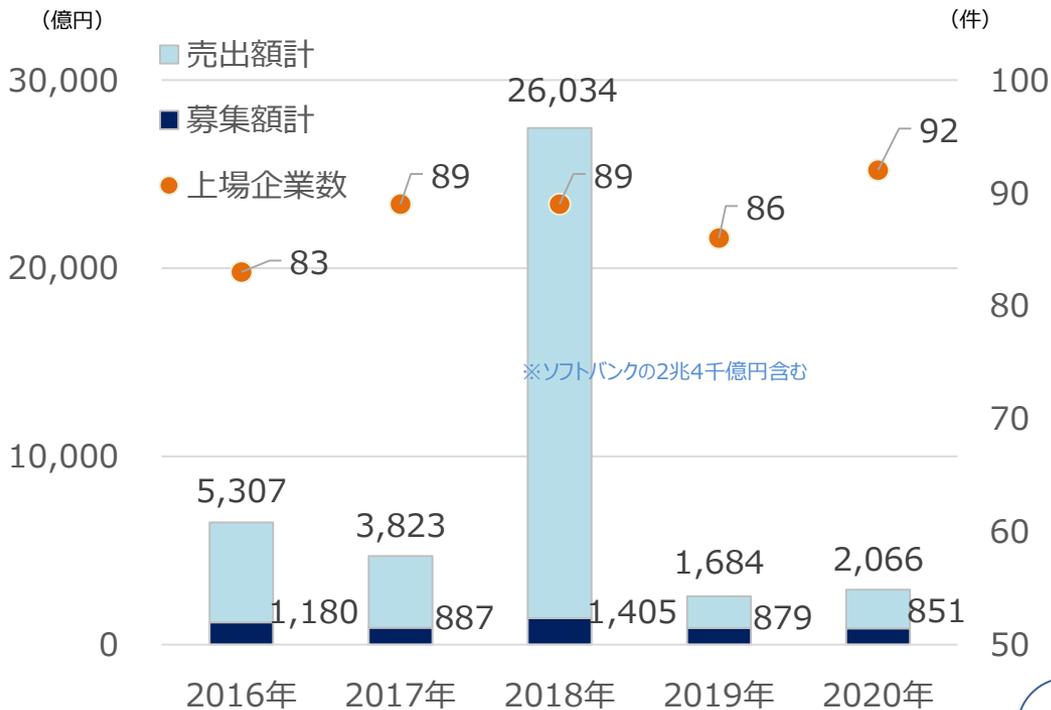
IPOに対する個人投資家の興味は2つあって、一つは上場時に幹事証券会社によって行われる募集・売出し株式

の割当てへの期待であり、もう一つは新規・成長企業への投資機会だ。IPO割当てについては、多くの個人投資家にとっての抽選割当て分への当選を望むことが多く、投資機会の方はIPO企業への高い成長性予想だ。また、一部の機関投資家についてはIPOや新興市場株式が内規で買えないが、上場前のロードショー（IPO企業による個別説明会）に応じる機関投資家においては、独自の投資判断で上場後の投資に積極的になるケースもある。

