

タイトル	新規株式公開前後の業績パフォーマンスと株式所有構造の変化
著者	赤石, 篤紀; Akaishi, Atsunori
引用	北海学園大学経営論集, 13(3): 29-50
発行日	2015-12-25

新規株式公開前後の 業績パフォーマンスと株式所有構造の変化

赤 石 篤 紀

1. はじめに*

1.1 新規株式公開の位置づけ

中小・ベンチャー企業の成長過程における1つの到達点は、新規株式公開（Initial Public Offering：以下IPO）である。IPOは、株主が創業者やその同族、ないしは特定の少数者のみに限られていた企業が自社の株式を不特定多数の人々でも売買できるように広く一般に売り出すことであり、これにより資本市場で自社株式の流通を可能ならしめる。また、IPOにより、非公開企業（private company）は公開企業（public company）となり、社会から広く資本を集め、多くの人々が資本提供という形で企業に参加するようになる。

一方で、創業者や、ベンチャーキャピタル（以下、VC）といった非公開企業に対して専門的に投資を行う者の観点からIPOを捉えると、IPOは創業者利得の獲得機会、投資資金の回収機会の創出という意味をもつ。

このように、IPOは企業経営における大きな転換点となり、IPOによって株式所有構造は大きく変化し、マネジメント手法、ひいては企業の業績にも影響を与える可能性が生じる。また、IPOにより知名度や信用度の向上、資本調達力の向上、優秀な人材の確保が見込まれるため、一般的にはIPO後の更なる業績向上が期待される¹。

1.2 本稿の目的

本稿では、中小・ベンチャー企業の成長過程における1つの到達点となるIPOの前後で、企業規模や業績パフォーマンス、株式所有構造に、どのような変化が、どの程度のスピードで生じるのかを、実証的に明らかにすることを主たるねらいとする。

本稿において、サンプルとなるのは、2001年1月から2014年12月までの期間に、わが国の新興・成長企業向け市場でIPOを行った企業（以下、IPO企業）のうち、非金融企業1,065社であり、これら企業のIPO前後の決算データ12,045企業年を、分析に用いる。

以下、本稿の構成である。2.では、IPO後の業績パフォーマンスと株式所有構造の変化に関する先行研究を整理する。3.では、分析に用いるサンプル企業の属性について述べる。4.ではIPO前後の企業規模と成長率の推移、5.では収益性の推移、6.では株式所有構造の変化について、それぞれみていく。そして、結びの節となる7.で、まとめと今後の検討課題を述べることとする。

2. 先行研究

2.1 IPO後の業績パフォーマンスの変化

IPO後の業績パフォーマンスについては、一般の期待に反して、IPO後、時間の経過とともに低下することが多くの研究で観察されている。

Jain = Kini (1994) は、1976 年から 1988 年の米国市場で IPO を行った企業 682 社を対象に分析を行い、IPO 後に業績パフォーマンス（総資産営業利益率、総資産営業キャッシュフロー率）が低下する傾向があることを示す。

他方、日本の IPO 企業を対象とした研究としては、神座 (1995)、佐山 = 長島 (1998)、忽名 = 岡村 (1999)、Kutsuna = Okamura = Cowling (2002)、阿部 (2005)、岡村 (2007、2009)、翟 (2009)、忽那 (2015) などがある。

例えば、佐山 = 長島 (1998) は、1986 年から 1991 年に JASDAQ 市場で IPO を行った 321 社を対象とした分析を行い、IPO 後に規模面の拡大（売上高、総資産、有形固定資産、従業員数）が観察される一方で、収益性（売上高利益率、総資産経常利益率など）が低下することを見出している。その原因として、彼ら是有形固定資産への投資と、それに伴う多額の減価償却費の発生があり、特に製造業でこの傾向が顕著になると指摘する。

Kutsuna = Okamura = Cowling (2002) は、1995 年から 1996 年に JASDAQ 市場で IPO を行った 247 社を対象とした分析で、売上高成長率、売上高経常利益率などが、IPO 実施年あるいは IPO 前年をピークに、次第に低下することを明らかにしている。

阿部 (2005) は、1992 年から 2001 年に JASDAQ 市場で IPO を行った 798 社についての業績を観察する。売上高については IPO 前からの増加傾向が IPO 後も続くが、営業利益、経常利益、純利益については IPO 前までの増加傾向から反転し、IPO 後は減少することが見出されている。また、流動比率や固定比率、自己資本比率で測られる財務面は IPO 前後において安定的であるが、総資産利益率、売上高利益率、総資産回転率は、IPO 後に低下することも示されている。

岡村 (2007) は、2001 年 3 月から 2005 年 3 月の JASDAQ 上場企業 99 社を対象に、岡村

(2009) は 2001 年 1 月から 2006 年 6 月に JASDAQ 市場で IPO を実施した企業 385 社を対象に分析を行っているが、いずれにおいても、株主資本営業利益率の低下傾向が示されている。

翟 (2009) は、2001 年から 2006 年に IPO を行った 936 社を対象にした分析で、新規公開企業の超過総資本利益率（JASDAQ 上場企業の中央値との差分で計測）、総資本利益率、自己資本利益率、増収率、増益率が IPO 前年をピークに、その後時間の経過とともに減少していることを明らかにしている。

忽那 (2014) は、1997 年 9 月から 2010 年 12 月にかけて IPO を行った 1,517 社を対象とした分析で、売上高並びに従業員数が IPO の 5 期前から 5 期後にかけて増加していることを明らかにしている。また、収益性の観点から、売上高営業利益率と総資産営業利益率の推移をみているが、いずれも IPO 直前期にかけて徐々に収益性が高まり、IPO 後には一転して低下する傾向にあることを示す。

いずれの分析も、IPO 前後の業績パフォーマンスが、IPO を起点として、「逆 V 字型」に推移することを示す²。

2.2 IPO 後の株式所有構造の変化

Barle = Means (1932) は、企業の成長とともに、所有と経営の分離が進むことを明らかにした。さらに、Jensen =

3. サンプル企業の特徴

3.1 サンプル企業とデータ源

本稿では、2001年1月から2014年12月までに新興・成長企業向け市場（JASDAQ 市場、東証マザーズ、大証ヘラクレス、名証セントレックス、福証 Q-Board、札証アンビシャス）で IPO を行い、かつ金融業（銀行、証券、保険、その他金融）に該当しない 1,065 社をサンプル企業とする。そして、これらサンプル企業の IPO 前後の決算データ 12,045 企業年（1996 年 1 月期から 2014 年 12 月期）を、基礎とした分析を行う。

主たるデータ源は、以下の 4 つである。

- (1) IPO 前の業績データや IPO 直前の株式保有構造については、「株式発行ならびに株式売出届出目論見書」から入手する。
- (2) IPO 後の株式保有構造や業績データについては、各企業が每期提出する「有価証券報告書」から入手する。
- (3) 株主の詳細な属性について、「大量保有報告書」やその他適宜開示書類を参照し、創業者や経営者の資産管理会社の持株比率も、支配株主の持株比率の算出時に考慮する。
- (4) 加えて、それぞれの決算期における成長性や収益性を調整するために、『法人企業統計調査』の四半期データを用いる。

本稿では、これらデータ源から得た IPO 企業の決算データを、IPO 前の決算期 IPO-5 期（IPO の 4~5 年前）から IPO-1 期（IPO の 0 年~1 年前）、IPO 後の決算期+1 期（IPO の 0~1 年後）から IPO + 12 期（IPO の 11 年~12 年後）に整理し、業績パフォーマンスの変化と株式所有構造の変化についての分析を行う。

なお、決算期データについては、2014 年 12 月までに、株式市場から退出した企業（株式

交換による子会社化や上場廃止など）も含まれる非バランスパネルとなっている。また、新興・成長向け市場での IPO 後に、既存企業向け市場（東証第一部、第二部市場など）への指定替えとなった企業についてもサンプルに含め、指定替え後の決算データも用いることとする。

