

経営幹部のための コーポレート・ファイナンス

一橋大学教授

中野 誠

makoto.nakano@r.hit-u.ac.jp

前座ネタ1： 米国で起きている現象

Number of listed firms

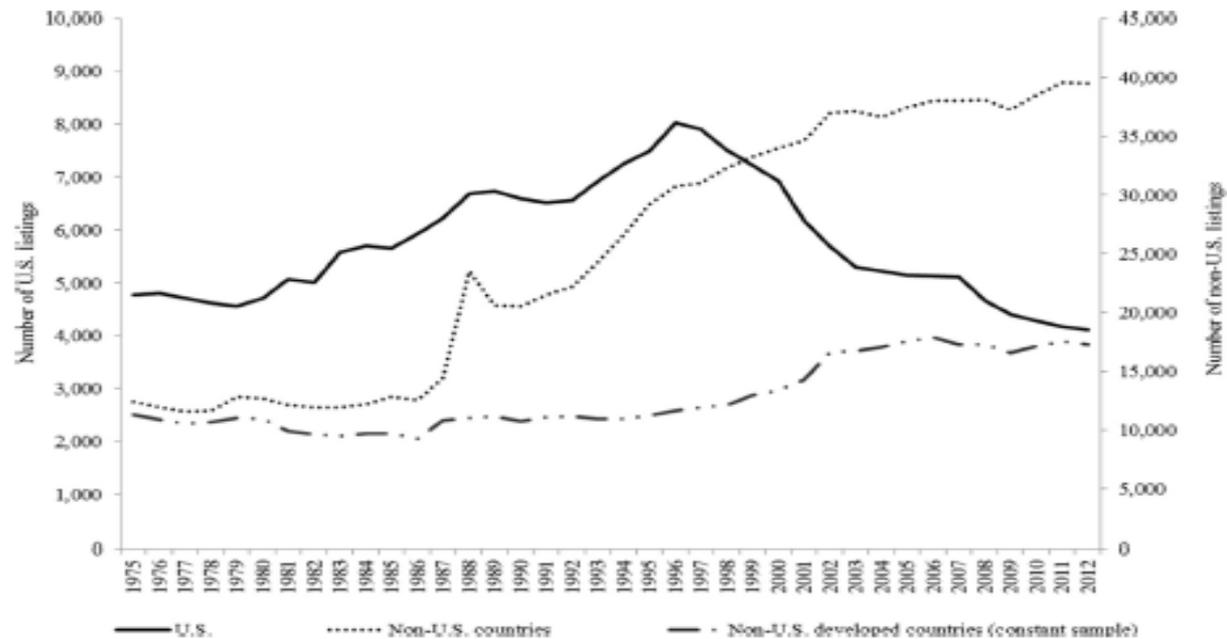
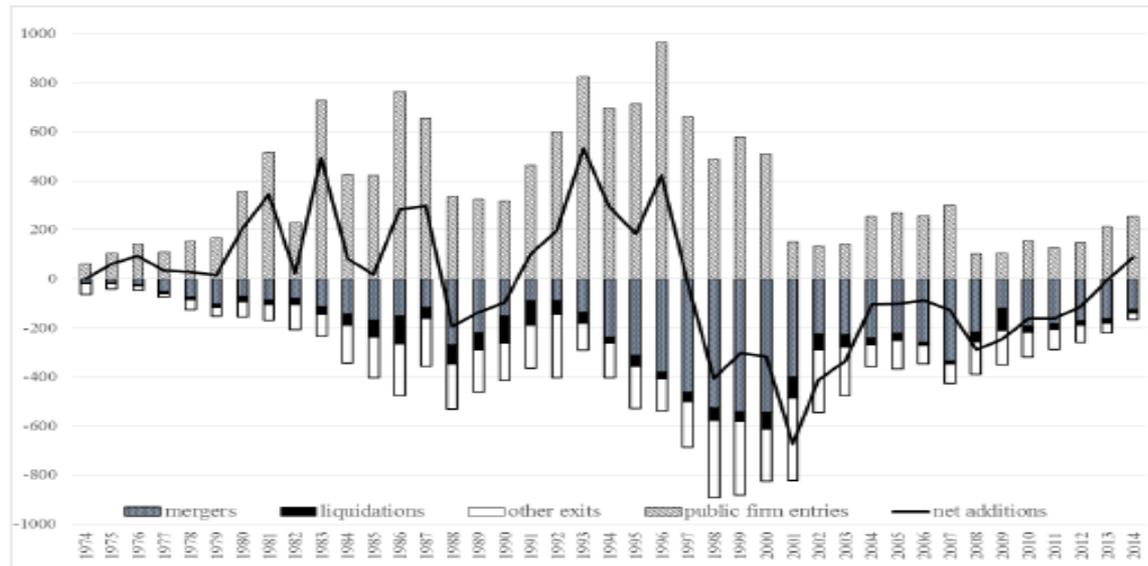


Fig. 1. Listing counts for the U.S. and for non-U.S. countries. This figure shows the number of domestic, publicly listed firms in the U.S. and in non-U.S. countries from 1975 to 2012. Listing counts are from the WDI and WFE databases. Investment companies, mutual funds, REITs, and other collective investment vehicles are excluded. The set of non-U.S. countries comprises the 71 countries included in Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (2008). Countries are classified as developed based on the MSCI classification scheme as of 2014. There are 13 non-U.S. developed countries in the constant sample.

“The U.S. listing gap” *Journal of Financial Economics*, 123, 2017.
 Craig Doidge a , G. Andrew Karolyi b , René M. Stulz

Figure A.3
Entries and Exits in Public Markets

This figure decomposes the changes in the number of public firms into entries and exits, as reported in the CRSP database. Firm exits are further split into mergers (delisting codes 200 through 299); liquidations (delisting codes 400 through 499, 574, and 580); and other exits (all the other delisting codes).



“Are U.S. Industries Becoming More Concentrated?”

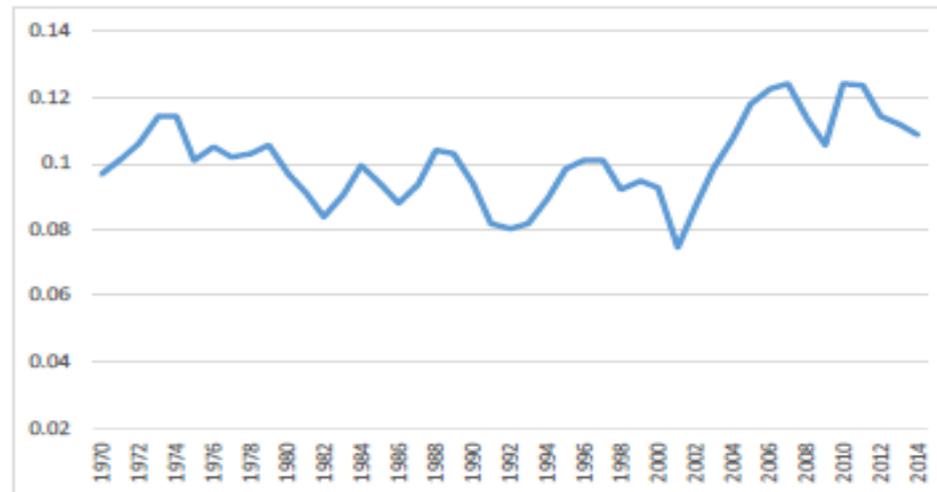
Gustavo Grullon, Yelena Larkin and Roni Michaely, Working Paper, August 2017

売上高営業利益率

Figure 4
Trends in the Aggregate Lerner Index and the Aggregate Asset Utilization:
Non-Financial Firms

Panel A depicts the aggregate *Lerner Index* and *Asset Utilization* for all non-financial firms on the Compustat-CRSP dataset over the period 1970-2014. The aggregate *Lerner Index* is defined as the aggregate operating income after depreciation scaled by aggregate sales, while the aggregate *Asset Utilization* is defined as aggregate sales scaled by the aggregate book value of assets.

Panel A: Aggregate Lerner Index



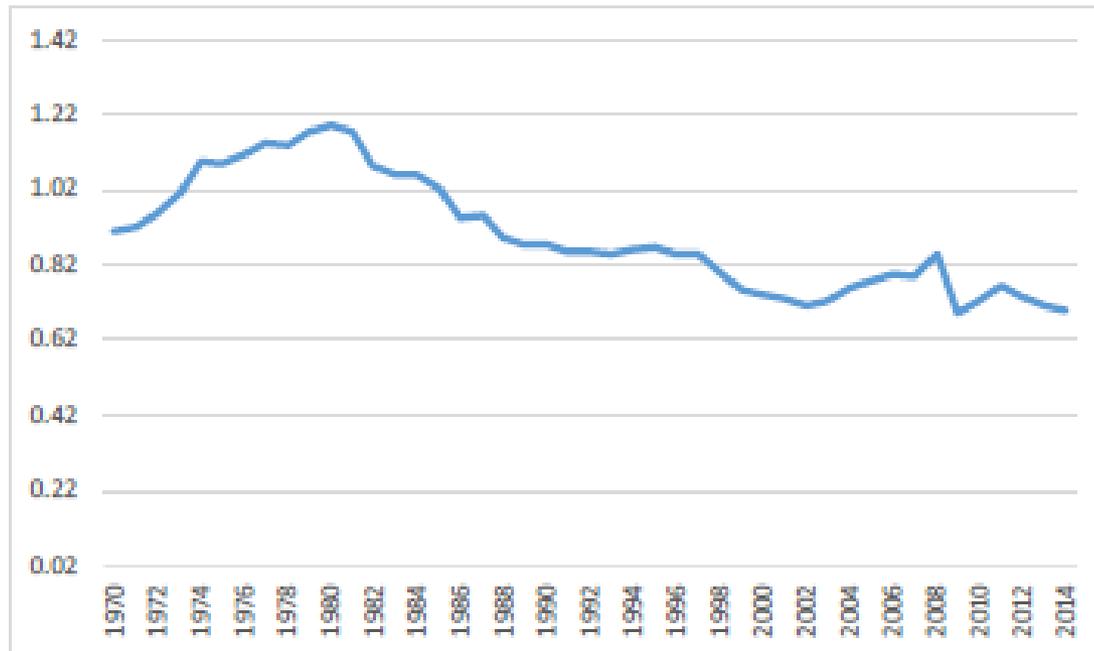
【価格支配力】

“Are U.S. Industries Becoming More Concentrated?”

Gustavo Grullon, Yelena Larkin and Roni Michaely, Working Paper, August 2017

総資産回転率

Panel B: Aggregate Asset Utilization

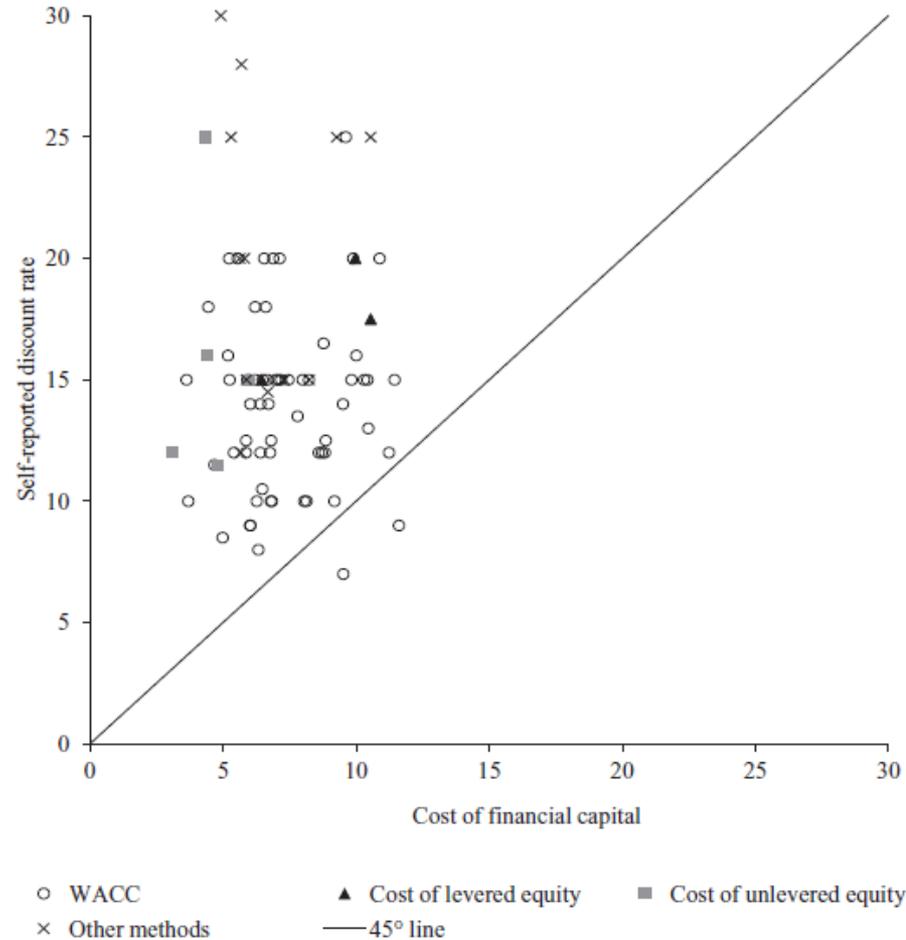


“Are U.S. Industries Becoming More Concentrated?”

Gustavo Grullon, Yelena Larkin and Roni Michaely, Working Paper, August 2017

前座ネタ2: ハードルレートの謎

経営者感覚ハードルレート
vs.
市場評価WACC



“Why do firms use high discount rates?” JFE 120(2016) by Ravi Jagannathan, David A. Matsa, Iwan Meier, and Vefa Tarhan

「経営者感覚ハードルレート」 vs.
「市場評価WACC」

Panel A: Equity risk premium = 3.83%			
	Discount rate (%)	Cost of financial capital (%)	Ratio
Mean	15.08	7.05	2.37
Median	15.00	6.62	2.11
25th percentile	12.00	5.68	1.60
75th percentile	16.50	8.70	2.71

Panel B: Equity risk premium = 7.50%			
	Discount rate (%)	Cost of financial capital (%)	Ratio
Mean	15.08	9.85	1.70
Median	15.00	9.26	1.51
25th percentile	12.00	7.69	1.17
75th percentile	16.50	11.56	1.89

Corporate Financeの学問的特質

- 金融経済学の知識:
 - 財務会計の知識 : BS、PL、CF
 - 経営学: 戦略論(全社戦略、競争戦略)、組織論(ガバナンス、マイクロ組織論)
- 金融論、会計学、経営学の融合領域
- 大学では従来は等閑視されてきたが、近年はMBAにおいてコア科目。
 - 需要 > 供給 状態の学問領域。

ファイナンスの2つの分野

- ①コーポレート・ファイナンス

- 【今回扱う領域】

- ・事業投資の意思決定
- ・資金調達の意味決定
- ・ペイアウトの意思決定

- ②インベストメント・マネジメント

- ・リスクと投資家の選好
- ・ポートフォリオ選択の理論
- ・証券市場の均衡価格

CFの主要領域

- (1) 事業投資の意思決定
- (2) 資金調達の意味決定(資本構成の選択)
- (3) ペイアウトの意思決定

テーマ

1. M&Aと企業価値
2. 資金調達と企業価値
3. ペイアウトと企業価値
4. 現金保有再考
5. 資本構成について

(補足) 事例から考えるIPOディスカウント

1. M&Aと企業価値

Question 1 : M&A

Q1: M&Aを発表すると、株価は上がるか、それとも下がるか？ ただし、上場企業間のM&A案件とする。(一般によく観察できるパターンを想定して下さい。)

Answer:

(買い手)

(売り手)

理由:

日本企業のクロスボーダーM&A上位10案件

順位	ターゲット	買収企業	金額	公表年(平成)
1	シャイアー	武田薬品工業	約7兆円	30
2	アーム	ソフトバンク	約3兆円	28
3	ギャラハー	JT	2.25兆円	18
4	東芝メモリ	ベインキャピタル	2兆円	29
5	ボーダフォン	ソフトバンク	1.91兆円	18
6	スプリント・ネクステル	ソフトバンク	1.57兆円	24
7	ビーム	サントリー	1.64兆円	26
8	ナイコメッド	武田薬品工業	1.11兆円	23
9	AT&Tワイヤレス	NTTドコモ	1.10兆円	12
10	モルガンスタンレー	三菱UFJFG	9480億円	20

出所: speedaを基に作成

2011年以降の日本企業関連の大型買収・統合

企業名	買収・統合先	業種	金額	発表時期
テルモ	カリディアンBCT(米)	輸血関連	2100億円	2011年3月
武田薬品工業	ナイコメッド(スイス)	製薬	1兆1100億円	2011年5月
キリンHD	スキンカリオール(ブラジル)	酒類	3038億円	2011年8月
新日本製鉄	住友金属工業	鉄鋼	-	2011年9月
電通	イージス・グループ(英)	広告	4000億円	2012年7月
マイクロン・テクノロジー(米)	エルピーダメモリ	半導体	2000億円	2012年7月
ダイキン工業	グッドマン・グローバル(米)	空調機器	2960億円	2012年8月
ソフトバンク	スプリント(米)	通信	1兆8000億円	2012年10月
オリックス	ロベコ(蘭)	資産運用会社	2400億円	2013年2月
三菱東京UFJ銀行	アユタヤ銀行(タイ)	銀行	5600億円	2013年7月
LIXIL, 日本政策投資銀行	グローエ(独)	住宅設備機器	3800億円	2013年9月
アプライドマテリアルズ(米)	東京エレクトロン	半導体製造装置	9200億円	2013年9月
東レ	ゾルテック(米)など2社	炭素繊維、水処理膜	1000億円	2013年9月
サントリー食品インターナショナル	グラクソスミスクライン(英)の2飲料ブランド	飲料	2100億円	2013年9月
ソフトバンク	スーパーセル(フィンランド), ブライトスター(米)	ゲーム、携帯卸	2600億円	2013年10月
NTTデータ	エヴェリスグループ(スペイン)	情報技術	500億円	2013年10月
NTTコミュニケーションズ	バーテラ(米)など2社	データサービス	1000億円	2013年10月

