

タイトル	支配株主概念を用いた新規株式公開企業の株式所有構造と業績パフォーマンスの変化に関する分析
著者	赤石, 篤紀; Akaishi, Atsunori
引用	北海学園大学経営学会, 13(3): 51-73
発行日	2015-12-25

支配株主概念を用いた新規株式公開企業の 株式所有構造と業績パフォーマンスの 変化に関する分析

赤 石 篤 紀

1. はじめに*

1.1 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、企業の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みられるのかを、実証的に明らかにしていく。その際、わが国の株式市場で子会社の上場といった現象が数多くみられる（吉村，2007）ことに留意する。すなわち、本稿では、15%以上の持株比率を有する株主を支配株主とする概念（宮島＝新田，2007）に基づいて、IPOを行った企業（以下、IPO企業）を「会社所有型企业群」と「経営者所有型企业群」に分類した上で、分析を行う。このような分類を行うことにより、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型企業の成長過程に関する、より厳密な分析できるとともに、子会社上場の実際についての知見が得られると考えられる。

なお、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・成長企業向け市場においてIPOを行った非金融企業のうち、IPO直前に15%以上の持株を有する支配株主が他会社か経営者であるかによって分類した会社所有型企业群202社と経営者所有型企业群672社であり、これら企業のIPO前後の決算期

データ9,905企業年を、分析に用いる。

1.2 節構成

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の変化ならびに業績パフォーマンスと株式所有構造の関係に関する先行研究を整理する。続く3.では、データ源とIPO企業の属性について述べ、4.ではIPO前後の企業規模と業績の推移について、5.ではIPO前後の株式所有構造の変化についてみていく。そして、結びの節となる6.で、まとめと今後の検討課題を述べることにする。

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(2014)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、自己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、売上高ならびに従業員数が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。

赤石(2015)では、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を行った非金融企業1,065社を対象にした分析で、IPO後の3期ほどで成長が鈍化し、それ以降に横ばいとなること、総資本経常利益率がIPOをピークに減少することを明らかにしている。

いずれの分析も、IPO前後の業績パフォーマンスが、IPO以降に下がること、特に収益性については、IPO起点とした「逆V字型」の推移がみられることを示唆する¹⁾。

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。前出の赤石(2015)では、IPO後、12期にわたって、経営者の持株比率が減少し、所有と経営の分離が進むとともに、株式の分散化が進むことが示されている。

2.3 問題の所在

上記に示した先行研究では、サンプルとしてIPO企業を対象とした分析が行われる。その問題意識として、単純にIPO企業の特徴を明らかにするということであれば何ら問題はないが、これらIPO企業を、いわゆる一個人が起業して事業を展開させてきた、いわゆ

るベンチャー型企業として捉えて、その成長過程の分析とするには、やや問題がある。

なぜなら、わが国の株式市場の特性として、子会社の上場といった現象が数多くみられ(吉村, 2007), IPO 企業の中には、他企業を親会社とするものも数多く含まれる(赤石, 2014) からである。

そこで、本稿では、IPO 企業の中から、創業者を含む経営陣が支配株主となるような企業を選別して、IPO 後の業績パフォーマンスの推移に関する分析を行い、ベンチャー型企業の成長過程の一端を明らかにしていく。

3. サンプル企業とデータ源

3.1 支配株主概念に基づく IPO 企業の分類

ここでいう支配株主とは、15%以上の持株比率を有する株主である(宮島=新田, 2007)。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²において、支配株主が存在する割合は、95.2% (=1,014 社/1,065 社)であり、1社当たりの支配株主数の中央値は 1.00 (平均値 1.40, 標準偏差 0.61), 支配株主の持株比率の中央値は 58.71% (平均値 56.98%, 標準偏差 20.24%)となっている。ここから、多くの IPO 企業で一株主が大きな影響力をもつことがうかがえる。

そして、支配株主概念にもとづいて、これら 1,065 社を分類すると、図表 1 に示す 5 つに区分でき、その中でも IPO 企業の中心が経営者所有型企業であることがわかる。しかし、見方を変えれば、経営者所有型企業は IPO 企業の 60% 強に過ぎず、IPO 企業=ベンチャー型企業と捉えるには、やはり問題があるといえる。