3.2 サンプル企業の属性：製造—非製造の別、IPO を行った市場と公開年次

サンプル企業 1,065 社のうち、製造業が 219 社（20.6%）、非製造業が 846 社（79.4%）である。

図表 1 は、サンプル企業 1,065 社の IPO 市場と公開年次を示したものである。全サンプルの 50% 強が JASDAQ 市場で公開しており、JASDAQ 市場がわが国の IPO の中心的市場であったことがわかる。また、公開年次に目を向けると、2001 年から 2006 年までの期間にサンプルの約 70% が IPO を行っており、2007 年以降、わが国の IPO 市場が停滞していたことがうかがえる。

3.3 財務データにみる IPO 直前期の企業の特徴

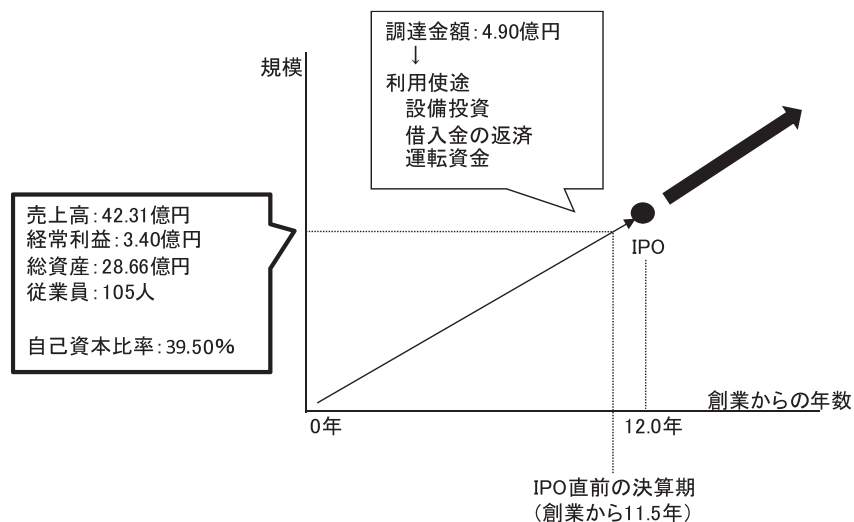
図表 2 は、IPO 直前期のサンプル企業の特徴（中央値）を示したものである。同図表 2 に示すように、IPO に至る企業として、IPO 直前の決算期時点で売上高 42.31 億円、経常利益 3.40 億円、総資産 28.66 億円、従業員数 105 人となる企業を念頭に置くことができ、この時期の自己資本比率は 39.50% となっている。

創業から IPO までの年数は 12.0 年であり³、IPO を通じて 4.90 億円の資本を調達、その主な利用用途は、設備投資、借

図表1 サンプル企業のIPO市場と株式公開年次

公開年／市場	JASDAQ	東証 マザーズ	大証 ヘラクレス	名証 セントレックス	福証 Q-Board	札証 アンビシャス	合計	
2001年	99	7	34	1	1	0	142	13.3%
2002年	65	12	21	0	0	0	98	9.2%
2003年	59	29	5	0	1	0	94	8.8%
2004年	68	52	13	5	1	1	140	13.1%
2005年	63	35	21	12	2	1	134	12.6%
2006年	47	39	32	14	4	4	140	13.1%
2007年	47	21	21	2	2	5	98	9.2%
2008年	17	12	9	1	0	1	40	3.8%
2009年	9	5	1	0	0	0	15	1.4%
2010年	5	4	0	0	0	0	9	0.8%
2011年	15	11	0	0	0	0	26	2.4%
2012年	13	22	0	0	1	1	37	3.5%
2013年	12	29	0	0	0	0	41	3.8%
2014年	9	41	0	1	0	0	51	4.8%
合計	528	319	157	36	12	13	1,065	100.0%
	53.50%	32.32%	15.91%	3.65%	1.22%	1.32%	100.00%	

図表2 IPO直前期の企業の特徴とIPOによる資本調達金額



図表 3 全上場企業と IPO 企業の株式所有構造の違い

パネル A : IPO 直前期の株式所有構造

	政府	金融機関	証券会社	事業法人	外国人	その他個人
度数	1,064	1,064	1,064	1,064	1,064	1,064
中央値	0.00%	0.00%	0.00%	25.88%	0.00%	67.58%
平均値	0.01%	2.54%	0.42%	33.78%	2.83%	60.41%
標準偏差	0.19%	5.58%	3.19%	28.16%	9.94%	29.24%

パネル B : 全上場企業の株式所有構造 (3,525 社平均『2013 年度株式分布調査』)

	政府	金融機関	証券会社	事業法人	外国人	その他個人
平均値	0.20%	26.70%	2.3%	21.30%	30.80%	18.70%

数をもとに、IPO 前後の規模的变化をみた上で、売上高、経常利益、総資産の超過成長率の推移をもとに、IPO 前後の成長度合いの変化をみる。

第 2 に、各年の総資産経常利益率 (ROA) と、その構成要素たる売上高利益率と資産回転率をもとに、IPO 前後の収益性の変化とその原因をみる。

第 3 に、経営者、支配株主の持株比率の推移をみることで、所有と経営の分離の進展度合い、株式の分散の進展度合いを明らかにする。

なお、これらの分析では、平均値が異常値の影響を受けやすく (Degeorge = Zeckhauser, 1993 ; Jain = Kini, 1994), また多くのデータにおいて正規分布が仮定できないことから、中央値を用いた分析を行うものとする。

4. IPO 前後の規模的变化と成長率の推移

本節では、売上高、経常利益、総資産、従業員数をもとに、IPO 前後の規模的变化をみた後、類似の規模をもつ平均的企業の成長率によって調整した、売上高、経常利益、総資産の超過成長率の推移をもとに、IPO 前後の成長度合いに、実質的な変化がみられるかどうかを分析する。

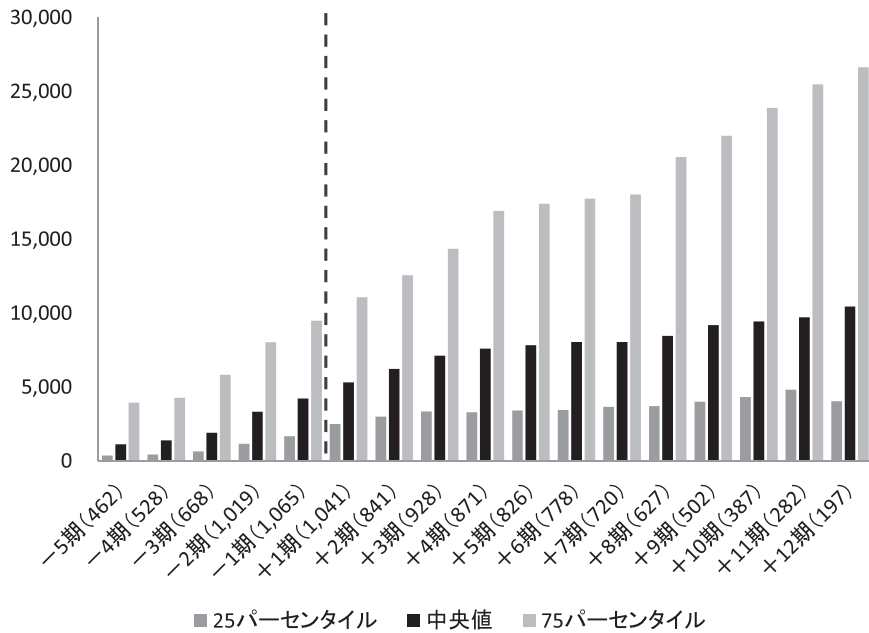
4.1 IPO 前後の企業規模の変化

図表 4 から図表 7 は、それぞれ IPO 前後の売上高、経常利益、総資産、従業員数の推移を示したものである。これらの図表からは、時間の経過とともに、企業規模が拡大していることがうかがえる。そこで、IPO 前後の特にサンプル数の多い「-2 期から +5 期」を対象に、多群の差の検定 (Friedman 検定) を行ったところ、これらの期間の売上高、経常利益、総資産、従業員数が一様ではないことが、統計的に確認できる。

