

# 復活する発行市場

平成25年4月2日



株式会社資本市場研究所きずな

## IPOの活発化、POの回復

日本の再生を意識するような力強さが株式市場に戻りつつある。確かに、アベノミクスに乗った円安トレンド転換への影響は大きいですが、個人投資家の回帰を軸に日本市場に対する投資家の投資行動が変わり、今までの市場構造が変化するかも知れないという予感もある。その変化を加速させる流れが、株式などの発行市場にも及ぶことが期待されるが、まずは現状を見てみたい。

新規株式公開(IPO)銘柄の取引が活発化しており、個人投資家の投資ニーズがIPO銘柄にも戻っている。多少過熱感も出始めているが、最近では上場初値の状況が公開価格の2倍以上となるケースも目立っている。年毎に区分した新規上場銘柄の、公開価格と上場初値の乖離率の平均は次の様になっている。

(上場社数は、初値日ベース)

- ・2013年(2月まで)・・・6社で乖離率平均値: +99.0%
- ・2012年・・・50社で乖離率平均値: +45.4%

- ・2011年・・・33社で乖離率平均値: +24.2%
- ・2010年・・・19社で乖離率平均値: +28.0%

IPOにおける初値の状況は最も注目されることだが、IPO全体からみると新規公開時に売出し株を割当てられる投資家は僅かなので、他の投資家がどの様にその銘柄を評価するか見る為には、公開後の株価推移が重要である。IPO銘柄は、上場後1~2ヵ月注目を集め売買が活発だが、この部分を最近と1年前で比較してみても、上場後も投資家の関心が高まり、買い進まれていることが分かる。

- ・5頁の表1は、最近IPOした5銘柄の初値から1ヵ月後の騰落率を示したが、その平均は78.4%の上昇である。
- ・表2は、その1年前にIPOした5銘柄の初値から1ヵ月後の騰落率だが、平均は14.1%の下落である。

最近のIPO銘柄の公開後の商状の強さが確認できるが、同じく表2では初値から1年後の騰落率を示している。平均で116%の上昇となっており、過去1年前に公開された新興企業も、再び成長性が見直され買い進まれている。

一方、公募ファイアンス(PO=Public Offering:公募増資など)に関しても回復の兆しが見える。ちょうど1年前に、2009年~2010年にかけての公募増資に関する増資インサイダー取引問題が明らかになったが、最近の相場の活況に支えられ、公募増資銘柄に対する評価も一律に新株増加の希薄化のみを気にすることから、資金使途の効果を評価するようになりつつある。

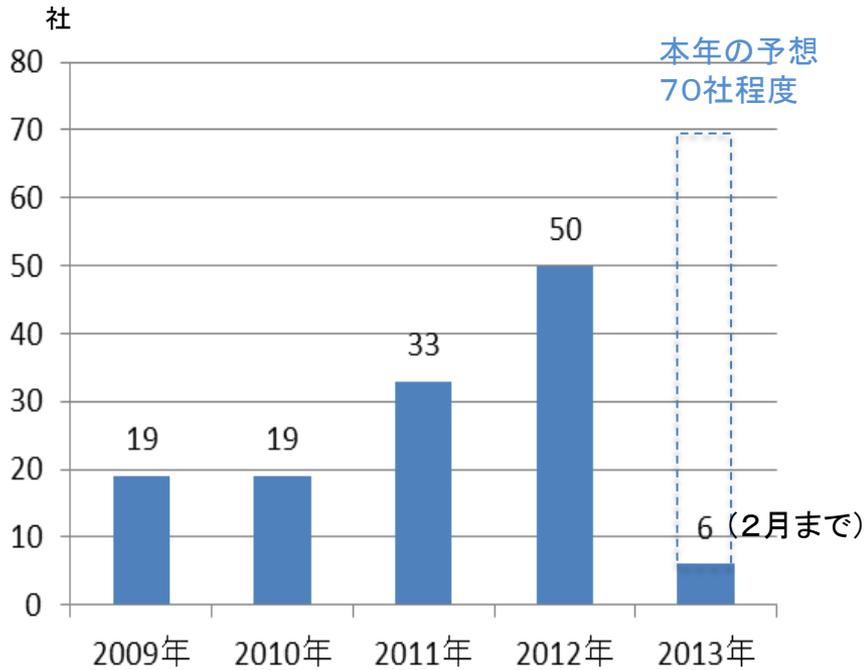
代表的なものは、J-REITの公募だが、これは資金使途とその効果が明確に開示されることで、個人投資家にも調達した資金がもたらすプラス効果が解り易い。最近の公募増資と半年前のそれを比較したのが表3だが、公募増資公表直前日の株価とその3週間後(この期間は、値決めや払込が概ね終了する時期)を比較したものだ。