#### 【証券会社】

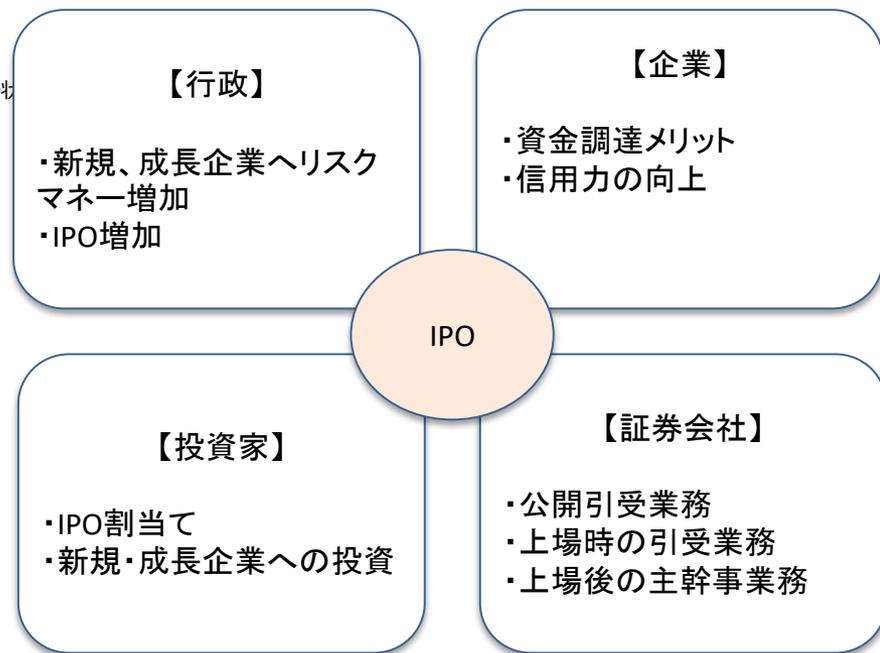
市場仲介者として、上場企業へは投資家のリスクマネーを供給し、投資家へは成長企業への投資を促す機能が期待されている。但し、証券業務的には3段階に分かれていて、上場を希望する企業に対して取引所の上場審査や上場企業として相応しい体制作りを支援する公開引受業務、上場時の機関投資家向けロードショーを支援したり公開価格決定などに関与するプライシングやビックビルディング業務、上場後の資本政策などに関与していく主幹事業などに分かれる。

# 新規公開社数と募集・売出金額推移



※日本証券業協会 統計資料「全国上場会社のエクイティファイナンスの概況」

## IPOに関する関係者の期待



## IPOに関する其々の課題

注目企業の上場予想や初値状況などIPO市況の活況が伝えられているが、市場関係者の期待が高いIPOに関して課題となる点について考えてみたい。

**・市場の役割として、成長の為のリスクマネー供給として十分機能しているのか：**

前頁左グラフでは、IPO時における募集（新株式の発行による企業の資金調達）と売出（ベンチャーキャピタルや親会社など既存株主の株式売却）の金額を示したもののだが、2020年はIPO企業が調達した資金は851億円に対し、その既存株主が回収した資金は2,066億円となっている。つまりIPOに際して投資家調達した資金のうち、更なる成長の為に利用される部分は三分の一以下となっている。この傾向は、過去においても同様で、海外市場のIPOに比べて企業の資金調達比率が著しく低く、日本でのIPOを通じたリスクマネー供給量も海外に大きく見劣りしている。つまり、日本のIPOの現状は、新規・成長企業へのリスクマネー供給の場としての機能より、既存株主や出資していた

ベンチャーキャピタルの投資資金回収の場としての役割が強い傾向にある。

**・企業にとって初値が高いことは良いことなのか：**

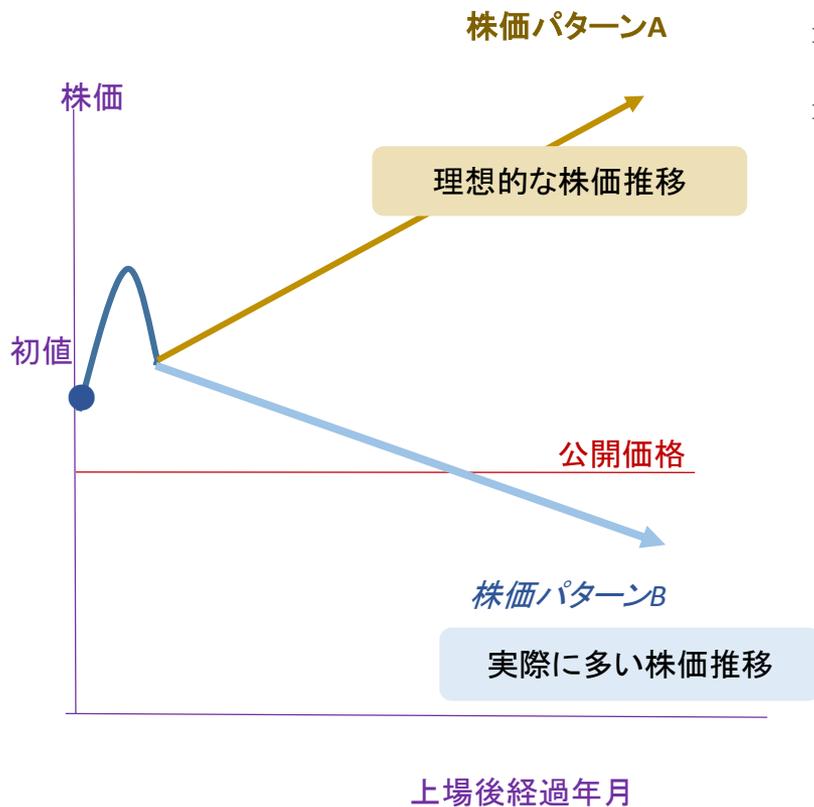
IPOの上場時における初値状況は常に話題になり、2020年の初値状況は公開価格に対して平均232%（92社、下図左部分）となったことは同年のIPOが好調だった証左として報じられている。確かに初値はその時の株式市況に大きく左右されるが、高い初値がIPO企業にとっては必ずしも好ましいこととは限らない。例えば、公開価格の5倍の初値は、新株を発行する企業にとってもし公開価格を引き上げれば5倍の資金調達が可能だったこと、若しくは株式数の発行は5分の一で済んだことかも知れない。また投資家にとっては、IPO割当てを受けた者は勿論好ましいだろうが、投資資金が突然5倍になれば多くは短期的利益確定に走る可能性があり、割当てを受けなかった投資家は高すぎる株価に投資を見送るケースが増えるかもしれない。一般的に初値/公開価格が高くなると市場の注目が集まりやすく短期的な上昇局面となるケースが多い。2020年の初値は、公開価格の5倍以上となったものが9社あったが、公開価格未満は22社あり、適正な公開価格への取組みも一部

