

2017年3月17日 全8頁

IPO市場の動向と国際化に関する比較

サウジアラムコのIPOで東証は存在感を示せるか

金融調査部
主任研究員 太田珠美

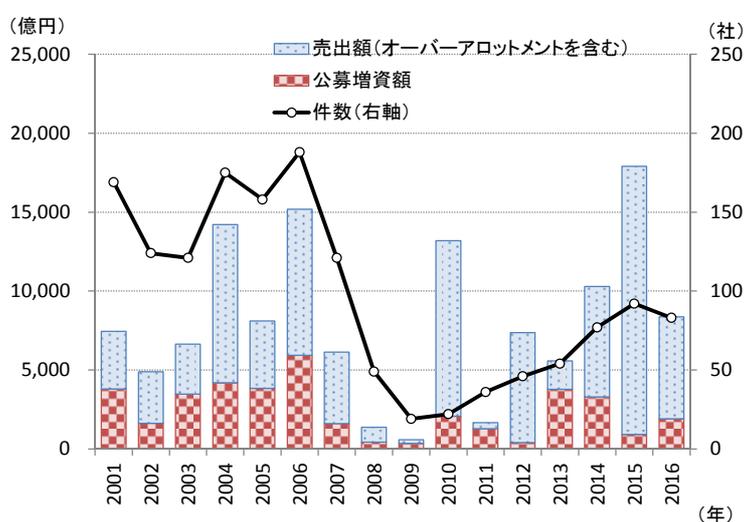
[要約]

- 2016年に国内の証券取引所に新規上場（IPO）した企業は83社で、前年比で約1割減となった。前年比で減少したのは7年ぶりである。年度ベースでも、2016年度のIPO件数は前年度を下回る見込みである。
- IPO件数は株式相場と連動して増減する傾向があるが、株価が2000年代半ばとほぼ同水準であるにもかかわらず、IPO件数は当時の半数程度にとどまる。特に新興市場への新規上場が減少しており、上場審査体制の強化や、ベンチャーキャピタルによる投資の減少が影響しているものと考えられる。
- 世界的に見てもIPO件数は2000年代半ばに比べ減少している。欧州債務危機や新興国の景気減速および商品市況の変動に加え、中国系企業の海外上場が減少していることも影響しているようだ。
- 海外の取引所に比べ、東京証券取引所では海外企業の上場が少ない。報道によれば、サウジアラビアの国営石油会社「サウジアラムコ」がIPOを検討しており、東証も上場先の候補の1つに挙がっているという。東証の外国株は上場廃止が相次ぎ、現在6社しか上場していないが、「サウジアラムコ」の誘致が成功すればIPO件数増加の契機になるかもしれない。

1. 2016年のIPO件数は前年比で約1割減

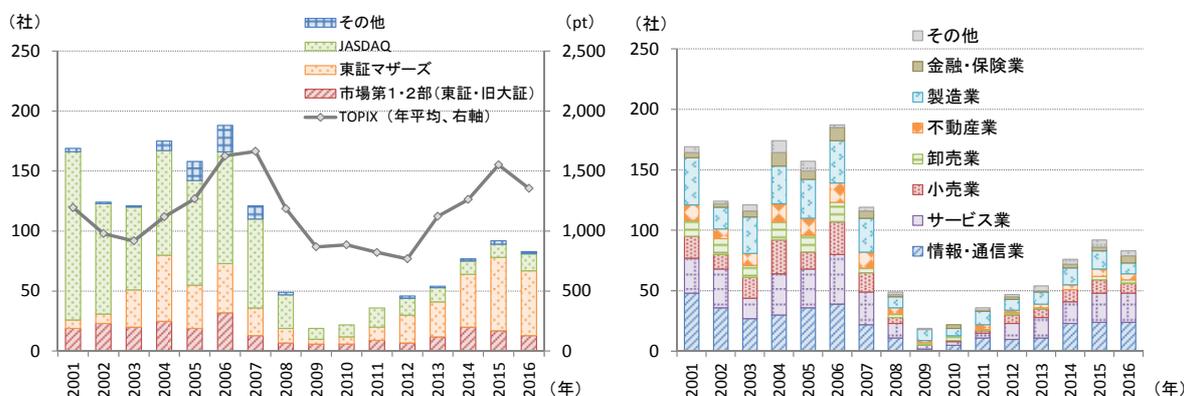
2016年に国内証券取引所に新規上場（IPO）した企業数は83社と、前年比で約1割減少した（図表1）。前年比で減少したのは7年ぶりである。本稿執筆時点では、2016年度で見ても前年度比減少の見込みである。IPOに伴う公募増資額・売出額は前年比でほぼ半減しているが、これは2015年の日本郵政・ゆうちょ銀行・かんぽ生命保険の大型上場（売出額合計約1.4兆円）が大きく影響している。金額の増減はその年に大型のIPOがあったかどうかで大きく左右され、2016年の公募増資額・売出額も九州旅客鉄道（売出額約4,000億円）、LINE（公募増資・売出額約1,000億円）、コマダホールディングス（公募増資・売出額500億円）の3社で全体の約7割を占めている。上場市場で一番多かったのは、東京証券取引所の新興市場であるマザーズである（図表2左図）。業種では情報・通信業やサービス業の上場が多く見られた（図表2右図）。

