

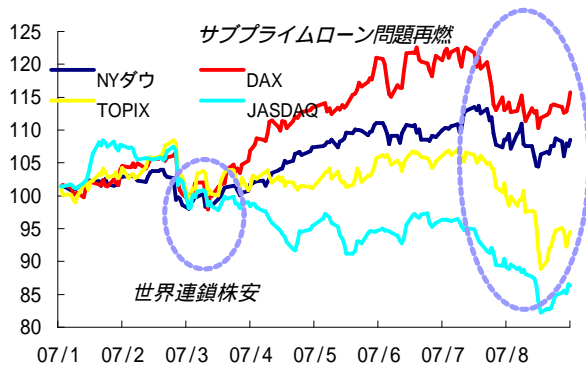
## 1. サブプライム問題で大揺れの世界の株式市場

(1)世界の株式市場は、2月に上海発の世界連鎖株安を経ながら、その後は上昇基調を取り戻しました。しかし、7-8月にかけて米国発のサブプライム問題が再燃し、世界の株式市場が大きく揺れています(図表1-1)。サブプライム問題が欧州に拡大したのを機に、日米欧の中央銀行は信用収縮を食い止めるため、短期金融市場への資金供給を継続、FRBは8月15日に公定歩合の引き下げを実施しました。こうした状況下、日銀は8月は利上げを見送りました。さらに、8月31日には米国政府とFRBが包括対策を公表するなど、国際協調が進んでいます。欧州は好調な経済を背景に、9月利上げがほぼ確実と見られてきましたが、国際協調が継続されるのか、欧州中銀の判断が注目されます。一方、BRICsの中でも上海市場は逆行高を続けています(図表1-6)。この上昇を受け、英フィナンシャル・タイムズは、香港を含む中国株式市場の時価総額が日本の株式市場を上回ったと報じました。

(2)サブプライムローンのリスクが、金融テクノロジーにより分散・細分化された結果、かえってリスクの所在がわからず、市場は疑心暗鬼になっています。ヘッジファンド等のリスクマネーは円キャリーの巻き戻しに動き、円は対ドル、対ユーロで円高に振れています(図表1-3)。また、質への逃避から国債が買われ、日米両国で長期金利が低下しています(図表1-4)。

(3)今後、米国では、ローン支払延滞により差し押さえられた物件が市場に出回ることによって価格が下がり、住宅市場がさらに冷え込む可能性があります。住宅価格値下がりによる逆資産効果も想定され、米国の実体経済への影響が懸念されます。

図表 1-1 日米欧の株価推移 (2007年初=100)

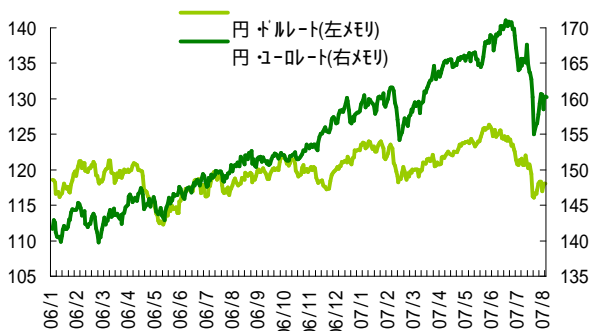


(出所) Yahooファイナンス

図表 1-2 サブプライム問題に絡む最近の動き

7月10日	米格付け大手がサブプライムローン担保証券を相次ぎ引き下げ	
7月26日	6月の米新築一戸建て住宅販売件数が予想を下回る	
8月3日	S&Pが米ベア・スターズの格付け見直しを引き下げ	
8月9日	BNPパリバが傘下のサブプライム関連ファンド凍結、動揺が欧州に拡大	
8月9日~	欧州中銀、FRB、日銀が短期金融市場に資金供給	
8月13日	ゴールドマン・サックスが傘下のヘッジファンドに3,500億円注入	
8月15日	FRBが公定歩合を0.5%引き下げ	
8月23日	日銀、利上げ見送り	
8月31日	米政権がサブプライム対策を初めて発表	