注:金額は概算

2014年以降の日本企業関連の大型M&A

企業名	買収・統合先	業種	金額	発表時期
サントリーHD	ビーム(米)	蒸留酒	1兆6420億円	2014年1月
ミツカングループ本社	ユニリーバ(英)の2パスタソースブランド	食品	2180億円	2014年5月
第一生命保険	プロテクティブ生命(米)	生保	6520億円	2014年6月
三菱ケミカルHD	大陽日酸	化学	1050億円	2014年9月
キヤノン	アクシス(スウェーデン)	ネットワークカメラ	3570億円	2015年2月
旭化成	ポリポア(米)	バッテリーセパレータ	2620億円	2015年2月
ファミリーマート	ユニーグループHD	小売	-	2015年3月
ブラザー工業	ドミノ・プリンティング・サイエンス(英)	産業用印刷機器	1970億円	2015年3月
日本郵便	トール(豪)	物流	7680億円	2015年4月
東京海上日動火災保険	HCCインシュアランスHD(米)	保険	9030億円	2015年6月
日本経済新聞社	フィナンシャル・タイムズ・グループ(英)	新聞	1560億円	2015年7月
NBCユニバーサル(米)	ユー・エス・ジェイ	レジャー施設運営	1810億円	2015年9月
日本たばこ産業	レイノルズ・アメリカン(米)のたばこブランド	たばこ	6010億円	2015年9月
日本生命保険	三井生命保険	生保	3340億円	2015年11月
三井住友ファイナンス&リース	GEグループの日本におけるリース事業	リース	5750億円	2015年12月

注:金額は概算

出所: SPEEDAを基に作成18

2014年以降の世界の大型M&Aの例

企業名	買収・統合先	業種	金額	発表時期
サントリーHD	ビーム(米)	蒸留酒	160億ドル	2014年1月
フェイスブック(米)	ワッツアップ(米)	メッセージング・アプリ リケーション	190億ドル	2014年2月
AT&T(米)	ディレクTV(米)	衛星放送	485億ドル	2014年5月
メドトロニック(米)	コビディエン(アイルランド)	医療機器	429億ドル	2014年6月
レイノルズ・アメリカン(米)	ロリラード(米)	たばこ	274億ドル	2014年7月
アクタビス(アイルランド)	アラガン(米)	医薬品	705億ドル	2014年11月
ハインツ(米)	クラフト・フーズ(米)	食品	400億ドル	2015年3月
テバ(イスラエル)	アラガン(アイルランド)の後 発医薬品事業	医薬品	405億ドル	2015年7月
エース(米)	チャブ(米)	保険	283億ドル	2015年7月
バークシャー・ハサウェイ (米)	プレシジョン・キャストパー ツ(米)	金属部品製造	372億ドル	2015年8月
エナジー・トランスファー・エ クイティ(米)	ウィリアムズ(米)	パイプライン運営	377億ドル	2015年9月
デル(米)	EMC(米)	情報技術	670億ドル	2015年10月
ウェルズ・ファーゴ(米)	GE(米)の金融事業の一部	金融	320億ドル	2015年10月
ウエスタン・デジタル(米)	サンディスク(米)	半導体メモリー	190億ドル	2015年10月
ABインベブ(ベルギー)	SABミラー(英)	ビール	1080億ドル	2015年11月
ファイザー(米)	アラガン(アイルランド)	医薬品	1600億ドル	2015年11月
ダウ・ケミカル(米)	デュポン(米)	化学	617億ドル	2015年12月

2015年以降の日本企業関連の大型M&A



企業名	買収・統合先	金額	発表時期
Protective Life Corporation	第一生命保険	約5,750億円	2014/6/4
Avanir Pharmaceuticals, Inc.	大塚HD	約4,243億円	2014/12/2
HCC Insurance Holdings, Inc.	東京海上HD	約9,376億円	2015/6/10
Amlin plc	MS & ADインシュアランスグループ HD	約6,350億円	2015/9/8
Natural American Spirit シャープ(株)	日本たばこ産業 鴻海精密工業股份有限公司	約6,000億円 約4,890億円	2015/9/29 2016/2/25
東芝メディカルシステムズ(株)	キヤノン	約6,655億円	2016/3/17
Supercell Oy	Tencent HD	約7,700億円	2016/6/21
ARM Holdings plc	ソフトバンクグループ	約3兆円	2016/7/18
Endurance Specialty HD	SOMPOHD	約6,375億円	2016/10/5
Plzeňský Prazdroj a.s, etc.	アサヒグループHD	約8,883億円	2016/12/13
ARIAD Pharmaceuticals, Inc.	武田薬品工業	約6,310億円	2017/1/9
東芝メモリ(株)	Bain Capital	約2兆円	2017/9/28
PT Bank Danamon Indonesia, Tbk.	三菱UFJフィナンシャル・グループ	約4,950億円	2017/12/26
Xerox Corporation	富士フイルムHD	約6,710億円	2018/1/31
Shire plc	武田薬品工業	約7兆円	2018/5/8
Integrated Device Technology, Inc	ルネサスエレクトロニクス	約7,330億円	2018/9/11

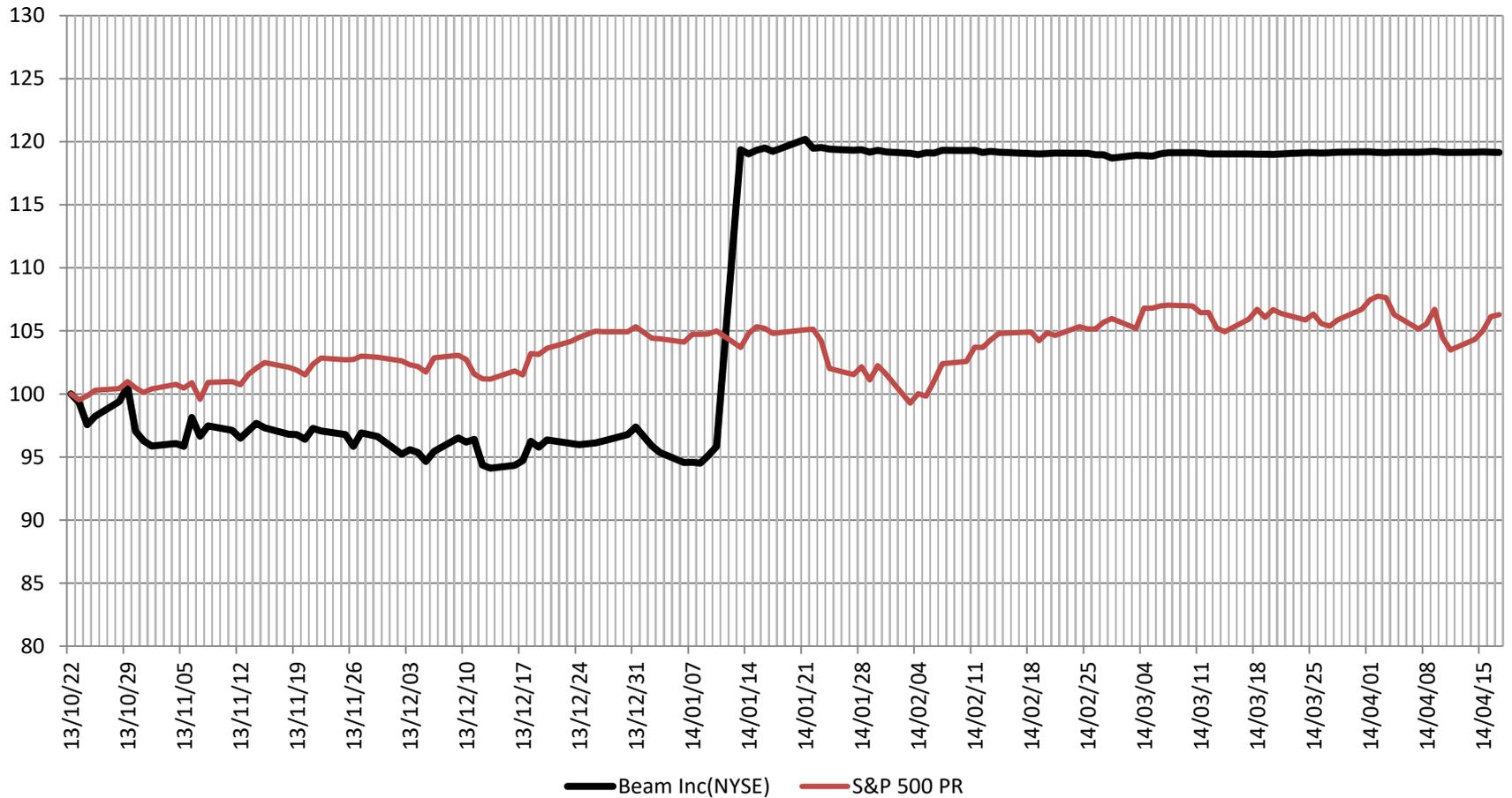


2015年以降の世界の大型M&Aの例

ターゲット	買い手	業種	取得価格	発表日
Reynolds American Inc(米)	British American Tobacco plc(英)	タバコ	約5.5兆円	2017/1/17
Time Warner Inc.(米)	AT&T Inc.(米)	通信	約12兆円	2016/10/22
Monsanto Company(米)	Bayer AG(独)	農薬	約6.94兆円	2016/9/14
SABMiller plc(英)	Anheuser-Busch InBev SA/NV(白)	アルコール飲料	約13.2兆円	2016/7/26
Alibaba Group Holding Ltd(中)	ソフトバンクグループ(日)	通信	約6.73兆円	2016/3/7
DUPONT E I DE NEMOURS & COMPANY(米)	DOWDUPONT INCORPORATED(米)	化学	約6.80兆円	2015/12/11
Altice Europe NV(仏)	Altice NV(仏)	通信	約8.43兆円	2015/8/6
Time Warner Cable Inc(米)	Charter Communications Inc(米)	通信	約8.57兆円	2015/5/26
BG Group plc(英)	Royal Dutch Shell plc(英)	石油・ガス	約6.47兆円	2015/4/8
Cheung Kong (Holdings) Ltd's property businesses Hutchison Whampoa Ltd's property businesses	Cheung Kong Property Holdings Ltd	不動産	約5.20兆円	2015/1/9
EMC Corporation(米)	Dell Technologies Inc.(米) MSD Capital LP(米) Silver Lake Technology Management LLC(米) TEMASEK HOLDINGS (PRIVATE) LIMITED	IT	約6.80兆円	2015/10/12
Allergan Inc(米)	Actavis plc(愛)	医療	約8.56兆円	2014/11/17
El Paso Pipeline Partners LP(米) Kinder Morgan Energy Partners (米) Kinder Morgan Management LLC(星)	Kinder Morgan Inc(米)	石油・ガス	約8.95兆円	2014/8/10
Covidien PLC	Medtronic Holdings Ltd(愛)	医療	約5.05兆円	2014/6/15
Medtronic Inc.(米)	Medtronic Holdings Ltd(愛)	医療	約7.15兆円	2014/6/15
DIRECTV LLC(米)	AT&T Inc.(米)	通信	約8.32兆円	2014/5/18

出所: speedaを基に作成

サントリーのBeam社買収



<TOBプレミアムの例>

案件概要			買付価格とプレミアム情	
発表日(プレスリリース日)	公開買付者	対象企業	プレミアム/ディスカウ	
			発表前1ヶ月平均	発表前3ヶ月平均
2012/07/05	J. フロント リテイリング株式会社	株式会社パルコ	39.53	41.34
2012/04/27	プラス株式会社	ビズネット株式会社	31.65	36.63
2012/02/16	ユニー株式会社	株式会社サークルKサンクス	36.38	40.09
2012/01/30	株式会社エヌ・ティ・ティ・ドコモ	らでいっしゅぼーや株式会社	38.13	36.63
2011/09/30	株式会社三井住友銀行	プロミス株式会社	47.62	29.46
2011/08/11	エイチ・ツー・オー リテイリング株式会社	株式会社家族亭	44.52	42.18
2011/02/03	株式会社MMホールディングス	カルチュア・コンビニエンス・クラブ株式会社	27.81	35.30
2010/07/29	パナソニック株式会社	パナソニック電工株式会社	21.99	17.04
2010/07/29	パナソニック株式会社	三洋電機株式会社	20.85	9.45
2010/03/09	イオン株式会社	株式会社CFSCコーポレーション	33.26	27.71
2010/02/15	住友商事株式会社	株式会社ジュピターテレコム	52.68	61.56
2009/08/14	ひまわり株式会社	株式会社オオゼキ	29.71	39.26
2009/01/14	株式会社日立製作所	株式会社日立国際電気	66.73	76.76
2009/01/14	株式会社日立製作所	日立工機株式会社	74.92	76.73
2008/09/08	株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ	アコム株式会社	30.21	27.81
2008/07/15	株式会社ローソン	株式会社九九プラス	45.61	49.02
2008/02/13	富士フイルムホールディングス株式会社	富山化学工業株式会社	26.49	26.27
2008/02/12	大正製薬株式会社	ビオフェルミン製薬株式会社	21.36	15.00

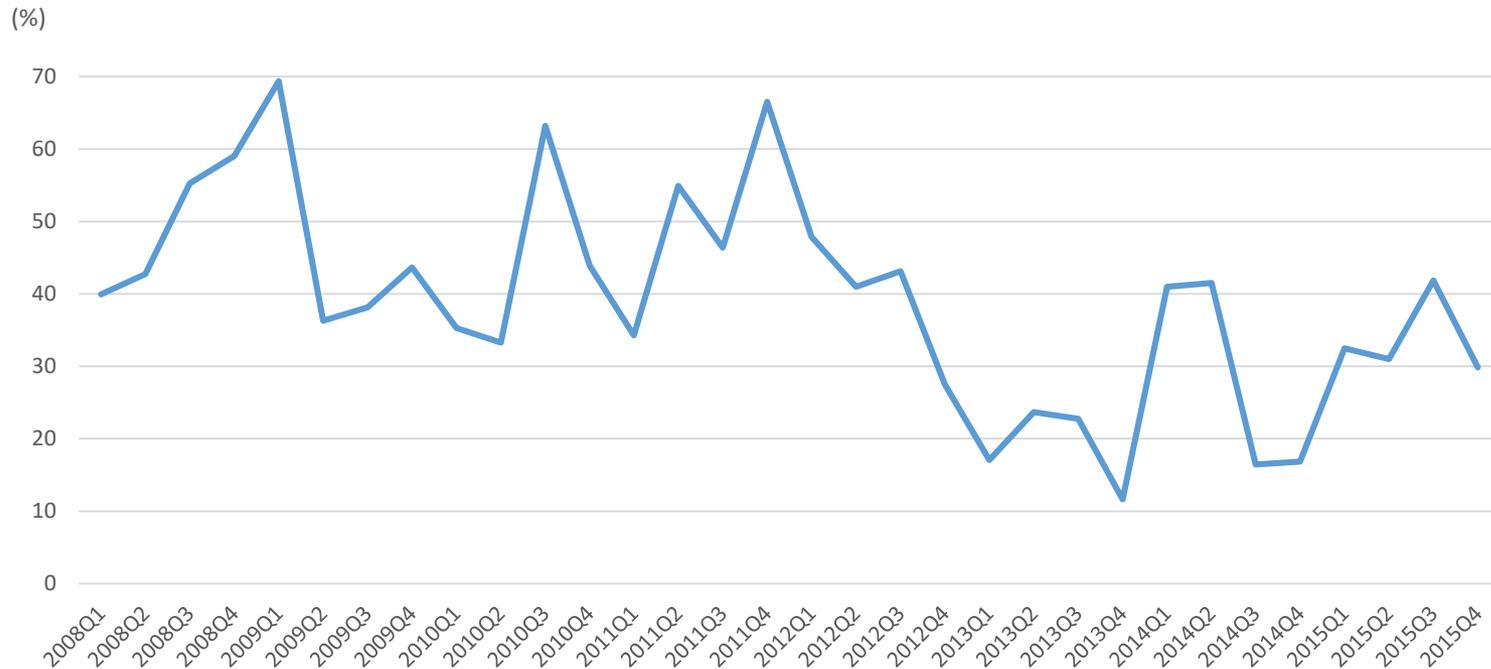


大型海外M&Aの事例と買収プレミアム

大型海外M&Aの事例と買収プレミアム				
年	買い手	売り手	買収金額 (10億円)	買収 プレミアム
2016	ソフトバンクグループ	アーム・ホールディングス	3,323	42.9%
2014	サントリーHD	ビーム	1,679	24.0
2015	東京海上HD	HCCインシュアランスHD	914	35.8
2008	武田薬品工業	ミレニアム・ファーマシューティカルズ	900	53.0
2015	日本郵政	トールHD	620	53.0
	34社平均		477	48.5
	中央値		328	42.8
	最小値		53	15.0
	最大値		3,323	123.0

(出所) レコフなど。2005～16年の500億円以上の海外M&A案件のうちプレミアムの判明する34件

日本の買収プレミアム



出所：買収プレミアムはSPEEDAのデータを基に、発表前1ヶ月平均株価に対する買付価格の超過比率として筆者が算出。四半期ごとに、上下1%の案件を異常値として除外。

買収プレミアム = (買付価格 - 発表前1ヶ月平均株価) ÷ (発表前1ヶ月平均株価)。

LIXILグループのグローエ(独)買収

LIXIL Group Corporation
2013/9/26 12:48



(C) 2013 Yahoo Japan Corporation.

