

# 2014年IPO市場の動向

IPO支援室 公認会計士 <sup>くろの かずのり</sup> 黒野 和憲

## 1. はじめに

アルゼンチン・ペソの暴落をきっかけとする投資家のリスク回避姿勢の強まりやウクライナ問題の欧州経済への影響懸念などから下落基調で始まった2014年の株式市場も、円安の進行を背景とした企業業績の改善とともに、日本銀行の金融緩和政策の拡充、消費税増税の先送り、衆院選による安倍政権の継続などを受けて、秋以降は株価が大幅に上昇する展開となり、年末の日経平均株価は17,450円77銭と3年連続の上昇となった。

また、今年は新規上場企業に対する内部統制監査の免除（本稿執筆現在未施行）や株式上場時に提出する有価証券届出書に記載する財務諸表の年限の短縮など、新規上場に伴う負担の軽減を図り、新規上場を推進していくための制度改正が行われている。

このように、上場を目指す企業が制度面やマーケットの状況などにより受け入れられやすい環境下において、2014年の国内株式市場における新規上場企業数は年間で77社となり、2013年の58社から大幅に増加した（図表1参照）。

以下、2014年のIPO市場の動向や新規上場企業のプロフィールを整理してみたい。

なお、文中の意見に関する部分は筆者の私見である。

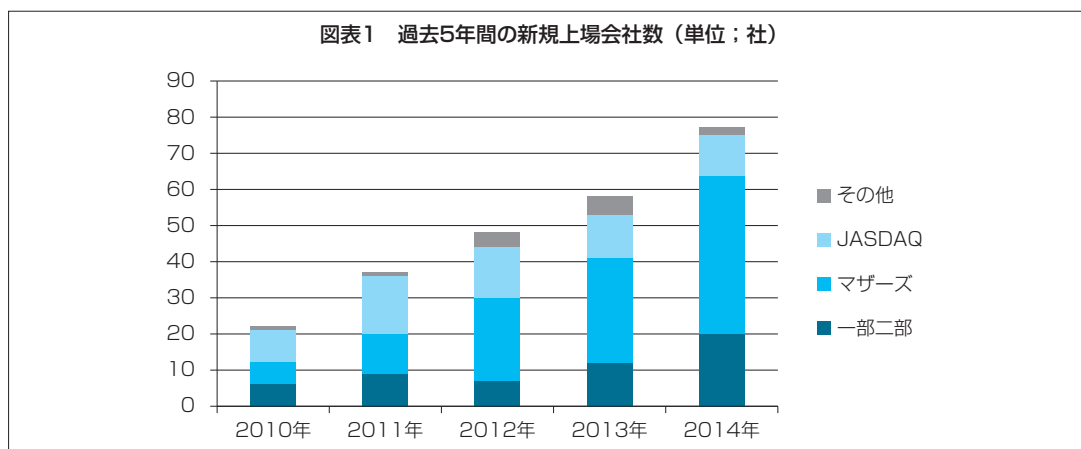
（注）TOKYO PRO Market（旧TOKYO AIM）への上場を含む。

## 2. 過去5年間の新規上場会社数

一昔前に高度経済成長期以来の低水準と言われていた新規上場会社数だが、2009年の19社を底にその後は回復基調にある。2014年の新規上場会社は77社となり、5年連続で前年に比べて増加している。

リーマンショック前の2008年の新規上場企業数49社を上回った2013年をさらに大幅に上回る新規上場会社数の水準となったことは、景気回復によって全般的に企業業績が回復しているとともに、株式市場の市況の回復により上場のメリットの一つである資金調達額の増加が見込まれる環境であることだけでなく、市場活性化のための諸施策の実施による新規上場に伴う負担を軽減し、新規上場のメリットを享受しやすい体制が整備されてきたことによる影響も大きいものと思われる。

2015年についても、企業業績や株価が堅調に推移すると予想されていることから、新規上場会社数もさらに増加することが予想されており、市場関係者の間では80~90社程度、場合によっては、2007年の121社以来の100社以上を期待する声もある。



（注1）その他には、TOKYO PRO Market（旧TOKYO AIM）、名証二部及びセントレックス、アンビシャス、Q-Board、旧ジャスダックNEOが含まれる。

