
IPO Report

2015年 中間期

2015年7月
株式会社エスネットワークス

監修: IPOサポート室 熊谷伸吾

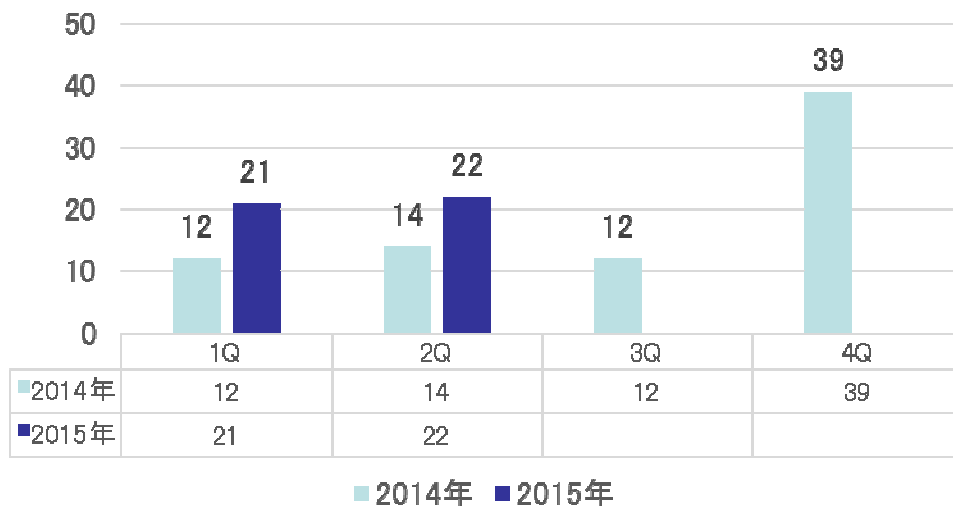


I 日本国内IPOの最新動向

I 日本国内IPOの最新動向

1. 国内IPO企業数

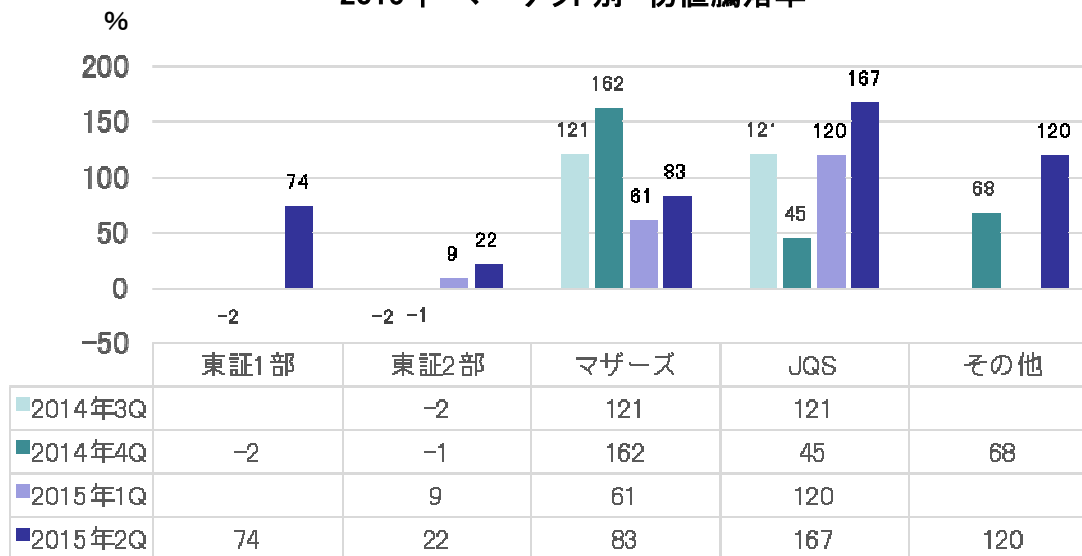
新規上場会社の推移



コメント

- 2015年1Qの新規上場会社数は21社(前期比+9社)、2015年2Qでは22社(前期比+8社)となり、2015年上半期で新規上場した会社数は43社となる。
- アベノミクスや2020年に開催される東京オリンピックを背景に、2014年度に続き新規上場会社数は増加傾向にあり、年初では2015年度の新規上場を果たす会社は100社程度ではとされていた。
- しかし、いわゆる「gumiショック」の影響により東証が証券会社や監査法人に対してIPO審査の厳格化を促したことにより、2015年度の新規上場会社数は年初の予想を少し下回る80社~90社程度となるのではとされている。

