

新規公開株式のディスカウントの状況

May 31, 2017

コンサルタント 平出 裕章

1. はじめに

平成 29 年における新規上場件数は平成 29 年 4 月時点で 30 社を超えており前年同期よりも上回る水準で推移しています（市場変更も含む）。

新規上場株式の公開価格は、ブックビルディング方式により決定されますが公開価格は、上場後に想定される株価に対して一定のディスカウントを考慮して決定されるものと考えられており、このディスカウントは「IPO ディスカウント」と呼ばれています。

本稿においては、IPO ディスカウントの意義及び IPO ディスカウントが行われる背景について解説し、その上で平成 29 年 1 月から平成 29 年 4 月末までに我が国で新規に上場した企業を対象にして、IPO ディスカウントを推計し、最近の IPO ディスカウントの状況を概観します。

また、IPO ディスカウントと似て非なる概念である非流動性ディスカウントについても、その意義及び非流動性ディスカウントの推計についても解説します。

2. IPO ディスカウントの意義及び背景

IPO ディスカウントとは、未上場企業が新規上場に伴うファイナンスを行う際の公開価格決定に関して、投資家が負う新規上場特有のリスク、上場会社と比べた情報量等を勘案して、想定される上場後の流通価格から一定率のディスカウントを行うことを意味します。IPO ディスカウントが行われる背景としては一般に次のような背景によるといわれています。

- ① 上場後に十分な流動性が確保できないリスクが存在すること。
- ② 一般投資家が、新規上場の株式を公募・売出により公開価格で取得する際、投資判断するために参考とすべき上場前の取引事例価格として参照できるものが少ないため、投資判断にあたって一定のリスクが存在すること。
- ③ 新規上場会社の株式を購入する投資家は、上場会社と比較して投資判断の情報が少なく、目論見書などの限られた情報から独自に分析し意思決定する必要がある、一定のコストとリスクを負わざるを得ないこと。

IPO ディスカウントの水準については、公開価格と上場後の株価との差異を分析することにより、推計することが考えられます。

そこで、平成 29 年において新規に上場した会社の公開価格及びその後の株価の推移から、以下に IPO ディスカウント率の推計を示しました。

＜表 1 平成 29 年度新規上場における IPO ディスカウント＞

証券コード	会社名	上場日	公開価格	初値			1か月以内			3か月以内				
				平均株価	騰落率	ディスカウント率	平均株価	騰落率	ディスカウント率	平均株価	騰落率	ディスカウント率		
3565	アヤシテック(株)	2017/4/25	2,000	5,950	298%	68%	6,959	348%	71%	6,930	347%	71%		
6843	(株)新エネ	2017/4/18	1,370	3,750	274%	63%	4,420	323%	69%	4,527	330%	70%		
3564	(株)LIXILヒバ	2017/4/12												
7940	ウーブロックホールディングス(株)	2017/4/10	750	721	-4%	96%	927	124%	19%	809	108%	7%		
3985	子モナ(株)	2017/4/6	2,550	8,050	316%	68%	8,628	338%	70%	7,847	308%	68%		
6175	(株)ネットマーケティング	2017/3/31	1,140	1,552	136%	27%	1,380	121%	17%	1,357	119%	16%		
3993	(株)スタンダードホームホールディングス	2017/3/30	3,600	3,450	-4%	95%	3,466	97%	-3%	3,496	97%	-3%		
3984	(株)ユーザーロカール	2017/3/30	2,940	12,500	425%	76%	9,104	310%	68%	9,380	319%	69%		
3984	(株)オークネット	2017/3/29	1,100	1,300	18%	15%	1,338	122%	18%	1,303	118%	16%		
3562	(株)No. 1	2017/3/28	1,570	3,460	220%	55%	2,893	184%	46%	2,870	183%	45%		
6894	(株)ズーム	2017/3/28	1,550	2,278	150%	33%	1,727	114%	12%	1,673	110%	9%		
3479	(株)ティーケーピー	2017/3/27	6,060	10,560	174%	43%	14,343	237%	98%	12,954	214%	53%		
3983	(株)オロ	2017/3/24	2,070	4,750	229%	56%	3,282	159%	37%	3,320	160%	38%		
4597	ソレイジアファーマ(株)	2017/3/24	185	234	126%	21%	584	316%	68%	474	256%	61%		
6547	(株)格闘家ホールディングス	2017/3/23	1,400	1,521	109%	8%	1,429	102%	2%	1,415	101%	1%		
1413	(株)マクミロ	2017/3/22												
3978	(株)マクミロ	2017/3/22	1,950	1,867	-4%	98%	1,986	102%	2%	1,918	98%	-2%		
6546	フルテック(株)	2017/3/22	600	1,230	205%	51%	933	155%	36%	942	157%	36%		
3561	(株)カノ環ホールディングス	2017/3/21	600	2,230	372%	73%	2,188	365%	73%	2,306	384%	74%		
3757	(株)OZソフト	2017/3/21												
6545	(株)インターネットインフィニティ	2017/3/21	1,320	5,040	382%	74%	5,303	402%	75%	4,957	376%	73%		
3981	(株)ビーグリ	2017/3/17	1,880	1,881	100%	0%	2,177	116%	14%	2,097	112%	10%		
6544	ジャパンエレベーターサービスホールディングス(株)	2017/3/17	550	890	162%	38%	1,420	258%	61%	1,219	222%	55%		
3550	(株)日産日	2017/3/16	2,350	9,360	228%	96%	5,699	242%	99%	4,943	210%	52%		
3972	(株)宇治会	2017/3/16	3,000	3,350	111%	10%	4,247	142%	29%	3,852	128%	22%		
9325	(株)ファイズ	2017/3/15	1,250	4,010	321%	69%	7,994	640%	84%	6,736	539%	81%		
9078	(株)エスライオン	2017/3/10												
3559	(株)ビーバンドットコム	2017/3/9	1,650	3,530	214%	53%	2,363	143%	30%	2,451	149%	33%		
3559	(株)ロンド	2017/3/7	1,850	2,625	142%	30%	1,866	102%	2%	2,000	108%	8%		
3557	ユニテッド&コレクティブ(株)	2017/2/23	1,620	4,500	278%	64%	4,526	279%	64%	4,843	299%	67%		
9519	(株)レノバ	2017/2/23	750	1,125	150%	33%	1,321	176%	43%	1,541	205%	51%		
6543	(株)日産	2017/2/16	1,600	3,000	188%	47%	2,459	154%	35%	2,457	154%	35%		
1439	(株)東江エレクト	2017/2/10	1,250	1,300	104%	4%	1,359	108%	21%	1,701	136%	26%		
3976	(株)シヤン	2017/1/27	1,500	6,310	421%	76%	3,872	258%	61%	4,292	286%	65%		
				平均値 中央値		40% 45%		平均値 中央値		41% 40%		平均値 中央値		40% 41%