以下では、IPO 企業の中心をなす、会社所有型企業群 202 社と経営者所有型企業群 678 社の決算期データをもとに、IPO 前後の業績パフォーマンスの変化と株式所有構造の推移を分析していく。

図表 1 支配株主による IPO 企業の類型

	度数	割合	支配株主の属性など	支配株主の数			支配株主の持株比率		
				中央値	平均	標準偏差	中央値	平均	標準偏差
会社所有型企業群	202	19.0%	親会社を含む他企業	1.00	1.43	0.61	71.66%	66.55%	22.42%
経営者所有型企業群	672	63.1%	代表取締役, 取締役, 取締役家族, 創業者, 彼らの保有会社	1.00	1.31	0.57	56.65%	55.56%	19.18%
VC・外国人所有型企業群	33	3.1%	VC, 外国企業, 外国人	1.00	1.18	0.53	32.69%	39.92%	22.64%
支配株主がいない企業群	50	4.7%	15%以上の株式を保有する株主が存在しない						
その他	108	10.1%							
合計	1,065	100.0%		1.00	1.40	0.61	59.39%	57.50%	20.57%

(注 1) その他は、親会社を除く他会社と代表取締役が支配株主として存在していたり、VC やその他企業が同時に支配株主となっているような企業群

(注 2) 支配株主の数および持株比率の合計欄は、「支配株主がいない企業群」50 社を除いた 1,015 社による数値

3.2 データ源

本稿での分析で用いるデータは、以下の 4 つのデータ源から入手する。

- (1) IPO 前の業績や IPO 直前の株式所有構造については、「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 後の業績や株式保有構造については、各企業が毎期提出する「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、経営者の資産管理会社の持株比率を、支配株主の持株比率算出時に考慮する。
- (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、これらのデータ源から得た IPO 企業の業績と株式所有構造に関するデータを、IPO 前の決算期 IPO-5 期（IPO の 4～5 年前の決算期）から IPO-1 期（IPO の 0 年～1 年前の決算期）、IPO 後の決算期+1 期（IPO の 0～1 年後の決算期）から IPO+12 期（IPO の 11 年～12 年後の決算期）の決算期データとして整理する。そして、会社所有型企業群 202 社の 2,252 企業年の決算期データと経営者所有型企業群 672 社の 7,653 企業年の決算期データをもとに、IPO 前後の業績パフォーマンスの変化と株式所有構造の推移を分析する。

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。

また、一連の分析では、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 後の株式所有構造の変化

本節では、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の、IPO 後の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、これら企業群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。そして、IPO 前の企業の重要な資本調達先の 1 つとなる VC の出資割合の変化をみる。