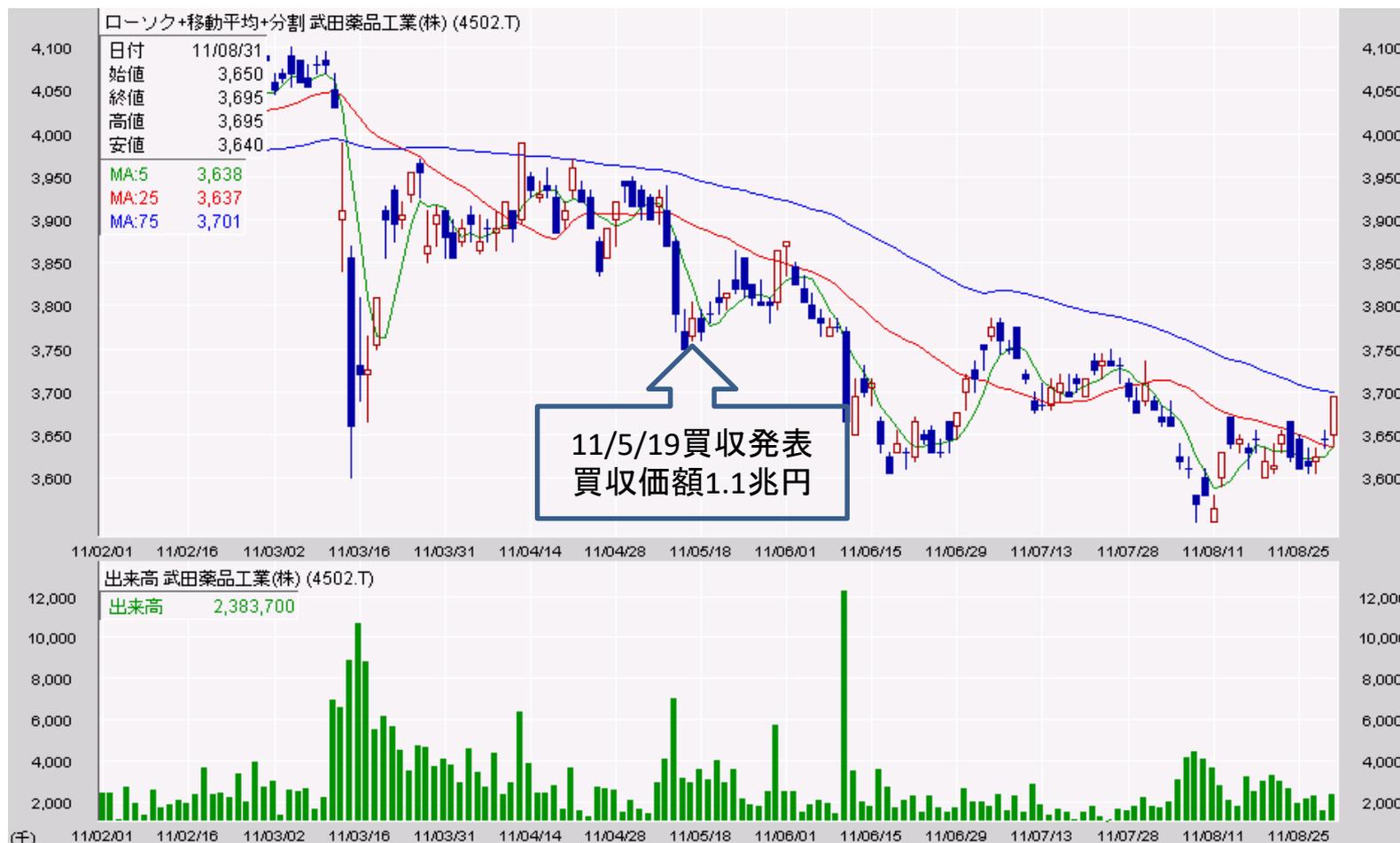
<http://stocks.finance.yahoo.co.jp>

「住設機器大手の独グローエを約4000億円で買収することで最終調整に入った」と伝えた。2013年8月に買収した米衛生陶器最大手アメリカンスタンダード(ASB)の買収額531億円を大きく上回る。投資負担が大きいのではないかという懸念。

ソフトバンクによる スプリント・ネクステル買収



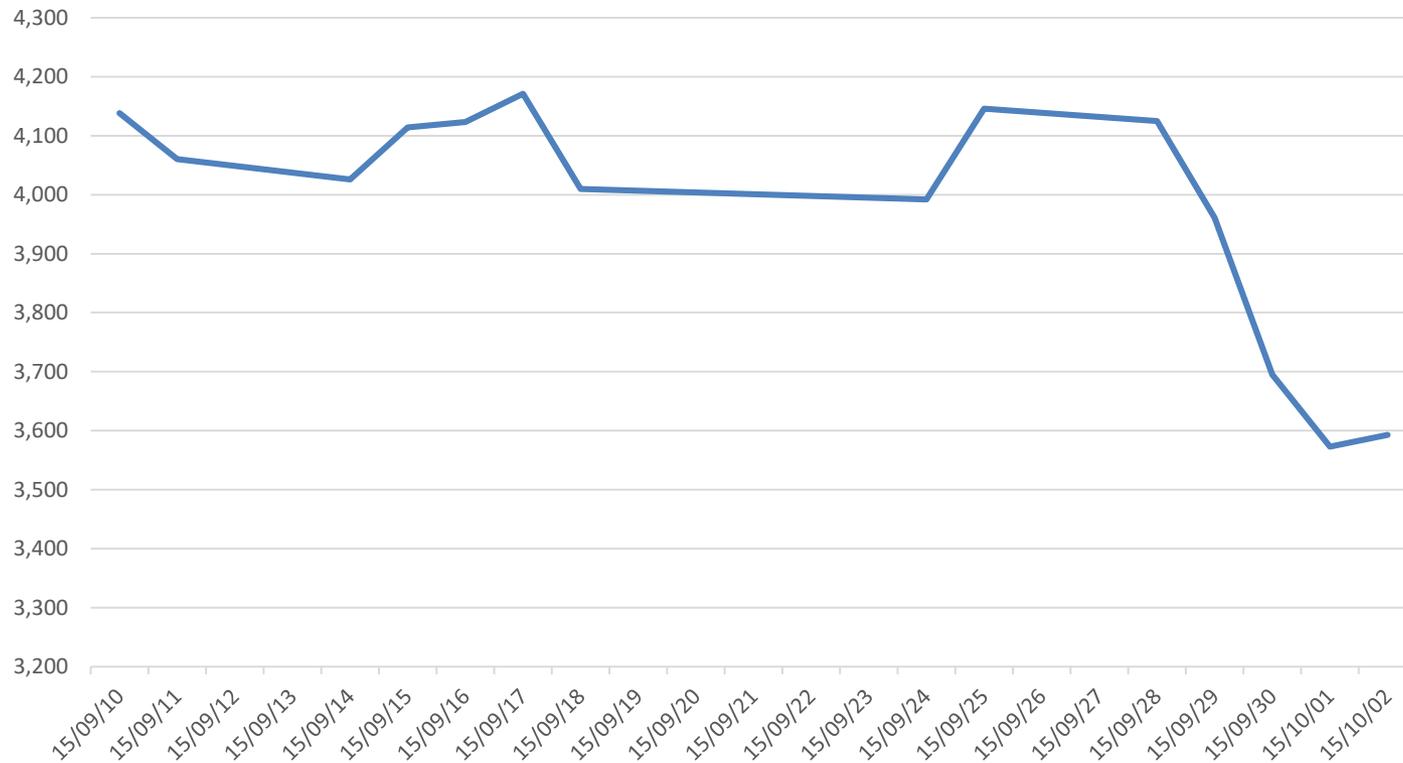
武田薬品工業による ナイコメッド買収



麒麟ホールディングスによる スキンカリオール買収



JTによるナチュラル・アメリカン・スピリッツ社 米国外たばこ事業買収



JTによるガラハー買収



M&Aに対する株価反応： USA



M&A公表前日から公表翌日までの3日間のCAR

被買収企業

買収企業

ウェイト加重で統合

14.6%

0.7%

1.1%

(出所: Eckbo 2008)

1980年から2005年までの米国のM&A案件が対象

M&Aに対する株価反応： グローバル



M&A時の買収企業に対する株価反応
M&A公表前日から公表翌日までの5日間のCAR

	M&A案件の数	5日間のCAR
合計	37,414	1.44%
ドメスティック	29,324	1.42%
クロスボーダー	8,090	1.50%

(出所：Ellis, Moeller, Schlingemann, and Stulz 2011)
対象期間は1990年から2007年。世界61カ国のM&A案件。

M&Aに対する株価反応： JAPAN



M&A時の買収企業に対する株価反応
M&A公表前日から公表翌日までの3日間のCAR

	M&A案件の数	3日間のCAR
合計	381	0.67%
ドメスティック	232	0.22%
クロスボーダー	149	1.38%

(出所: Ings and Inoue 2012)

対象期間は2000年から2010年。買収企業が日本企業のM&A案件。

M&Aの価値創造効果



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

買収金額

VIA

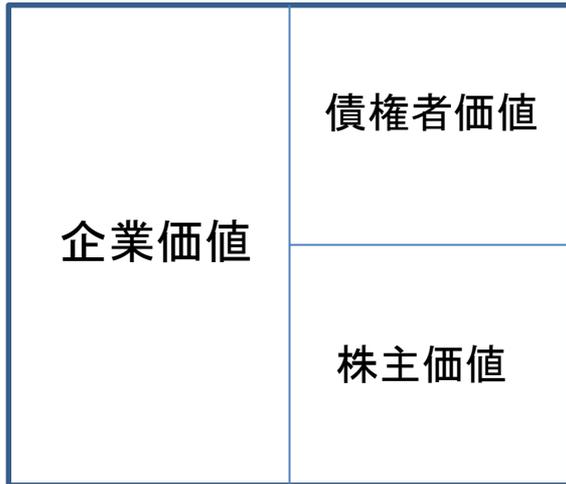
被買収企業の将来
CFの割引現在価値
合計

+

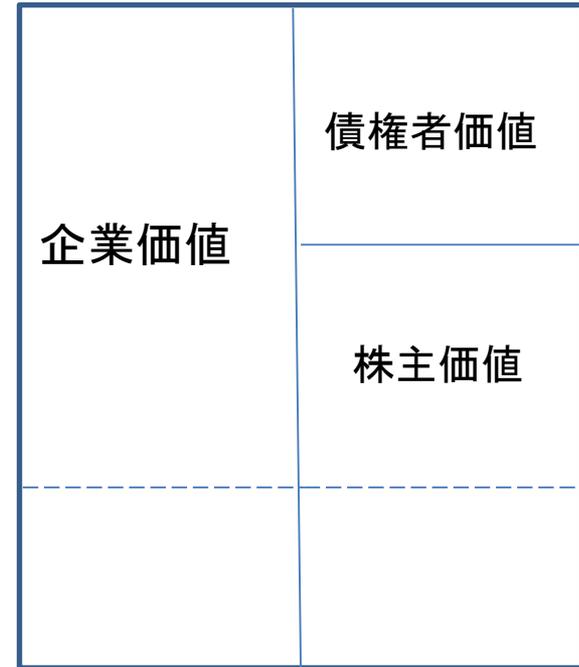
M&Aによって創造
される将来CFの割
引現在価値合計

株価変動と企業価値の伸縮

M&A公表前



M&A公表後



①M&Aによる企業価値増加

②M&A公表による株価上昇

コーポレート・ファイナンスにおける企業価値の定義

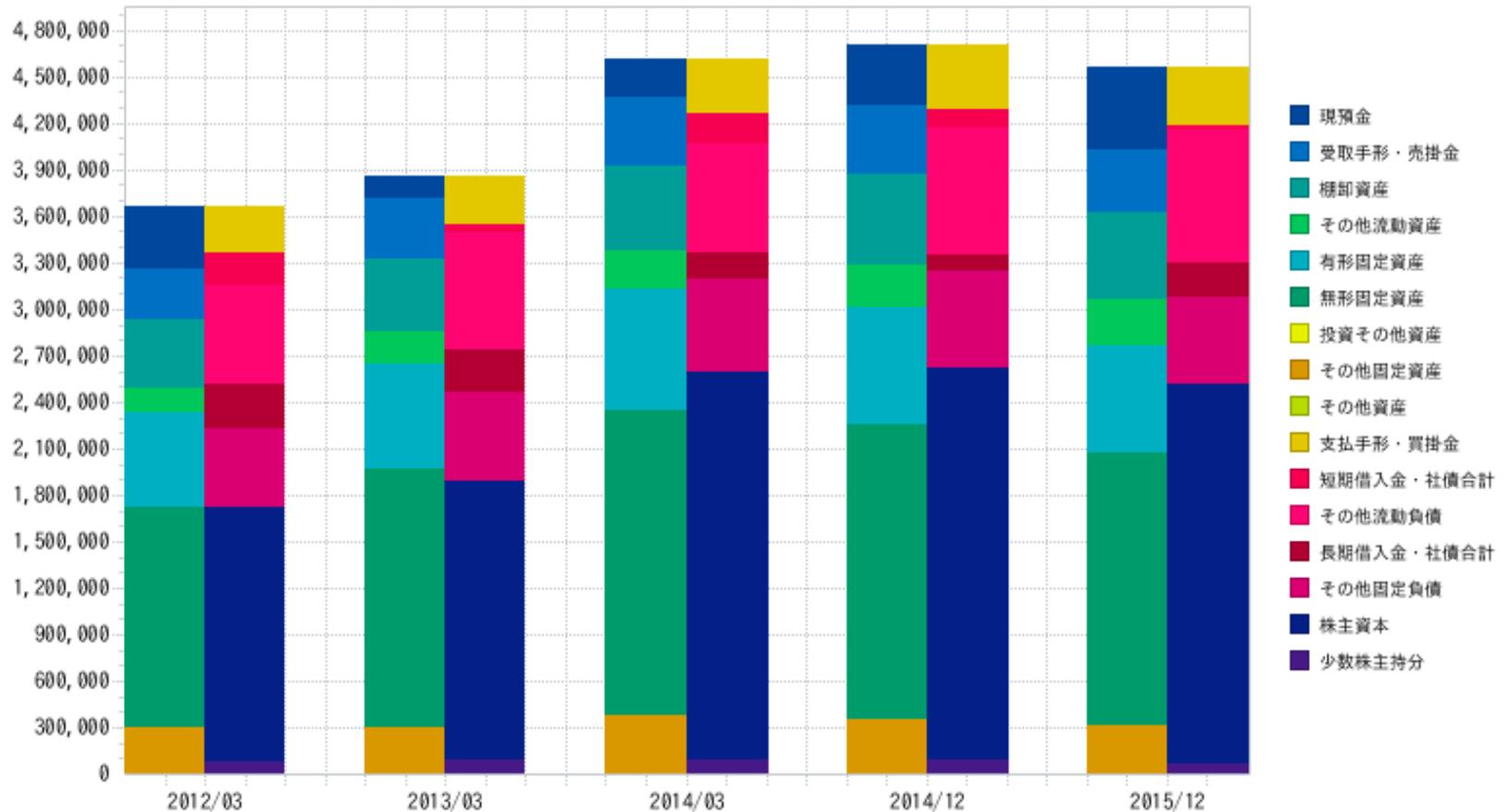
- 企業価値 = 株式価値 + 債権者価値
- 企業価値とは事業価値、資産価値を示す。
- 企業価値を株主と債権者が分け合う。

M&Aのリスク増幅効果

	バランスシート					バランスシート	
平均リスク =5%	現金 (リスク=0%)			平均リスク =10%	M&A先事業(リスク=10%)		
	既存事業 (リスク=10%)				既存事業 (リスク=10%)		

JTのBS

貸借対照表の構成比



買収額の上乗せ分「のれん」

M&A費用計上検討

国際会計基準

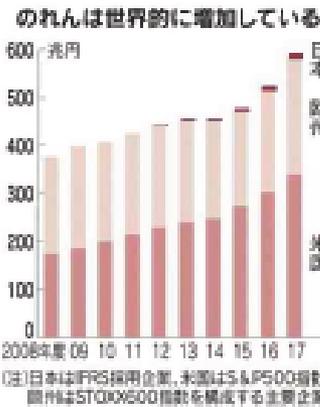
国際会計基準（IFRS）を適用する国際会計標準審議会（IASB）が、企業買収を遡る会計処理の見直しに着手したことが明らかになった。買収代金のうち相手企業の純資産を超過して支払った「のれん（ goodwill）」の「買収部分」について、費用計上義務付けの議論を始め、2022～23年にも結論を出す。大規模なM&A合併・買収が相次ぐ、企業財務への影響が強まっていることを背景とした。欧州中心に広がるIFRS採用企業には業績の押し要因となる。（関連記事19面）

情報は不要な一方、買収先企業の財務が悪化した際などにのれんの価値を一気に引き下げる懸念も

日本勢、14兆円減益要因

IASBのハンス・フーガー・ボースト議長が日かした。のれんは買収の利益と解釈され、買収して処理している。IFRSではのれんの

子企業が費用計上する。日本の会計基準では最長20年で償却して、費用として処理している。



IFRSを採用する日本企業ののれん金額

10	ソフトバンク	4兆3025億円
2	J T	1兆8912億円
3	武田薬品工業	1兆 292億円
4	電 通	7981億円
5	KDDI	5266億円
6	三菱ケミHD	3233億円
7	リクルート	3129億円
8	キリンHD	2619億円
9	サントリーBF	2540億円
10	大塚HD	2494億円