では始まっている。

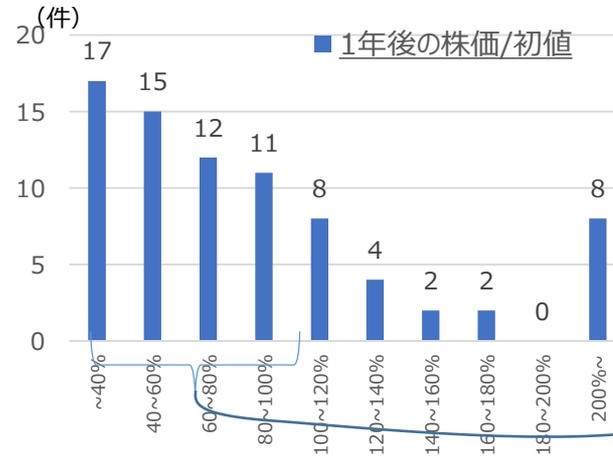
**・個人投資家として抽選は有効なのか：**

新規・成長企業への投資として多くの投資家がIPOに対して高い関心と投資ニーズをもっている。その為、出来るだけ多くの投資家にIPOの分配を公正かつ適正に行うべきとの考え方の基に定められた証券業協会の自主規制ルールにより、実際に投資家への配分を行うIPO幹事証券会社は、基本的に個人顧客への配分の10%以上は抽選に拠らなければならない。また、抽選以外の方法による個人顧客への配分について、特定の顧客への過度な集中配分及び不公正な配分を行ってはならないとしている。しかし、個人投資家が応募するIPOの抽選が有効かということについていえば、主幹事証券会社とその他の引受証券会社では当選確率に大きな差がある。例えば、2020年のIPOにおける主幹事証券会社が引受けたシェア(募集・売出・オーバーアロットメント(以降、OA)の合計に対するもの)の平均は86.9%(92社分)で、その他の引受証券会社5~10社程度が残り分を販売するので、主幹事証券会社とその他引受証券会社の抽選部分の当選確率は大きく異なる。

# IPO後の株価状況

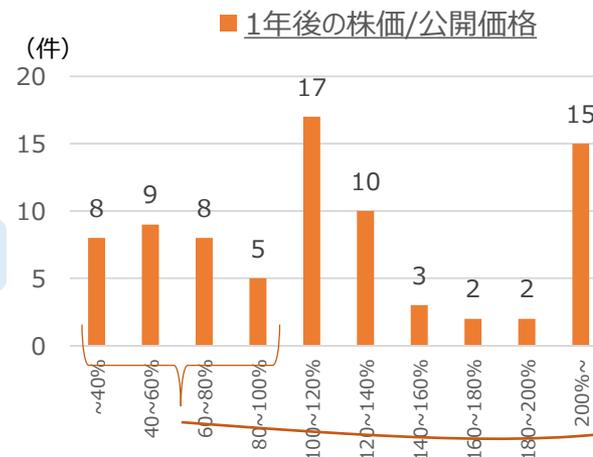


上場して1年後の株価  
(2019年のIPO銘柄79社より)