2015年 マーケット別 初値騰落率



コメント

- 2015年上半期の上場数は43社であったが、初値騰落率(初値が公募価格に対して何%上昇したか)がプラスの値になったのが39社であり、マイナスの値になったのは3社で、ゼロ(公募価格と初値が同じ)となったのは1社であった。
- 2015年の1Q、2Qの特徴としては、マザーズ及びJQSの騰落率が高い。マザーズでは、ジグソー、テラスカイ、JQSではエムケイシステム、デジタル・インフォメーション・テクノロジー、スマートニュース等の高い成長性が見込まれる注目のIT企業が上場したことにより高い騰落率がとなった。
- エスケーホームが実に2年ぶりに単独で福岡証券取引所の新興市場である「Qボード」に上場した。

I 日本国内IPOの最新動向

2. 2015年上半期のIPO企業 1/2

上場日	CD	銘柄名	市場	予想		仮条件価格帯				公開価格	PER	初値	PER	騰落率 対公開価格	
				EPS	想定価格	下限	PER	～	上限						PER
2/12	6036	KeePer技研(株)	マザーズ	126	2,120	2,000	15.9	～	2,120	16.9	2,120	16.9	3,160	25.1	49%
2/18	3454	ファーストブラザーズ(株)	マザーズ	160	2,490	1,920	12.0	～	2,040	12.7	2,040	12.7	2,090	13.0	2%
2/18	6037	(株)ファーストロジック	マザーズ	45	1,770	1,600	35.4	～	1,770	39.1	1,770	39.1	2,700	59.7	53%
2/19	3906	(株)ALBERT	マザーズ	91	2,350	2,600	28.5	～	2,800	30.7	2,800	30.7	6,040	66.2	116%
2/20	1384	(株)ホクリヨウ	東証二部	41	460	430	10.4	～	460	11.1	460	11.1	501	12.1	9%
2/23	3907	シリコンスタジオ(株)	マザーズ	241	4,900	4,200	17.5	～	4,900	20.4	4,900	20.4	9,900	41.1	102%
3/17	3908	(株)コラボス	マザーズ	191	3,620	3,260	17.1	～	3,620	19.0	3,620	19.0	8,600	45.1	138%
3/17	3910	(株)エムケイシステム	JQ(S)	299	3,300	3,300	11.0	～	3,500	11.7	3,500	11.7	15,120	50.5	332%
3/19	3909	(株)ショーケース・ティービー	マザーズ	115	1,680	1,680	14.7	～	1,800	15.7	1,800	15.7	5,290	46.2	194%
3/19	3223	(株)エスエルディー	JQ(S)	118	1,650	1,500	12.7	～	1,650	14.0	1,650	14.0	1,903	16.1	15%
3/19	3224	(株)ヒューマンウェブ	マザーズ	133	1,700	1,700	12.8	～	1,800	13.6	1,800	13.6	2,010	15.2	12%
3/24	3445	(株)RS Technologies	マザーズ	78	2,800	2,550	32.5	～	2,750	35.1	2,750	35.1	2,100	26.8	-24%