・直近(1月中旬から2月上旬)発行決議されたものの5例の場合、発行決議後3週間の騰落率は-0.5%=3銘柄はJ-REITだが、J-REITの活況もあって通常の公募銘柄とは逆に上昇している。

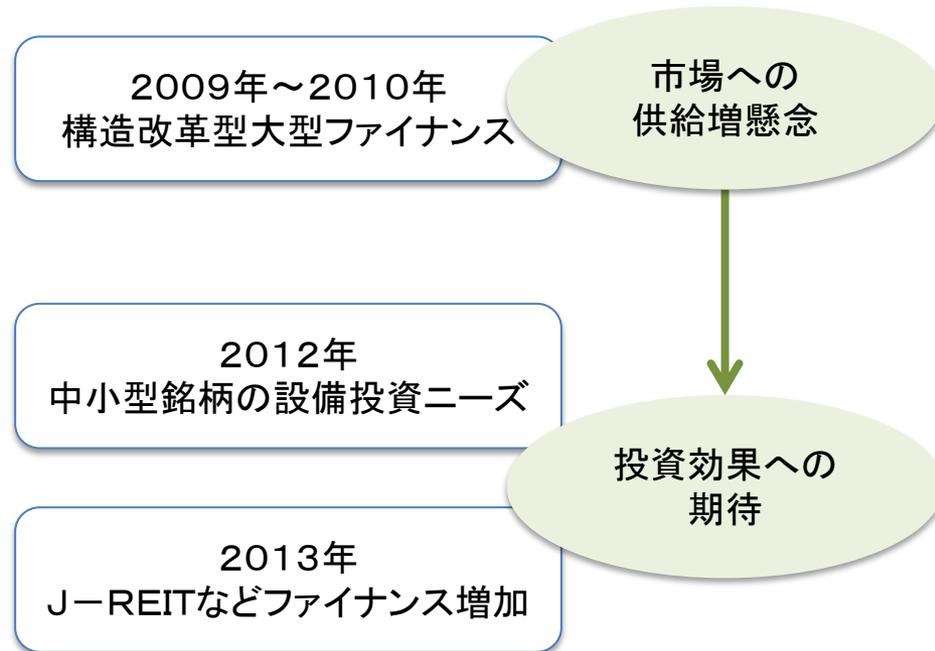
公募増資は、新株の供給から起きる目先の需給関係

悪化に対して、新規のリスクマネー調達で投資される効果に期待する新たな投資ニーズをどの位掘り起こせるかがポイントとなるが、個人投資家の市場回帰などで、発行市場環境は大きく改善している。

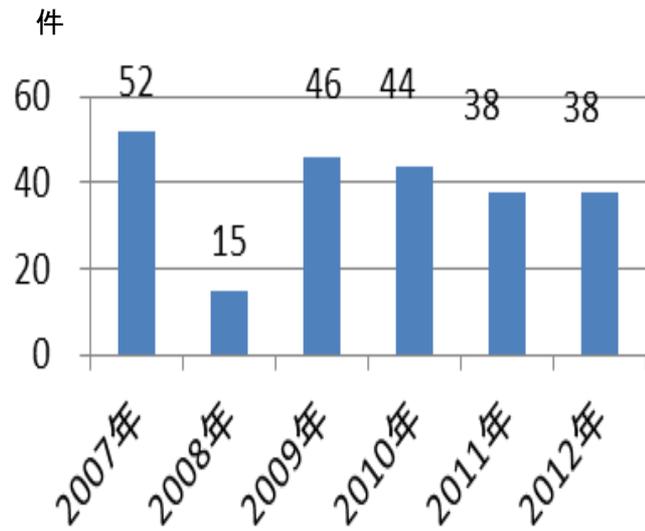
## 新規公開数の推移



## 公募増資の変化



## 公募増資件数の推移



## 公募増資、1社当たり調達額推移



表1: 最近の新規上場銘柄

コード	新規上場銘柄	上場日	初値	1か月後の 上昇率
3261	グランディーズ	2012年12月21日	368	26.4%
6072	地盤ネット	2012年12月21日	1,412	169.5%
3179	シュッピン	2012年12月20日	550	-24.9%
6165	パンチ工業	2012年12月20日	530	1.9%
2931	ユーグレナ	2012年12月20日	3,900	219.0%