図表1 IPO件数およびIPOに伴う公募額・売出額



(注) TOKYO PRO Market を除く。件数のみ外国株式を含む。
 (出所) アイ・エヌ情報センター、プロネクサス「株式公開白書」(各年版)より大和総研作成

図表2 IPOの上場市場内訳 (左図)、業種内訳 (右図)



(注) 名証・福証・札証はその他に含む。TOKYO PRO Market を除く。業種内訳は外国株式を除く。重複上場の場合、いずれかで1社と計上。優先順位は東証（市場第1部・第2部・マザーズ）、JASDAQ、その他。
 (出所) アイ・エヌ情報センター、プロネクサス「株式公開白書」(各年版)、日本取引所グループより大和総研作成

2. IPO 件数が株価水準ほど回復しない背景

(1) 新規上場の審査体制強化

一般的に、新規上場企業の数、株式相場と連動して増減することが多い。新規上場に伴って公募増資や株主が保有する株式の売出しを行うにあたり、株価が上昇基調（下落基調）にある時は、投資家の投資意欲が高く（低く）、公開価格の設定が高く（低く）なる傾向があるためだ。2000年代後半のサブプライムローン問題に端を発する金融危機の際は、株価の下落とともにIPO件数は大きく減少した。前掲図表2左図のとおり、株価は2000年代半ばに近い水準まで回復している。しかし、IPO件数は2009年を底に回復基調にはあるものの、2000年代半ばの半数程度にとどまっている。

要因の1つには、新規上場の審査体制の強化が挙げられる。前掲図表2のとおり、国内のIPO件数で大きく減少したのは新興市場¹である。2000年代前半は新興市場を中心にIPOが急増し、“IPOブーム”ともいえる状況であったが、2000年代半ばになると、新興企業の役員による不祥事や、上場間もない企業による大幅な業績下方修正などが相次いだ。新興市場に対する投資家や株主の信頼を取り戻すため、2007年以降、日本証券業協会や証券取引所が中心となり、証券会社の引受審査体制強化など、様々な制度整備を行った（図表3）。結果的に、IPOが2000年代前半に比べ、慎重に行われるようになったものとみられる。

図表3 新興市場の信頼性向上に向けた主な取組み

公表文書	公表時期	団体名	主な内容
上場制度総合整備プログラム	2006年 6月	東京証券取引所	<ul style="list-style-type: none"> ・新興企業経営者向けの啓蒙活動を実施 ・本則市場²の上場審査で実施する実質審査に準じた審査を実施、不備がある場合には改善を勧告することができる制度を導入 ・年2回の会社説明会の継続実施を義務化 等
会員における引受審査のあり方・MSCBの取扱いのあり方等について－会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ最終報告－	2007年 2月	日本証券業協会	<ul style="list-style-type: none"> ・引受審査項目の整備 ・引受審査に関する実務指針の見直し
マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた有価証券上場規程等の一部改正について	2011年 2月	東京証券取引所	<ul style="list-style-type: none"> ・財務諸表の信頼性向上のための対応 ・市場コンセプト明確化のための対応
最近の新規公開を巡る問題と対応について	2015年 3月	日本取引所グループ	<ul style="list-style-type: none"> ・新規公開会社の経営者による不適切な取引への対応 ・上場直後の業績予想の大幅な修正への対応 ・上場時期の集中への対応