3/24	1430	ファーストコーポレーション(株)	マザーズ	180	1,530	1,530	8.5	～	1,600	8.9	1,600	8.9	2,000	11.1	25%
3/24	6038	(株)イード	マザーズ	71	1,400	1,300	18.3	～	1,400	19.7	1,400	19.7	2,050	28.9	46%
3/25	3911	(株)Aiming	マザーズ	37	900	900	24.4	～	920	25.0	920	25.0	1,032	28.0	12%
3/25	3457	(株)ハウスドゥ	マザーズ	367	3,430	3,430	9.4	～	3,600	9.8	3,600	9.8	5,300	14.5	47%
3/25	3131	シンデン・ハイテックス(株)	JQ(S)	238	2,640	2,640	11.1	～	2,740	11.5	2,740	11.5	3,075	12.9	12%
3/26	3912	(株)モバイルファクトリー	マザーズ	66	1,340	1,310	19.7	～	1,410	21.3	1,410	21.3	2,812	42.4	99%
3/26	6039	(株)日本動物高度医療センター	マザーズ	61	1,130	1,080	17.7	～	1,130	18.5	1,130	18.5	1,630	26.7	44%
3/26	7813	(株)プラッツ	マザーズ Qボート	543	3,240	3,000	5.5	～	3,260	6.0	3,260	6.0	5,500	10.1	69%
3/27	3913	(株)sMedio	マザーズ	116	2,400	2,400	20.6	～	2,520	21.6	2,520	21.6	4,000	34.3	59%
4/8	4592	サンバイオ(株)	マザーズ	-21	2,170	1,600	-	～	2,000	-	2,000	-	1,710	-	-15%
4/17	3133	(株)海帆	マザーズ	92	950	950	10.3	～	1,020	11.1	1,020	11.1	1,800	19.5	76%
4/20	3134	Hamee(株)	マザーズ	138	2,530	2,230	16.2	～	2,530	18.4	2,530	18.4	4,230	30.7	67%
4/21	3458	(株)シーアールイー	東証二部	244	3,620	3,450	14.1	～	3,620	14.8	3,620	14.8	3,355	13.7	-7%
4/22	6040	日本スキー場開発(株)	マザーズ	173	3,330	3,330	19.3	～	3,570	20.7	3,570	20.7	3,925	22.7	10%
4/24	6044	(株)三機サービス	JQ(S)	152	1,540	1,440	9.5	～	1,540	10.1	1,540	10.1	2,112	13.9	37%
4/24	6045	(株)レントラックス	マザーズ	86	1,980	1,630	19.0	～	1,750	20.4	1,750	20.4	2,680	31.3	53%
4/28	6047	(株)Gunosy	マザーズ	0	1,520	1,460	5,034.5	～	1,520	5,241.4	1,520	5,241.4	1,520	5,241.4	0%
4/28	6046	(株)リンクバル	マザーズ	51	2,300	2,100	41.0	～	2,400	46.8	2,400	46.8	3,070	59.9	28%