さらに、どの期間で差が生じるかを分析するために、(t-1) 期と t 期の変数に対して Wilcoxon の符号付順位検定を行った⁵。売上高 (図表 4)、総

図表4 IPO前後の売上高の推移

(単位:百万円)



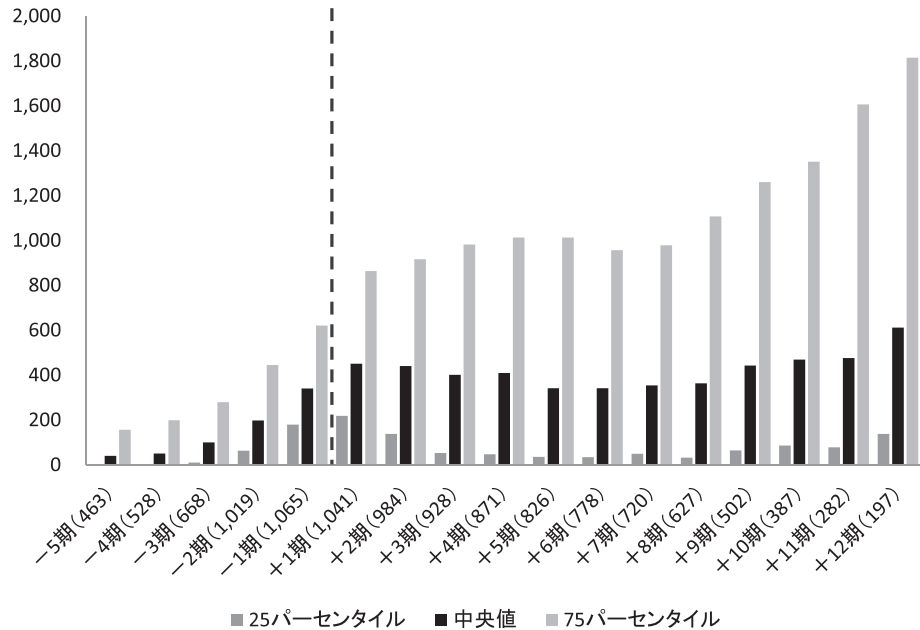
(単位: 百万円)

IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期 - t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 5 期	462	380	1,137	3,952		3,350	5,693
- 4 期	528	438	1,401	4,281	-12.275***	3,742	6,274
- 3 期	668	658	1,908	5,843	-14.573***	4,704	7,764
- 2 期	1,019	1,169	3,335	8,032	-18.020***	6,617	9,569
- 1 期	1,065	1,688	4,231	9,495	-24.111***	7,883	10,506
+ 1 期	1,041	2,505	5,320	11,082	-23.496***	9,579	12,265
+ 2 期	984	3,016	6,243	12,569	-17.175***	11,130	14,406
+ 3 期	928	3,354	7,134	14,362	-14.637***	12,501	15,802
+ 4 期	871	3,303	7,611	16,933	-11.104***	14,179	19,047
+ 5 期	826	3,415	7,841	17,413	-7.269***	15,302	21,582
+ 6 期	778	3,462	8,062	17,755	-6.074***	16,110	23,553
+ 7 期	720	3,669	8,050	18,037	-4.723***	16,365	25,048
+ 8 期	627	3,727	8,464	20,563	-5.479***	16,920	25,218

新規株式公開前後の業績パフォーマンスと株式所有構造の変化(赤石)

図表5 IPO 前後の経常利益の推移

(単位:百万円)

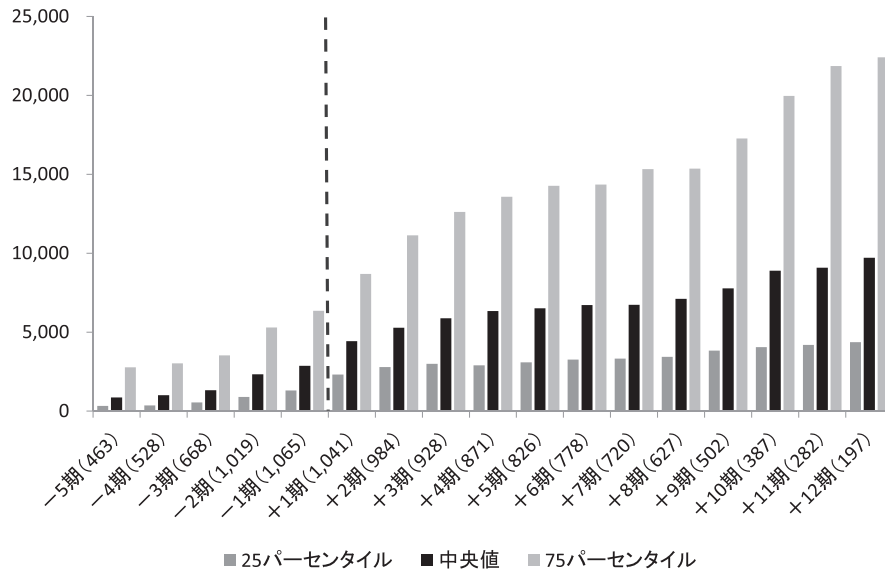


(単位: 百万円)

IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期 - t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 5 期	463	- 4	40	156		98	447
- 4 期	528	1	51	199	- 5.147***	105	605
- 3 期	668	11	100	280	- 6.652***	197	783
- 2 期	1,019	63	198	445	- 12.648***	343	742
- 1 期	1,065	180	340	621	- 21.299***	537	786
+ 1 期	1,041	219	451	864	- 14.720***	714	1,031
+ 2 期	984	138	441	917	- 0.279	721	1,592
+ 3 期	928	53	402	982	- 0.772	650	1,907
+ 4 期	871	47	410	1,013	- 5.064***	830	3,455
+ 5 期	826	36	342	1,013	- 4.466***	854	2,890
+ 6 期	778	35	342	957	- 4.065**	887	2,976
+ 7 期	720	49	354	978	- 3.193	847	4,710
+ 8 期	627	32	363	1,107	- 3.396*	811	3,521
+ 9 期	502	65	443	1,260	- 4.029***	971	8,434
+ 10							

図表6 IPO 前後の総資産の推移

(単位:百万円)



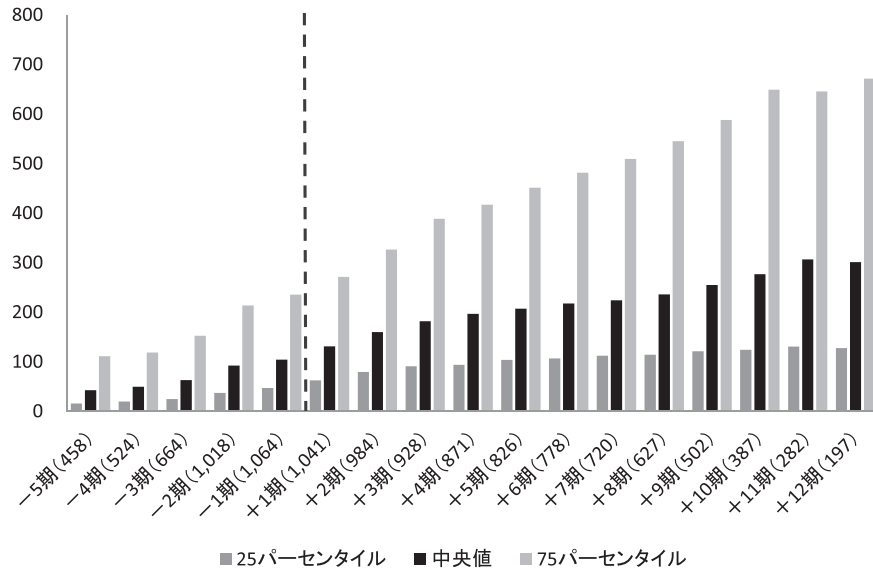
(単位：百万円)

IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期 - t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 5 期	463	322	865	2,780		2,498	5,097
- 4 期	528	359	1,003	3,030	- 11.958***	2,611	4,767
- 3 期	668	541	1,324	3,526	- 12.302***	3,230	5,544
- 2 期	1,019	897	2,325	5,302	- 16.870**	4,736	7,007
- 1 期	1,065	1,306	2,866	6,354	- 23.067***	5,701	8,199
+ 1 期	1,041	2,315	4,435	8,685	- 25.320***	7,719	11,021
+ 2 期	984	2,787	5,278	11,127	- 16.148***	9,553	14,773
+ 3 期	928	2,986	5,876	12,610	- 12.910***	11,324	22,358
+ 4 期	871	2,897	6,330	13,575	- 8.614***	12,465	19,120
+ 5 期	826	3,091	6,507	14,271	- 6.176***	13,400	21,724
+ 6 期	778	3,264	6,716	14,347	- 5.426***	15,536	41,250
+ 7 期	720	3,318	6,733	15,323	- 2.995	15,316	40,056
+ 8 期	627	3,427	7,106	15,355	- 4.489***	16	

新規株式公開前後の業績パフォーマンスと株式所有構造の変化(赤石)

図表7 IPO 前後の従業員数の推移

(単位:人)



(単位: 百万円)

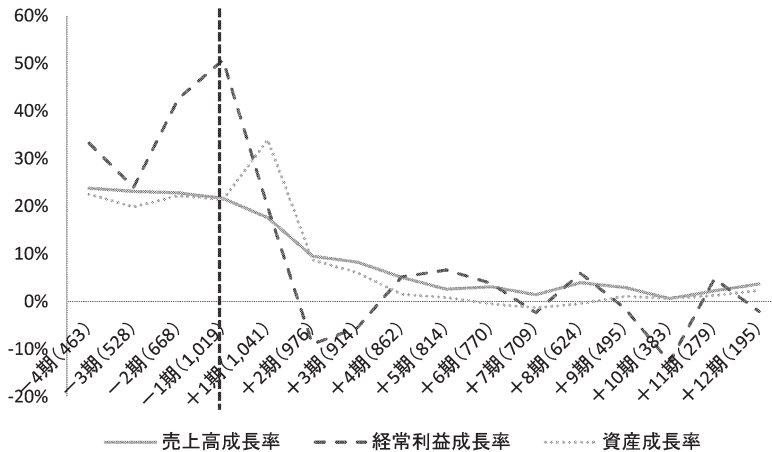
IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 5 期	458	16	43	111	- 13. 116***	100. 82	208. 24
- 4 期	524	20	50	119		109. 60	226. 65
- 3 期	664	25	63	153		143. 72	287. 13
- 2 期	1, 018	37	93	214	- 17. 774***	202. 69	407. 49
- 1 期	1, 064	47	105	236	- 21. 952***	227. 87	46

長率に置き換え、IPO 企業と類似の自己資本額をもつ平均的な企業の成長率との差分である超過成長率を用いて、IPO 前後の成長度合いの違いをみることにする⁹。超過成長率は、「t 期の IPO 企業の成長率 - t 期の類似企業の

成長率の平均値」で算出し、類似企業の各期の成長率の平均値は、『法人企業統計調査』の四半期データを用いて計算した。

図表 8、図表 9、図表 10、図表 11 は、それぞれ IPO 前後の売上高、経常利益、総資産の

図表 8 IPO 前後の超過成長率の推移



図表 9 IPO 前後の売上高の超過成長率の推移

IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期 - t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 4 期	463	4.66%	23.77%	60.69%		85.21%	304.40%
- 3 期	528	5.40%	23.10%	62.30%	-3.773**	86.18%	325.69%
- 2 期	668	7.46%	22.84%	59.34%	-0.996	73.08%	258.42%
- 1 期	1,019	6.44%	21.64%	50.38%	-3.250	45.54%	96.10%
+ 1 期	1,041	5.29%	17.56%	40.99%	-6.634***	33.03%	61.78%
+ 2 期	976	-1.61%	9.51%	26.73%	-11.315***	20.98%	101.26%
+ 3 期	914	-3.33%	8.26%	22.87%	-3.406*	18.13%	67.12%
+ 4 期	862	-5.56%	5.07%	19.46%	-5.280***	12.71%	51.95%
+ 5 期	814	-8.17%	2.60%	15.67%	-4.207***	11.38%	96.78%
+ 6 期	770	-6.99%	3.10%	15.10%	-0.728	8.04%	64.12%
+ 7 期	709						

新規株式公開前後の業績パフォーマンスと株式所有構造の変化(赤石)

図表 10 IPO 前後の経常利益の超過成長率の推移

IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期 - t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 4 期	463	- 40.68%	33.23%	131.08%		66.25%	1438.96%
- 3 期	528	- 34.25%	23.97%	134.95%	- 0.487	245.18%	2889.24%
- 2 期	668	- 14.63%	42.57%	150.94%	- 1.201	770.77%	10724.57%
- 1 期	1,019	3.04%	50.69%	153.17%	- 0.438	271.46%	1342.29%
+ 1 期	1,041	- 14.36%	19.74%	61.23%	- 12.849***	37.54%	422.10%
+ 2 期	976	- 55.27%	- 8.92%	31.07%	- 13.527***	- 46.50%	297.83%
+ 3 期	914	- 52.30%	- 5.59%	36.14%	- 1.697	- 34.84%	357.36%
+ 4 期	862	- 44.83%	5.16%	54.58%	- 0.888	- 6.62%	1271.19%
+ 5 期	814	- 44.38%	6.60%	61.21%	- 1.832	- 12.48%	388.05%
+ 6 期	770	- 50.25%	3.81%	60.19%	- 1.425	10.17%	379.07%
+ 7 期	709	- 48.87%	- 2.37%	48.82%	- 2.101	16.32%	875.89%
+ 8 期	624	- 41.80%	5.91%	48.29%	- 1.574	12.25%	372.46%
+ 9 期	495	- 46.66%	- 1.47%	52.58%	- 1.161	6.87%	449.60%
+ 10 期	383	- 52.33%	- 12.73%	34.46%	- 2.326	33.51%	613.73%
+ 11 期	279	- 34.22%	4.77%	59.90%	- 1.779	96.34%	800.28%
+ 12 期	195	- 35.88%	- 2.10%	43.04%	- 2.209	- 72.59%	1212.87%

(注1

超過成長率の推移を示したものである。これら図表からは、IPO 後、成長率が鈍化することが示され、一定期間を経た後に、横ばいで推移することがわかる。

売上高成長率については、IPO 前の 20% 強の水準から、IPO 後、年々鈍化していき、IPO + 5 期以降は、0~3% で横ばいとなることが、統計的に有意に示されている。利益成長率についても、IPO 前に非常に高い水準であったものが、IPO 後、特に IPO + 1 期と IPO + 2 期に大きく減退してマイナス成長となり、以降、0% 前後の水準で横ばい傾向となることが統計的に確認できる。総資産成長率は、IPO によって新たな資本が調達されることから IPO + 1 期に統計的に有意に高くなるが、IPO + 2 期~IPO + 4 期にかけて低くなり、IPO + 5 期から 0% 前後の水準で横ばい傾向となっていくことがうかがえる。

5. IPO 前後の収益性の推移

本節では、収益性を測る指標として、各年の総資産経常利益率（ROA）を用いて、IPO 前後の収益性の变化とみる。その上で、その構成要素たる売上高利益率と総資産回転率をもとに、その原因を探っていく。

5.1 超過総資産経常利益率の推移

ここで、 t 期の ROA は、下記の式で求めたものを用いる。

$$ROA_t = \frac{\text{経常利益}_t}{(\text{総資産}_{t-1} + \text{総資産}_t)/2} \times 100$$

また、成長率と同様に、ROA は、外部環境の影響を受けやすい。そこで、分析には、「 t 期の ROA - t 期の類似の自己資本額を有する企業の ROA の平均値」で与えられる超過 ROA を用いることとする。