①最近の本決算期末、②のれん項目を掲げている企業のみ対象

✓費用の期間配分問題であって、CFは変わらない

2. 資金調達と企業価値

Question 2: 公募増資

Q2: 公募増資を発表すると、株価は上がるか、それとも下がるか？

「希薄化」という説明がなされることも多いが、もう少し突っ込んで考えてみて下さい。何が希薄化するのか等。

Answer:

理由:

2014年以降の主な資金調達案件

		エクイティ		IPO		社債	
		企業名	金額(億円)	企業名	企業名	金額(億円)	
2014年	2月	日本ペイント	1023	日立マクセル	野村ホールディングス	750	
		神戸製鋼所	873		九州電力	700	
	3月			ジャパンディスプレイ			
				CYBERDYNE			
	4月	九州電力	1000	ジョイフル本田	大和ハウス工業	650	
		三井不動産	3452	西武ホールディングス	日産自動車	1200	
	6月			レアジョブ	富士通	700	
		7月	第一生命保険	2771	VOYAGE GROUP	JR東日本	600
			伊藤忠商事	1024	鳥貴族		
	9月				ブリヂストン	700	
	10月	テルモ	500	リクルートホールディングス			
	12月			gumi			
2015年	1月	LIXILグループ	1200		ソフトバンク	4500	
	3月	電源開発	1115	サンバイオ	パナソニック	4000	
				Gunosy			
	6月	楽天	1898	ヘリオス	セブン&アイ	1200	
		トヨタ自動車	4992	中村超硬	三菱商事	2000	
	7月	ソニー	4347	デクセリアルズ	JT	1150	
	11月	東北電力	1200	日本郵政グループ3社	ソフトバンク	3700	

		エクイティ		IPO		社債	
		企業名	金額(億円)	企業名	企業名	金額(億円)	
2016年	1月				三菱地所	2,500	
	3月	スズキ	2,000	アカツキ			
	4月	シャープ	3,888		日産自動車	1,250	
	5月	三菱自動車	2,374		トヨタ自動車	600	
	6月			コメダホールディングス			
	7月			LINE Corporation	積水ハウス	800	
	9月			串カツ田中HD	パナソニック	4,000	
					ソニー	2,000	
					ソフトバンク	4,710	
	10月			九州旅客鉄道			
2017年	1月				中部電力	800	
	2月				富士フィルム	1,500	
	3月	三菱ケミカルHD	1,500	マクロミル	ソフトバンク	4,500	
		九州電力	1,500	スシローグローバルHD			
	4月			LIXILビバ	ブリヂストン	1,500	
					東日本高速道路	1,200	
	5月				楽天	1,000	
	6月				アサヒGHD	2,800	
					NEC	1,000	
	7月	出光興産	1,248		東レ	1,000	
	8月	ANAホールディングス	1,400		積水ハウス	1,200	
	9月			ウオンテッドリー	東京電力PG	1,000	
11月	東芝	6,000	トレードワークス	東日本高速道路	1,000		
	中国電力	1,000					
12月			SGホールディングス	大和ハウス工業	720		
2018年	1月				東京電力PG	1,000	
	3月			キュービーネットHD			
	5月			ラクスル	ファスト	2,500	
	6月			メルカリ	ソフトバンク	4,500	
	8月	山陽特殊製鋼	672		西日本高速道路	1,100	
					野村HD	1,000	
	9月	LINE	1,481		JT	1,000	
		パイオニア	600				

公募増資と株価

公募増資と株価			
社名(発表日)	公募増資額 (億円)	発表翌日の 株価騰落率(%)	主な資金用途
東芝(5月8日)	2,987	7.2	戦略分野への投資、財務体質改善
三井住友FG(5月28日)	8,629	▲ 1.3	自己資本充実
大和証券グループ本社(6月26日)	1,561	▲ 12.1	M&A等への備え
みずほFG(7月1日)	5,160	▲ 0.4	自己資本の充実
全日本空輸(7月1日)	1,392	0.0	省燃費機材の導入加速
オリックス(7月2日)	869	7.1	財務基盤の強化
GSユアサ(7月13日)	300	5.6	リチウムイオン電池工場の建設
エルピーダ(9月1日)	633	▲ 16.4	有利子負債の返済、設備投資
野村HD(9月24日)	4,350	▲ 15.9	海外中心に事業基盤強化、自己資本の充実

社名は一部略。*は売り出し等も含めた手取り概算額の上限。▲はマイナス

は発表翌日に株価が下落した企業

出所: 日本経済新聞2009.11.29

公募増資と株価

公募増資と株価			
社名(発表日)	公募増資額 (億円)	発表翌日の 株価騰落率(%)	主な資金用途
マツダ(10月5日)	671	7.6	次世代環境車の研究開発
NEC(11月6日)	1,155	▲ 2.2	クラウドコンピューティングなどに投資
曙ブレーキ工業(11月9日)	133	▲ 9.6	設備投資、借入金返済
*日本郵船(11月12日)	1,424	▲ 3.5	資源エネルギー輸送等への投資
三井化学(11月13日)	407	▲ 13.2	中国でのプラント建設
*日立製作所(11月16日)	4,156	▲ 2.6	重点事業・研究開発への投資、借入金返済
ダイワボウHD(11月16日)	65	▲ 20.9	借入金の返済
*東京建物(11月17日)	456	▲ 16.5	都市開発事業へ投資
*三菱UFJ(11月18日)	10,000	▲ 3.7	自己資本の充実
*森精機製作所(11月20日)	181	▲ 11.2	買収資金、グループへの投融資

社名は一部略。*は売り出し等も含めた手取り概算額の上限。▲はマイナス

は発表翌日に株価が下落した企業

出所：日本経済新聞2009.11.29

株式資金調達のコスト

受渡日	銘柄	市場	主幹事	発行価格	調達額(億円)	割引率
2009年10月14日	野村HD	東1	野村	568	4,351	4.05
10月22日	マツダ	東1	野、大、GS	213	878	3.18
11月27日	NEC	東1	大和	215	1,156	3.15
12月9日	日本郵船	東1	野、三、メ リル	253	1,080	3.07
12月15日	日立	東1	野村、GS	230	2,507	3.36
12月17日	T&DHD	東1	野村	1,857	1,079	3.02
12月22日	三菱UFJ	東1	野村	428	10,002	3.17
2010年1月28日	三井住友FG	東1	日、GS、 大、野	2,804	9,534	3.01
4月21日	ヤマハ発動機	東1	野村	1,231	677	3.07

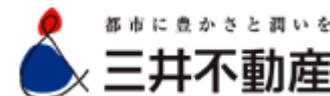
公募増資と株価

会社名	業種	増資決議日	株価騰落率
コロプラ(3668)	ゲームソフト	2014/4/1	3.2%
ミクシィ(2121)	ゲームソフト	2014/2/28	15.9%
パンチ(6165)	金型部品	2014/2/21	4.7%
日本一ソフト(3851)	ゲームソフト	2013/10/18	17.7%
Jマテリアル(6055)	特殊ガス	2013/10/2	8.9%
FJネクスト(8935)	不動産	2013/9/30	7.0%
ケネディクス(4321)	不動産	2013/8/30	14.1%
サムティ(3244)	不動産	2013/5/2	4.0%
エレコム(6750)	周辺機器	2013/2/15	8.5%

騰落率は決議日と翌営業日の終値の比較。赤字は取引時間中の発表のため決議日の前日と当日の終値を比較。

増資と株価反応の事例

三井不動産の32年ぶり公募増資



三井不動産、新株発行などで3245億円調達

2014/5/27 16:23

小 中 大 保存 印刷 リプリント

三井不動産は27日、新株発行と売り出しで概算3245億円を調達すると発表した。公募増資と追加売り出しに伴う第三者割当増資で計1億1000万株を発行する。調達資金は複合施設などの開発に充てる。〔日経QUICKニュース(NQN)〕

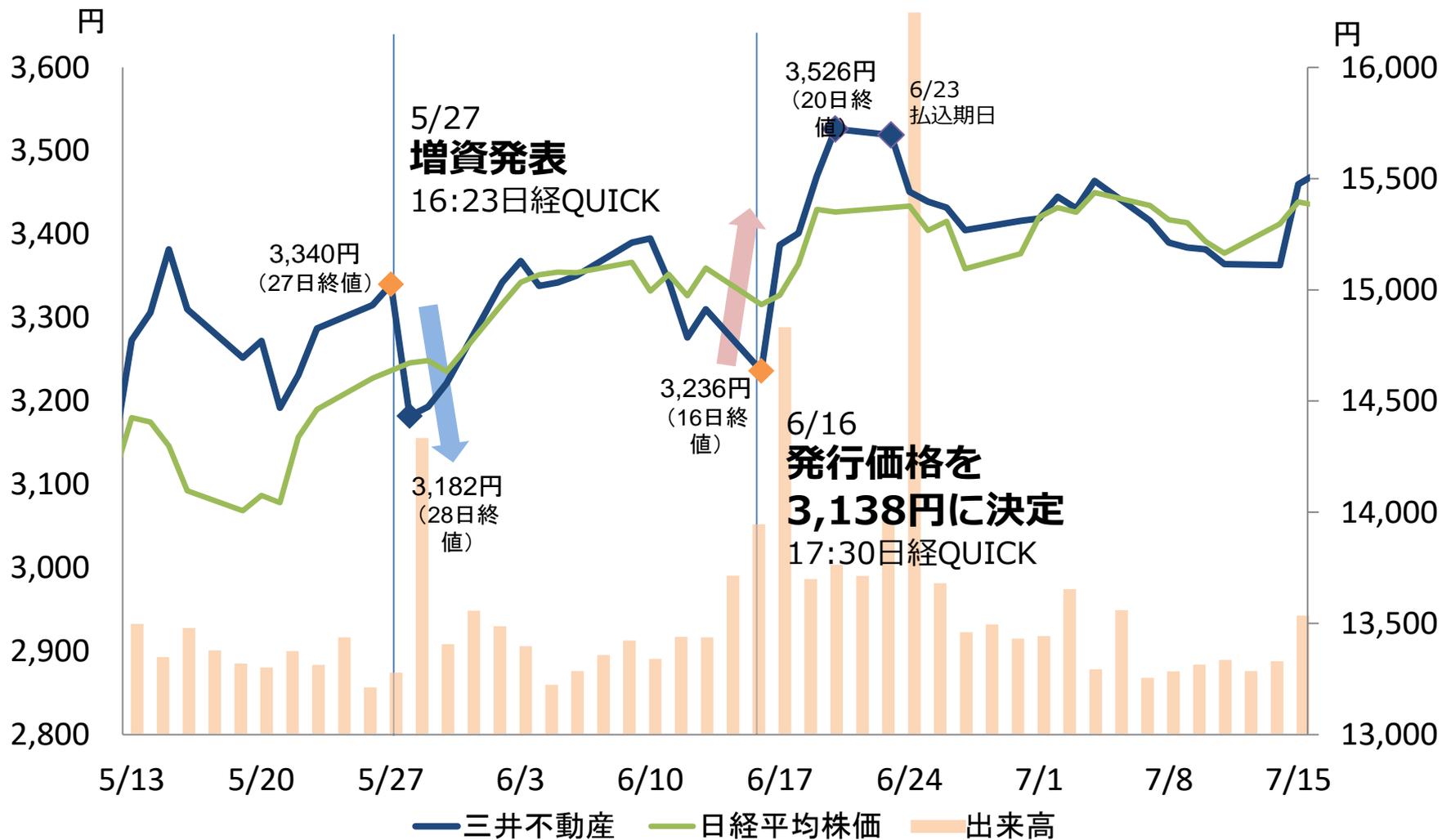
三井不、公募増資の発行価格を3138円に決定 調達額は3289億円

2014/6/16 17:30

小 中 大 保存 印刷 リプリント

三井不動産(8801)は16日、公募増資の発行価格が3138円に決まったと発表した。同日の三井不の終値(3236円)を3%下回る。オーバーアロットメントによる追加売り出しは上限の1000万株となった。払込期日は23日。三井不は5月27日、1982年以来32年ぶりとなる公募増資を発表していた。増資は国内と海外合わせて1億株。

市場からの資金調達額(手取り概算)は最大約3289億円となり、当初の調達見込み額(3245億円)をやや上回った。〔日経QUICKニュース(NQN)〕



増資についてシンプルに考えてみよう

普通株式による増資の発表が株価の下落をもたらす点について、
「米国の工業株では、この下落は約3%に達している」

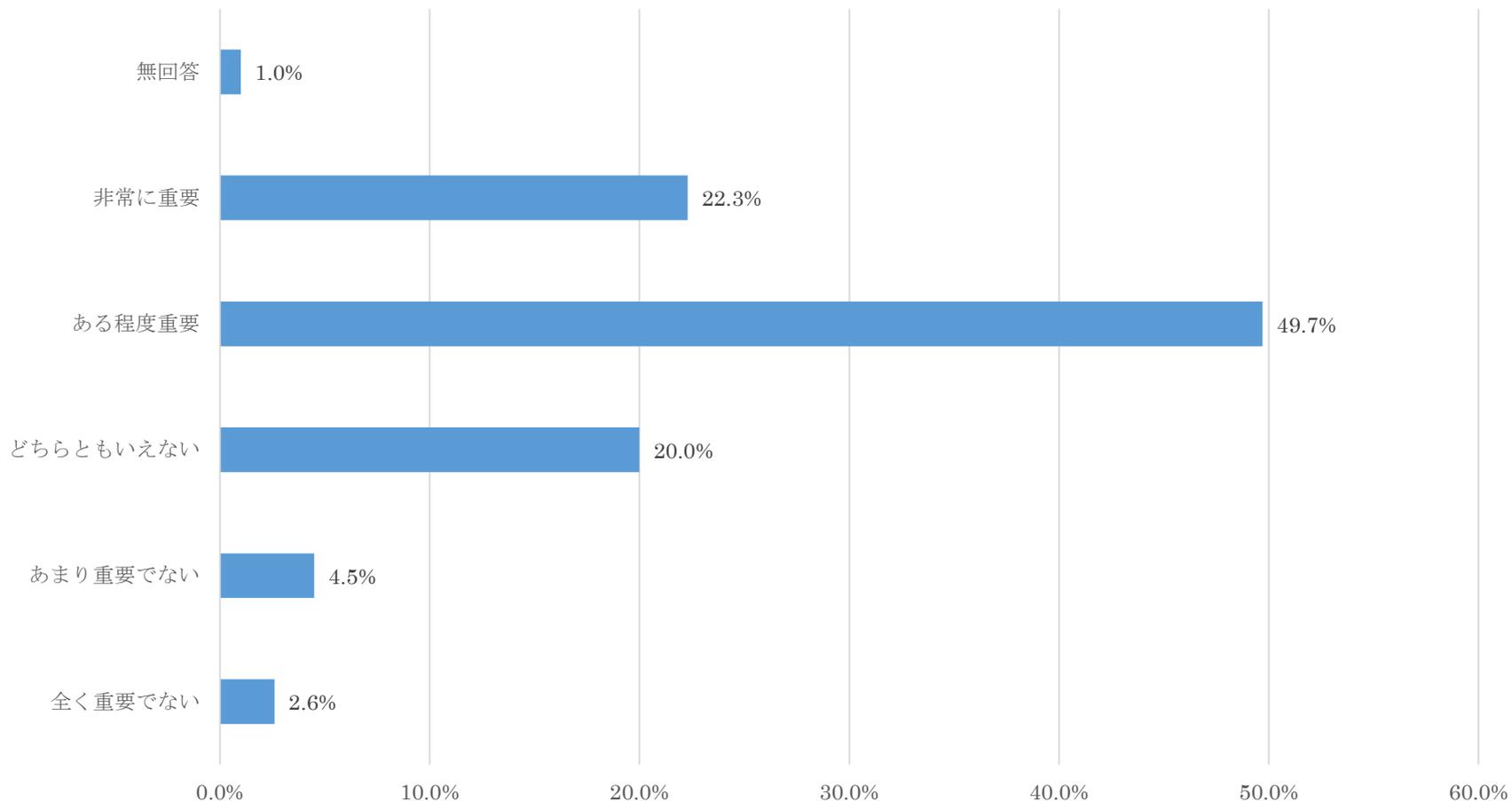
ブリーリー、マイヤーズ、アレン著、『コーポレート・ファイナンス第10版』より

なぜSEO時に株価が下落するか？

- (1)マーケット・タイミング仮説

- 企業経営者は自社の株価の動向を見て、株価が高い時(タイミング)を見計らって増資をするという説明。
- 同一株数の発行によって、より多くの資金を調達することが可能だから。株価が過小評価されている時に株式を発行しようとする経営者は多くはない。
- 適正価格よりも過大評価されているタイミングで増資を行うものと、情報劣位の市場参加者は考えることから、公表時に株価が下落するという説明。