* グレーで記載した箇所については市場変更銘柄に該当するため対象から除いている。

ディスカウント率サマリー

	初値	1か月平均株価	3か月平均株価
0以下	3件	1件	2件
10%以下	4件	3件	4件
10%以上20%以下	1件	5件	3件
20%以上30%以下	3件	2件	2件
30%以上40%以下	3件	4件	4件
40%以上50%以下	3件	3件	2件
50%以上60%以下	4件	1件	3件
60%以上70%以下	5件	6件	6件
70%以上80%以下	4件	4件	3件
80%以上90%以下	0件	1件	1件
合計	30件	30件	30件

上記の通り、公開価格に対する新規上場後3か月までの平均株価に対するディスカウント率については平均値、中央値共に41%~45%程度となっています。その一方で、ディスカウント率0%以下(公開価格を下回る初値及び流通価格)が数件ありますが、結果的にIPOディスカウントの趣旨に沿わないものになったものと言えます。また、70%を超えるものが数件存在していますが、公開価格の決定において想定した株価を大幅に上回る価格形成がなされたものと考えられます。このように実績から推計するディスカウント率は、その時々株式市場や新規上場株式を取り巻く環境、個々の新規上場会社に対する株価形成によって変動幅があり、公開価格決定の困難さがあることを示唆するとも言えます。

3.新規公開会社の公開前の直近取引価格と株式公開後の初値との比較

3.1 非流動性ディスカウントとは

非上場株式は、上場株式と異なり市場で株式を売却することができないため、売却候補を探し価格交渉等にコストをかけざるを得ない事情があり、投下資本の回収にリスクがあるため一定のディスカウントを受け入れざるをえないため、非上場株式の取引価格を決定する際には、非流動性ディスカウント¹を考慮することが実務では一般的です

¹ 「企業価値評価ガイドライン」52頁では、「上場会社の株式と比較して、非上場会社の株式の流動性は

(No63 非流動性ディスカウントに関する判例の考察 参照)。

すなわち、非流動性ディスカウントとは、買い手による将来の売却にかかる見積もりコストを考慮したディスカウントであり、交渉により決定されるものです。交渉により決定される以上、客観的な算式により決定されるものではないが、米国のスタンダードな教科書においては「一般則としては、非流動性割引率は推定価値の 20%から 30%に設定される²⁾」とあり、我が国でも、実務上、非流動性ディスカウントを 30%程度にして株主価値を算定する実務が定着しており、米国のデータとも整合しており不合理なものではないと考えられています。

3.2 非流動性ディスカウントの推計

しかし非流動性ディスカウントの水準について我が国においてデータが存在しておりません。そこで平成 29 年に新規公開した上場会社を対象に、公開前の取引価格と公開後の初値を比較することで、非流動性ディスカウントの推計を以下のように試みました³⁾。