(注) 東京証券取引所の上場制度整備プログラムは複数年にまたがって検討・実施されたものである。公表時期は最初に公表された時期を示した。

(出所) 日本証券業協会、日本取引所グループより大和総研作成

¹ 新興市場には東証のJASDAQ・マザーズ、名証のセントレックス、札証のアンビシャス、福証のQ-Boardが存在する。セントレックス・アンビシャス・Q-Boardに上場した企業は図表2（左図）ではその他に含まれる。

² 新興市場に対し、従来の市場を本則市場という（東証・名証の市場第一部・第二部はともに本則市場である）。

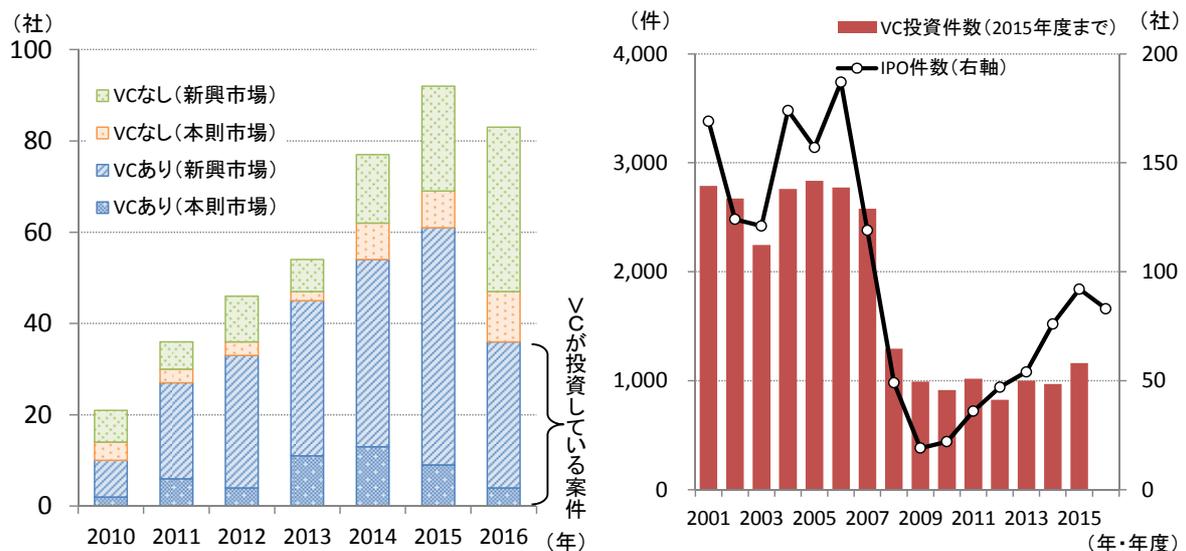
(2) 低迷するベンチャーキャピタル投資

2000年代後半以降、ベンチャーキャピタル（VC）による投資が大きく減少していることも、IPO 件数が増加しない背景にありそうだ。2010年～2016年に新規上場した企業のうち、VCの出資を受けている企業は6割を超える（図表4、左図）。VCは投資資金を回収する必要があるため、将来的にIPOやM&Aなどにより持ち分を他者へ売却する必要がある。そのため、出資を受けた企業にはIPOの動機が生じやすい。つまり、VCによる投資が増えれば（減れば）、IPO件数も増える（減る）ことが予想される。

2000年代後半の金融危機以降、VC投資は低迷している（図表4、右図）。2000年代半ばまで、VCの投資資金回収はIPOが主流であったことから³、株式相場の低迷によるIPO件数の減少がVCの投資資金回収を滞らせ、VCによる新たな投資が困難になるという負の連鎖が生じてしまった。