株式発行による資金調達に際して、直近の株価上昇は重要か？



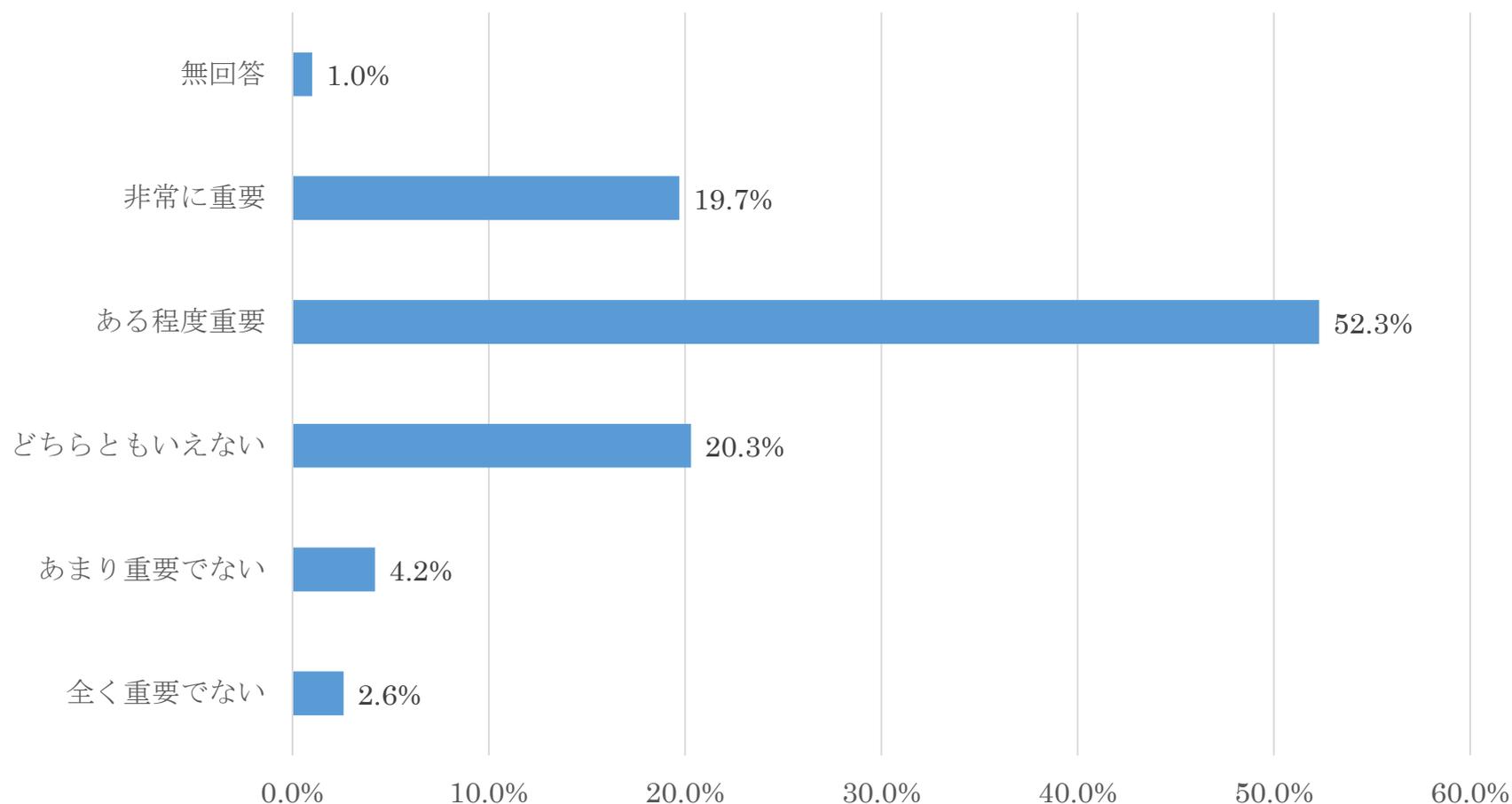
(出所：花枝英樹・佐々木隆文・佐々木寿記、「資金調達・現金保有に関する企業の意識調査 基本集計結果」、2013年)

Dilution?

- (2) 希薄化仮説:

- 1株当たり利益 (EPS) の希薄化 (dilution) によって株価下落が生じるとする説明
- EPSは当期純利益を発行済み株式総数で除したもの。増資によって資金調達をした瞬間は、分母の発行済み株式総数が増えるため、EPSは下がる。これを希薄化と呼ぶ。

株式発行による資金調達に際して、EPSの希薄化は重要か？



出所：花枝英樹・佐々木隆文・佐々木寿記、「資金調達・現金保有に関する企業の意識調査 基本集計結果」、2013年

常識を疑え！

(SEO前)

資産100	資本 100
-------	--------

当期純利益 10
ROE = 10/100 = 10%

(SEO後)

100	100
調達現金 100	増資部分100

当期純利益10

調達時ROE = 10/200 = 5%

SEO後のROE = ???

増資と株価反応

- 増資前の資産が100億円、資本100億円、当期純利益10億円という会社があります。
- この会社が増資で新たに100億円の資金調達をしました。増資前のROEは10%です。
- 増資をした瞬間、ROEは5%に低下します。当期純利益は変わらず、資本だけが倍増するからです。
- しかし、よく考えてみましょう。この会社は何らかの用途があって、増資をしたはずです。調達資金を寝かせておくことはありません。
- 実は、増資時の市場での株価変動は、調達資金の期待利益率に依存します。調達資金をどのように活用するかまで検討する必要があります。

ケース1

- 第1のケースは、調達資金を既存事業と同一の利益率の事業に投じる場合です。
- 小売業などで新規店舗をオープンする場合などを想定して下さい。
- 同じ利益率ですから、新規調達資金分のROEは10%です。会社全体のROEも10%で不変です。

ケース2

- 調達資金を利益率が既存事業よりも相対的に低い事業に投下する場合は。
- 例えば、利益率が4%しかあがらない事業に投下したとすると、会社全体のROEは10%と4%の平均値である7%に低下します。
- 既存株主からすると、新規株主の資金が低収益事業に投下されることで、自分たちのROEが希薄化したと感ずることでしょう。

ケース3

- 調達資金の投資先収益率が既存事業よりも高い場合です。
- 非常に有望な事業で利益率が20%だとしましょう。そうすると、会社全体のROEは10%と20%の平均値15%にまで上昇します。
- 既存株主にとってのROEは希薄化されるのではなく、逆に「濃縮化 (concentration)」される。

SEOのまとめ

- 増資に対する株価反応は調達資金の用途・期待利益率によって異質である。



3. ペイアウトと企業価値

Question 3: ペイアウト

Q3: 増配を発表すると、株価は上がるか、それとも下がるか？
(一般によく観察できるパターンを想定して下さい。)

Answer:

理由:

東証一部上場企業の配当金総額と自社株買い

(10億円)

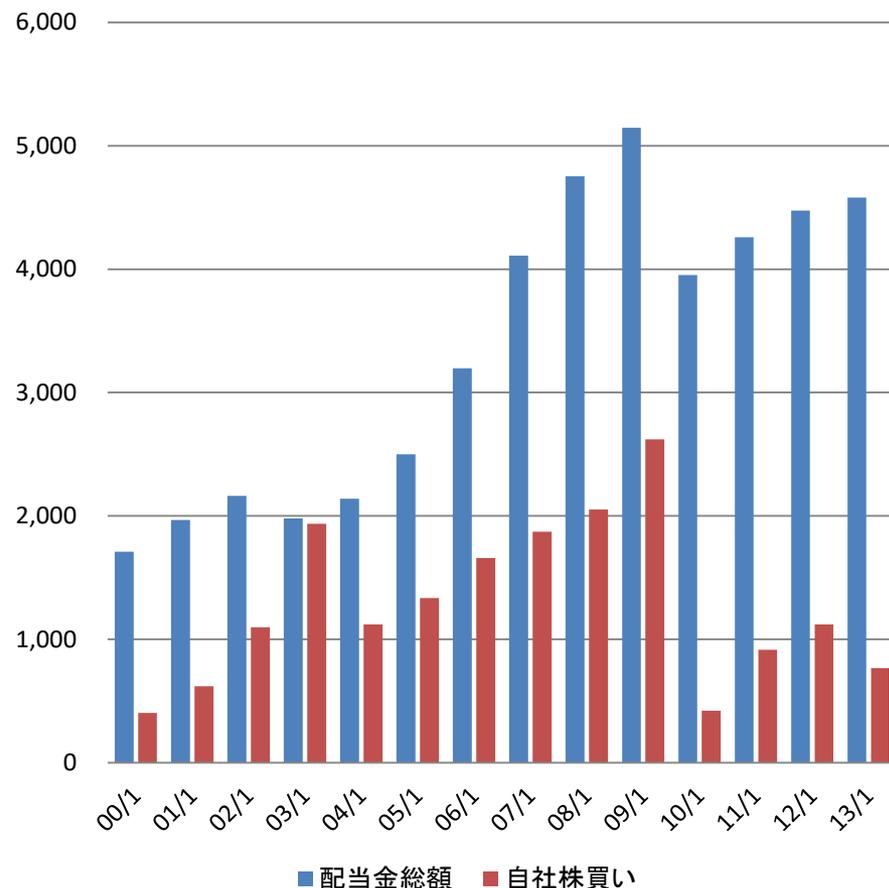
	配当金総額	自社株買い	合計
2000	1,711	404	2,115
2001	1,966	619	2,585
2002	2,163	1,097	3,260
2003	1,980	1,937	3,917
2004	2,141	1,122	3,263
2005	2,500	1,335	3,834
2006	3,197	1,659	4,856
2007	4,109	1,873	5,981
2008	4,753	2,053	6,805
2009	5,147	2,620	7,767
2010	3,952	421	4,373
2011	4,258	915	5,173
2012	4,475	1,120	5,596
2013	4,581	766	5,348

※3月期決算以外の企業も含めた数値。

※自社株買いの値はCF計算書の自己株式支出。

※銀行、証券、保険業を除く

配当金総額と自社株買いの推移



出所: 日経NEEDS-FinancialQUEST

自社株買い・増配を発表した主な銘柄

自社株買い				
銘柄名	設定取得枠の規模 (発行済み株式総数比)		発表日	翌営業日の上昇率
アサヒHD	最大4.29%(300億円)		2/13	6%
ヤフー	最大1.4%(200億円)		1/29	17%
増配(年間配当、11年度→12年度)				
銘柄名	決算期末	内容	発表日	翌営業日の上昇率 (*は当日)
リソー教育	2月	260円→330円	2/14	*3%
青山商事	3月	40円→50円	2/12	4%
サンリオ	3月	40円→45円	2/8	1%
AOKI HD	3月	35円→45円	2/7	3%
横浜ゴム	12月	13年度の配当見通しを 22円に(前期比2円増)	2/14	*12%

アマダの配当政策

1. 剰余金の配当（期末配当）の決定について

(1) 剰余金の配当（期末）の決定内容

	決定額 (平成 26 年 3 月期)	直近の配当予想 (平成 25 年 5 月 15 日公表)	前期実績 (平成 25 年 3 月期)
基準日	平成 26 年 3 月 31 日	同 左	平成 25 年 3 月 31 日
1 株当たり配当金	13 円	7 円	4 円
配当金総額	4,970 百万円	—	1,526 百万円
効力発生日	平成 26 年 6 月 30 日	—	平成 25 年 6 月 28 日
配当原資	利益剰余金	—	利益剰余金

(2) 理由

当社は、継続的な成長のための強固な経営基盤を構築し、企業価値の最大化を図っていく方針であります。このために、財務の健全性を維持しながら資本の効率性を高めていくことが重要だと考えております。当社は現在、平成28年3月期を最終年度とした中期経営計画で収益体質の強化に取り組み、利益の最大化を目指しておりますが、同時に純資産額の増加を抑制し資本効率を高めていく方針であります。

具体的にはこれまで30～50%程度としておりました配当性向の目標を50%程度に変更し、また当期純利益の50%程度を目処に自己株式の取得を実施する方針です。

この方針は平成28年3月期までの期間としますが、その後も継続的な資本効率の改善に取り組んでまいります。

当期の年間配当につきましては、この方針に基づき前期より8円増配の1株当たり20円とし、中間配当金を既に7円支払っておりますので、期末配当金は1株当たり13円とさせていただきます。予定であります。

アマダの配当政策（続）

2. 次期配当予想について

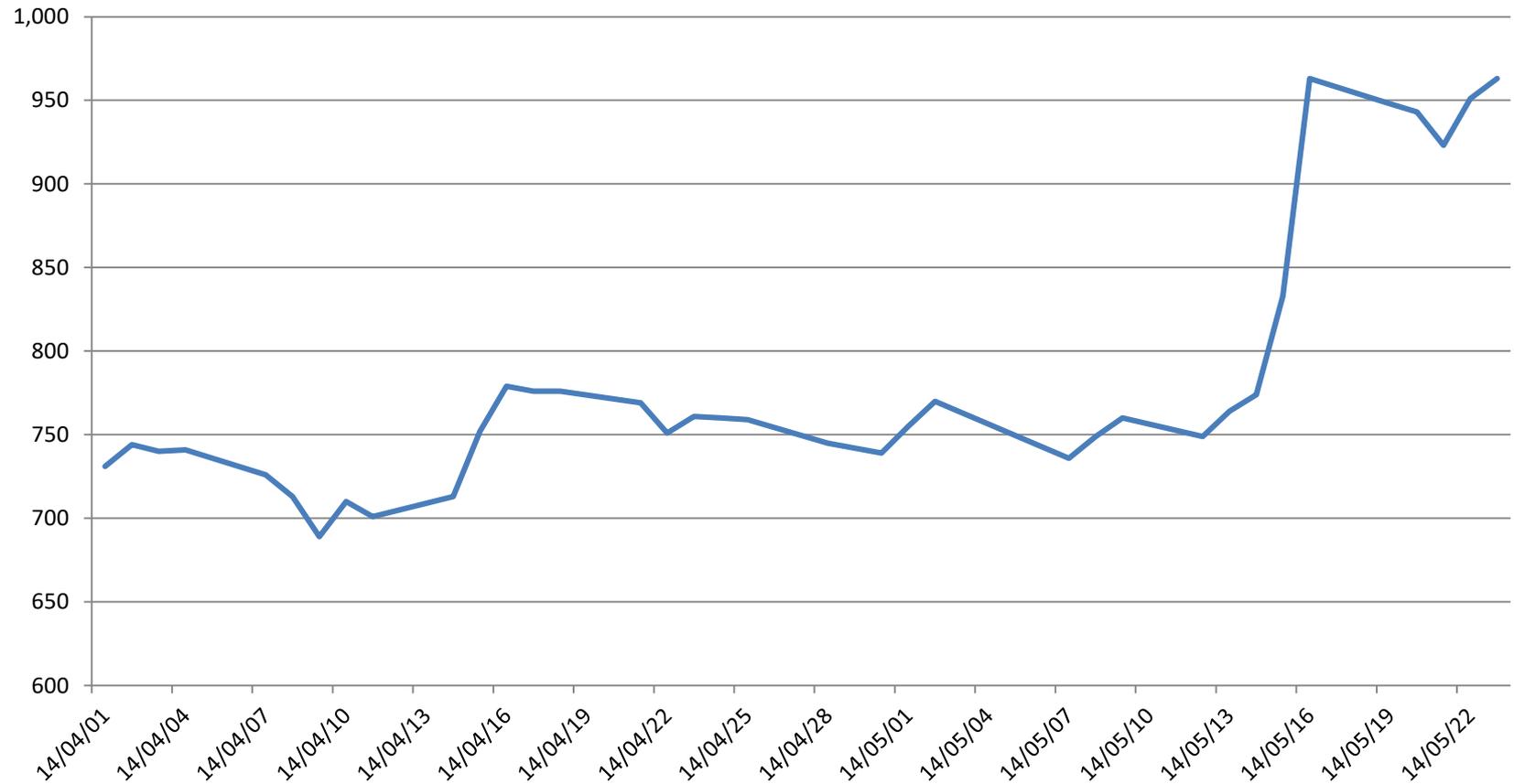
(1) 次期配当予想の内訳

	年間配当金（円）		
	第2四半期（中間）	期 末	合 計
当 期 実 績	円 銭 7.00	円 銭 13.00	円 銭 20.00
次 期 予 想	13.00	13.00	26.00

(2) 理由

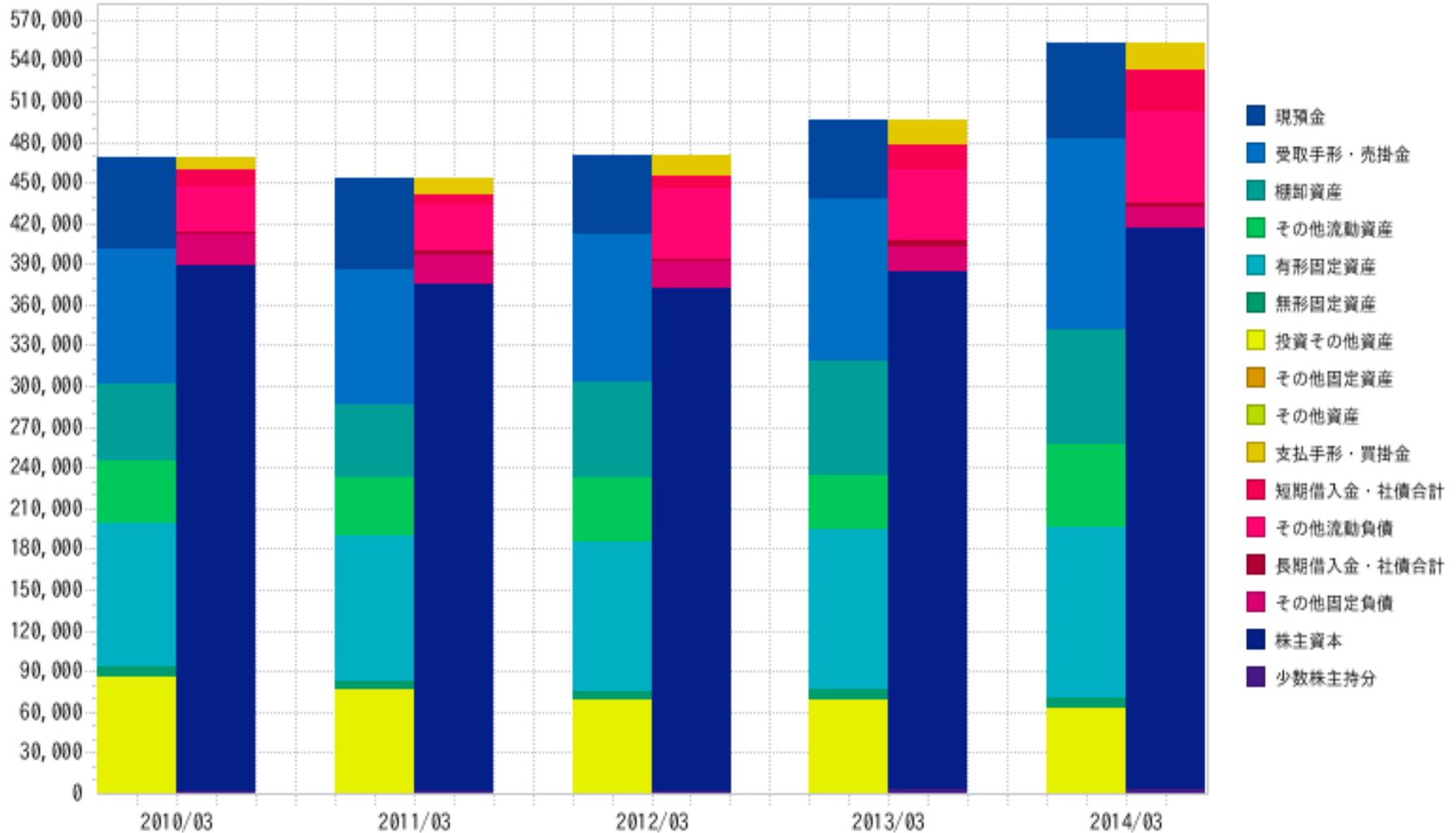
前記の方針に基づき、次期の配当予想につきましては、現時点では当期より年間6円増配の1株当たり26円（中間配当金13円、期末配当金13円）を見込んでおります。