左グラフ100%割れで  
考えられる主な要因

初値が高すぎた  
=公開価格が低  
すぎた



予想より業績が  
悪化  
市況環境が悪化

## IPOにおける証券会社の役割

IPOにおける証券会社の最も大きな役割は上場時における引受業務であるが、具体的にはIPO企業の公開価格決定に深く係わり、上場に向けて投資家に販売していく。

下図は、2020年において主幹事証券会社及び引受証券会社が引受けたIPO金額(公開価格決定時ベースの引受シヨアより算出)のグラフだが、引受金額は概ね主幹事件数に比例して大手・SBI証券に偏っている(※証券会社名は、左から募集金額が多い順)。

公開価格の決定の為の考え方(株式公開価格算定基準)やプロセス(スケジュール・モデル)は証券業協会の報告書(「会員におけるブックビルディングのあり方等について」2007年11月))で示されているが、基本的には以下のプロセスとなる。

### **【想定価格の決定】**

上場申請後、上場承認を受けるまでの間に当初の有価証券届出書に記載する想定価格をI、PO企業と主幹事証券会社で検討する。

### **【ロードショー】**

IPO企業が機関投資家に対するロードショーを通常1週間程度実施し、主幹事証券会社は機関投資家側をヒアリングしてその需要等を把握していく。

### **【仮条件の決定】**

当初の想定価格をベースにロードショーでのヒアリング内容を加味して仮条件を決定。仮条件は概ね5~10%程度の価格の幅をもって決める。

### **【ブックビルディング】**

仮条件により各引受証券会社は約1週間程度で投資家需要を積み上げ(ブックビルディング)、その状況は主幹事証券会社に集約される。

### **【公開価格の決定】**

ブックビルディングの結果を受け、IPO企業と主幹事証券会社の間で公開価格に関する合意がなされ、引受証券会社各社によるIPOの募集が実行される。

2020年東証IPOにおける主幹事実績は、大手証券5社、SBI証券、いちよし証券、東海東証証券、エイチ・エス証券の9社に限られているが、東証が認める主幹事候補証券