VCの投資案件がIPOにたどり着くまでには年単位の時間を要するため、VCの投資件数とIPO件数の増減が直接連動するわけではない。しかし、少なくとも2000年代半ばに比べれば、VCの出資を受けた“IPO予備軍”が減少しているものとみられ、IPO件数が短期間で2000年代前半の水準まで増加するのは難しそうだ。

図表4 IPOにおけるVCの出資の有無（左図）、VCの投資件数とIPO件数の推移（右図）



(注) ベンチャーキャピタル投資先件数は年度、IPO件数は暦年で集計したもの。ベンチャーキャピタルの投資件数には海外向けを含む。

(出所) ベンチャーエンタープライズセンター、アイ・エヌ情報センター、プロネクサス「株式公開白書」（各年版）、各社の有価証券報告書より大和総研作成

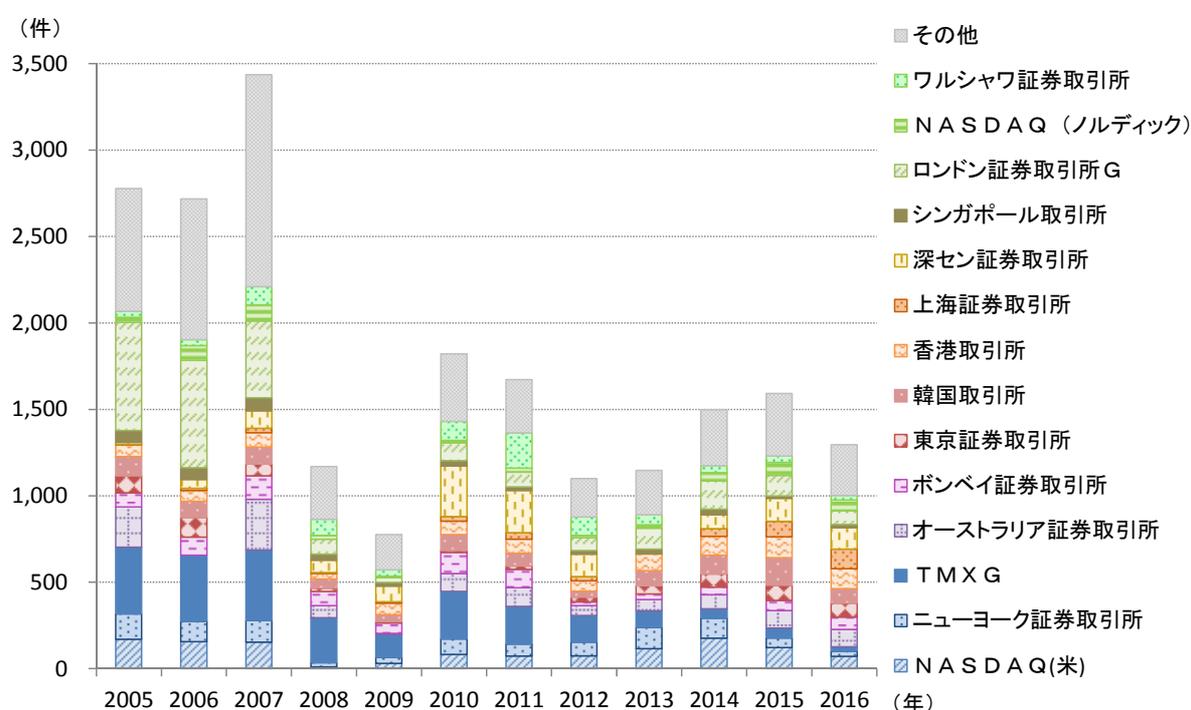
³ 2000年代後半からは、経営者による買戻しや、M&A等による売却が増えている。