図表 1-3 外国為替の推移



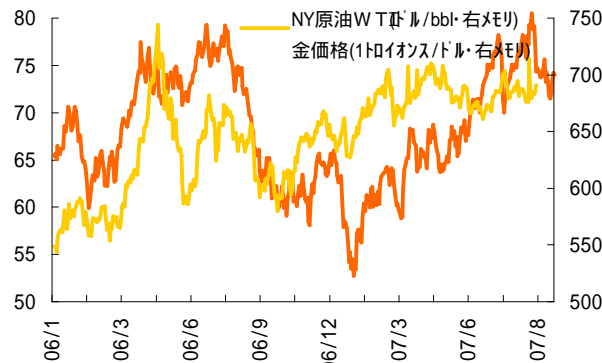
(出所) Pacific Exchange Rate Service

図表 1-4 日米の長期金利



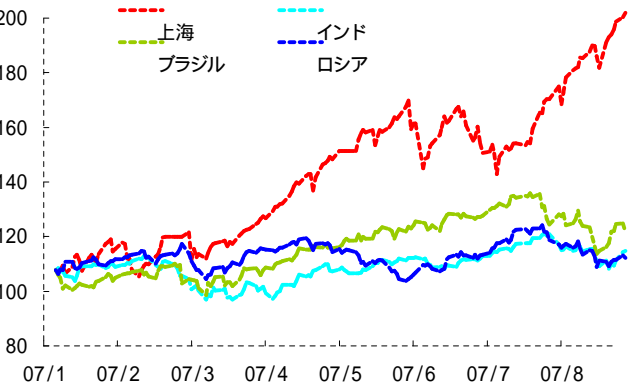
(出所) 米国財務省、日本相互証券

図表 1-5 金価格・原油価格の推移



(出所) 米国エネルギー省、三菱マテリアル

図表 1-6 BRICsの株価推移 (2007年初=100)



(出所) Yahooファイナンス

このレポートは未公開会社の経営に関し一般に参考となると考えられる情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報の提供および投資勧誘を目的としたものではありません。資料の作成に際しましては、発行会社の公表資料等、一般に公開され、信頼できると判断した情報源から入手したものを利用しておりますが、資料の正確性、完全性を保証するものではありません。

## 2. 新興市場低迷下のIPOマーケット(その1)

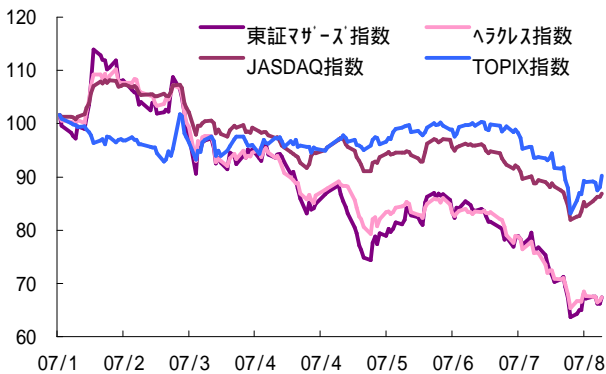
(1)日本の新興3市場は、年初こそ反発を見せましたが、2月の上海発世界同時株安以降、長期低迷が続いています(図表2-1)。この結果、日経平均とJADAQの予想市場PERは、現在ほぼ同水準となっており、成長性を買うはずの新興市場が萎縮していることがわかります。(図表2-2)。

(2)こうした状況の中、2007年上半期の株式公開について検証します。この間の公開社数は73社で、通期でも昨年の公開実績188社を下回る可能性が高いと思われます(図表2-3)。業種別に見ると、情報通信業が19社、サービス業が18社となっており、この両業種で全体の50%超を占めています(図表2-4)。昨年も両業種が全体の50%超を占めており、同じ傾向が続いています。