I 日本国内IPOの最新動向

2. 2015年上半期のIPO企業 2/2

上場日	CD	銘柄名	市場	予想		仮条件価格帯				公開価格	PER	初値	PER	騰落率 対公開価格	
				EPS	想定価格	下限	PER	上限	PER						
4/28	3914	ジグソー(株)	マザーズ	32	2,090	2,090	65.1	~	2,390	74.5	2,390	74.5	8,040	250.5	236%
4/30	3915	(株)テラスカイ	マザーズ	69	1,650	1,580	22.9	~	1,700	24.6	1,700	24.6	7,560	109.6	345%
4/30	6048	(株)デザインワン・ジャパン	マザーズ	78	2,750	2,450	31.5	~	2,750	35.4	2,750	35.4	4,150	53.4	51%
6/16	4593	(株)ヘリオス	マザーズ	-41	1,550	1,100	-	~	1,200	-	1,200	-	1,470	-	23%
6/16	9417	(株)スマートバリュー	JQ(S)	164	1,550	1,500	9.2	~	1,580	9.6	1,580	9.6	7,030	42.9	345%
6/17	3135	(株)マーケットエンタープライズ	マザーズ	64	1,430	1,430	22.3	~	1,500	23.4	1,500	23.4	4,005	62.5	167%
6/18	3916	デジタル・インフォメーション・テクノロジー(株)	JQ(S)	84	1,280	1,200	14.3	~	1,300	15.5	1,300	15.5	4,500	53.6	246%
6/24	6166	(株)中村超硬	マザーズ	251	1,640	1,640	6.5	~	1,700	6.8	1,700	6.8	1,901	7.6	12%
6/24	3136	(株)エコノス	札証(A)	90	550	550	6.1	~	600	6.7	600	6.7	1,320	14.7	120%
6/25	6167	富士ダイス(株)	東証二部	44	500	500	11.4	~	530	12.0	530	12.0	800	18.2	51%
6/25	7780	(株)メニコン	東証 名証	103	1,670	1,630	15.8	~	1,700	16.5	1,700	16.5	2,950	28.6	74%
6/25	3137	(株)ファンデリー	マザーズ	43	725	725	16.7	~	765	17.6	765	17.6	1,546	35.6	102%
6/29	6239	(株)ナガオカ	JQ(S)	131	1,520	1,440	11.0	~	1,600	12.2	1,600	12.2	2,250	17.1	41%
平均値				124	1,993	1,869	140	~	2,025	147	2,025	147	3,692	165	81%
中央値				92	1,680	1,630	16	~	1,750	17	1,750	17	2,812	29	51%

II IPOを巡る規制強化のトピックについて

II. IPOをめぐる規制強化

直近のIPO不祥事に対する東証対応

2014年から2015年にかけて、新規上場銘柄での「投資家を裏切る行為」が、下記のようにいくつか発生してしまっている。そのため、IPOにおいて従来より厳格な規制がとられるようになってきているというのが、市場での共通認識になってきている。

直近の主なIPO不祥事

銘柄	市場	主な事業	上場時期	内容
gumi	東証1部	ソーシャルゲーム 開発	2014年12月	・上場3ヶ月後の2015年3月に業績下方修正。営業損益が13億の黒字 →4億赤字予想に ・上場1ヶ月後に追加借入30億円を実施、希望退職者募集もしていた ことも含めて、意図的な下方修正だったという見方も
フルッタフルッタ	マザーズ	アサイドリンク の販売	2014年12月	・上場2ヵ月後の2015年2月に業績下方修正。通期営業利益3億円 →1億円予想に ・CFOが退任
みんなのウエディング	マザーズ	結婚式場紹介 サイト運営	2014年3月	・2014年11月に社長主導での1,200万円の架空売上計上が発覚 ・社長が引責辞任
エナリス	マザーズ	省エネ管理、電力 代理購入	2013年10月	・2014年12月に売上高の過大計上による粉飾が発覚 ・創業社長が引責辞任

■東証としての主な直近の審査傾向

- 具体的な法的/上場規制は特別導入されず
- 一方で、上場前審査がより厳格になったということが関係者経由で間接的に聞こえてまいります。
 - －業績予想に、その根拠となるKPIの設定がほぼ必須に(gumi、フルッタフルッタ対応)
 - －内部統制の実効性をより要請(みんなのウエディング、エナリス対応)
 - －社外役員の要請をより強力に依頼(次頁にて追加説明)

II. IPOをめぐる規制強化 法律改正／制度改正による規制強化

2015年の会社法改正、および上場規程改正により、IPOというよりは上場企業のコーポレートガバナンス強化がはかられている。上場企業に対する改正となるため、IPO時の審査にも当然影響は出てきていると考えられている。本改正についてはオリンパスによる粉飾決算の影響もあると言われてはいるが、直近の東芝の粉飾決算を受けて、更なる規制強化となる可能性も考えられる。