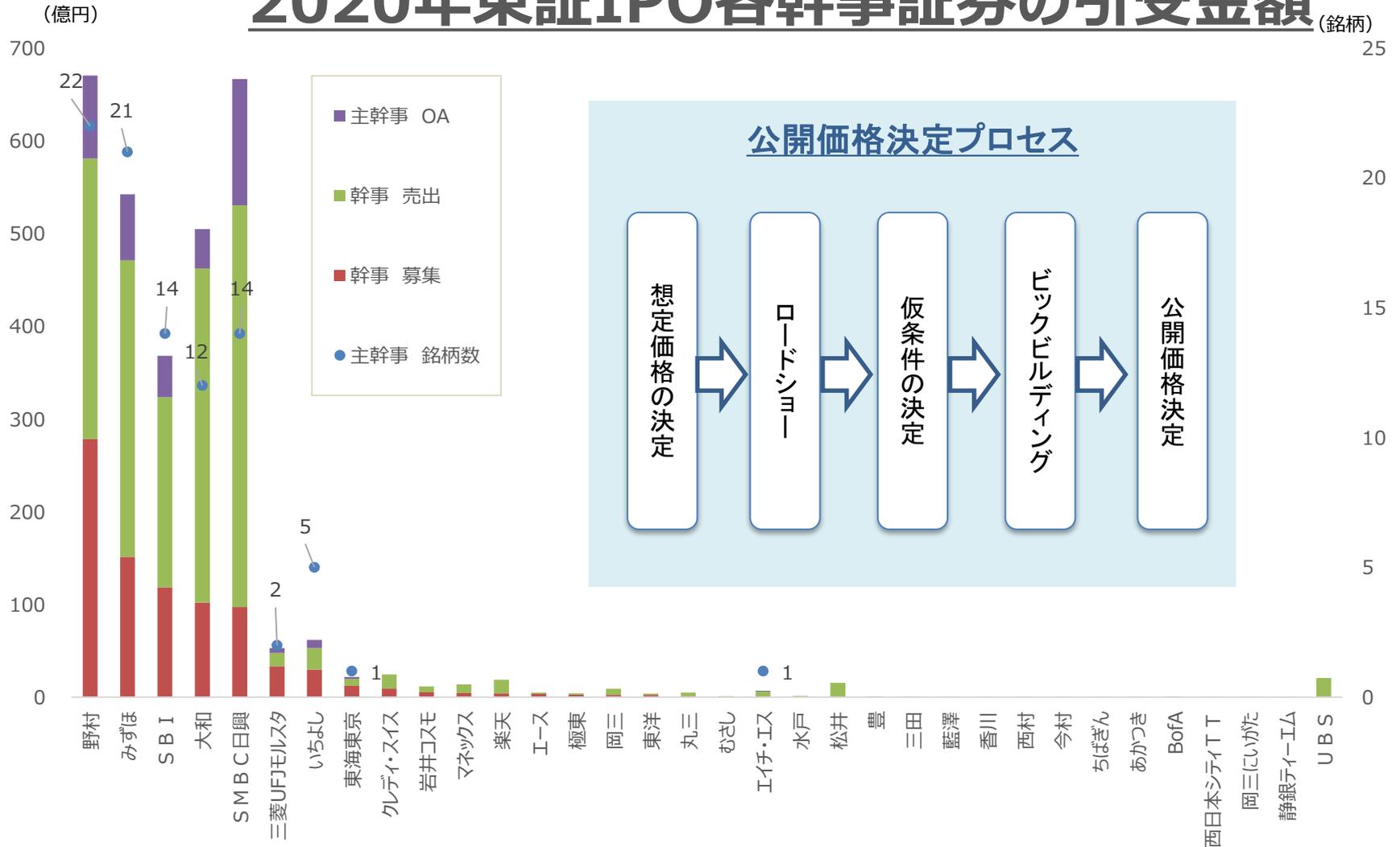
会社は現時点で17社となっている。

このIPO時における主幹事証券会社業務を前提にしてIPO希望企業に対して取引所上場に向けたコンサルティングを行っていくのが公開引受業務だが、取引所の上場審査を想定した指導が行われるとともに、監査証明を行う監査法人との協力も重要になっている。また、法定開示(金商法)・適時開示(取引所)への対応も支援していく。なお、上場コンサルティングについては会計事務所系コンサルティング会社やディスクロージャー支援会社などが関与するケースもあるが、投資家視点を持つことや取引所との接点があることが証券会社の公開引受業務の強みとなっている。取引所への上場申請時には、主幹事候補証券会社として推薦書を取引所に提出する役割をスムーズに果たす為にも、準備段階に早いうちからIPO希望企業に関与していくことが望ましい。

IPO後においてもIPO時の主幹事証券会社が企業側から主幹事証券として取扱われることが多いが、企業のファイナンスやM&Aにおいて真先に相談に乗るポジションとして証券会社側のメリットは大きい。証券会社にとって、IPOは

単に企業を上場させる市場誘導だけではなく、上場後の企業の成長に合わせて資本政策に係わっていく役割も期待されている。

# 2020年東証IPO各幹事証券の引受金額 (銘柄)



※2020年東証IPO92社（経由上場・テクニカル上場除く）IPO各社訂正届出書より当社作成

## IPOの進化・増加の可能性について

今後のIPOの進化やIPO数の増加の可能性について以下に考えてみたい。

**・SPACやダイレクトリスティング(直接上場)は日本でも可能か:**

米国市場(ニューヨーク証券取引所、NASDAQ)では2020年に460社が上場したが、その内半数がSPAC(Special Purpose Acquisition Company: 特別目的買収会社)となっている。SPACは、それ自体は実際の事業を持たず、企業の買収を約束して、その調達目的に上場する。この方法を利用すれば成長企業は上場して資金調達するまでの時間やコストを大幅に圧縮することが出来る。ただし、実際の企業への投資は上場後のSPACに一任することや投資先の情報が投資家にとって不十分となる可能性もある。

この方法は日本でも可能かということに関しては、2008年に東京証券取引所が導入を検討したが現状では難しい。代替方法としては、ベンチャーファンド市場(東証)がある。このベンチャーファンドを上場して一般の投資家から資