(3)公開時のPER、PBRの推移を見ると、2006年に両指標とも大きく上昇しましたが、2007年は沈静化傾向にあります(図表2-5)。また、1件当たりの公募調達額も2006年をピークに低下しています(図表2-6)。

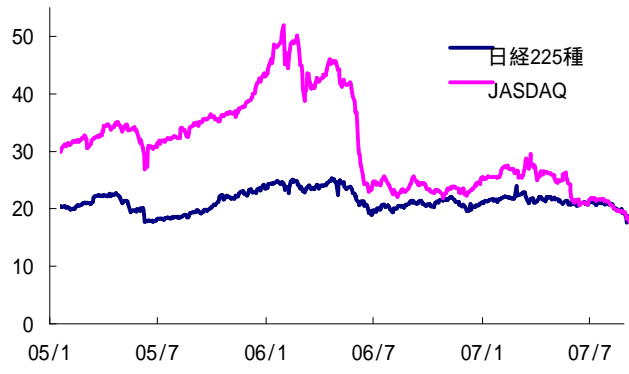
(4)ライブドア事件以降表面化したIT関連企業の粉飾決算、不適正な会計処理、新興市場上場直後の大幅な業績下方修正や不祥事を受け、取引所、監査法人、証券会社は公開予備軍の企業に対し、J-SOX法に対応できるような内部管理体制の強化を求め、審査を厳格化しています。この点からも、年間の公開企業数は減少する可能性が高いと思われます。VCにとっては、従来のIPOによる回収だけでなく、M&Aによる回収も視野に入れていく必要があります。

図表 2-1 日本の新興市場の株価指数推移 (2007年初=100)



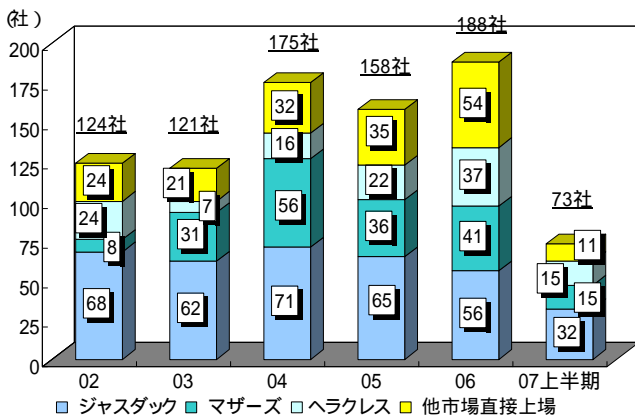
(出所)Yahooファイナンス

図表 2-2 予想株価収益率 (PER)の推移



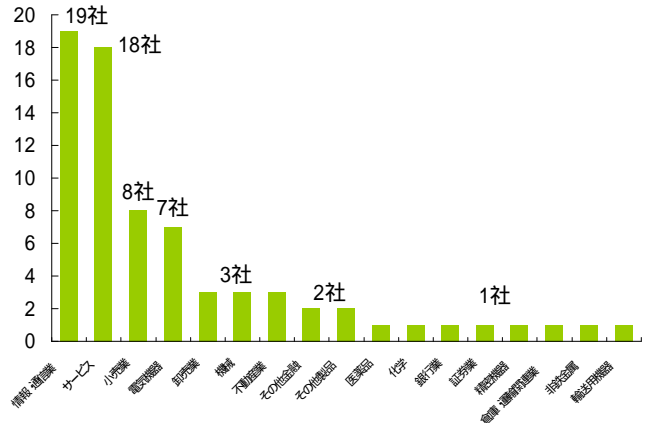
(出所)日本経済新聞

図表 2-3 新規公開会社数の推移 (暦年ベース)