直近の主な規制改正

項目	主な対象	内容	法令
社外役員の選任	上場企業	・監査役会設置会社社外取締役が存在しない場合の説明義務	会社法
複数の社外取締役の選任	東証1部、東証2部	・会社法ルールに加えて、複数の社外取締役の要求 ・選任できない場合は、後述の「コーポレートガバナンス報告書」にて理由を記載	上場規程
監査等委員会設置会社の新設	上場企業	・社外取締役が過半数の監査等委員会設置会社制度の新設導入 ・現時点でユニチャーム他200社程度が、現時点で監査等委員会設置会社に移行表明済	会社法
コーポレートガバナンス・コードの策定 コーポレートガバナンス報告書義務化	東証1部、東証2部	・上記のような規制に従わない場合(ex.社外取締役が1名等)は、その理由を示した報告書の提出を義務化	上場規程

■ 主な法改正/規則改正は上記のとおりとなり、法的なコンプライアンス規制が強まる傾向にあります。

- 全体的には、「社外」「独立」というキーワードにより、特に経営陣によるマネジメント不正の防止が求められています
- 社長の部下であり、実効性がないと一部でいわれている「日本流取締役会」の牽制機能を強化する形で「監査等委員会設置会社」制度が導入され、導入を予定する企業も多く出てきています
- 上場規程によって規制されている企業は、現状は東証1部、東証2部の企業のみだけだが、IPOにあたっては、マザーズ等の新興市場の企業についても同様の趣旨で証券市場審査の論点になるといわれている(遵守していないと減点対象)。

Ⅲ 連載コラム～IPOコンサルティングの現場から～

筆者：経営支援第3事業部 横張 亮輔

Ⅲ 連載コラム～IPOコンサルティングの現場から～ IPO時の法務デューデリジェンスについて

1. はじめに

前段での特集のとおり、上場会社の不祥事が相次いで起きています。不適切会計による利益操作、個人情報漏洩、食料品の産地偽装等、事例を挙げると枚挙にいとまがない状況です。一度このような不祥事を犯した会社は、今まで築き上げてきた信用・信頼を一気に失うことになります。代表者が辞任したり、賠償金を支払ったりする等して対応したりしても、一度失った信用・信頼はそう簡単には元に戻りません。失くしてからその重要性に気がつく会社が多いのも事実です。

投資家は将来成長が見込まれる会社に投資をすることでキャピタル・ゲインを得ることを主な目的としています。投資家の投資対象として選ばれるためには、会社は投資家に対して将来成長するのだと期待させる必要があります。不祥事を犯すような会社を誰が将来成長すると期待するでしょうか。誰も期待しないでしょう。当然、不祥事を犯した会社の投資家は保有している株式を売却しようとして株価が大幅に下落して、市場からの離脱(上場廃止)や会社の解散という最悪の結果を招いたりします。

このような状況の下、多くの会社がコンプライアンスの重要性に気がつき法令遵守に取り組んでいます。それでは「コンプライアンス」とはどういうものなのでしょうか。一般的にはコンプライアンスとは法令遵守と訳され、特に企業活動において社会規範に反することなく、公正・公平に業務遂行することをいいます。すなわち、コンプライアンスとは全ての会社に等しく求められるべき共通のルールであると言えるのではないのでしょうか。

2. 未上場会社のコンプライアンス状況

上記のとおり、上場会社は社会の公器(＝パブリックカンパニー)としてコンプライアンスを遵守することが必須であり、冒頭に記載したとおり不祥事を起こす会社もありますが、ほとんどの上場会社では適切に法令を遵守していると思います。

一方、未上場会社のコンプライアンス状況はどうでしょうか。個人的な経験から述べると未上場会社のコンプライアンスの取り組みの状況は芳しくない会社が多いのではないかと思います。なぜならば、未上場会社では投資家と経営者が同じ(所有と経営が同じ＝プライベートカンパニー)ことが多く、投資家からコンプライアンスを遵守するよう要求されることもあまりないため、法令を遵守するよりも高い成長を求める傾向があります。

しかしながら、これから上場を目指すような会社は当然上場会社のように、コンプライアンスを遵守することが求められますが、上場を目指すことを決めたからといって、すぐに現在法令を違反している箇所を発見して、それを治癒することは難しいといえます。その理由は2つあります。

