

近年のIPO市場動向

【ポイント】

1. 2017年のIPO市場は堅調な株式市場を追い風に盛り上がりを見せ、IPO企業の上場後株価はTOPIXと比べ相対的に高水準を維持した。
2. 1999年のマザーズ市場誕生はIPOへの関心を高めたが、その後の新興企業による相次ぐ不祥事で一時停滞。制度整備を進め現在は回復の途上にある。
3. IPOによる資金調達には小型化の傾向にあるが、規模に関わらず企業価値の向上は上場企業の使命であり、投資家も企業を育てるという意識が必要である。

1. 2017年のIPO市場動向

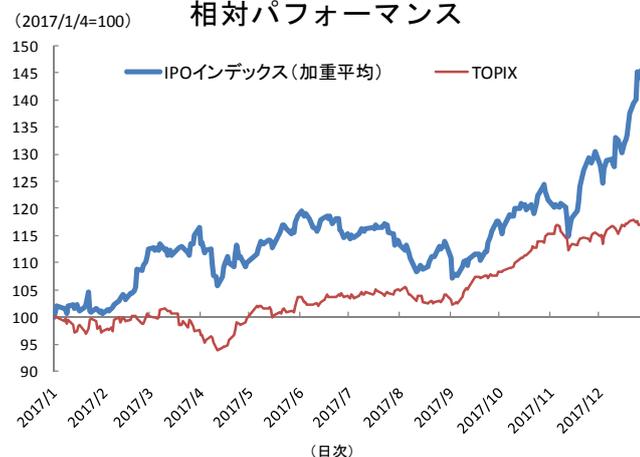
IPOとはInitial Public Offering（新規株式公開）の略語であり、未上場企業が証券取引所に上場し、広く投資家から資金調達を行うことである。2017年のIPOを振り返ると、新規上場件数は90件と過去10年で2番目の高水準となった。そのうち、上場当日の初値が公募価格を上回ったのは、全体の9割に及ぶ82件だった。

市場別・業種別に見ると、全体の約8割にあたる68社が主に新興企業で構成されているマザーズまたはジャスダックへ上場しており、AI（人工知能）や働き方改革など話題性のある事業テーマが、企業の成長を期待する投資家からの関心を集めた。

一般的に、IPOでの上場企業数や新規公開価格は、業績の将来性は勿論のこと、マーケット環境にも左右されると言われている。新規上場に伴い、既存の株主が所有している株式の売出しや公募による増資を実施するにあたり、その際のマーケット環境によって投資家の懐具合と投資意欲が異なってくるためである。また比較対象となる同業種企業のバリュエーションが切り上がれば、投資家が許容する株価水準が高くなりIPO企業はより多くの資金を調達することができる。2017年の株式市場は、米国を中心とする堅調な景気拡大と好業績が評価され、日経平均株価は2015年12月以来となる2万円を突破した。10月には戦後最長の16

営業日続伸を記録するなど、近年稀に見る株高となったのは記憶に新しい。その恩恵にあずかった投資家からの豊富な投資資金、特に短期間で売買を繰り返す個人投資家にとっては、比較的値動きの軽い上場後間もないIPO銘柄に資金を振り向けやすい環境が続いた。その結果、過去1年間に上場した企業の値動きを示すIPOインデックスは年間を通してTOPIXをアウトパフォームする形となった（図表1）。

図表1. IPOインデックスとTOPIXの相対パフォーマンス



(資料)Astra Managerより富国生命作成

2. IPOブームと衰退の経緯

IPOによる資金調達環境は引き続き堅調と見て、2018年も前年を上回る件数の上場が期待されている。しかしIPOがブームだった2000年代半ばと比較すると、日経平均株価が当時を上回る水準にまで達しているのに対し、上場件数はその半数程度に留まる(図表2)。

当時のIPOブームは、1999年に誕生したマザーズ市場の存在が大きい。マザーズは成長性の高い企業のステップアップ市場という位置づけであり、過年度の利益水準は審査の対象外であるなど、上場基準が東証市場一部・二部と比較して緩い(図表3)。また当時はインターネットの普及拡大に伴うITバブルと称された時期でもあった。設立後間もなく資金の乏しいITベンチャーをはじめとする新興企業にとって、マザーズの誕生は資金調達だけでなく認知度の向上にも資するものとしてIPOへの機運を高めた要因の一つと言えるだろう。ITバブル崩壊後も、活況な不動産市場やネット経由の証券取引普及による個人投資家の増加などを背景に、株式市場への需要が旺盛で上場を目論む企業には追い風となった。

その一方で新興企業による粉飾決算などの不祥事が相次ぎ、上場に際しての審査機能を問題視する声が高まった。2007年以降のサブプライム問題に端を発した世界的な金融危機を受け株式市場が低迷の一途を辿ったこともあり、IPOを取り巻く環境は急速に悪化し、投資家の需要後退に伴い上場件数も大幅に減少している。