図表 12 は、IPO 前後の超過 ROA を示したものである。同図表に示すように、超過 ROA

については、IPO 前後をピークとした、いわゆる逆 V 字傾向が、 $(t-1)$ 期と t 期の変数に対する Wilcoxon の符号付順位検定により、統計的に有意に示される。

IPO 直前期の -1 期に約 9% まで上昇していた超過 ROA は、IPO + 1 期から IPO + 3 期にかけて統計的に有意に下落していき、IPO + 3 期に 2.57% となっている。そして、IPO + 4 期以降は概ね 1~2% 台で横ばいに推移していく。

5.2 逆 V 字の原因：売上高利益率と総資産回転率の推移

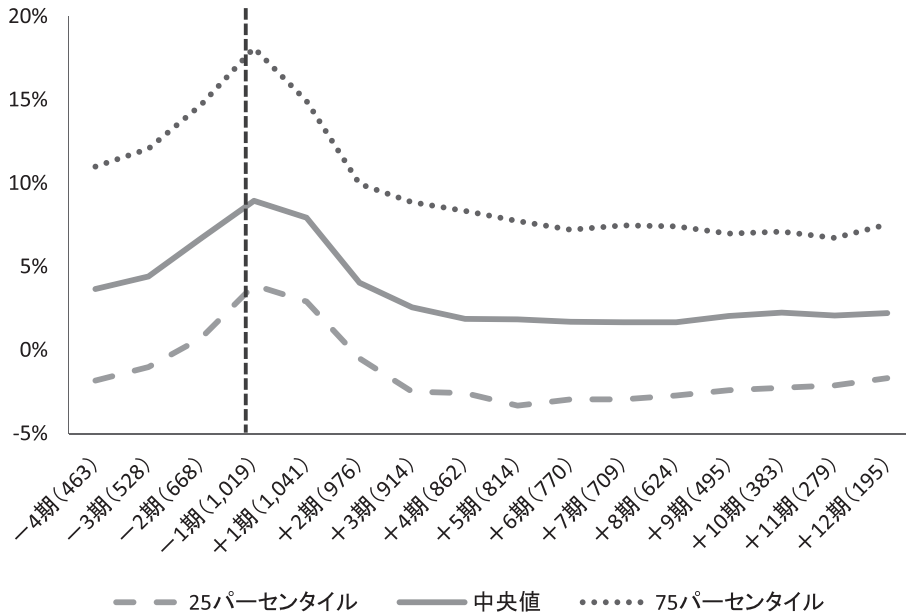
超過 ROA の変化について、もう少し詳しくみるために、ROA の構成要素たる売上高利益率と総資産回転率の変化をみてる（いずれも、類似の規模の平均的企業と比較した超過値）。図表 13 は売上高利益率の推移を、図表 14 は総資産回転率の推移を、それぞれ示したものである。

売上高利益率については、図表 13 に示されるように、ROA と同様、IPO 前後をピークとした逆 V 字傾向を統計的にみることができ。統計的に有意な変化を示す期間も、超過 ROA と同じ、IPO - 2 期から IPO + 3 期の間となる。

他方、資産回転率については、図表 13 に示されるように、IPO 前に統計的に有意な変化をみることはなく、IPO + 1 期および IPO + 2 期に、統計的に有意に下落することがわかる。

新規株式公開前後の業績パフォーマンスと株式所有構造の変化(赤石)

図表 12 IPO 前後の超過 ROA の推移



IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 4 期	463	-1.84%	3.65%	11.00%		0.30%	31.94%
- 3 期	528	-1.03%	4.42%	12.07%	-2.050	2.76%	25.68%
- 2 期	668	0.72%	6.70%	14.69%	-6.169***	7.98%	20.42%
- 1 期	1,019	3.90%	8.94%	18.11%	-9.047***	11.79%	17.28%
+ 1 期	1,041	2.92%	7.92%	14.93%	-8.360***	9.28%	13.96%
+ 2 期	976	-0.51%	4.05%	9.95%	-16.592***	4.19%	13.98%
+ 3 期	914	-2.51%	2.57%	8.85%	-8.933***	1.67%	15.80%
+ 4 期	862	-2.59%	1.86%	8.33%	-2.914	1.57%	14.83%
+ 5 期	814	-3.32%	1.83%	7.73%	-2.143	0.96%	14.85%
+ 6 期	770	-2.95%	1.69%	7.21%	-1.425	0.61%	15.06%
+ 7 期	709	-2.97%	1.66%	7.49%	-1.729	0.50%	17.39%
+ 8 期	624	-2.72%	1.68%	7.41%	-0.345	1.26%	14.59%
+ 9 期	495	-2.42%	2.05%	6.98%	-1.919	1.17%	15.32%
+ 10 期	383	-2.25%	2.25%	7.09%	-2.199	1.00%	14.7

図表13 IPO前後の売上高利益率（超過値）の推移

IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期 - t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 4 期	463	-1.69%	1.39%	5.15%		-18.54%	148.24%
- 3 期	528	-1.44%	1.59%	5.67%	-2.480	-12.06%	110.87%
- 2 期	668	-0.43%	2.70%	8.00%	-6.973***	-6.34%	102.85%
- 1 期	1,019	0.95%	4.55%	10.70%	-9.317***	0.58%	64.72%
+ 1 期	1,041	0.22%	3.99%	10.13%	-5.628***	-53.70%	1645.97%
+ 2 期	976	-1.87%	1.76%	7.26%	-12.259***	-27.58%	397.94%
+ 3 期	914	-3.29%	0.42%	5.72%	-7.956***	-10.47%	101.99%
+ 4 期	862	-3.20%	0.25%	5.12%	-1.871	-7.07%	71.02%
+ 5 期	814	-3.74%	-0.02%	4.69%	-1.109	-7.74%	104.38%
+ 6 期	770	-3.89%	-0.05%	4.37%	-1.299	-3.66%	28.09%
+ 7 期	709	-3.75%	-0.25%	4.86%	-1.282	-5.38%	39.08%
+ 8 期	624	-3.56%	-0.21%	4.69%	-0.120	-3.03%	33.99%
+ 9 期	495	-3.48%	-0.02%	4.26%	-2.238	-4.21%	45.33%
+ 10 期	383	-3.64%	-0.66%	5.01%	-3.612**	-5.42%	48.55%
+ 11 期	279	-3.51%	-0.61%	4.32%	-0.087	-5.67%	40.44%
+ 12 期	195	-3.13%	0.43%	4.27%	-1.492	-5.01%	43.07%

(注1) 「-1期」から「5期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=750) : $p < 0.001$

(注2) Z 値は, t 期と (t-1) 期の Wilcoxon の符号付順位検定の数値

製品・サービスを継続して提供できない状況を表しているのかもしれない。あるいは競争の激化なども考えられる。また、IPO後の総資産回転率の低下については、IPO後の規模の拡大とそれに伴う資産効率の悪化が理由として考えられる。

6. 自己資本比率および株式所有構造の変化

本節では、株主の影響力の変化をみていく。具体的には、自己資本比率の推移から、IPO企業における全般的な株主の影響度の変化を確認した後、さらに経営者、支配株主の持株割合の推移をみることで、所有と経営の分離の進展度合い、株式の分散の進展度合いを明らかにする。

6.1 自己資本比率の変化

図表 15 は、IPO 前後の自己資本比率の推移を示したものである⁶。サンプル企業の自己資本比率は、IPO 前の-2 期より緩やかに上昇、IPO を境に 53.30% まで上昇した後、統計的には横ばい傾向となる。

IPO 直後の自己資本比率の上昇は、いうまでもなく IPO によって、新たに自己資本の調達が行われるためである。また、それ以外の要因として、IPO によって得た資金を、借入金返済などに充て、財務体質の強化を測る企業が存在することも一因となる⁷。