（注2）2010年10月12日に発足した新JASDAQと旧ジャスダックは合計して表示している。

（注3）重複上場については、以下の取扱いとす。

- ・2010年に旧ジャスダックと福岡証券取引所に重複上場した(株)トータル・メディカルサービスは、JASDAQに集計している。
- ・2012年にマザーズとQ-Boardに重複上場したモバイルクリエイト(株)はマザーズに集計している。
- ・2014年にJASDAQとQ-Boardに重複上場した(株)東武住販はJASDAQに集計している。

### 3. 2014年の日本におけるIPO市場の特徴

#### ① IPO企業のプロフィールと特徴

2014年に上場した77社の業種別内訳トップ3は情報通信業23社、サービス業18社、小売業10社であった（図表2参照）。

上位3業種の構成は前年と変わらないものの、情報通信業が23社（29.9%）と2013年（11社、19.0%）から企業数、割合とも大幅に増加した。今後も引き続き成長が見込まれる情報通信業やITを利用したサービス業を中心に、2009年に「ステップアップ市場」としてのコンセプトを明確にしたマザーズ市場への上場を志向する会社が増加したと考えられる。

その結果、マザーズ市場への上場企業は44社と2013年の29社から大幅に増加している（図表1参照）。情報通信業の企業の事業内容を見ると、スマートフォンアプリの開発だけでなく、クラウドソーシングサービス、ビッグデータ系、サイバー・セキュリティ対策製品の開発・販売など、今後の成長が見込まれる分野において様々なビジネスが営まれていることがわかる。

マザーズ市場は高い成長性を有する会社が東証本則市場へのステップアップを目指す市場とのブランドを確立したと考えられ、マザーズ市場から東証一部へ市場変更した会社は15社（2013年の13社から2社増加）と前年に続き増加している（東京証券取引所HPより集計）。

この他、以下に特徴的な案件をいくつか紹介したい。

3月にマザーズに上場したCYBERDYNE(株)は、筑波大学発のロボットベンチャーであり、医療・介護福祉・生活支援分野等で活用されるロボットスーツ「HAL」の開発を行っている。申請期についても経常損失を見込んだ上場であったが、今後の発展が期待されるとともに、日本の技術が世界をリードしていると考えられる分野であり、投資家からの期待は高いようである。

12月に同じくマザーズに上場した(株)クラウドワ

ークスについても申請期に営業損失・経常損失を見込んだ上場となっている。収益獲得までの期間が長いバイオ系などを除けば、極めて珍しい事例である。

その他、ほねつぎブランドでチェーン展開する鍼灸接骨院の開業支援及び運営指導を行うアトラ(株)、法律相談ポータルサイト「弁護士ドットコム」を運営する弁護士ドットコム(株)、ネットによる医師向け情報サービス「Med Peer」の運営などのターゲットを絞り込んだソーシャルネットサービス、ディー・エル・イーや(株)カヤックなどの、デジタルコンテンツ等の特徴的な事業を営む企業が多く見られる。

#### ② 議決権種類株式を利用した上場

前述のCYBERDYNE(株)は、創業者である代表取締役などが普通株式の10倍の議決権を有するB種株式を保有する、いわゆる議決権種類株式のスキームを採用している。2008年に東京証券取引所（以下、「東証」）が議決権種類株式に関する上場規則を定めて以降、わが国で初めての議決権種類株式を採用した上場案件となった。

東証はこれを受けて、議決権種類株式を利用した上場のニーズが顕在化しつつあるとし、7月に「上場審査等に関するガイドライン」を改正し、上場審査における観点を明確化している。

議決権種類株式を利用した場合、上場後においても特定の者が経営に関与し続けることが可能となる。したがって、投資家に議決権種類株式を利用した上場が受容されることが前提となるものの、事業活動に不可欠な技術を有する技術者兼経営者がいるような企業を中心に、上場に当たって当該スキームの利用を検討する企業もあると予想され、今後、同様の上場案件に関する証券取引所の審査の状況に関心が持たれる。