平均上昇率: 78.4%

表2: 1年前の新規上場銘柄

※初値は分割後修正株価

コード	新規上場銘柄	上場日	初値	1か月後の 上昇率	1年後の 上場率
3169	ミサワ	2011年12月22日	1,209	-30.1%	-10.4%
3170	アイセイ薬局	2011年12月22日	1,730	5.2%	22.2%
9206	スターフライヤー	2011年12月21日	2,750	-39.7%	-11.8%
4583	カイオム・バイオサイエンス	2011年12月20日	1,240	-7.3%	533.1%
4977	新田ゼラチン	2011年12月20日	462	1.5%	47.2%

平均上昇率: -14.1%

平均上昇率: 116%

### 表3: 公募増資銘柄の株価

最近事例				半年前事例		
コード	公募増資銘柄	決議日	3週間後株価騰落率	公募増資銘柄	決議日	3週間後株価騰落率
8968	福岡リート	2013年2月8日	3.30%	ジェイ アイ エヌ	2012年7月24日	3.30%
3226	日本アコモデーション ファンド	2013年2月7日	-0.70%	ユニー	2012年7月17日	-20%
4577	ダイト	2013年2月4日	-4.50%	三栄建築設計	2012年7月13日	-9.40%
3249	産業ファンド	2013年1月16日	11.80%	全日空	2012年7月3日	-19.20%
7917	藤森工業	2013年1月15日	-12.30%	川崎汽船	2012年7月2日	-29.20%

平均下落昇率: -0.5%

平均下落昇率: -14.9%

## 問題だったことを振り返る

発行市場の動向は、ある意味で日本経済のバロメーターでもあるが、景気動向以外に市場が抱える“質”の問題が問われていた。IPOに関していえば、上場後の短期的な売買集中とその後の長期的な株価・出来高の低迷傾向。POでは、増資インサイダーなどの背景となった引受システムの歪み。これらの問題に関して、発行市場好調時の現時点において改めて見直したい。

### 【IPOの問題だったこと】

日本のIPOはリーマンショック前から揺らいでいた。それは、IPO銘柄が多く上場する新興市場問題として取り扱われていたが、株価・出来高など逆Jカーブを描く新興企業群に関する問題でもあった。

●新興企業を中心に頻発した不正会計問題では、証券会社の引受態勢も問われたが、最終的な上場の可否を判断するのは取引所である。

●新興企業のビジネスモデルを評価することは難しいが、少なくとも上場後に短期間で業績下方修正などが発生しないような配慮は、投資家の信頼を維持する為にも必要な

こと。

●取引所の上場審査判断に関して、引受証券や企業側に解り易い情報を提供することも必要なこと。

以上を踏まえて、引受証券会社と取引所(上場審査部門)間の上場企業に関する情報共有強化が図られた。

また、新規公開時にはアナリスト調査が行われ、販売時に利用されるアナリスト・レポートも作成されるが、

●公開後投資家の興味が離散した場合には、アナリスト・カバーも外れ、投資家への情報発信力が低下するケースが多くみられた。

これに対して、取引所側が新興企業に対するアナリスト・レポート作成を促すアナリスト・レポート・プラットフォーム事業を推進したことで、新興企業の投資家向け情報発信力は改善しつつある。

### 【POで問題と思われること】

この問題を一言で言い切ると、公募増資に関し“発行規律が失われていた”ということではないだろうか。2011年に海外機関投資家から指摘されたことは、その以前の2年間(2009年、2010年)の公募増資に関し、大規模な希薄化

を招き、資本調達が既存の株主に配慮されていないということだ。加えて、前頁の「公募増資、1社当たり調達額推移」でも分かるように、その時期の1社当たりの調達額が極端に膨らんでいた。この為、市場全体からみて次のような弊害が起きていた。

- 引受案件数が全体としては少ない為、引受証券会社数を絞る傾向が強かった。
- 加えて、主幹事証券側が販売する新株を自社に多く配分しようとする傾向も強かった。
- 結果として、主幹事証券会社の販売力以上新株を引き受けることとなり、その事が増資インサイダー問題の背景となった可能性も否定できない。