近年は新興市場の信頼性向上に向けた様々な制度整備やコンプライアンス強化により、上場までの準備期間が長期化する傾向にあるが、周到的な準備の結果、明確な成長戦略を持つ投資妙味の高い企業も増えている。中小型株ファンドの月末保有残高上位を見ると、近年上場したばかりの企業の名前を目にすることも珍しくない。

図表2. IPO件数と日経平均株価



(資料)各証券取引所ホームページより富国生命作成

図表3. 各市場の上場基準 (抜粋)

	東証市場 第一部	東証市場 第二部	マザーズ
株主数	2,200人以上	800人以上	200人以上
流通 株式	流通株式数	20,000単位以上	4,000単位以上
	流通株式時価総額	10億円以上	10億円以上
	流通株式比率	35%以上	30%以上
公募または売出し等の実施	-	-	公募500単位以上
時価総額	250億円以上	20億円以上	10億円以上
事業継続年数	3年以上	-	1年以上
純資産額 (連結・上場時見込み)	10億円以上	-	-
利益の額(連結) または時価総額	次のAまたはBに適合 A 経常利益の額が最近2年合計5億円以上 B 時価総額500億円以上、直前売上高100億円以上		-

(資料)日本取引所ホームページより富国生命作成

3. 多様化する資金調達とIPOの小型化

IPOは、市場から調達した資金を成長への投資に充て、持続的な企業価値向上を目的とするベンチャー企業にとって有用な選択であり、創業者の多くは上場を一つのステップと捉え経営を行っている。しかし近年のIPOを、既存株主による売り出しではなく新株発行で新たに市場から資金を調達する公募のみに絞ると、件数の伸びと比べ少額の資金調達に留まる上場が目立つ(図表4)。

上場を資金調達ではない別の目的として捉える企業が増えているとすれば、対外的な信用の獲得による優秀な人材の確保や事業提携等での販路構築などが考えられよう。

昨今の金融緩和による低金利を背景に、運用難に直面する機関投資家が高い利回りを求めベンチャーキャピタルや民間企業の合同出資ファンドなどへの投資を積極化させたことで、非上場企業でも資金調達が容易な環境にある。目先の利益確保に走らず、機動的な経営判断が可能な非上場のうちに、成功

と失敗を繰り返しながら収益の柱となる事業をあらかじめ育てていくことは、その後上場してからも一定の業績が期待できるという点で投資家からの信頼を得られよう。しかし上場後は、投資家からの期待が株価という形で如実に表れる。資金調達の大小に関係なく、企業の成長性を業績という成果で示し続けなければ、いずれ投資家から見放されてしまうということを念頭に置かなければならない。そうした意味で上場はゴールではなくスタートである。投資家も株主として企業を育てる意識を持つことが必要である。

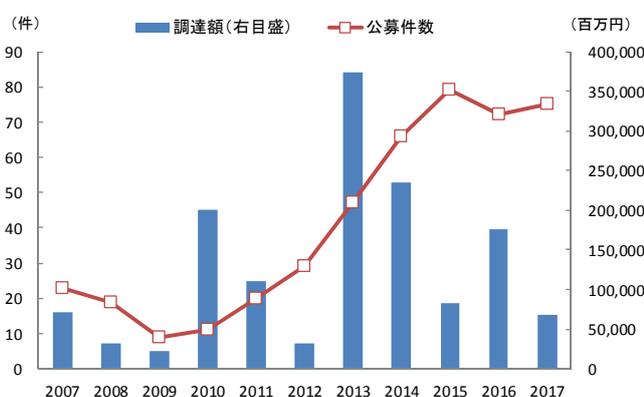
4. 今後のIPO市場

Facebook、Amazon、Netflix、Google(現Alphabet)の頭文字をとったFANGと呼ばれる4社は、昨年からの好調な米国市場をけん引してきたが、いずれも新興企業向けのナスダックに上場して20年以内と比較的歴史が浅い。10年後、20年後の株式市場を盛り上げている企業が、今は名もなきベンチャーであることも大いに考えられよう。

米調査会社CBインサイトによると、世界には非上場ながら企業価値が10億ドルを超える「ユニコーン」と称される企業が200社以上存在する。そのうち日系企業はわずか1社に留まるが、日本経済新聞のNEXTユニコーン調査では、100億円超の企業価値を有する将来のユニコーン有力候補が20社を超えるという。小型化が進むIPO市場の盛り上がりを支える上で、大型IPOの登場は市場の代謝を促す意味でも必要不可欠である。2018年に入り米国では利上げの本格化が見込まれ、株式市場も調整局面を迎えている。IPO市場にとっても予断を許さない状況と言えよう。しかし、上場をしないという選択肢もある中で、更なる成長を求め敢えて上場を決断する勇気を称え、投資家として企業の成長を応援したい。

(株式会社グループ 高野 哲治)

図表4. IPOの公募件数と調達額



(資料)日本取引所ホームページより富国生命作成