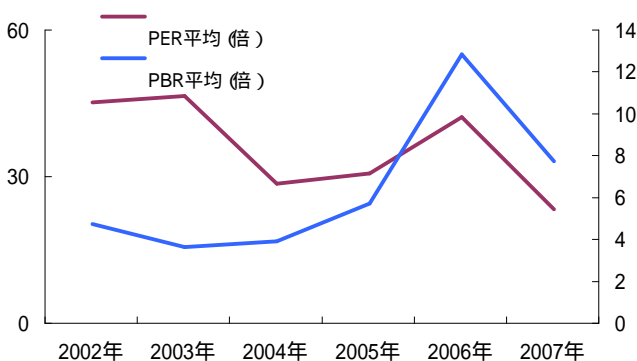
(出所)各種公表資料よりNFP作成

図表 2-4 2007年上半期IPOの業種分布



(出所)各種公表資料よりNFP作成

図表 2-5 公開時のPER・PBRの推移



(出所)各種公表資料よりNFP作成

図表 2-6 公開時PER・PBR・公募調達額の推移

	2002	2003	2004	2005	2006	2007 上半期
PER	40.7	42.1	24.1	26.2	37.7	18.6
PBR	3.7	2.6	2.9	4.7	11.8	6.7
公募調達額平均 (百万円)	1,300	2,869	2,410	2,518	3,163	1,276
公開社数	124	121	175	158	188	73

(出所)各種公表資料よりNFP作成

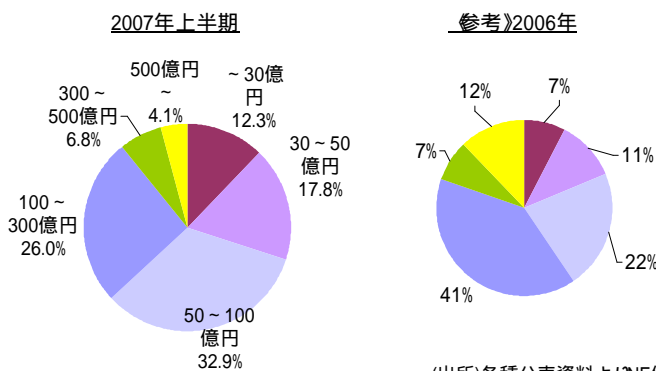
このレポートは未公開会社の経営に関し一般に参考となると考えられる情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報の提供および投資勧誘を目的としたものではありません。資料の作成に際しましては、発行会社の公表資料等、一般に公開され、信頼できると判断した情報源から入手したものを利用しておりますが、資料の正確性、完全性を保証するものではありません。

### 3. 新興市場低迷下のIPOマーケット(その2)

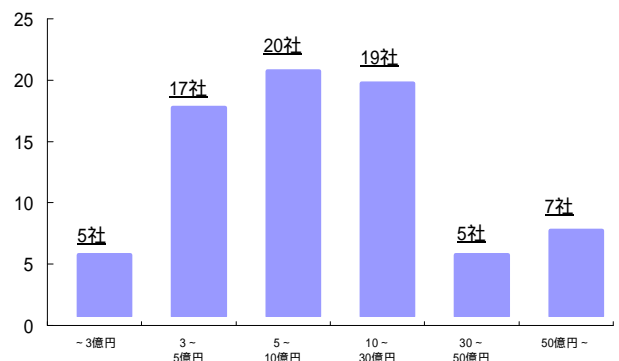
さらに、2007年上期のIPOは次のような特徴が指摘できます。

- (1)公開時時価総額の分布を見ると、昨年に比べ、金額が小額化していることがわかります。昨年は100億～300億円の比率が41%と最も高かったのに対し、2007年上半期は50億～100億円が32.9%と最も高くなっています(図表3-1)。IPOに伴う公募調達額の分布を見ると、5～10億円調達した企業が20社、10～30億円調達した企業が19社と、各々全体の27%、26%を占めています(図表3-2)。
- (2)公開初値のPER上位10社を2006年と比較すると、2006年は極めて高い市場評価を受けたことがわかります(図表3-3、3-4)。2006年はどの指標で見ても突出した数値を記録しました。
- (3)証券会社別主幹事シェア(調達金額ベース)は、野村、日興シティ、大和の順となっています。監査法人の契約数は、みずぐが21社と28.8%を占め、以下、新日本、あずさ、トーマツの順となっています(図表3-5)。
- (4)2007年上半期に公開した73社のうち、VCの投資を受けていた企業は全体の63%で、2006年より若干低下しました。VCの出資比率を見ると、5%以下の比率が昨年の20%から15%に低下する一方、20%超の比率は、18%から22%へ若干上昇しました(図表3-6)。