3. 世界の IPO の動向

(1) 世界的にも 2016 年の IPO 件数は対前年比で減少

世界的にも 2016 年の IPO 件数は前年比で減少した（図表 5）。英国の国民投票で EU 離脱派が勝利したことや、米国でトランプ大統領が誕生したことなど、株価を大きく変動させる出来事が起きたことから、上場を見送る企業が少なからずあったものとみられる。IPO と言えば米国を中心に北米で活発な印象だが、近年では中国（上海・深セン・香港）の IPO 件数が世界の 2 割前後を占めている。中国本土の IPO 件数は当局の上場認可に影響を受けるものの、中国企業の旺盛な資金需要を反映した結果となっている。

図表 5 世界の取引所の IPO 件数の推移



(注1) ロンドン証券取引所 G はミラノ証券取引所の IPO を含む。TMX G はトロント証券取引所および TSX ベンチャー取引所の合計。NASDAQ (ノルディック) は傘下の取引所（ヘルシンキ・コペンハーゲン・ストックホルム・アイスランド・タリン・リガ・ビリニウス）の合計。

(注2) WFE に報告されたもののみ集計しているため、一部データが欠けている部分がある。例えば、2006 年はオーストラリア証券取引所の値が欠損している。

(出所) WFE (World Federation of Exchanges) より大和総研作成

(2) 欧州債務危機や新興国経済、中国系企業の動向に左右される IPO

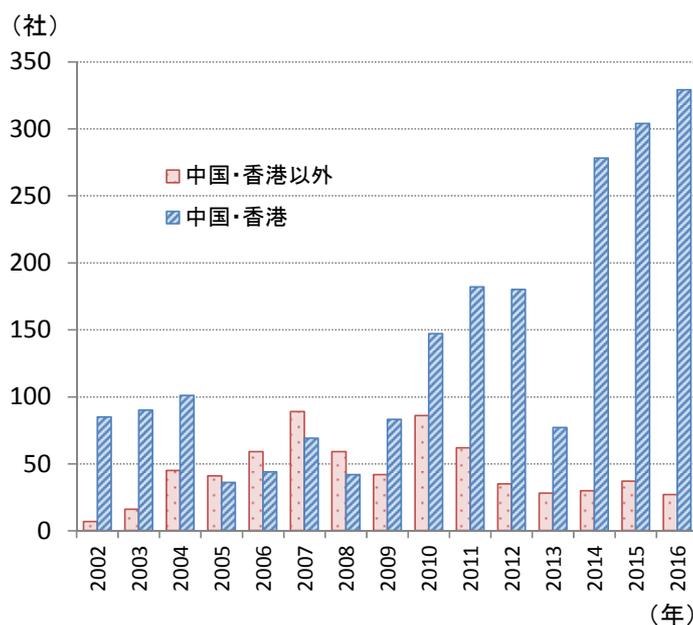
IPO 件数の推移を地域別に見ていくと、アジア地域の IPO 件数は 2000 年代半ばに近い水準まで回復しているが、北米・欧州地域で低迷が続いている。これは欧州債務危機や新興国経済の減速および商品市況の変動が影響しているものとみられる。特に減少が目立つのはロンドン証券取引所グループ（以下、LSEG）および TMX グループであり、それぞれの中小企業向けの AIM 市場、TSX ベンチャー取引所における IPO 件数が減少している。2000 年代の半ばに両市場に新規上場した企業を見ると、AIM 市場はその他金融業（ノンバンクやヘッジファンド、アセットマ

ネジメント会社など)、TSX ベンチャー取引所はエネルギー関連や鉱業の割合が高く、金融危機や新興国経済、商品市況の影響を受けやすい構造であった。

また、世界全体にかかわる要因として考えられるのが、リーマン・ショック以降、日・米・欧の中央銀行が実施した量的緩和政策である。世界的に金利が低下したことで、企業の負債調達（銀行借入れや社債発行）が容易になり、株式市場からの資金調達の優位性が低下した。