一つ目の理由として未上場会社では、法令を違反している箇所を網羅的に把握することは難しいことが挙げられます。会社が事業活動を行う上で、守らなければならない法令には様々なものがあります。例えば、会社法、金融商品取引法、税法、労働基準法、建設業法、古物販売法、特定商取引法、個人情報保護法など、かなりの数が

あります。社内に法令に精通している人材がいれば法令違反を網羅的に発見することもできるかもしれませんが、一般的にIPOを目指しているような未上場の会社には、そのような人材がいるケースは稀です。未上場会社によくある事例としては、自社に適用される法令の規制内容を理解していなかったり、そもそも適用がある法令を認識していなかったりしています。

二つ目の理由として、法令を違反している箇所を認識することができたとしても、どうやってそれを治癒すればよいのか会社のリソースでは解決策を見出すのが難しいことが挙げられます。

こちら一つ目の理由と同様に治癒すべき事象が存在する法令に精通している人材が求められますが、未上場企業でこのような人材がいることは繰り返しになりますが稀かと思えます。

それでは、コンプライアンスを遵守しているかどうかどうやって網羅的に把握するのでしょうか、また遵守していない法令に対してどのように対応すればよいのでしょうか。この質問に対する一つの回答は「IPO時の法務デューデリジェンス(以下、IPOデューデリジェンス)」を実施することです。

3. IPOデューデリジェンス

IPOデューデリジェンスとはどういったものなのでしょうか。一般的にデューデリジェンスというと、投資家が投資を検討する際に投資対象のリスク・リターンを適正に把握するために事前に行う一連の調査のことをいいます。この投資検討の際のデューデリジェンスと、IPOデューデリジェンスでは何が違うのでしょうか。

大きな違いは、デューデリジェンスの依頼者と調査対象との関係性にあるといえます。投資の検討の際に実施するデューデリジェンスは投資を検討している者が依頼者となり、対象は投資対象先の会社となるので、依頼者≠対象の関係が成り立ちます。一方、IPOデューデリジェンスの場合には、IPOを目指している会社が顧問弁護士等の弁護士事務所に自社を対象としたデューデリジェンスを依頼します。したがって、依頼者＝対象の関係が成り立ちます。

この違いは実務上ではデューデリジェンスの対応方針について大きな影響を及ぼします。投資の場合は、依頼者≠投資ですので、語弊を恐れず言えばデューデリジェンスの実施者は「敵」となりますのである質問に対して自分が交渉で不利な立場にならぬよう、その質問に答える内容や言い回しに気を配る必要があります。一方、IPOデューデリジェンスの場合は、企業が自分のために行うものですので、隠し事はなくして、違反事項であれ包み隠さず開示することが必要です。いわば、デューデリジェンスの実施者は「味方」なのです。それでは次に具体的な手続き、スケジュールについて見ていきましょう。

Ⅲ 連載コラム～IPOコンサルティングの現場から～ IPO時の法務デューデリジェンスについて

4. 具体的な手続き、スケジュール

(1) 契約締結

IPOデューデリジェンスの第一歩はデューデリジェンスを誰に依頼するかどうか決める必要があります。デューデリジェンスの実施者は、調査の過程を通じて対象先の企業が置かれている環境、適用のある法令やその遵守状況を理解することができます。したがって、デューデリジェンスを検討する際には依頼先の第1候補として既に契約している顧問弁護士がいるならば顧問弁護士が選択肢として挙がるでしょう。しかし、IPOデューデリジェンスの実施者には網羅的にコンプライアンスの状況を把握することが求められますので、依頼する弁護士事務所では様々な分野に対して対応できる能力、体制が整備されているかどうか確認する必要があります。

弁護士にもそれぞれ強い分野、弱い分野があるのでよく検討したほうがよいです。新たに依頼先を見つける場合は、大手、準大手、中堅の弁護士事務所を何箇所か回って相談することをお勧めします。