アマダの配当政策と市場反応



Amada B/S structure

貸借対照表の構成比



ペイアウトと株価反応

サンゲツの株主還元策



サンゲツ、今後3年間の株主配分拡充 利益の100%以上に

2014/11/8 0:26

小 中 大 保存 印刷 リプリント

インテリア大手のサンゲツは7日、2017年3月期までの3年間で純利益の100%以上を配当や自社株買いで株主に配分すると発表した。期間利益だけでなく、余剰資金も株主に還元する。株主への利益配分を強化するとともに自己資本を100億~200億円圧縮し、自己資本利益率(ROE)を8~10%に高める。

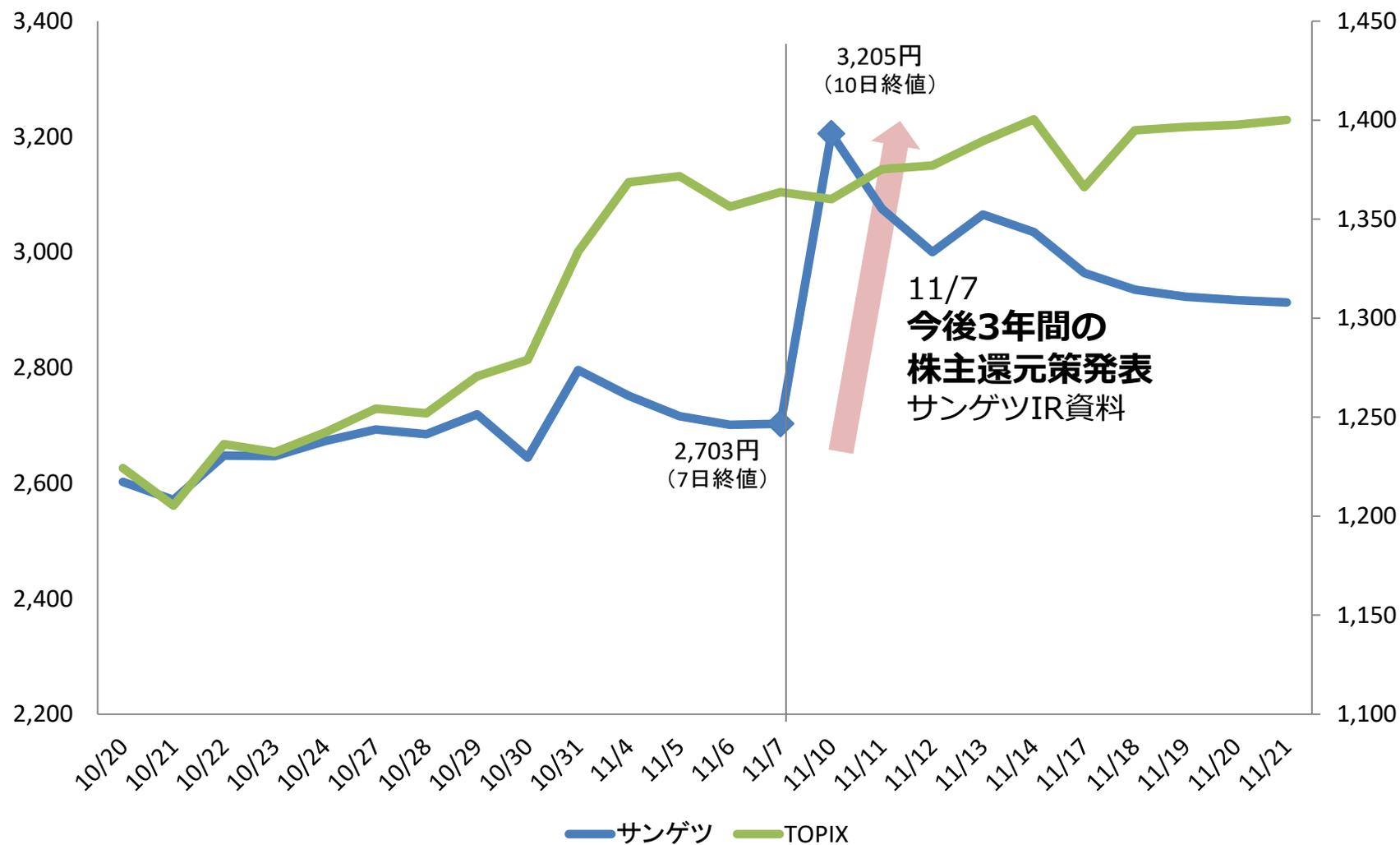
2. 株式取得に係る事項の内容

(1) 取得する株式の種類	当社普通株式
(2) 取得する株式の総数	1,100,000株(上限) (発行済株式総数(自己株式は除く)に対する割合2.88%)
(3) 株式取得価額の総額	30億円(上限)
(4) 取得する期間	平成26年11月10日から平成27年4月30日まで
(5) 取得する方法	自己株式立会外買付取引(N-NET3)を含む市場買付

(ご参考) 今回取得する自己株式相当数は取得後、消却する予定です。

3. 自己株式消却の内容

(1) 消却する株式の種類	当社普通株式(現在保有している自己株式)
(2) 消却する株式の総数	2,089,000株 (消却前の発行済株式総数(自己株式は除く)に対する割合5.48%)
(3) 消却予定日	平成26年12月12日



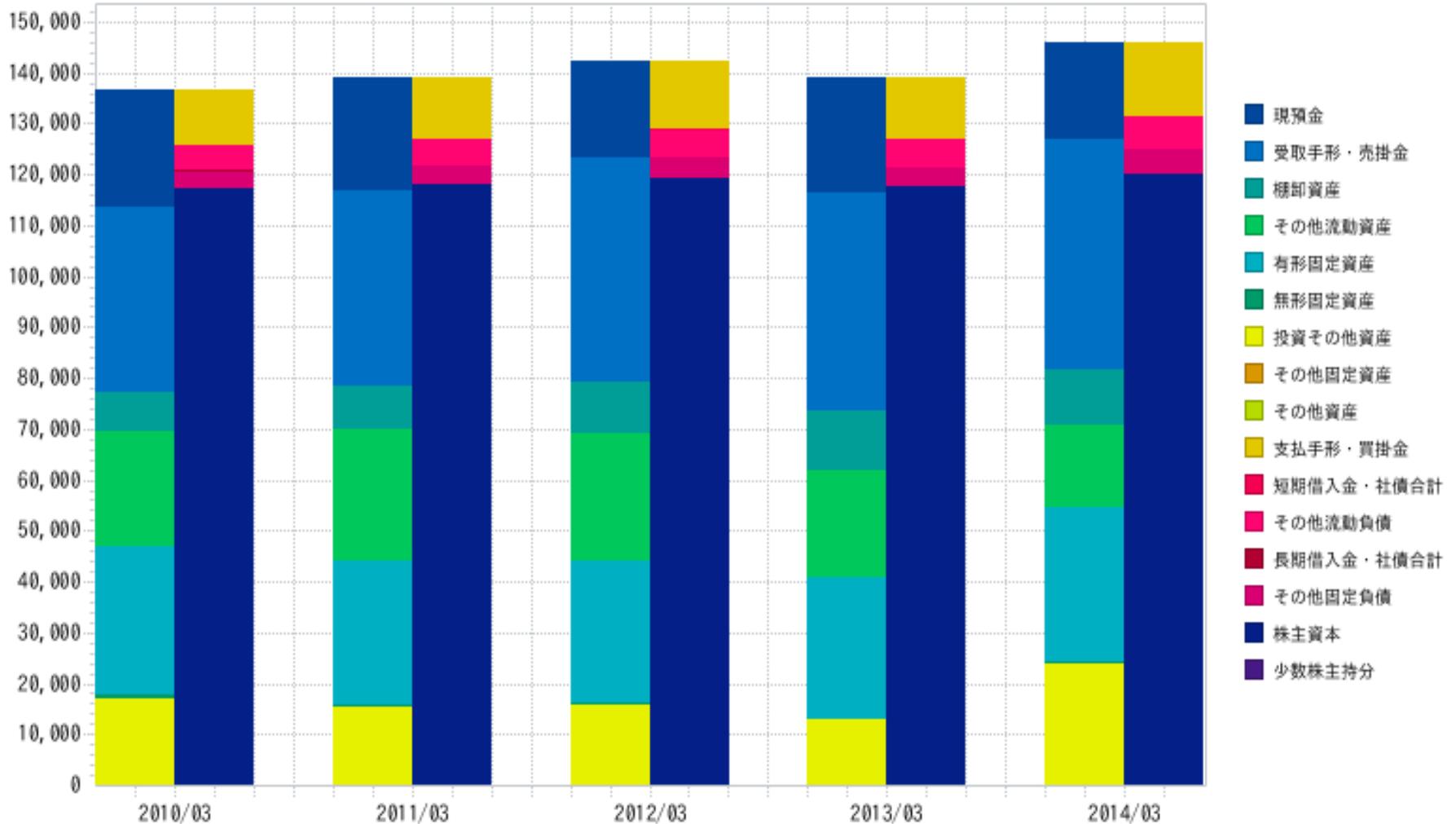
- 11/7 サンゲツが公式に株主還元策を発表
 - 翌営業日(10日)に株価が18%以上伸びストップ高
 - ROEが改善され、株主価値が高まる期待？
 - 自己株式取得に伴う、EPS増を期待？
 - 配当を求める投資家が増えている？
 - 安田正介社長
 - 「17年3月期までは大規模投資を予定しておらず、手元資金をこのままにしておく理由を株主に説明できない」

思い切った株主配分の動きが相次ぐ	
カシオ計算機	増配+自社株買いで利益の9割弱
アマダ	2年間、利益全額を配当+自社株買い
サンゲツ	3年間、利益額以上の配当+自社株買い
富士フィルム	3年間で2000億円強の配当+自社株買い

積極的なペイアウトが増加しており、左図の企業はどれも投資家にプラス評価され、一時的に株価が上昇した

Sangetsu B/S structure

貸借対照表の構成比



無配のAmazon

- Amazonは上場以来一度も配当を支払ったことがありません。なぜでしょうか。
- Amazonは株式時価総額約3150億ドルの大企業です。2015年末時点では、世界で第6位です。日本円にすると約37兆円です。トヨタ自動車が約26兆円と比べると、規模感が分かるでしょう。
- *We intend to retain all future earnings to finance future growth and, therefore, do not anticipate paying any cash dividends in the foreseeable future.*

(出所: Amazon社ウェブサイト、Investors Relationのパートより)

完全な資本市場においては、配当政策は無関係

- 投資家が現金を得るためには、必ずしも配当を必要とはしない。そのため、配当の多い企業の株式を高く評価するということもない。
- 言い換えると、配当政策は株主の富には影響を与えない。

基本としてのMM配当無関連命題

現金 100億円	株主価値 200億円 発行済株式総数 =1億株
事業資産 100億円	

Q: X社は余剰現金の半分、つまりは50億円全額を配当に回すことにしました。1株あたりでいうと50円の配当です。さて、X社の株価は上がるでしょうか？

[1株当たり株価=200円]

配当後のバランスシート

現金50億円	株主価値 150億円 発行済株式総数 =1億株
事業資産 100億円	

- 会社の内部に残存している価値は、150億円（1株当たり150円）。
- 配当として自分のポケットに50億円（1株当たり50円）。
- 株主の富は合計すると200億円（一株当たり200円）。
- これが有名な「MMの配当無関連命題」。
- 配当に相当する分だけ株価が下落するため、「ペイアウトは株主の富に影響しない」という命題です。（Miller and Modigliani[1961]）

[1株当たり株価=150円]

MMの仮定

1. 企業のペイアウト政策が追加的信息をもたらすことはない ……→ 裏を返すとシグナリングに
2. 株式市場は完全市場状態(税金、取引コストは存在しない)
3. 経営者は株主価値を毀損するような行動は選択しない

応用: シグナル効果で事業資産評価が上方改訂される場合



- 株主は配当として50億円（1株当たり50円）を手に入れます。
- 企業内部に残っている価値は、170億円（一株当たり170円）です。
- 株主の富 = 配当50億円 + 株式価値170億円 = 220億円

✓ 事業資産の価値は会計学的には上方改訂されませんが、DCFで考える企業財務では上方改訂され得ます。資産の経済的な価値を評価するためです。

4. 現金保有再考

Q1: 余剰現金の価値は市場ではいくらかと評価されているか？

Q2: 事業資産の価値は市場ではいくらかと評価されているのか？

財務報告用のBS



市場の評価

PBR=0.6



Q3: 余剰現金の価値は市場ではいくらと評価されているか？

Q4: 事業資産の価値は市場ではいくらと評価されているのか？

財務報告用のBS



PBR = 1.5

市場の評価



100億円は誰が持っていて100億円なのか？

- 通常のバリュエーションモデルでの扱い
- FCF(フリー・キャッシュフロー)の現在割引価値合計を算出した後、余剰現金・有価証券を加算して、企業価値合計を算出
 - 暗黙の仮定: 保有現金の価値に関する同質性。
 - どの企業が持っていようが、キャッシュはキャッシュであり、1円は1円、100億円は100億円の価値があるという仮定
 - 清算価値 = 100億円
 - ゴーイングコンサーン価値 = ???

CGが現金の経済的価値に与える影響

- ミシガン大学のDittmar教授らによる研究。
 - CGの優れた企業と脆弱な企業とで、現金の価値を比較し、コーポレート・ガバナンスが企業価値に与える影響について分析
 - CGの脆弱な企業が保有する現金の経済的価値は、1ドル当たり0.42から0.88ドルであるのに対して、CGが優れている企業の現金の経済的価値は1.27から1.62ドルである点を報告

企業特性が現金の経済的価値に与える影響

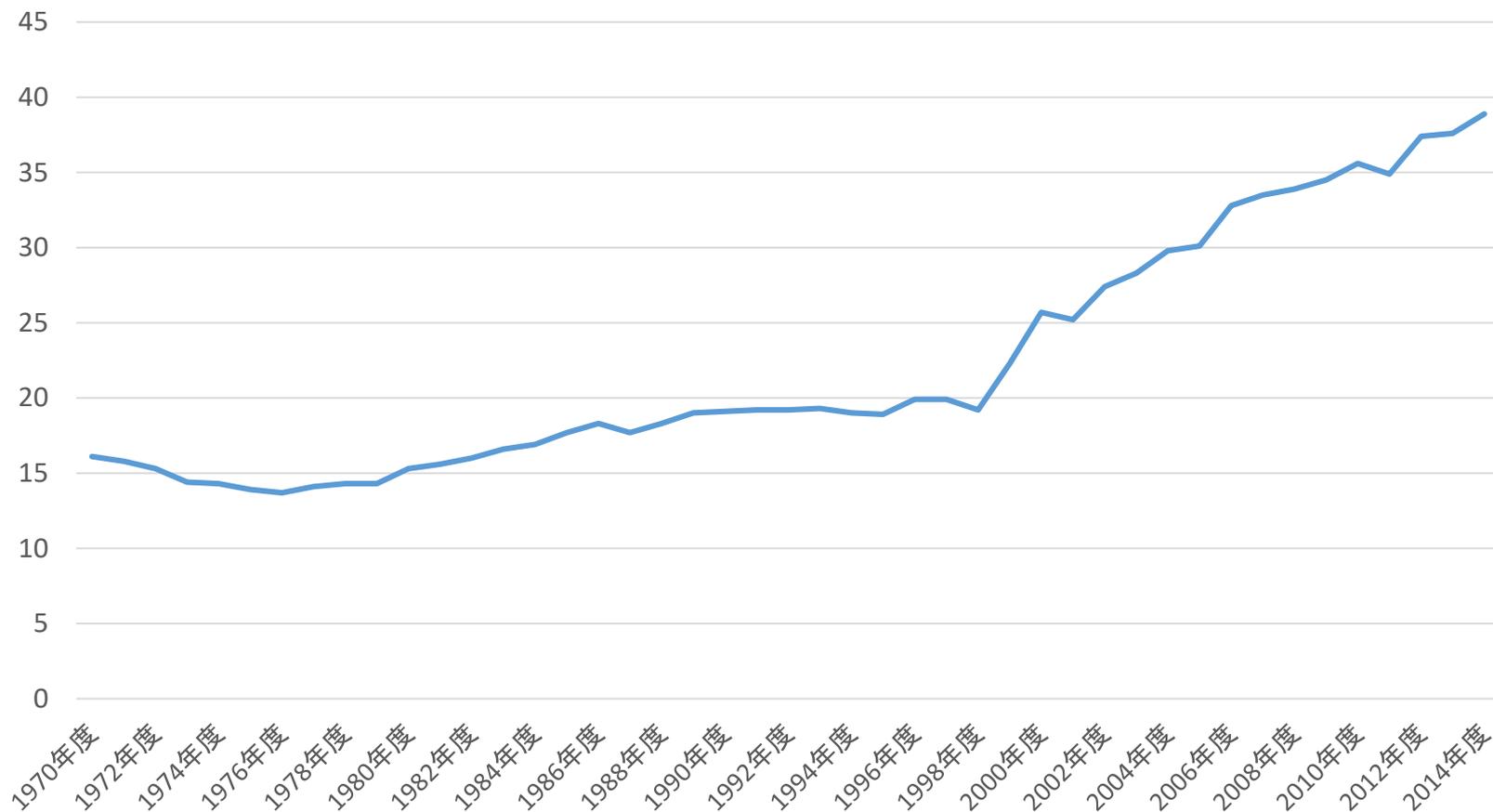
- ジョージタウン大学のPinkowitz教授らによる研究。
 - 企業特性の異質性と現金の経済的価値に着目した分析。
 - 1965年から2004年までの米国企業を対象として、手元流動性資金(現金及び有価証券)に対する市場の評価を推計。
 - その結果、現金は平均的には額面で評価されているものの、企業間の差異は大きかった。
 - 例えばコンピューター・ソフトウェアや製薬などの成長産業では、現金は額面以上の評価。その一方で、43の産業のうちで15産業では額面以下の評価。
- つまり、魅力的な成長機会を持つ企業の現金の価値は額面以上に評価され、成長機会が限定されるような成熟企業が保有する現金の経済的価値は額面よりも小さく評価されている。