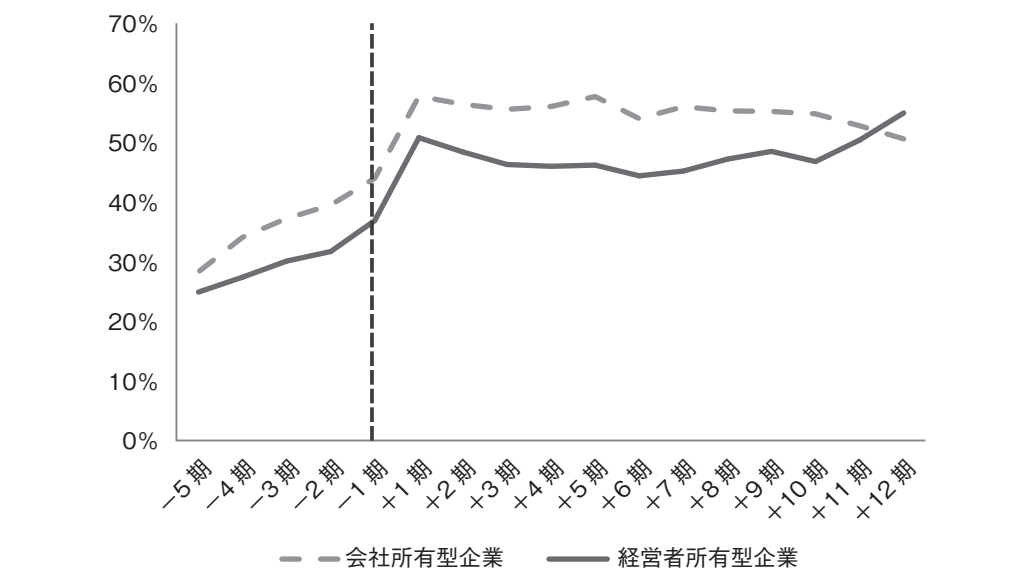
4.1 IPO 企業における株主の影響力

～自己資本比率の推移～

図表 2 は、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の IPO 前後の自己資本比率の推移を示したものである。統計的にみると、両群の自己資本比率は、IPO によってまとまった自己資本が調達されることもあって、IPO 直後にピークを迎え、以降横ばいとなる。そして、Wilcoxon の符号付順位検定を行ったところ、いずれの企業群の自己資本比率とも、統計的には、IPO-2 期から IPO+1 期にかけて上昇し、それ以降横ばいで推移する。IPO により、自己資本比率が上昇することから、これら IPO 企業における株主の影響力は、IPO を境にして、より高いものになる。

Mann-Whitney の U 検定により、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の各期の自己資本比率を比較したところ、IPO-5 期～IPO-3 期、IPO+11 期、IPO+12 期を除く決算期において、統計的に有意な差異があることが示された。

図表 2 IPO 前後の自己資本比率の推移



IPO からの期間	会社所有型企業							経営者所有型企業						
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	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					25	中央値	75			
- 5 期	88	5.90%	28.30%	52.80%		27.31%	38.60%	295	11.30%	24.90%	44.80%		28.48%	25.67%
- 4 期	112	13.00%	34.10%	56.58%	-1.217	29.35%	47.06%	328	13.93%	27.40%	49.23%	-2.883	31.23%	27.34%
- 3 期	138	17.13%	37.25%	55.20%	-1.881	35.00%	30.89%	405	16.60%	30.10%	48.60%	-2.698	32.98%	26.32%
- 2 期	195	21.83%	39.50%	57.03%	-4.654***	41.04%	23.29%	640	17.43%	31.70%	49.48%	-6.14 ***	34.80%	22.96%
- 1 期	202	26.00%	44.00%	58.03%	-4.452***	44.01%	21.28%	671	22.20%	36.90%	56.90%	-12.535***	40.32%	21.74%
+ 1 期	200	37.13%	57.75%	73.33%	-10.815***	55.08%	21.85%	657	33.20%	50.80%	68.95%	-19.063***	51.07%	22.16%
+ 2 期	193	37.35%	56.40%	70.68%	-0.125	53.63%	23.60%	621	31.25%	48.40%	67.50%	-0.735	49.27%	22.72%
+ 3 期	182	35.98%	55.55%	72.33%	-0.946	54.37%	22.43%	591	28.50%	46.30%	66.10%	-2.728	46.89%	25.49%
+ 4 期	167	38.55%	56.03%	73.10%	-0.308	54.04%	24.37%	557	28.75%	46.00%	67.35%	-0.269	45.43%	35.19%
+ 5 期	155	41.25%	57.70%	73.75%	-0.856	55.28%	23.56%	535	27.90%	46.20%	67.90%	-0.726	47.48%	24.74%
+ 6 期	144	38.60%	54.00%	71.40%	-2.150	52.16%	29.32%	507	26.70%	44.40%	66.30%	-1.939	43.55%	51.81%
+ 7 期	134	42.30%	56.00%	71.30%	-1.800	55.42%	22.30%	473	28.05%	45.20%	67.75%	-0.846	46.53%	26.11%
+ 8 期	104	37.50%	55.30%	75.20%	-0.107	54.20%	24.05%	427	28.40%	47.20%	68.40%	-0.904	46.37%	27.56%
+ 9 期	87	37.60%	55.20%	73.60%	-0.609	54.57%	20.13%	341	29.55%	48.50%	69.15%	-2.549	47.75%	27.51%
+10 期	65	39.40%	54.80%	74.00%	-0.650	53.42%	26.03%	261	30.40%	46.80%	69.60%	-0.688	49.25%	23.79%
+11 期	41	39.40%	52.80%	73.63%	-1.063	54.21%	19.32%	197	32.15%	50.40%	71.85%	-1.911	50.48%	27.02%
+12 期	24	38.60%	50.60%	66.25%	-1.171	-42.40%	478.82%	140	32.83%	54.95%	73.05%	-2.234	53.38%	24.05%