もう1点、考慮すべきと思われるのが、中国系企業の海外上場である。前掲図表5のとおり、中国（上海・深セン・香港）のIPO件数は堅調に推移しているが、中国系企業の海外取引所への上場は減少傾向にある（図表6）。2000年代には世界各国の取引所が資金需要旺盛な中国系企業のIPO誘致に力を入れていた。しかし、上場した中国系企業において不正会計が度々発生したことや、中国系企業によるいわゆる“裏口上場”（上場企業の買収等により、上場審査を受けずに上場すること）に批判が集まったことなどから、監督体制を強化するなど取引所の姿勢に変化が生じた。また、海外より中国本土で上場した方が、株式価値が高く評価されるケースが多いことから、上場先を中国本土に変更する動きも見られ、これらが中国系企業の海外上場の減少につながっているものとみられる。

図表6 親会社が中国に所在する企業のIPO先



(注) 中国は上海証券取引所・深セン証券取引所（ともにメインボードのみ）、香港はGEM市場を含む香港取引所の値。
(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

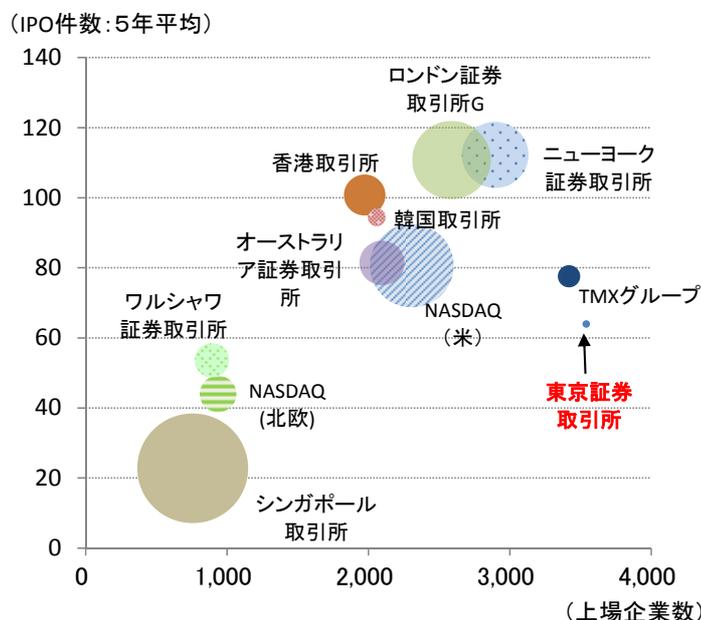
4. IPOを通して見る証券取引所の国際化

近年の日本と海外のIPO件数の推移を比較すると、いずれも2000年代半ばに比べ、水準が低下していることが確認できる。その背景にはいくつかの差異があるものの（例えば日本国内のIPOは金融やエネルギー関連など特定の業種に集中していたわけでもなければ、中国系企業の上場が多く見られたわけでもない）、金融危機の影響を受けたこと、日銀の金融緩和により企業の

資金調達において株式市場からの資金調達の優位性が低下したことは共通の要因として挙げられるだろう。

1点気になるのは、東証では海外企業によるIPOがほとんどないことだ。2008年以降で東証に上場した外国企業は、アキュセラ・インク（2014年マザーズ上場、2016年上場廃止）1社のみである。IPO件数の世界的な減少を受け、他国の取引所においても海外企業の上場件数は減少してはいるのだが、LSEGやシンガポール取引所（以下、SGX）、ニューヨーク証券取引所（以下、NYSE）、NASDAQ（米）などはIPOに占める海外企業の比率が依然として高い。各国の取引所のIPO件数と上場企業数、また全上場企業に占める海外企業の割合⁴を示したのが図表7である。図中の円の大きさは、大きい（小さい）ほど、全上場企業に占める海外企業の割合が高い（低い）ことを意味する。東証は全上場企業に占める海外企業の割合が低いことが確認できる。

図表7 各取引所の上場企業数、IPO件数、海外企業比率



(注) IPO件数は2012年～2016年の平均。上場企業数および海外企業比率は2016年の値。泡の大きさは全上場企業に占める海外企業の割合を示しており、大きいほど（小さいほど）、海外企業の割合が高い（低い）。
(出所) WFE (World Federation of Exchanges) より大和総研作成