(まとめ)

- 企業が保有する現金の経済的価値はすべての企業にとって同価値ではないかもしれない。
- 「誰が持っているか」、「どの企業が保有しているか」によって、その価値が異なると、市場では評価しているかもしれない。

5. 資本構成について

日本企業の株主資本比率 (%)



出所:『法人企業統計調査』。金融業・保険業以外の業種、全規模が対象

MM第1命題:

法人税がない場合、資本構成は企業価値には影響しない。

A社

資産100	負債 20	Rd
	資本 80	Re

B社

資産100	負債 80	Rd'
	資本 20	Re'

$Rd < Rd'$
$Re < Re'$

企業価値を決めるのはあくまでもバランスシートの左側、すなわち事業

- 右側の株主と債権者は、その企業価値をシェアしあうにすぎない。
- この命題を資本コストの観点から表現するならば、資本構成を変えても、加重平均資本コスト(WACC: Weighted Average Cost of Capital)は変化しないことを意味する。
- 法人税がない場合のWACCは以下の通り。

$$WACC = r_A = \left(r_D \times \frac{D}{D + E} \right) + \left(r_E \times \frac{E}{D + E} \right)$$

FAQ:「レバレッジをかければ、WACCは低下するのでは？」

- 「MM第1命題」では、この疑問は否定される(法人税がない)。
- 財務レバレッジが高まると株式資本コストが上昇するため、WACCは変わらない。
- バランスシートの左側、すなわち事業リスクが変わらない限り、WACCは変わりません。
- WACCはあくまでも事業リスクを反映するのです。
- 事業リスクを勘案して、負債コスト、株式コストが決定されてくるのであって、逆ではありません。
- 因果関係を逆転させて誤解をしてはいけません。

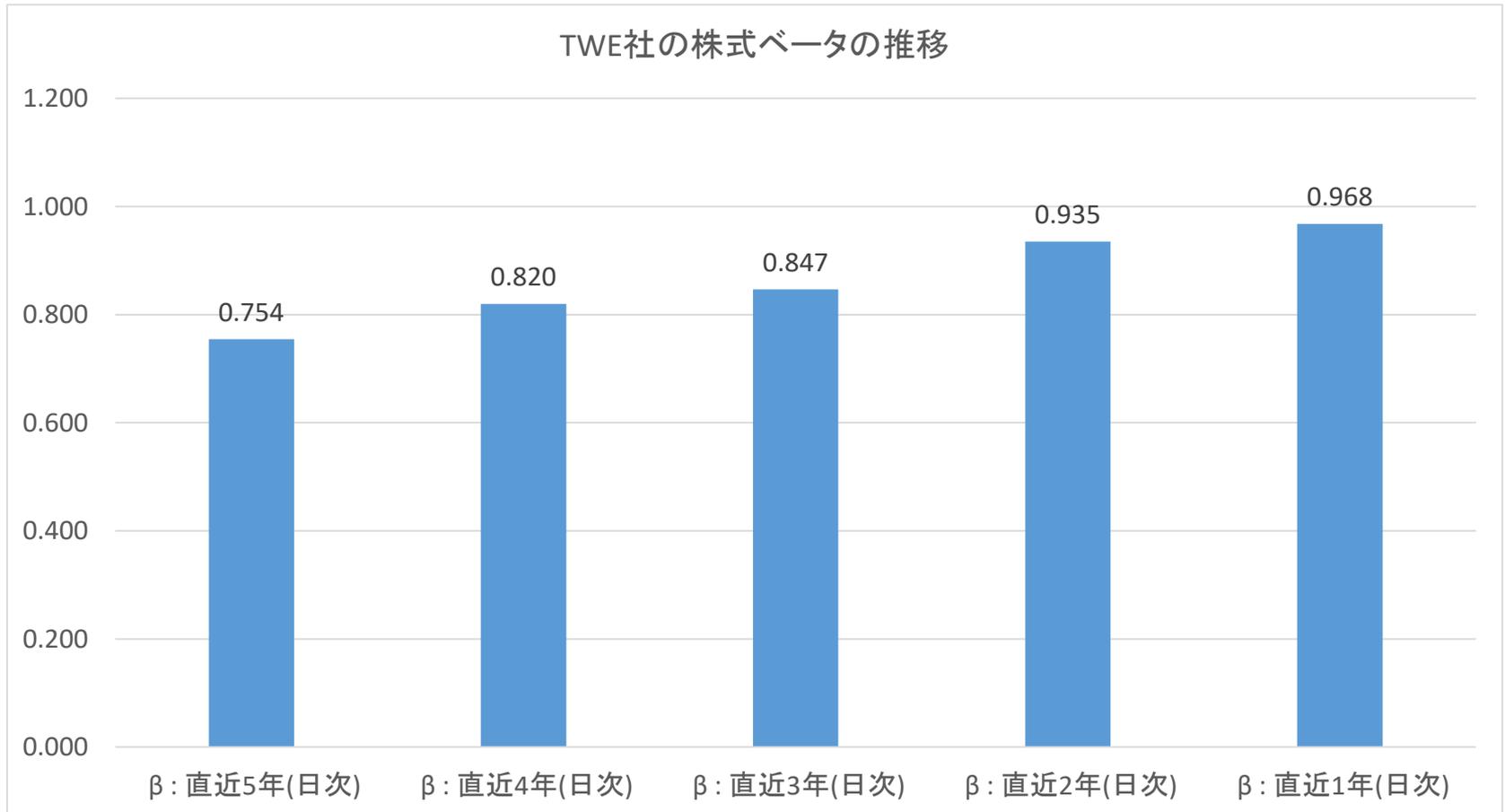
MM第2命題

- 法人税がない場合、借入れを行っている企業の株式の期待収益率は、市場価値で示されたD/Eレシオに比例して増加する。

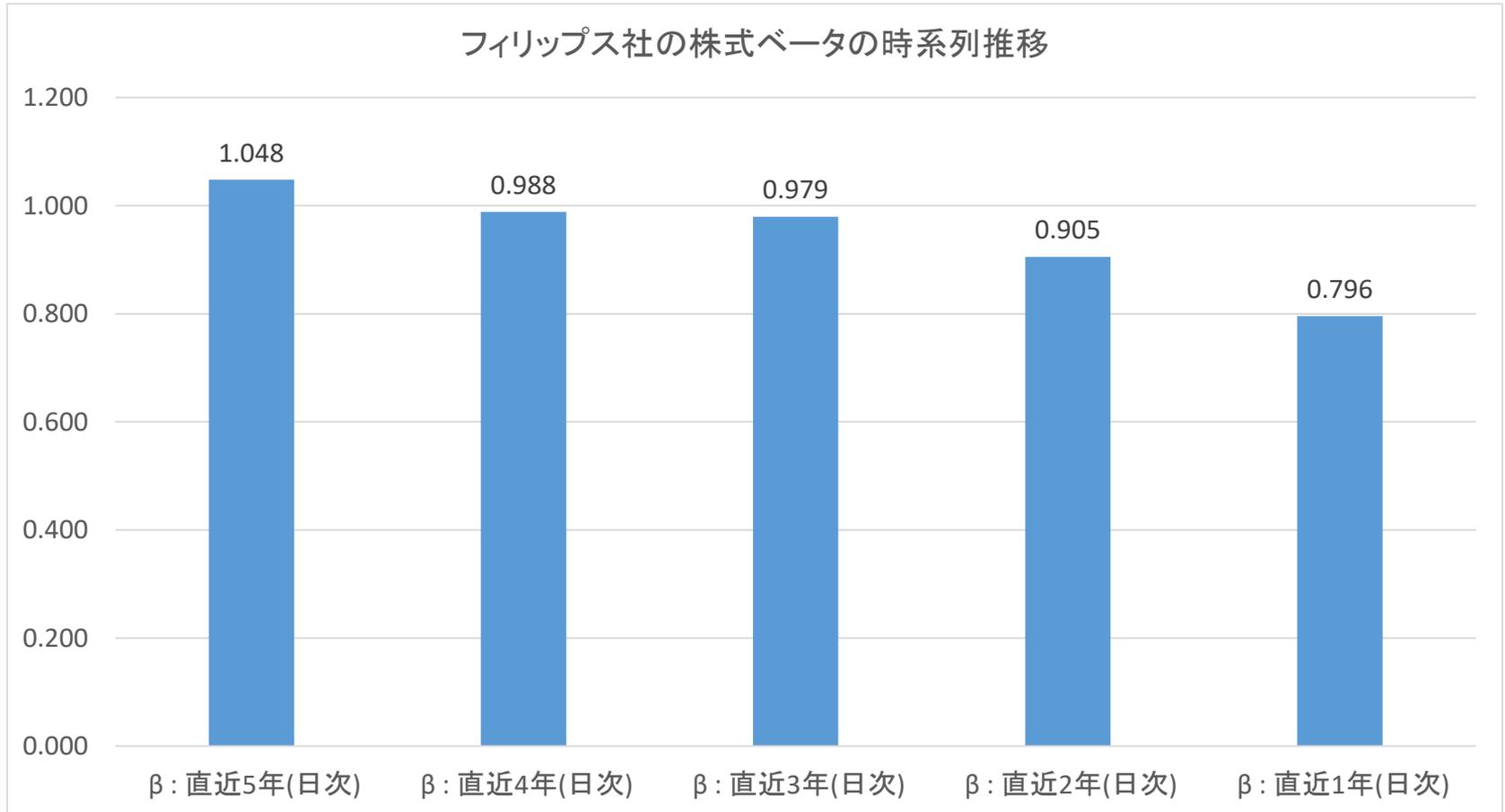
$$r_E = r_A + (r_A - r_D) \frac{D}{E}$$

- 株式資本コストは財務レバレッジ(D/E)に比例して上昇します。
- 財務レバレッジを高めると、株主が負担するリスクが高まることから、株主が要求するリターンも高くなるのです。
- 法人税のない世界では、「レバレッジを上げてWACCを下げましょう」という言説は成立しないのです。

変動する株式ベータ (1)

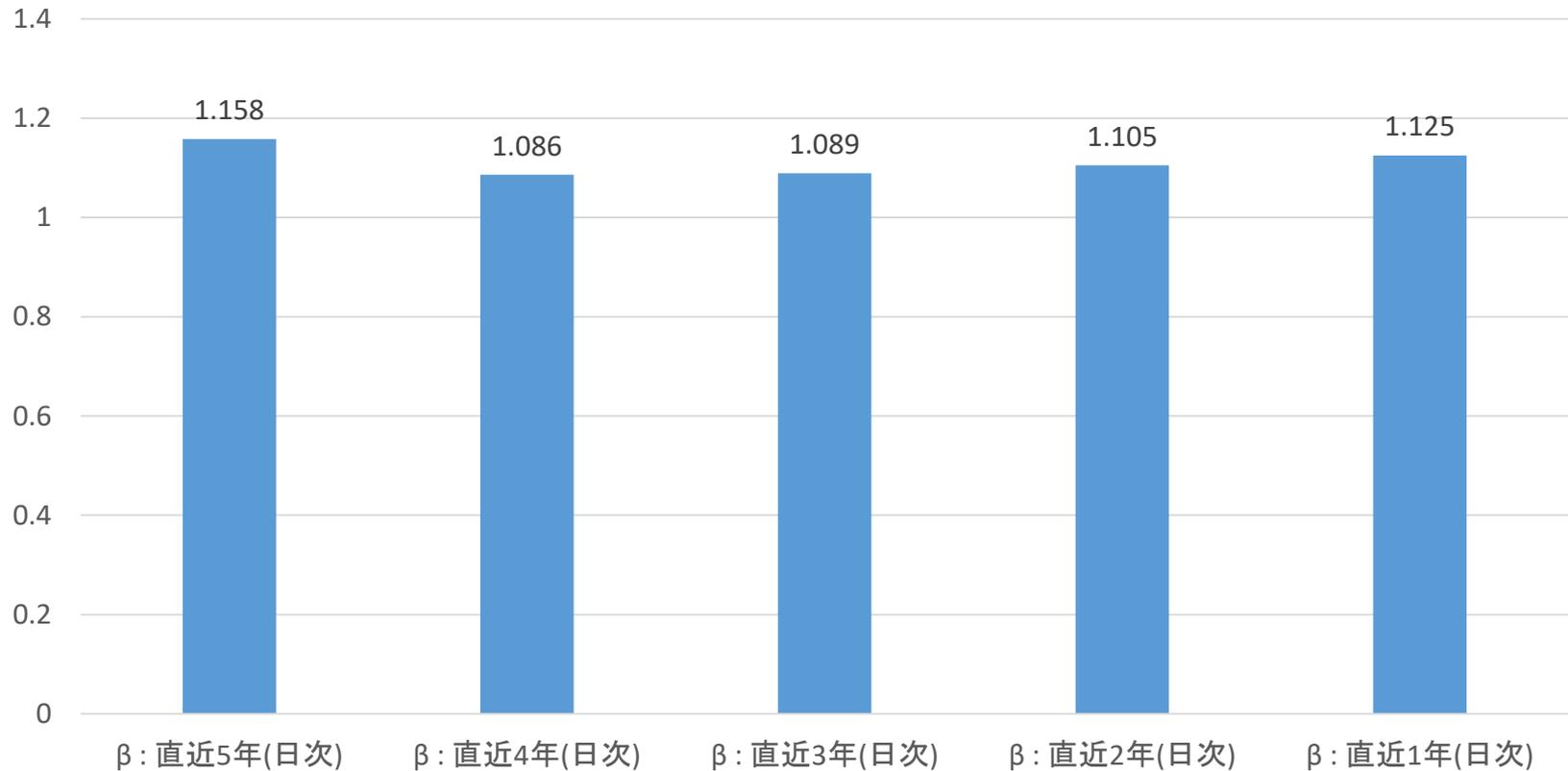


変動する株式ベータ (2)



変動しない株式ベータ (3)

Carnival 社の株式ベータ



財務レバレッジと株式β

$$\beta_A = \left(\frac{D}{D+E} \right) \beta_D + \left(\frac{E}{D+E} \right) \beta_E$$

β_A : 資産ベータ、 β_D : 負債ベータ、 β_E : 株式ベータ

$$\beta_E = \left(1 + \frac{D}{E} \right) \beta_A - \left(\frac{D}{E} \right) \beta_D$$

資産ベータは事業特性によって決まるため、レバレッジの影響を受けませんので一定の値となります。負債リターンは市場ポートフォリオとほとんど連動しないので負債ベータを0と仮定すると、以下のように株式ベータは財務レバレッジ (D/E) が高まると線型に上昇することが分かる

$$\beta_E = \left(1 + \frac{D}{E} \right) \beta_A$$

$$\beta_E = \left(1 + \frac{D}{E} (1-t) \right) \beta_A$$

(税金があるケース)