6.2 IPO 後の株式の分散化傾向

6.2.1 10 大株主の持株比率の変化

図表 16 は、IPO 前後の 10 大株主の持株比率の推移を示したものである。IPO 直前の IPO-1 期において、10 大株主の持株比率は 90.06% と、特定の株主に集中的な所有が顕著にみられるが、IPO 後により分散化された株式所有構造となっていく。そして、分散化は一定年数を経過すると落ち着き、IPO+11

期以降、60% 弱で横ばいとなることが統計的にみてとれる。

6.2.2 IPO 直前期の支配株主の持株比率の変化

図表 17 は、IPO 直前期の支配株主の持株比率の変化をみたものである。ここでいう支配株主とは、15% 以上の持株割合を有する株主（宮島＝新田，2007）であり、その代表例としては、創業者や経営者、親会社などがあげられる。

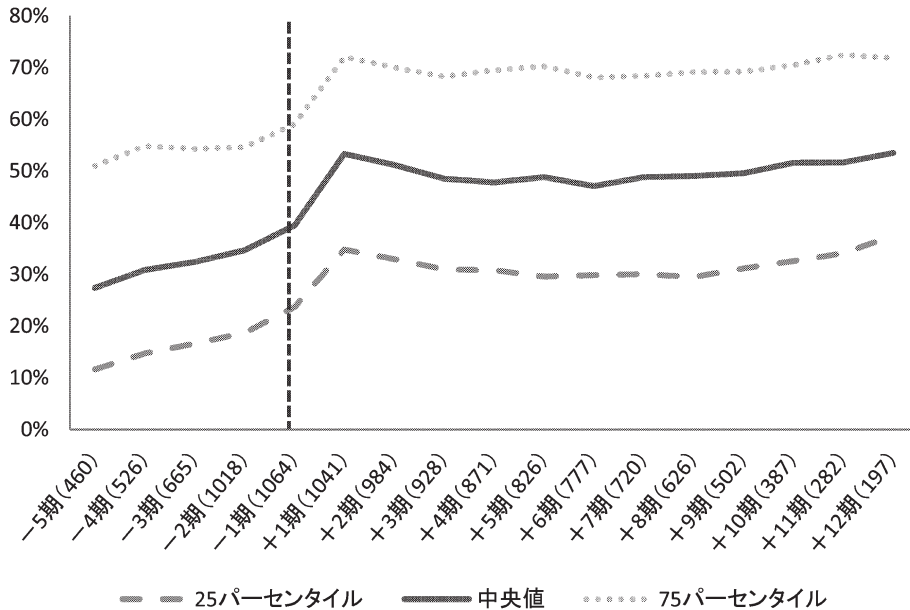
IPO 直前の IPO-1 期において、IPO 直前の支配株主の持株比率は 57.92% と、その比率は過半数を超える。しかし、IPO 後、それまでの支配株主の持株比率は年々有意に減少していき、IPO+12 期時点で 23% まで減少する。IPO 後にその影響力が減退するさまがみて取れる。IPO 直後の支配株主の持株比率の減少は、IPO に伴う株式の希薄化が大きな要因であるが、その後の支配株主の持株比率の減少の背景には、支配株主となっていた創業者の高齢化・死去に伴う所有権の移譲や、他企業による株式の買付機会の増加などがあげられよう。

なお、先の 10 大株主の中には、これら支配株主が含まれることから、全体的な傾向はほぼ同じとなり、IPO 後の株式の分散化が、IPO 直前期の支配株主の持株比率の減少によってもたらされることを示唆する。

6.3 IPO 後の所有と経営の分離傾向

図表 18 は、経営陣（代表取締役＋取締役）の持株比率の推移を示したものである。同図表に示すように

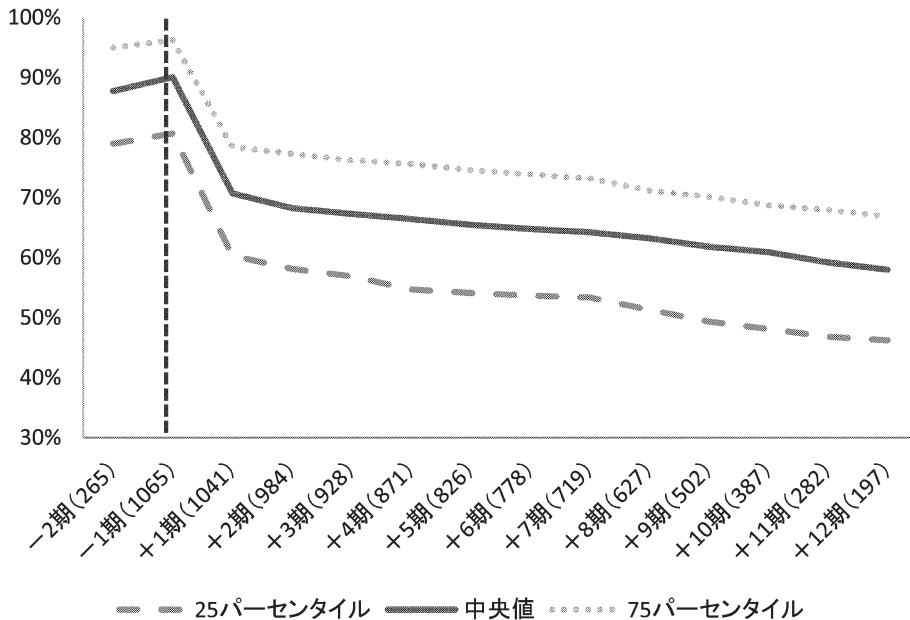
図表15 IPO 前後の自己資本比率の推移



IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期 - t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 5 期	460	11.63%	27.40%	50.98%		28.53%	47.86%
- 4 期	526	14.73%	30.90%	54.88%	-2.190	32.95%	35.02%
- 3 期	665	16.60%	32.40%	54.25%	-2.785	34.38%	40.67%
- 2 期	1018	18.70%	34.65%	54.60%	-7.803***	37.68%	24.22%
- 1 期	1064	23.70%	39.50%	59.08%	-13.506***	42.37%	22.52%
+ 1 期	1041	34.80%	53.30%	72.10%	-23.705***	53.00%	22.81%
+ 2 期	984	32.93%	51.15%	70.00%	-0.890	51.25%	23.41%
+ 3 期	928	31.00%	48.49%	68.30%	-2.898	48.88%	25.77%
+ 4 期	871	30.80%	47.80%	69.50%	-0.094	48.15%	32.47%
+ 5 期	826	29.58%	48.80%	70.25%	-0.395	48.91%	25.95%
+ 6 期	777	29.85%	47.10%	68.10%	-2.027	45.98%	45.16%
+ 7 期	720	30.03%	48.80%	68.38%	-1.315	47.89%	30.73%
+ 8 期	626	29.50%	49.05%	69.18%	-0.506	47.67%	29.07%
+ 9 期	502	31.15					

新規株式公開前後の業績パフォーマンスと株式所有構造の変化(赤石)