以上を発行市場問題として纏めると、IPO・POとも、株主や一般の投資家及び流通市場への配慮に欠けていたのではないかとの懸念だった。

# 問題となる新規公開株の株価推移

上場時

短期的上昇

長期的株価低迷

投資家の関心離散

公開株価

問題となる株価パターン

収益面で一旦の  
ピーク

株価低迷で  
ファイナンスできず

ビジネスモデルが  
評価されず

一部、問題企業化



## 変化は起きているのか

株式の流通市場における大きな変化は、ペーパーレスなどのインフラ面・超高速化などのシステム面中心に既に起きているが、発行市場の方は、上場規則や引受ルールなど、どちらかというソフト面の変化なので、一般には分かり難い。また、IPOなら平均で2~3年、POなら少なくとも2~3カ月の準備期間が必要となる為、発行市場では問題点への取組みが為されてから、変化が見えるまで時間がかかる。しかし、発行事例でみていただいたように、IPO・POとも問題点解消への取組みから、変化は起きている。

IPOでは、嘗ては新興市場間の競争で、新興企業に対するビジネス・モデル評価が甘くなっていたのではと指摘されることもあったが、

○早い段階から、取引所と主幹事引受証券会社が上場希望企業に関する情報を共有するようになった

○新興市場間でも市場統合(ジャスダック、ヘラクレス)が起き、今後もマザーズを加え新興市場統合と再区分がおきる可能性があること

○地方の新興市場は、より地方企業への誘導を強めており、

その反面で、SNSなどのネット関連やバイオ関連は中央への新興市場集約が進みつつあること

○新興上場企業のディスクロージャー・IR意識に高まりや、取引所のアナリスト・プラットフォーム・サービス提供により、新興企業側の投資家への情報発信力が高まってきていること

などから、新興企業に対する投資家の信頼は回復している。

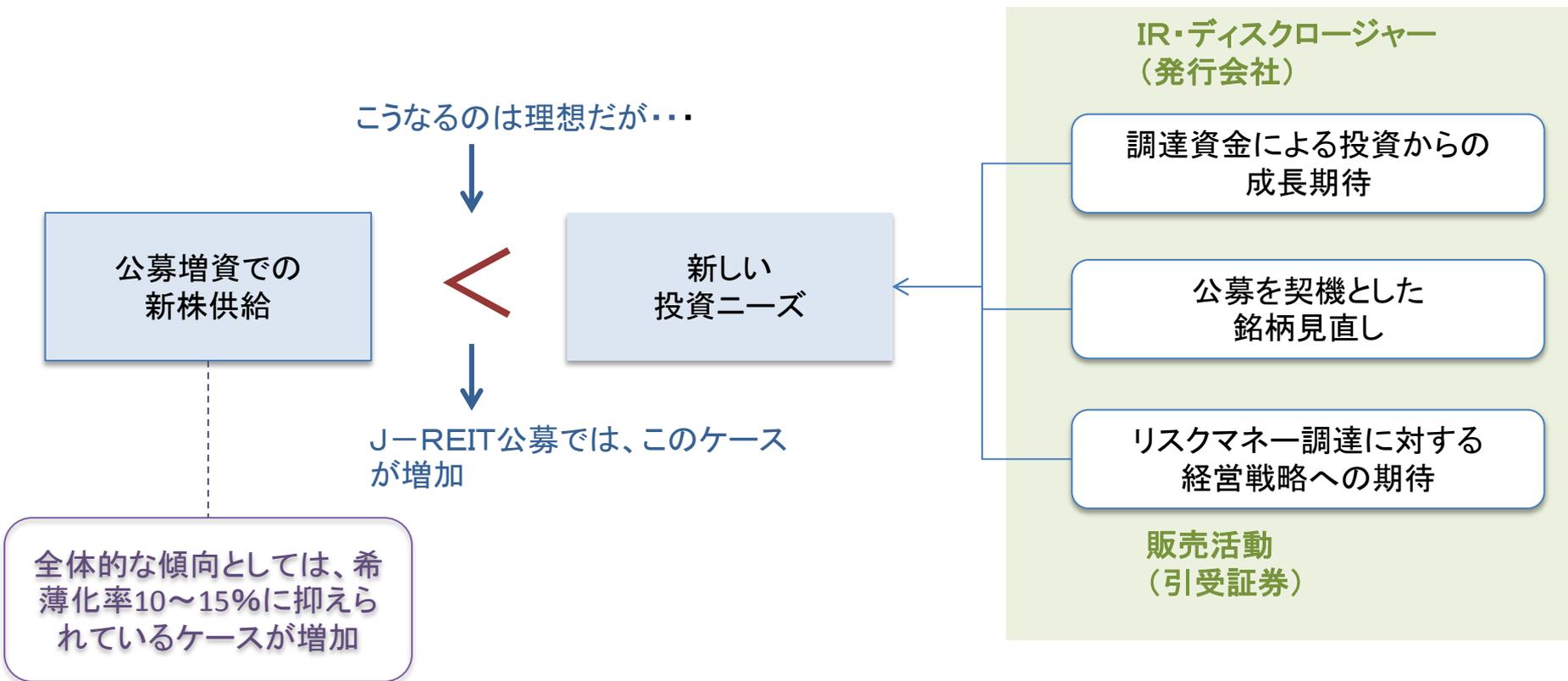
POの変化については、増資インサイダー問題が顕在化して以降は、新株を引受ける証券会社側で、希薄化対応に対する自主規制的な認識が強まっている可能性もある。