(注1) 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2) ***：1%水準で有意、**：5%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

4.2 IPO後の株式の分散化傾向

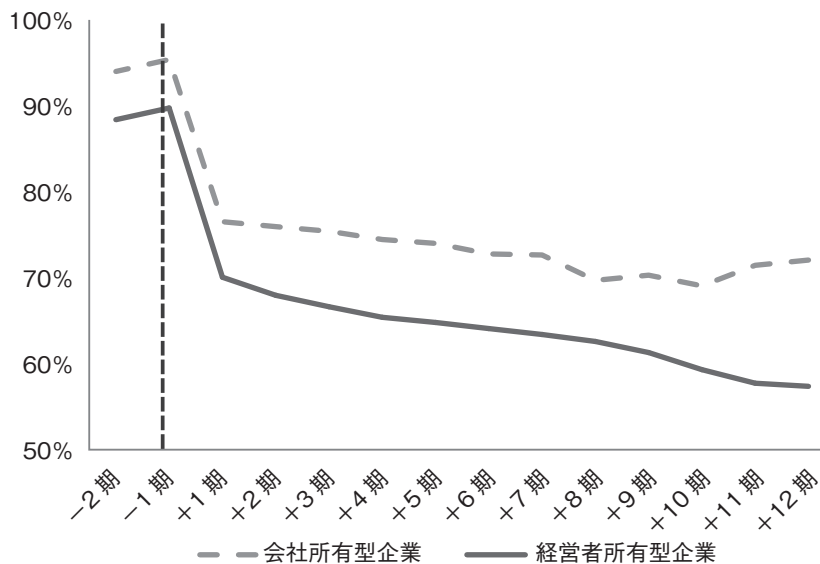
4.2.1 10大株主の持株比率の変化

次に、IPO企業における株式所有の集中度についてみていく。図3は、会社所有型企業群と経営者所有型企業群における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。全体的な傾向をみると、まず両群のIPO前の株式集中度は極めて高く、10大株主の持株比率は、中央値ベースでみると、会社

所有型企業群で95.39%、経営者所有型企業群で89.75%となっている。そして、IPO後に、株式所有構造の分散化が進んでいく。

とはいえ、会社所有型企業群と経営者所有型企業群を比較すると、経営者所有型企業群の方が、株式の分散化傾向がより長く、また大きく現れるようである。中央値でみた場合、会社所有型企業群では、IPO直前期にあたるIPO-1期に95.39%であった10大株主の持