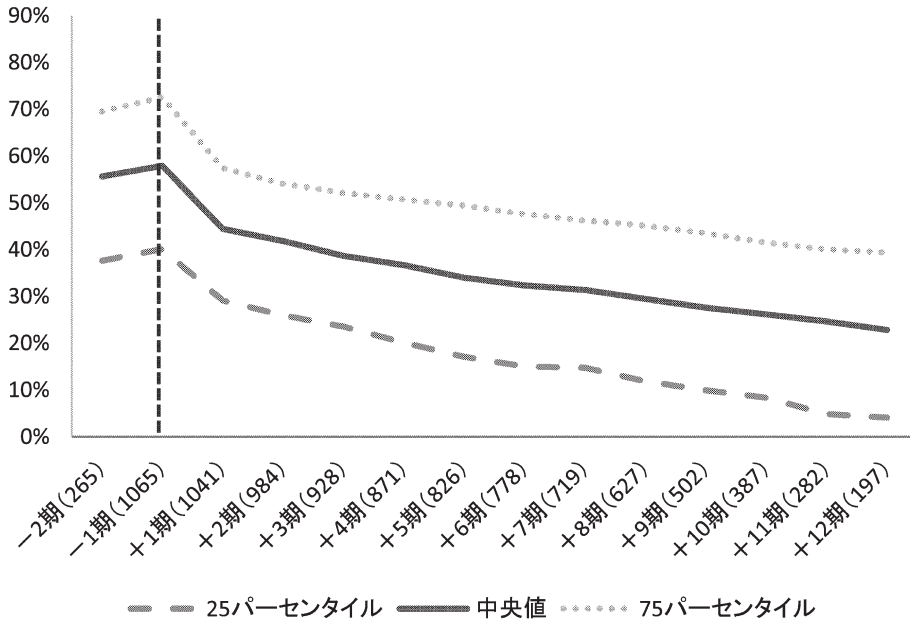
図表 16 10大株主の持株比率の変化



IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 2 期	265	78.95%	87.75%	95.01%		84.57%	13.71%
- 1 期	1,065	80.68%	90.06%	96.23%	-7.867***	86.80%	12.20%
+ 1 期	1,041	60.34%	70.71%	78.43%	-27.778***	68.63%	13.27%
+ 2 期	984	58.10%	68.27%	77.30%	-9.923***	66.74%	13.96%
+ 3 期	928	56.88%	67.29%	76.25%	-7.676***	65.49%	14.44%
+ 4 期	871	54.70%	66.43%	75.57%	-6.489***	64.62%	14.78%
+ 5 期	826	54.10%	65.47%	74.59%	-5.795***	63.87%	15.37%
+ 6 期	778	53.68%	64.79%	73.89%	-6.239***	62.95%	15.34%
+ 7 期	720	53.35%	64.25%	73.16%	-3.151	62.24%	15.13%
+ 8 期	627	51.32%	63.23%	71.19%	-5.496***	60.81%	15.16%
+ 9 期	502	49.36%	61.84%	70.12%	-3.323*	59.57%	15.09%
+ 10 期	387	48.13%	60.90%	68.72%	-3.531**	58.43%	15.03%
+ 11 期	282	46.82%	59.20%	67.95%	-4.522***	57.27%	16.14%
+ 12 期	197	46.22%	58.00%	66.85%	-1.990	55.98%	16.35%

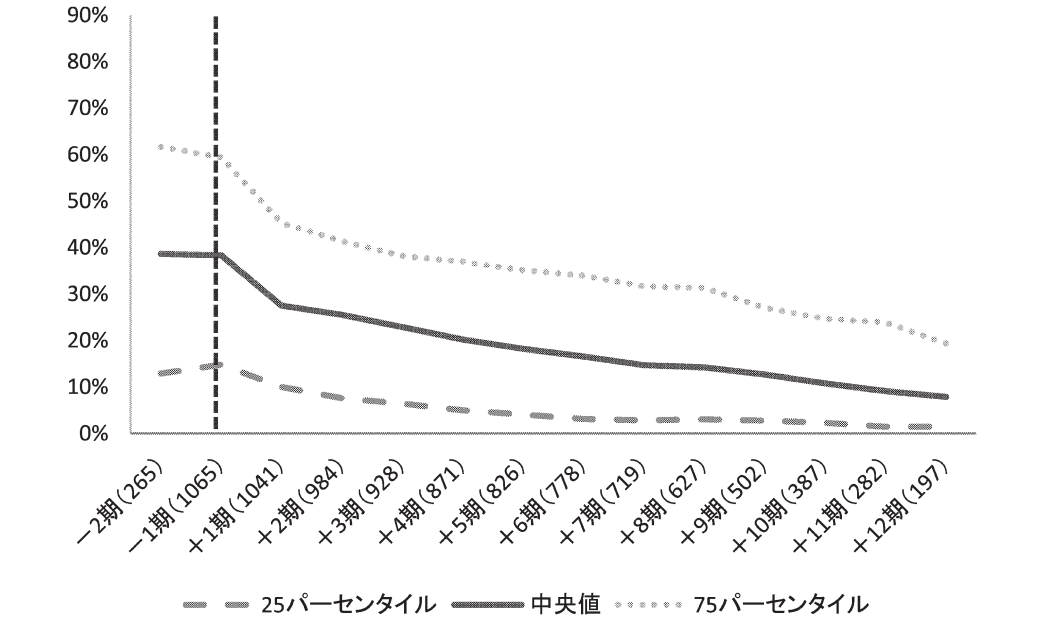
(注1) 「-1期」から「5

図表 17 IPO 直前期の支配株主の持株比率の変化



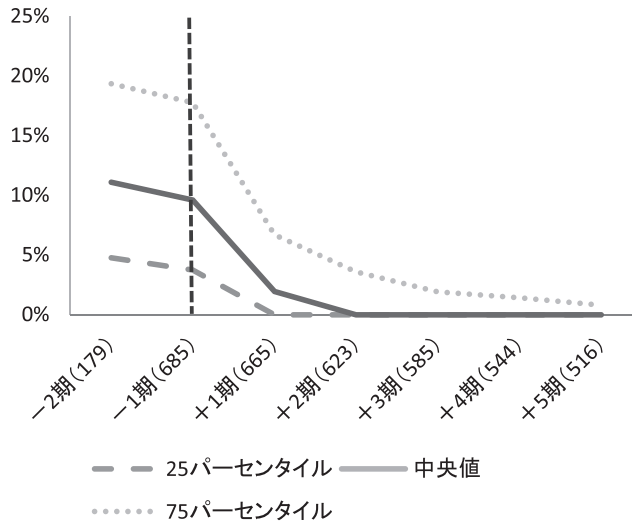
IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 2 期	265	37.62%	55.63%	69.52%		51.86%	24.54%
- 1 期	1,065	40.10%	57.92%	72.57%	-7.992***	54.79%	23.49%
+ 1 期	1,041	29.11%	44.47%	57.43%	-27.152***	42.78%	19.93%
+ 2 期	984	25.98%	41.86%	54.07%	-17.587***	39.75%	20.12%
+ 3 期	928	23.55%	38.69%	52.14%	-16.543***	37.43%	20.28%
+ 4 期	872						

図表 18 経営陣の持株比率の変化



IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期 - t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 2 期	265	13.07%	39.08%	61.79%		39.58%	27.99%
- 1 期	1,065	14.81%	38.34%	59.44%	-12.266***	38.70%	26.34%
+ 1 期	1,041	10.04%	27.52%	45.29%	-24.949***	29.25%	21.28%
+ 2 期	984	7.60%	25.52%	41.38%	-13.120***	26.57%	19.94%
+ 3 期	928	6.43%	22.89%	38.18%	-12.370***	24.47%	19.30%
+ 4 期	871	4.97%	20.18%	36.96%	-10.978***	22.88%	18.92%
+ 5 期	826	4.07%	18.21%	35.09%	-9.348***	21.58%	18.76%
+ 6 期	778	3.15%	16.59%	34.00%	-8.412***	20.54%	18.58%
+ 7 期	719	2.83%	14.70%	31.66%	-7.037***	19.12%	17.87%
+ 8 期	627	3.08%	14.21%	31.30%	-5.561***	18.89%	17.33%
+ 9 期	502	2.77%	12.67%	27.07%	-5.394**	16.90%	16.29%
+ 10 期	387	2.26%	10.77%	24.67%	-3.804**	15.09%	14.69%
+ 11 期	282	1.44%	9.15%	23.84%	-3.448*	14.48%	14.86%
+ 12 期	197	1.47%	7.88%	19.37%	-3.455*	12.77%	

図表 19 10大株主に含まれる VC の持株比率の変化



IPO からの 期間	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
- 2 期	177	4.75%	11.10%	19.35%		13.15%	10.35%
- 1 期	685	3.85%	9.60%	17.90%	-7.139***	12.56%	11.24%
+ 1 期	666	0.00%	1.95%	6.70%	-21.231***	5.23%	8.01%
+ 2 期	624	0.00%	0.00%	3.58%	-13.079***	3.44%	7.05%
+ 3 期	584	0.00%	0.00%	1.90%	-8.221***	2.63%	6.65%
+ 4 期	544	0.00%	0.00%	1.40%	-6.136***	2.25%	6.54%
+ 5 期	516	0.00%	0.00%	0.80%	-2.242	2.48%	8.57%