図表 3-1 公開時時価総額分布状況



図表 3-2 公募調達額分布状況【2007年上半期】



図表 3-3 公開初値PER上位10社【2007年上半期】

会社名	コード	初値 PER (倍)	初値 PBR (倍)	初値 PSR (倍)
免疫生物研究所	4570	225.1	3.0	4.1
インフォテリア	3853	84.0	11.0	16.6
イーキャッシュ	3840	82.8	40.2	19.9
フリービット	3843	81.3	5.9	1.9
アイフリーク	3845	79.5	100.3	25.3
UBIC	2158	75.0	50.2	22.5
イーギャランティ	8771	74.1	10.7	10.2
エイチアイ	3846	59.0	15.5	6.8
マネーパートナーズ	8732	54.0	24.8	17.5
カービュー	2155	51.8	20.2	8.7

(出所)各種公表資料よりJNFP作成

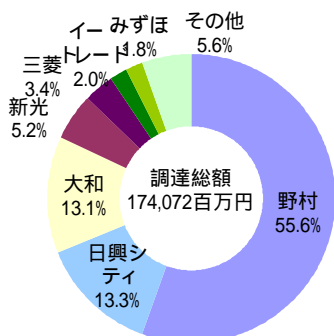
図表 3-4 公開初値PER上位10社【2006年】

会社名	コード	初値 PER (倍)	初値 PBR (倍)	初値 PSR (倍)
ラクーン	3031	1,246.5	171.2	23.7
ビットアイル	3811	1,031.3	31.4	9.5
比較.com	2477	806.6	939.1	344.6
ドリコム	3793	753.8	782.7	287.8
夢の街創造委員会	2484	748.3	24.3	62.0
ファーマフーズ	2929	561.5	25.6	25.1
いい生活	3796	455.3	98.7	58.1
アイレップ	2132	275.7	45.1	4.8
セキュアヴェイル	3042	265.9	29.3	9.4
ミクシィ	2121	228.0	270.1	109.8

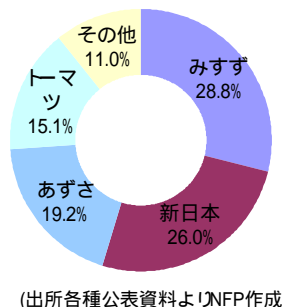
(出所)各種公表資料よりJNFP作成

図表 3-5 主幹事、監査法人の引受状況

主幹事証券の引受シェア(調達金額ベース)

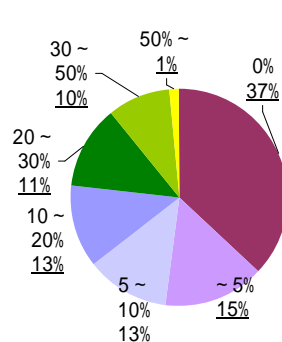


監査法人の契約社数

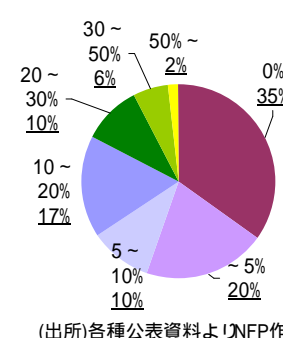


図表 3-6 VCシェアの分布状況

2007年上半期



参考)2006年



このレポートは未公開会社の経営に関し一般に参考となると考えられる情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報の提供および投資勧誘を目的としたものではありません。資料の作成に際しましては、発行会社の公表資料等、一般に公開され、信頼できると判断した情報源から入手したものを利用しておりますが、資料の正確性、完全性を保証するものではありません。