金を集め成長企業に投資するという自体はSPACと同じだが、嘗て2銘柄上場していたものの運用パフォーマンスが悪く運用資金が減少した為、上場廃止された。

しかし、米国でのSPACの盛況を受けて、野村ホールディングスとスパークス・グループは共同で非上場企業に投資できる投資法人の立ち上げ、1~2年の私募運用の後、東証のベンチャーファンド市場に上場させることを公表した。ダイレクトリスティングについては、IPO時の主幹事証券会社との公開価格決定プロセスやコストに不満が企業・株主にある中で、ダイレクトリスティングが制度整備された米国での事例が出始めている。ただし、日本においては成長企業のIPOでのダイレクトリスティングは現行は難しいと見られている。その主な理由は、公開価格や流動性確保の為の株主づくりに誰が責任を持つのかということで、現行の取引所制度や自主規制ルールでは証券会社の関与が必須となっている為だ。

**・今後IPO数は増加していくのか:**

東証のIPO数でみると、ここ5年は90社前後で推移している。これに対して米国は上記に示したが、2020年の香港証券取引所は140社、上海・深圳両証券取引所は383社と

なっている。日本市場の命題としては、IPO数を増やし、市場を通じて新規・成長企業へのリスクマネー供給を増やすことが求められているが、その施策としては主に2つの方法が考えられる。

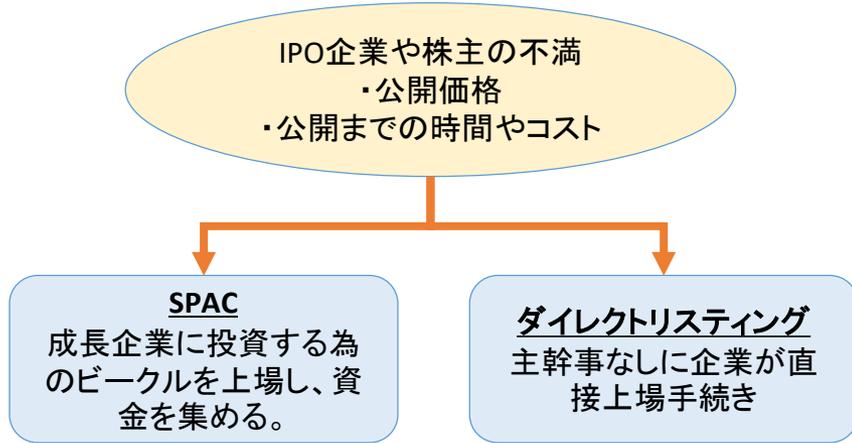
一つ目は、IPOへの市場誘導を行う主幹事候補証券会社を増加させることで、東証の総合取引参加者数88社に対して主幹事候補証券会社リスト17社(実質的には成長企業の主幹事業務は10社程度)は少ない。例えば、メガバンク系の証券会社ではIPO案件を増加させているところがあるが、親銀行による成長企業の発掘と子会社証券による市場誘導の協働は機能しており、これを地方銀行と地銀系証券会社のIPO業務モデルとすることが考えられる。

二つ目は、IPOの裾野拡大として地方取引所・TOKYO PRO Market・株主コミュニティの活用が考えられるが、地方証券会社がこれらを活用して地元の新規・成長企業へのリスクマネー供給に係わりIPOまで繋げる機能整備が望まれる。以上2つに必要なことはIPOにも対応できる審査機能を地銀系を含む地方証券会社が整備していくことが望まれ、その為には証券業協会・取引所の支援が必要だ。

IPOのみならず我が国の資本市場の裾野拡大の為に、証券会社でのIPO業務整備拡大が望まれる。

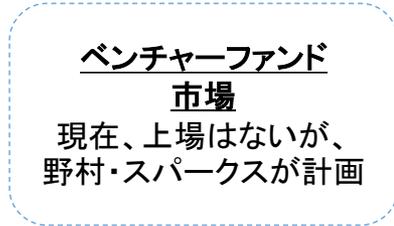
# 米国でのSPAC・ダイレクトリスティングと 日本での対応

米国



~~~~~

日本



※現行の取引所制度で  
は難しいが、今後、検討  
されるか？

## IPO増加への可能性