#### ③ IFRSによる上場

2013年10月に連結財務諸表規則が改正され、IFRS（国際会計基準）を任意適用する要件から、「上場会社であること」という要件が撤廃された。

上場を予定する会社がIFRSを採用することが一

図表2 2014年業種別・市場別上場企業数

（単位：社）

業種	マザーズ	JASDAQ	東証一部	東証二部	その他	合計
情報・通信業	19	2	1	1	—	23
サービス業	13	1	2	1	1	18
小売業	2	4	2	2	—	10
その他	10	4	5	6	1	26
合計	44	11	10	10	2	77

般的になることはすぐにはないと思われるが、過去に大規模な企業結合を行い、多額ののれんを計上している会社などがIFRSに基づく連結財務諸表を開示した上で、上場するケースは考えられる。

ただし、新聞報道によれば、国際会計基準審議会（IASB）が、IFRSにおけるのれんの取り扱いについて再検討する可能性を打ち出しており、IFRSの制度動向により、今後の利用状況が左右されるものと考えられる。

#### ④ ファイナンスサイズはやや大きく

図表3にて2014年にIPOした企業、特にJASDAQ市場とマザーズ市場における資金吸収額（公募・売出し金額合計）の水準を見ると、JASDAQでは平均で13億円（前年は12億円）、マザーズでは同24億円（前年は21億円）となっている。

昨年に引き続き、堅調なマーケットの影響を受けて、JASDAQ市場・マザーズ市場ともにファイナンスサイズの平均は前年に比較して若干大きくなった。

#### ⑤ 初値の状況とその後の株価変動

2014年に上場した案件の初値/公募倍率の平均はJASDAQ市場で1.7倍、マザーズ市場で2.4倍と2013年に比較して小さくなった（図表3参照）。

初値が公募価格を下回る銘柄が全上場案件のうちわずか1件だけであった2013年の状況からは、投資家のIPO銘柄の選別が反映されているためか、2014年はJASDAQ市場を中心に初値に多少の落ち着きを見せている。

しかし、マザーズについては、特にファイナンスサイズ10億円以下の企業16社の平均倍率が3.2倍となるなど、将来の成長期待が高いことに加え、株式の需給関係が初値に大きな影響を与える小型案件を中心に、初値が公募価格を大幅に上回る傾向は続いている。

例年、インターネットやソーシャルネット関連の銘柄は成長期待が高く、IPO時に人気化する傾向にあるとされているが、2014年も初値公募倍率が3倍を超える7銘柄（いずれもマザーズ）のうち、4

社を情報通信業、2社をソフトウェア・インターネットを利用したサービス業が占めている。

マザーズ市場の初値の過熱感については、マザーズに上場した企業44社のうち、2014年末の株価が初値を下回っている企業が31社（マザーズ以外の市場は33社中17社）になることからもうかがえる。

特に、当然のことではあるが、業績予想の下方修正を行った企業や経営者による不正会計が発覚した企業については、株価が公募価格から大幅に下落する傾向にある。

このように、上場直後に投資家の信頼を失うケースが散見されており、投資家のIPO銘柄に対する選別姿勢が今後も強まっていくものと推測される。

#### ⑥ 2014年の大型案件

2013年はサントリー食品インターナショナル(株)が突出したファイナンスサイズ（3,880億円）となったのに対し、2014年は(株)ジャパンディスプレイ（3,347億円）、(株)リクルートホールディングス（2,138億円）、日立マクセル(株)（765億円）、(株)西武ホールディングス（445億円）など大型の上場案件が相次いだ。

しかし、上場直後に業績予想の下方修正を実施した企業や、上場廃止後の再上場の意義が問われた企業など、投資家にネガティブな印象を与えるケースもあった。

2015年も、日本郵政(株)が傘下の(株)ゆうちょ銀行、(株)かんぽ生命保険との同時上場を予定しているだけでなく、LINE(株)やユニバーサル・スタジオ・ジャパン（(株)ユー・エス・ジェイ）、JR九州（九州旅客鉄道(株)）などの大型案件のIPOが予想されている。

これらのIPOは投資家の関心も高く、それぞれの会社が業績予想も含めた事業戦略などをどのように投資家に対して説明するのか、興味深いところである。

特に、秋に予定されている日本郵政グループ3社の上場は、上場時の時価総額が7兆円を超えた1998年の(株)NTTドコモに匹敵する規模の上場と

図表3 資金吸収額と初値の状況

項目	JASDAQ			マザーズ		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
上場会社数（社）	14	12	11	23	29	44
上場時資金吸収総額（億円）	122	149	140	354	605	1,067
上場時資金吸収額平均（億円）	9	12	13	15	21	24
初値/公募価格倍率（倍）	1.2	2.7	1.7	1.9	2.5	2.4