(注1) 「-1期」から「5期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=508) : $p < 0.001$

(注2) Z 値は, t 期と (t-1) 期の Wilcoxon の符号付順位検定の数値を記載

(注3) *** : 1%水準で有意, ** : 5%水準で有意, * : 10%水準で有意

ただし, 多重検定の問題を考慮して, 有意確率は Bonferroni 法により修正

企業の上位10大株主となるVCのIPO前後の持株比率を示したものである。同図表に示すように, サンプル企業の64.3% (1,065社中685社) がVCからの出資を受け, VCが10大株主となっていた⁸。これらのIPO企業におけるVCの持株比率は, 中央値で9.6%, 平均値で12.56%であった。そして, VCはIPO後+2期までに大半の企業で上位10大株主ではなくなっており, VCがIPOを出口戦略としていることを示す。

所有構造にどのような変化が、どの程度のスピードで生じるのかを明らかにすることを目的としてきた。

検証の結果、2001 年以降の IPO 企業をみたときに、① IPO 後に成長が鈍化し、売上高でみると IPO+5 期以降、経常利益でみると IPO+2 期以降、横ばいとなること、また②収益性については IPO をピークとした逆 V 字現象がみられることを確認した。これらは、先行研究と整合的な結果である。

また、株式所有構造については、IPO 後、①株式の分散化が進み、②特に IPO 直前期の支配株主の株式所有を通じた影響力が減退すること、③所有と経営の分離が進むことが明らかとなり、その傾向は IPO+12 期に至っても落ち着きをみせないことも示された。

7.2 今後の検討課題

今後の検討課題としては、以下の 4 点をあげる。

第 1 は、期間を拡張した分析である。株式の分散化、IPO 直前期の影響力の減退、所有と経営の分離傾向は、IPO 後 12 年では落ち着きをみせていない。では、どの段階で落ち着くのであろうか。それを知るためには、さらに期間を拡張した分析を行う必要がある。

第 2 は、IPO 企業の支配株主に着目した分析である。赤石 (2014) で示されるように、一口に IPO 企業といっても、支配株主は様々で、IPO 企業の中には、他上場企業の子会社(吉村, 2007) も数多く存在する。そのため、一個人が起業して事業を展開させてきた、いわゆるベンチャー企業の成長過程に関する分析として、IPO 企業を一括りにして分析すると、雑味のある分析となってしまう。それゆえ、より厳密にベンチャー型企業の成長過程を分析するのであれば、IPO 企業から他上場企業の子会社を除外するといった分析上の工夫が必要となろう。

第 3 は、本稿で構築したデータベースを基

に、IPO 前の株式所有構造と IPO 後の収益性に関するクロスセクショナルな分析と、パネルデータを用いた分析を行い、業績パフォーマンスと株式所有構造の関係を明らかにすることである。

第 4 は、IPO の動機に関連する部分である。多くの先行研究ならびに本稿で示されるように、IPO 後に業績パフォーマンスが向上するわけではない。また、別会社の子会社となっている IPO 企業の中には、IPO 後間もない時期に、再び完全子会社化される企業も多い。では、なぜ企業は IPO を行うのか。改めてこの点について考察していく必要がある。これは、公開することと非公開であり続けることの違い、また IPO を行うか否か、上場企業であり続けるか否かの意思決定に関わる議論に通じていく。

これらの諸点については、機会を改めて論じることとしたい。

参 照 文 献

- [1] Barle A. A. and G. C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan (北島忠男訳 (1957), 『近代株式会社と私有財産』, 分雅堂銀行研究社)。
- [2] Degeroge, F. and R. Zeckjauer (1993), “The Reverse LBO Decision and Firm Performance: Theory and Evidence”, *Journal of Finance*, Vol.48, No.4, pp.1323-1348.
- [3] Jain, B. A. and O. Kini (1994), “The Post-issue Operating Performance of IPO Firms”, *Journal of Finance*, Vol.49, No.5,

- Companies that Go Public”, *Journal of Financial Economics*, Vol.44, No.3, pp.279-307.
- [7] 赤石篤紀 (2014), 「新規株式公開前後の業績パフォーマンスと株式所有構造の変化」, 北海学園大学『経営論集』第11巻第4号, 161-177頁。
- [8] 阿部圭司 (2005), 「JASDAQ 市場における新規株式公開の長期パフォーマンス」, 『高崎経済大学論集』, 第48巻第1号, 33-44頁。
- [9] 岡村秀夫 (2007), 「企業の株式所有構造」, 橋本俊詔編『日本経済の実証分析』, 東洋経済新報社。
- [10] 岡村秀夫 (2009), 「新規公開企業の業績パフォーマンスと株式所有構造」, 関西学院大学『商学論究』, 第57巻第1号, 19-32頁。
- [11] 神座保彦 (1995), 「株式店頭市場の株価形成と諸問題について」, 『証券アナリストジャーナル』, 第33巻3号, 2-12頁。
- [12] 忽那憲治 (2014), 「IPO 後の高成長企業と低成長企業」, 『一橋ビジネスレビュー』, 第62巻第2号, 6-21頁。
- [13] 忽那憲治・岡村秀夫 (1999), 「新規店頭公開企業の業績パフォーマンスと株式保有構造」, 『証券アナリストジャーナル』, 第37巻第1号, 60-80頁。
- [14] 佐山展生・長島輝幸 (1998), 「店頭公開が企業の収益性に及ぼす影響の分析」, 『管理会計学』, 第6巻第2号, 75-90頁。
- [15] 帝国データバンク (2013), 「株式上場意向に関するアンケート調査」, 『TDB REPORT』, 第121号, 64-71頁。
- [16] 翟林瑜 (2009), 「IPO における逆V字型経営業績と「幻の初期収益率」」, 『証券アナリストジャーナル』, 第47巻第2号, 80-92頁。
- [17] 永田京子 (2007), 「新規株式公開における利益調整とプライシング」, 『証券アナリストジャーナル』, 第45巻9号, 57-56頁。
- [18] 宮島英昭・新田敬祐 (2007), 「日本型取締役会の多角的進化：その決定要因とパフォーマンス効果」, 神田英樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』, 金融財政事情研究会。
- [19] 吉村典久 (2007), 『日本の企業統治 神話と実態』, NTT 出版。
- (2014) に、新たな決算期のデータを加え、加筆修正したものである。
- 1) IPO の動機としては、「知名度や信用度の向上」、「資金調達力の向上」、「人材の確保」といった目的が上位に表れ、IPO を契機に、更なる成長あるいは業績向上を目指す姿勢がうかがえる（帝国データバンク, 2013, p.67）。
 - 2) その1つの要因として、IPO 時の利益を大きくみせるための IPO 企業の裁量的な利益調整（window dressing）が指摘されてもいる（永田, 2007）。
 - 3) IPO を行う市場によって、創業から IPO までの期間は異なる。中央値でみると、JASDAQ は 20.1 年、東証マザーズは 8.2 年、大証ヘラクレス 9.0 年、名証セントレックス 9.8 年、福証 Q-Board 10.4 年、札証アンビシャス 10.0 年となっている。そして、JASDAQ で IPO を行う企業の IPO 時点での年齢は、福証 Q-Board を除く他 4 つの市場で IPO を行う企業と、統計的に有意に異なる。
 - 4) IPO によって調達する金額については、中央値でみると、JASDAQ 上場企業で 5.25 億円、東証マザーズ上場企業で 6.02 億円、大証ヘラクレス上場企業で 4.75 億円、名証セントレックス上場企業で 4.59 億円となる一方で、福証 Q-Board ならびに札証アンビシャス上場企業で 1.05 億円、1.37 億円となり、前者 4 市場と後者 2 市場との間で、IPO を通じた調達金額に統計的に有意な差がみられる。
 - 5) Wilcoxon の