補足： 事例から考えるIPOディスカウント



LINE



コマダ珈琲店

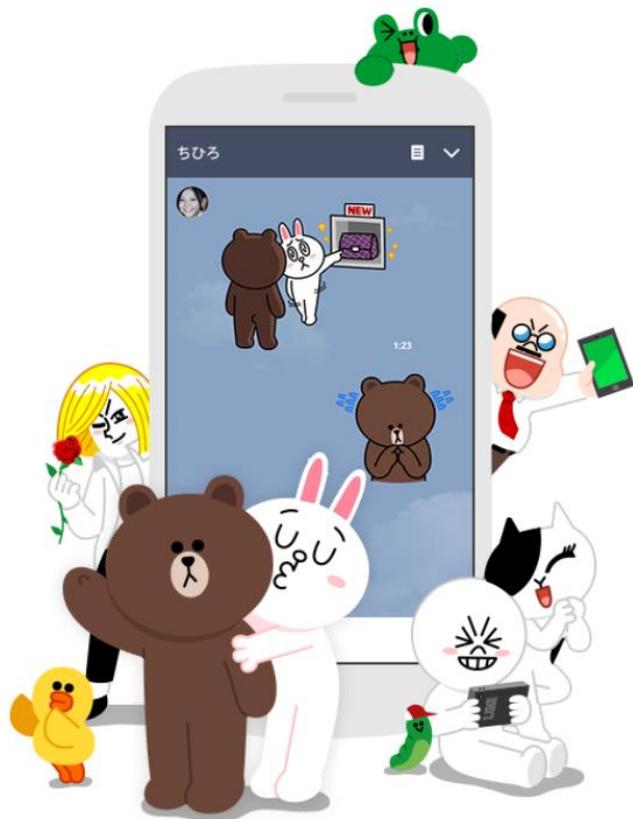
コマダ珈琲



JR九州

(Sources: 各社ホームページ)

LINEについて



LINE株式会社 【3938】

(LINE Corporation)

設立 : 2000年9月4日

主要事業 : LINE (モバイルメッセージ)
スタンプ・GAME・アプリの配信
NAVERまとめ

決算期 : 12月決算

上場日 : 2016/7/14 (NYSE)
2016/7/15 (東証一部)

(Sources: 当社ホームページ)

上場の理由は？



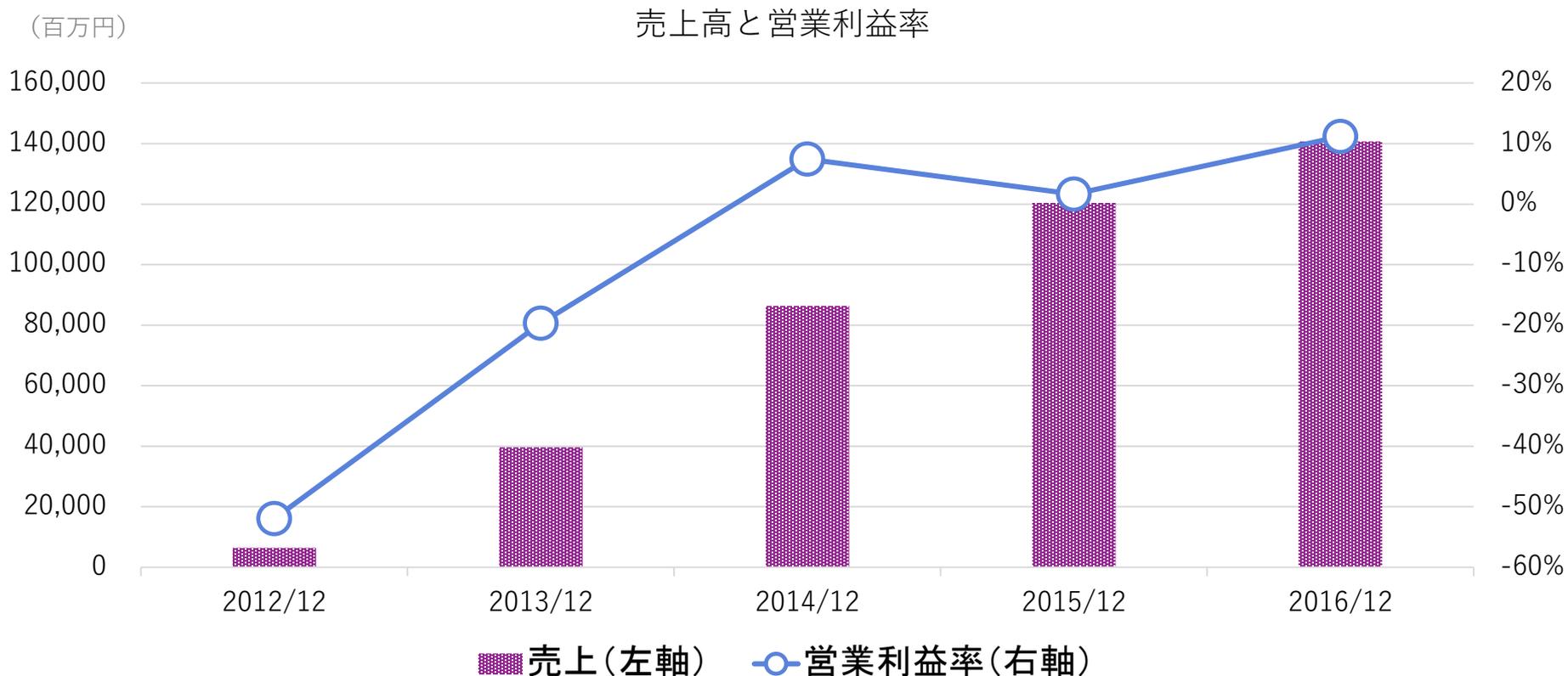
■ 調達資金の使途

- ・ インドネシアなどトップシェアではない国でのユーザー獲得
- ・ スマートポータル戦略のパートナー開拓
- ・ 人工知能（AI）やデータ分析への技術開発投資

（スマートポータル戦略：LINEがあらゆるサービスやビジネスの入り口になろうという戦略。
メッセンジャーアプリを核に、ライフスタイルの基盤となっていくような方針。）

(Sources: [ダイヤモンドオンライン](#))

業績は大きく成長してきた



(Sources: Capital IQ)

IPOデータ

	東証	NYSE
売出価格	3,300円	32.84ドル (約3,443円) ※
募集株式数	13,000,000株	22,000,000株
オーバーアロットメント による 売出株式数	1,950,000株	3,300,000株
売出金額	約493億3500万円	約875億534万円※
(合計売出金額)	約1,368億4,034万円	

※JPY105.32で換算<為替：上場日7/14終値>

(Sources: ニュースリリース https://linecorp.com/pdf/ja/newsja20160711_1.pdf)

IPOデータ

2016/7/15

2016/7/14

東証

NYSE

売出価格

3,300円

32.84ドル
(約3,443円) ※

初値

4,900円

42.00ドル
(約4,403円) ※

初日リターン

+48.4%

+28%

※JPY105.32で換算<為替：上場日7/14終値>
(Sources: [東洋経済オンライン](#) & [日経新聞電子版](#))

コメダ珈琲について



コメダホールディングス【3543】 (KOMEDA Holdings Co., Ltd.)

設立 : 2014年11月28日

主要事業 : 中京地盤、朝食サービスが特徴の
「珈琲所コメダ珈琲店」を全国にチェーン展開。
フランチャイズ主体。

決算期 : 2月決算

上場日 : 2016年 6月29日 (東証 1 部)
2016年12月12日 (名証 1 部)

(Sources: ヤフーファイナンス・コメダ珈琲HP)

上場の理由と方法は・・・？

■ 上場の理由

知名度を高め出店交渉や人材採用などの面で商売をしやすくするため

■ 上場方法…ファンドによるEXIT (Secondary Offer)

コメダ 6月29日上場、東証が発表 時価総額860億円規模に

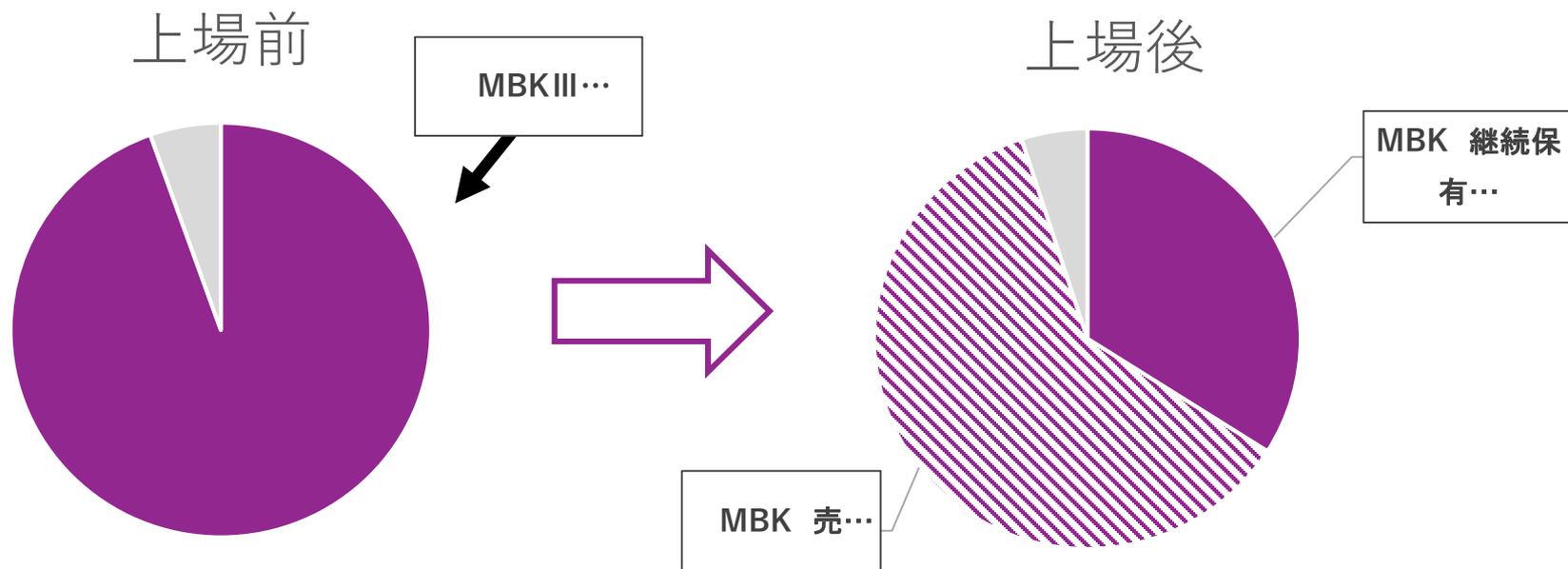
コメダHDは投資ファンドのMBKパートナーズが株式を保有する。
上場時に株式の売り出しを予定しており、
売り出しの予定株数は追加放出分を含めて最大3070万株になる。

公募増資は実施しない。

(引用：http://www.nikkei.com/article/DGXLASDZ26I58_W6A520C1TI5000/)

(Sources: [東洋経済オンライン](#))

🍷 ファンドによるEXIT案件



- 投資ファンドが株式公開や転売などで投下した資金を回収すること。 [引用：[日経オンライン](#)]
- 👁️ 投資ファンドからの売出によって、IPOが行われること。

コメダ珈琲の場合は、MBKパートナーズによる売り出しであった。

(Sources: [四季報オンライン](#) & [日経ビジネス](#))

業績



■ 営業利益・全店売上高・
フランチャイズ売上高
すべて右肩上がりの成長

コメダ珈琲店は顧客がくつろげる
店作りが魅力で、郊外立地型店舗
などを全国で増やしている。
コメダが運営する店舗数は
16年4月末時点で689店。

上場を機に知名度を高め、
20年度までに**国内外で1000店体制**
をめざす。

(引用： [日経新聞電子版](#))

(注)2月期決算。全店売上高はFCと直営の合計金額

(出所)2011年度以前はJFAフランチャイズガイド、12年度以降は会社資料を基に本誌作成

(Sources: [東洋経済オンライン](#))

IPOデータ

東証

売出価格

1,960円

募集株式数

26,700,000株

オーバーアロットメントによる
売出株式数

4,000,000株

売出金額

約601億72万円

(Sources: [ダイヤモンドオンライン](#))

IPOデータ

東証

売出価格

1,960円



初値

1,867円

初日リターン

-4.98%



CHECK POINT

初日リターンがマイナス
(初値が売出価格を下回る)



? 会社に対する評価の低さ?

? ファンドの売出と関係あるか?

(Sources: [日経新聞電子版](#))

ファンドEXIT案件は公開価格が高い？

ファンドEXITのIPOは…

- ・ ファンドとしてはなるべく高く売りたい (IPOゴール)
☞ 投資家にとっては、**売出価格が高いというシグナル**になる
- ・ その結果、上場後価格は下がるのかもしれない

■ IPOゴールとは？

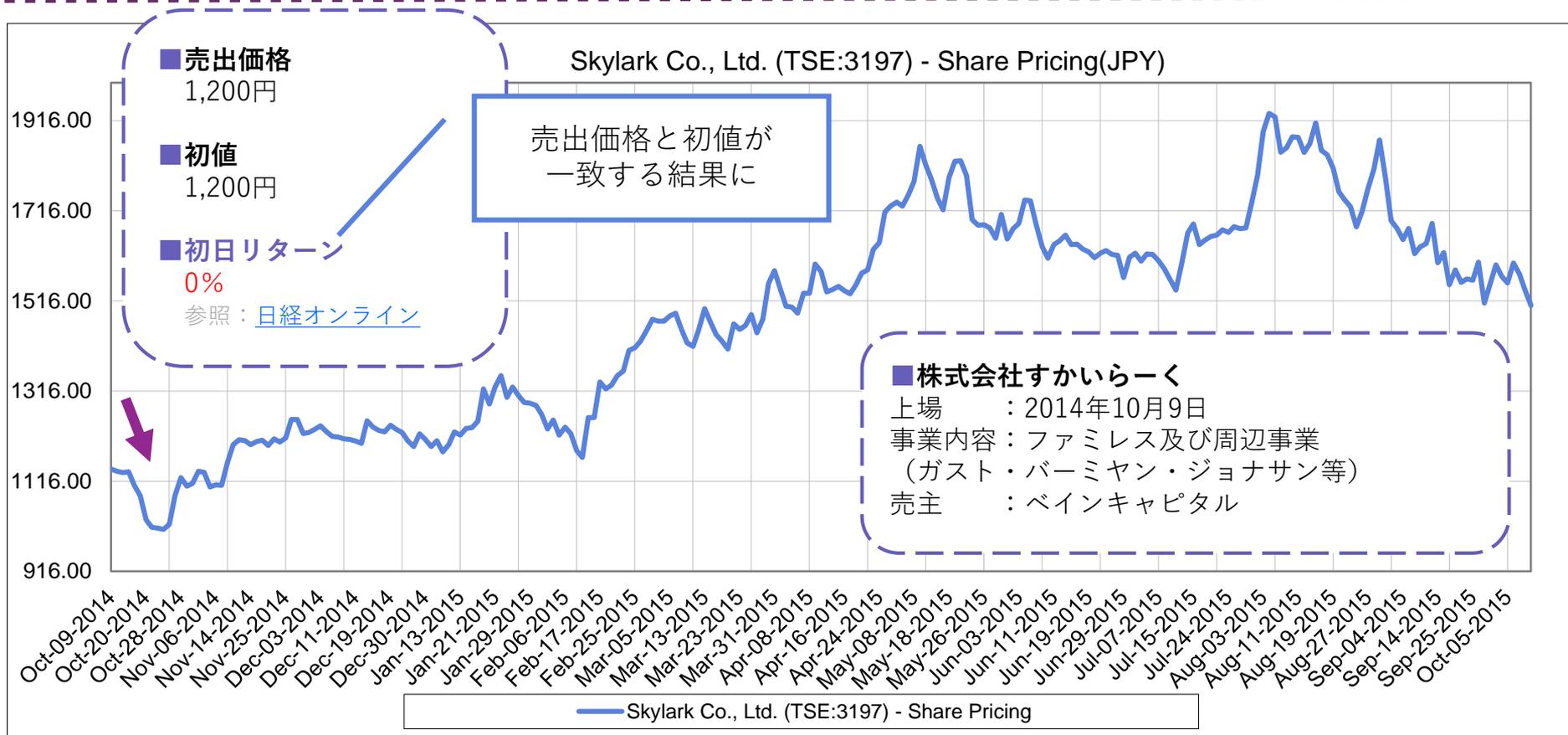
言うまでもなく、IPOによって、企業は市場から多額の資金を集めることができる。
それを元手に事業拡大や新規事業開拓に乗り出す。

一般的にIPOは企業を成長させるための手段であるはずだが、一方で、「上場ゴール」という言葉も存在する。
もともと株を保有している経営陣が創業者利得を得ることが目的の（ように見える）上場など、
本来の目的とは違った（ように思われる）上場のことを指す。（引用：<http://diamond.jp/articles/-/81674?page=2>）

(Sources: ダイヤモンドオンライン)



他ファンドEXIT案件のIPO後の株価推移



(Sources: Capital IQ, すかいらくHP, [日経オンライン](#), [ブルームバーグ](#))

上場の理由

上場によって、スピーディーな判断や資金調達の高まる

同社は2019年3月期までに800億円の投資を計画している。
上場後の成長に向けて**賃貸マンションやオフィスを積極的に展開して、**
安定的な収益を確保したいとした。
…今後の成長については非鉄道事業が中心になることを強調。

版)

(引用：[日経新聞電子](#)

今後の成長戦略については「中核である鉄道事業とそこから相乗効果を生み出す事業とを
両輪として、さらなる成長を目指していきたい」という考えを表明。

不動産など非鉄道事業の売上高が全体の5割超を占める会社だが、
具体的には地盤の九州で新幹線の乗車率向上やインバウンド（訪日外国人客）需要の取り込みを進め、
ローカル線でも鉄道ネットワークを維持したうえでマンションや商業施設などを建設することで
沿線人口の増加に努めると強調した。

(引用：[四季報ONLINE](#))

IPOデータ

東証

売出価格

2,600円

募集株式数

160,000,000株

(うち海外売出)

(40,000,000株)

売出金額

約4,160億円

(Sources: [ニュースリリース](#))

IPOデータ

東証

売出価格

2,600円



初値

3,100円

初日リターン

19.2%



CHECK POINT

約19%売出価格を上回る



?赤字かつ成長性の低い
この会社のIPOが
このような初値をつけた理由は?

?政府保有株の民営化案件?

(Source: [東洋経済オンライン](#))