○昨年4月から本年2月まで発行決議された公募増資44銘柄の平均希薄化率は、13.5%に留まっている。

○大規模なファイナンスに対する希薄化対策として期待されていたライツ・オファリングは、昨年10月に2例目となるエー・ディー・ワークスが実施。新株予約権の行使率も92.8%となり、小型企業の大規模ファイナンス手法として成功した。

POに関しては、以上のような変化の兆しがみえるといった段階だろうか。

# 公募増資で期待される変化について



## アジアのメインマーケットとしての課題

更なる超高速化や空売り規制見直しなど今後も流通市場改革が進むと予想されるが、それだけではアジアのメインマーケットとしての機能整備が充分とは思えない。リスクマネーを供給する発行市場機能が充実してこそ、国内外から企業が集う東京市場となる。その為にも、IPO・POを含めた公募ファイナンスにおける課題を克服していく必要があるだろう。

発行市場改革の方向性を纏めていうなら、全員参加型のIPO・POへの転換ができるかどうかだろう。特定の証券会社や限られた投資家がメリットを受ける発行市場から、出来るだけ多くの市場仲介者(証券会社を含め)や投資家が参加するIPO・POのかたちが望ましいと考えるが、その為の課題として以下の様な点が上げられる。

- IPOはリードタイムの長いビジネスだが、大きく分けると上場検討時期・上場準備期間・上場作業期間に分けられる。全ての業務インフラを整えて上場企業をサポートしようとする、組織的な負荷が重く、対応可能な証券業者は限られてしまう。その為、各時期に合わせた分業が

進むことが望ましい。例えば、上場検討なら事業に密着した地域金融機関やベンチャーファンドなどがサービスを提供し、上場準備には会計事務所系コンサルがこれを行う。最後の上場作業で、引受審査機能をもつ証券会社が行えば、全体としての対応能力は向上するはずだ。

- IPO株の販売は、ほぼ幹事証券で独占されるが、ネット化の現状に配慮して、市場に供給される公募株の数%はネット証券での抽選に回される。これを止め、幹事証券以外のネット・対面証券の顧客対象に抽選で割当る分を増やす取組みを試みて如何だろうか。特に、対面営業で新規公開株が説明される機会を増加させることで、個人投資家の新興企業に対する理解も深まる。(証券会社における引受と販売を分離)
- 新興企業のビジネスモデルが全て成功する訳ではないので、市場活力を維持し銘柄の新陳代謝を促す為にも上場廃止基準を厳格化し、その銘柄の売買の場としてのフェニックス市場の整備を急ぐべきだろう。
- 市場の裾野拡大として、プロ市場の活用を本格するべきだろう。特に、英文開示に適応し会社制度が日本と

異なる海外企業の上場の場として、国内外のプロ投資家を呼び込み、アジアの新興企業にリスクマネーを供給する場として利用されることが望ましい。

- POにおいて、主幹事証券を頂点とする引受証券が全てを販売する現在の仕組みから、引受ライセンスがなくとも公募株の一部を販売する仕組みが定着することが望ましい。あるいは、主幹事以外の引受証券会社数を増加させる為、引受証券に求める体制整備を少し緩めて、出来るだけ多くの証券会社が引受団として参加しやすい引受方法を検討すべきだ。この3月中旬にJTの売り出しが行われ、国内37社が引受団として参加したが、この様な仕組みを継続して利用できれば、POも大きく変わってくる。
- 大規模な資本調達に備える為、ライツ・オフリングの実務的な定着が重要となる。

望ましい全員参加型のIPO・POは、対面営業での助言活動を増加させることから始まって良いのではないだろうか。その為には発行市場ルールの見直しも必要だろう。