証券コード	会社名	上場日	初値	上場前の直近の取引事例		取引内容
				単価(調整後)	ディスカウント率	
3565	アセンテック(株)	2017/4/25	5,950	580	90.25%	2016/5/2 新株予約権の発行
6548	(株) 施工房	2017/4/18	3,750	209	94.43%	2016/10/31 特別利害関係者等との取引
3564	(株) LIXILピバ	2017/4/12				
7940	ウェーブックホールディングス(株)	2017/4/10	721	523	27.46%	2016/10/31 特別利害関係者等との取引
3985	テモナ(株)	2017/4/6	8,050	600	92.55%	2016/3/25 特別利害関係者等との取引
6175	(株) ネットマーケティング	2017/3/31	1,552	740	52.32%	2016/11/18 特別利害関係者等との取引
3563	(株) スシローグローバルホールディングス	2017/3/30	3,430	2,626	23.45%	2015/12/30 特別利害関係者等との取引
3984	(株) ユーザーローカル	2017/3/30	12,500	1,300	89.60%	2016/6/30 特別利害関係者等との取引
3964	(株) オークネット	2017/3/29	1,300	343	73.59%	2015/3/24 特別利害関係者等との取引
3562	(株) No. 1	2017/3/28	3,460	1,000	71.10%	2016/4/28 特別利害関係者等との取引
6694	(株) ズーム	2017/3/28	2,278	1,128	50.50%	2014/12/26 新株予約権の発行
3479	(株) ティーケービー	2017/3/27	10,560	6,060	42.61%	2016/12/14 新株予約権の発行
3983	(株) オロ	2017/3/24	4,750			
4597	ソレジア・ファーマ(株)	2017/3/24	234	138	41.03%	2016/11/28 新株予約権の発行
6547	(株) グリーンズ	2017/3/23	1,521			
3978	(株) マクロミル	2017/3/22	1,867	500	73.22%	2017/1/27 特別利害関係者等
6546	フルテック(株)	2017/3/22	1,230	316	74.34%	2016/10/3 新株予約権の発行
3561	(株) カの源ホールディングス	2017/3/21	2,230			
6545	(株) インターネットインフィニティ	2017/3/21	5,040	500	90.08%	2016/11/24 新株予約権の発行
3981	(株) ビーグリー	2017/3/17	1,881	800	57.47%	2016/3/30 新株予約権の発行
6544	ジャパンエレベーターサービスホールディングス(株)	2017/3/17	890	883	0.79%	2016/8/31 新株予約権の発行
3560	(株) ほほ日	2017/3/16	5,360	1,686	68.55%	2016/11/30 新株予約権の発行
3979	(株) うるる	2017/3/16	3,330	870	73.87%	2016/3/18 新株予約権の発行
9325	(株) ファイズ	2017/3/15	4,010	50	98.75%	2016/3/31 新株予約権の発行
3559	(株) ビーバンドコム	2017/3/9	3,530	167	95.28%	2016/10/24 特別利害関係者等との取引
3558	(株) ロコンド	2017/3/7	2,625	1,500	42.86%	2016/5/31 特別利害関係者等との取引
3557	ユナイテッド&コレクティブ(株)	2017/2/23	4,500	3,000	33.33%	2014/12/31 第三者割当増資
9519	(株) レノバ	2017/2/23	1,125	750	33.33%	2016/11/9 特別利害関係者等との取引
6543	(株) 日宣	2017/2/16	3,000			
1439	(株) 安江工務店	2017/2/10	1,300	800	38.46%	2016/4/13 特別利害関係者等との取引
3976	(株) シヤノン	2017/1/27	6,310	660	89.54%	2016/9/16 特別利害関係者等との取引
			平均値		62.26%	
			中央値		69.82%	

※ 新規上場申請日の直前事業年度の末日から起算して2年前の日から上場日の前日までの期間において株式等の異動がないものについては、グレーアウトしている。
 ※ また市場変更による新規上場会社については表より除いている。
 ※ 分割・併合前の単価については調整後の単価を表示している。

上記より、平成 29 年に新規上場企業における、公開前の直近の取引価額と上場後の初値のディスカウント率については平均値及び中央値のいずれにおいても 60%を超えるものとなりました。取引価額については、DCF 法、時価純資産法等のように取引ごとに算定方法が異なること及び譲渡人と譲受人が協議の上取引価格を決定していることなどが

低い。非上場会社の株式を換金しようとするときには追加的なコストがかかるため、非上場会社の株価は上場会社よりも低く評価される。これは、非流動性ディスカウントと呼ばれている。我が国において、非上場会社の評価においては、どの程度の非流動性ディスカウントを見込むべきかに関して合意された水準があるわけではないが、評価の際には類似取引等を参考に考慮する必要がある。」と解説されている。

²⁾ アスワス・ダモダラン著、山下恵美子訳『資産価値測定総論 3』パンローリング、42 頁

³⁾ 国際評価基準として公表されている IVS2017 における「IVS 105 Valuation Approaches and Methods Other Market Approach Considerations 30.17」において、非流動性ディスカウントの合理的な方法による定量化の一つとしてこの方法が挙げられている。

ら、価格決定の前提が一定でないという事情があることから、30%というディスカウント水準は大きく乖離したものと考えられます。

4. おわりに

IPO ディスカウント及び株式公開前の取引価格のディスカウントの状況を調査したもののその内容については今後引き続き検討の余地があるといえます。今回の分析はサンプル数が少ないこともあり、改めて範囲を広げた分析を今後の検討課題にしたいと思います。

以上