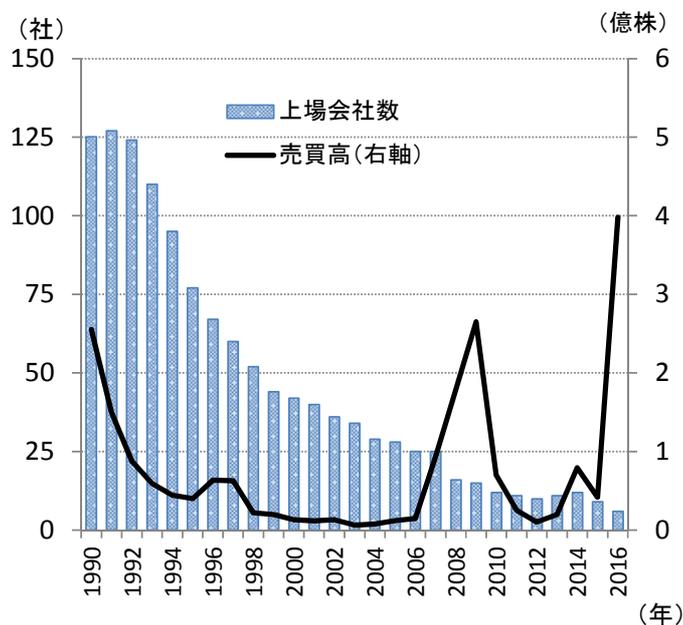
東証の流通市場においては海外投資家の存在感が高まる一方、発行市場においては国内企業の利用が大半で、海外企業はごくわずかである。東証は1973年に外国株市場⁵を開設しており、1991年には127社が上場する市場にまで成長したが、バブル崩壊とともに上場を廃止する企業が増え、日本経済の低迷や上場会社の本国市場集約への動きなどから、上場しているのは6社のみ（本稿執筆時点）となってしまった（図表8）。2005年の旧証券取引法（現・金融商品取引法）の改正による英文開示制度の導入、2007年～2008年のJDR (Japanese Depositary Receipt)

⁴ IPO件数に占める海外企業の割合は年によってばらつきが大きいため、ここでは全上場企業に占める海外企業の割合を使用した。

⁵ 2005年に外国株市場と国内市場は統合され、本則市場もしくは新興市場において外国株として上場する仕組みになっている。

の上場制度整備、2009年のプロ向け市場「TOKYO AIM（現在のTOKYO PRO Market）」の創設などが行われているが、厳しい状況が続いている⁶。

図表8 東証の上場外国企業数と売買高



(注) 上場会社数は年末時点の値、売買高は年間の合計。

(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

全上場企業に占める海外企業の割合が特に高いのは、SGX、LSEG、NYSE、NASDAQ（米）であるが、これらの国は全て使用言語が英語である。日本においても一定の条件のもとで英語による情報開示が認められているが、例えば法令諸規則への対応など、日本語が必要となる場面は少なくない。個人投資家を意識するのであれば、IRにも日本語が必要になり、海外企業にとっては負担が大きい。また、企業が上場先を選択する際は、資金調達以外にビジネスを行う上で最も適したところはどこか（企業の信頼性や知名度向上等の効果）といった観点も考慮される。2016年に世界銀行が公表したビジネス環境ランキング、世界経済フォーラムが公表した国際競争力ランキングを見ると、日本はシンガポール、英国、米国より下位に位置する。

報道によれば、サウジアラビアの国営石油会社である「サウジアラムコ」がIPOを検討しており、東証も候補に挙がっているという。「サウジアラムコ」のIPO誘致に成功すれば、東証のIPO件数増加の契機になるかもしれない。東証の市場規模や流動性の高さ、潤沢な家計金融資産（個人投資家から資金調達がしやすい）などは、上場を検討する海外企業へのアピールポイントになる。一方で、言語やビジネス環境といった面では、米国や英国、シンガポール、香港⁷などの優位性が高く、厳しい競争となりそうだ。

⁶ TOKYO PRO Marketでは開示言語として英語が認められているが、現在上場しているのはすべて国内企業である。

⁷ 香港はビジネス環境ランキングでは日本より上位に位置するが、国際競争力ランキングでは日本の1つ下である（ただしスコアは同じ）。