(2) 基礎資料の開示

顧問弁護士あるいは特定の弁護士事務所とIPOデューデリジェンスの契約を締結した後、弁護士が提出するリストに応じて基礎資料を開示します。具体的な開示資料は、会社の定款、組織図、株主総会議事録、取締役会議事録等、社内規程一式、計算書類、税務申告書等です。

未上場企業の多くは、このような基礎資料について原本をキングファイルで保管しているのみで、データで保存していないケースがあります。データで保存していたとしてフォルダをキレイに整理して保管することができていないケースがあります。この機会に、このような基礎資料はデータ化して、目録を作成して保管しておくことが多くあります。

(3) インタビュー

基礎資料を開示して、弁護士が企業の概略を理解した後は、マネジメントや法務責任者、人事責任者に対してインタビューを行います。

マネジメントに対しては、ビジネスモデルや企業を取り巻く環境等をインタビューして企業の理解を深めます。

法務責任者に対しては認識しているコンプライアンス違反の事象、現在進行している係争の有無、企業活動を行うに際して重要な契約の内容等についてインタビューを行います。

人事責任者に対しては、従業員の就業状況や、給与・賃金の支払状況、就業規則、36協定の提出状況、勤怠管理等についてインタビューを行います。

(4) QA・依頼資料対応

基礎資料の開示やインタビューでの対応を終えた後、弁護士が調査手続きを進める中で新たに出てきたQAや依頼資料について対応します。デューデリジェンスに対応している担当者には実務的に高負荷がかかるプロセスです。なぜなら、未上場企業では、契約書等の重要書類を整理して保管していなかったり、そもそも依頼を受け

た資料がどこに保管されているのかわからず、社内を探し回ったりして資料を見つけ出して対応する必要があるからです。

(5) 報告会

晴れて長くて大変だったQA・依頼資料の対応を終えたら報告会を向かえます。留意すべきポイントとしてIPOデューデリジェンスの報告書は膨大なページ数になりますので、治癒すべき課題を整理したエグゼクティブサマリーを添付するように予め依頼したほうがよいでしょう。

5. IPOデューデリジェンス報告書の利用目的

報告書の利用目的として、自社でコンプライアンスの遵守状況を確認して法令を違反している箇所を治癒する以外にも次のような用途があります。

通常、IPOを目指している会社は監査法人や証券会社とアドバイザリー契約を締結しています。したがって、報告書を共有して、自社のコンプライアンスの遵守状況について共通の認識を持つことは今後のIPO準備に向けて効果的であると思います。

またIPO前にVC等からの出資を検討する際には、通常投資のためにリーガルデューデリジェンスが行われ、その対応が業務過多になることが多いのですが、IPOデューデリジェンスの報告書をVC等の出資者に共有すればリーガルデューデリジェンスの対応の負荷も軽減されます。

注意点として、IPOデューデリジェンスの報告書を外部に開示する予定があるのならば、依頼する際にその旨を伝えておいたほうがよいと思われます。

6. おわりに

まだまだIPOを目指している会社でIPOデューデリジェンスを実施している会社は少ないと思われます。コストも依頼先に応じて当然異なりますが数百万円から数千万円程度かかるため、資金繰りに窮している会社には実際IPOデューデリジェンスの実施は難しいかもしれません。

しかし、今まで述べてきたとおり負担するコストに対して得られるベネフィットも大きいので、IPOを検討している会社には是非とも早期のうちにIPOデューデリジェンスの実施を検討していただきたいと思います。

(筆者プロフィール)

株式会社エスネットワークス 経営支援第3事業部 横張 亮輔

2012年に株式会社エスネットワークスに入社した後、IPO準備企業での経理実務支援、未上場会社での経理BPR業務、上場企業での開示資料の作成支援等に従事。その他、パリエーション業務、デューデリジェンス業務を多数経験。

2014年より上場準備企業での管理体制構築支援に従事。

ポイント

**IPOにおける法務デューデリジェンスは、
なるべく早期に対応を！！**