見られているとともに、親会社と子会社の同時上場でもあり、コーポレート・ガバナンス上の問題や各社の企業価値の評価の難しさという課題もあり、市場関係者の関心はきわめて高い。

#### 4. 今後に向けた問題点

2014年は株式上場にとって、今後の課題となる事例が発生した年でもあった。

前述のように、今年上場した企業だけでなく、2013年に上場した企業においても経営者が関与する不正会計が発覚しており、新規上場会社全体のコーポレート・ガバナンスや経営者の資質に関して、投資家からの疑念を生じさせかねない状況となった。

また、上場後に業績予想の下方修正を実施する会社も散見されている。業績予想自体は様々な要因によって修正されることはやむを得ないことと考えられるが、前述の(株)ジャパンディスプレイのように、2014年3月の上場直後の4月に2014年3月期の業績見込みを下方修正したのみならず、10月にも2015年3月期の業績予想を当期純損失に転落する予想に下方修正しており、新規上場企業の事業計画などの信頼性などについても今後は投資家から、より厳しい目が向けられていくものと考えられる。

業績予想についても様々な外部環境及び内部環境に左右されるものであり、不正会計事例もいずれも大半が上場後に行われたものであることから、証券会社や証券取引所の上場審査など、新規上場会社の

信頼性確保に向けた市場関係者の取り組みに問題があったとは直ちに結論付けられるものではないが、今後は経営者の資質を含めたコーポレート・ガバナンス体制や事業計画の合理性などについて、新規上場企業の信頼性を確保するための、より一層の取り組みが求められることになると予想される。

#### 5. おわりに

2014年は、今までの市場活性化のための新規上場に伴う負担を軽減する諸施策の結果が、経済情勢及び株式市場の状況を受けて、新規上場企業数の増加という形で実を結んだ年といえる。2015年についても、前述の日本郵政グループだけでなく、大型の上場案件の可能性も近年にない多い件数について報道されているだけでなく、全体の新規上場件数についても2014年をさらに超える水準となることが予想されており、IPOにとっては良い環境が続くものと考えられる。

そのような環境下だからこそ、上場企業としての体制が整備されていない会社が上場することで、投資家からの新規上場企業の信頼性に疑念を抱かせる状況とならないことが、継続的に、ベンチャー市場が発展するために必要となると考えられる。新規上場企業が投資家からの信頼性を確保するための取り組みを、市場関係者がこれまで以上に継続的に実施することが望まれる。

以上

### トーマツ Web サイトのご案内 US/米国会計基準

<http://www.deloitte.com/jp/us>

#### Heads Upニュースレター

デロイト米国税務所が最新の会計・開示情報や規制動向について解説するニュースレター（随時発行・日本語翻訳も掲載）

#### EITF Snapshotニュースレター

発生問題専門委員会（EITF）ミーティングについて解説したニュースレター。原則、EITF ミーティング（2カ月毎）開催後に発行（重要なテーマについては、日本語翻訳を掲載）

#### Accounting Roundupニュースレター

- 米国の会計基準の要約及び関連資料へのリンクを掲載するニュースレター（月次、四半期、年次で発行。特別版は随時発行）
- FASBとIASBの共同プロジェクト及びFASBの単独プロジェクトの動向をまとめた特別版は、日本語翻訳も掲載

#### Audit Committee Briefニュースレター

米国の会計・監査について、監査委員会が知っておくべき情報を解説したニュースレター（月次発行・日本語翻訳も掲載）

#### その他

- デロイト米国税務所が発行した、「SEC Comment Letters（米国登録会社に関するSECコメント・レター）」（日本語翻訳も掲載）等の重要なニュースやスペシャル・レポート等を掲載
- 「US GAAP/SECに関するセミナー」（年2回開催）の概要と関連資料等

お問合せ先 監査ERS審査室（監査国際） Tel:03-6213-1110 E-mail:jp\_us\_contact@tohmatu.co.jp