図表3 10大株主の持株比率の変化



	IPOから の期間	会社所有型企業						経営者所有型企業							
		度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期 - t 期	平均値	標準偏差	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					25	中央値	75			
IPO	- 2 期	47	83.83%	93.98%	99.23%		89.36%	12.49%	164	81.41%	88.39%	94.75%		86.32%	10.82%
	- 1 期	202	87.77%	95.39%	98.49%	- 3.740**	91.30%	10.10%	672	81.71%	89.75%	95.66%	- 6.142***	87.39%	10.28%
	+ 1 期	200	69.21%	76.52%	82.66%	-12.263***	74.37%	11.88%	657	61.70%	70.06%	77.49%	-22.161***	69.04%	11.69%
	+ 2 期	194	67.21%	75.95%	82.34%	-1.942	73.37%	12.47%	621	59.59%	67.96%	75.63%	- 8.064***	67.25%	11.95%
	+ 3 期	182	66.17%	75.41%	81.03%	-2.112	72.64%	12.55%	591	57.52%	66.63%	74.66%	- 7.333***	65.49%	12.58%
	+ 4 期	169	66.92%	74.45%	80.30%	-2.846	72.10%	12.44%	557	55.09%	65.40%	74.30%	- 6.084***	64.39%	13.47%
	+ 5 期	157	65.31%	74.00%	79.93%	-2.567	70.95%	14.03%	535	54.39%	64.80%	73.30%	- 5.076***	63.70%	13.99%
	+ 6 期	147	65.16%	72.77%	79.33%	-1.282	70.49%	13.09%	508	54.13%	64.09%	72.27%	- 6.167***	62.73%	14.33%
	+ 7 期	135	63.98%	72.65%	78.58%	-0.368	70.51%	12.71%	473	53.80%	63.40%	71.05%	- 3.502***	61.90%	14.14%
	+ 8 期	105	62.94%	69.70%	76.66%	-2.788	68.12%	12.78%	428	52.59%	62.59%	70.25%	- 4.386***	60.99%	14.13%
	+ 9 期	87	60.84%	70.30%	76.42%	-1.328	67.39%	14.02%	341	50.41%	61.30%	68.64%	- 3.633**	59.03%	14.23%
	+10 期	67	62.70%	69.06%	76.14%	-2.466	66.50%	14.02%	261	48.52%	59.31%	66.66%	-2.588	57.66%	13.99%
+11 期	42	63.74%	71.45%	78.82%	-0.578	69.23%	14.89%	197	46.41%	57.73%	65.08%	- 4.699***	55.89%	14.78%	
+12 期	25	65.91%	72.06%	77.74%	-0.529	70.59%	11.72%	140	45.71%	57.37%	64.40%	- 1.603	54.69%	15.32%	

(注1) 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2) ***: 1%水準で有意, **: 5%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

株比率は、IPO + 1 期に 76.52% まで減少した後、統計的には横ばい傾向に転じる。これに対して、経営者所有型企業群では、IPO - 1 期に 89.75% であった 10 大株主の持株比率は、IPO + 1 期に 70.06% に減少し、さらにその持株比率は IPO 後 + 9 期まで年々減少、IPO + 12 期以降、60% 弱の水準で横ばいとなることが示される。

なお、Mann-Whitney の U 検定により、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の各期の 10 大持株比率を比較したところ、いずれの期においても、統計的に有意な差異があることが示された。

4.2.2 IPO 直前期の支配株主の持株比率の変化

図表 4 は、IPO 直前期の支配株主の持株比率の変化を、会社所有型企業群と経営者所有型企業群で分けてみたものである。

まず、IPO 前の支配株主の持株比率であるが、10 大株主の持株比率よりも両群で開きがあり、中央値でみると、会社所有型企業群が 71.66%、経営者所有型企業群 56.65% となっている。

そして、会社所有型企業群の支配株主の持株比率の IPO 後の推移をみると、IPO + 1 期においてのみ減少した 10 大株主の持株比率とは異なり、IPO 直前期の支配株主の持株比率は IPO + 1 期から IPO + 7 期まで統計的に有意に減少する。これに対して、経営者所有型企業群であるが、こちらは 10 大株主の持株比率の変化と全体的な傾向と似たようなものになっている。経営者所有型企業群の支配株主の持株比率は、IPO - 1 期の 56.36% から年々減少していき、IPO + 12 期に 24.03% となり、この段階でも下げ止まらない。

会社所有型企業群と経営者所有型企業群を比較してみると、経営者所有型企業群の方が、IPO 前支配株主の持株比率がより大きく、また長い期間にわたり減じていくようである。

これは、会社所有型企業群では、1 つの会社が親会社として安定的に株式を保有し続ける可能性が高いのに対して、経営者所有型企業群において創業者の高齢化・死去による家族への所有権の移譲や、IPO 後の他会社による株式の買付の発生といったケースが生じやすいためと考えられる。

なお、10 大株主の比率と同様、Mann-Whitney の U 検定により、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の各期の支配株主の持株比率を比較したところ、いずれの期においても、両企業群の支配株主の持株比率に統計的に有意な差異があることが示された。

4.3 IPO 後の所有と経営の分離傾向

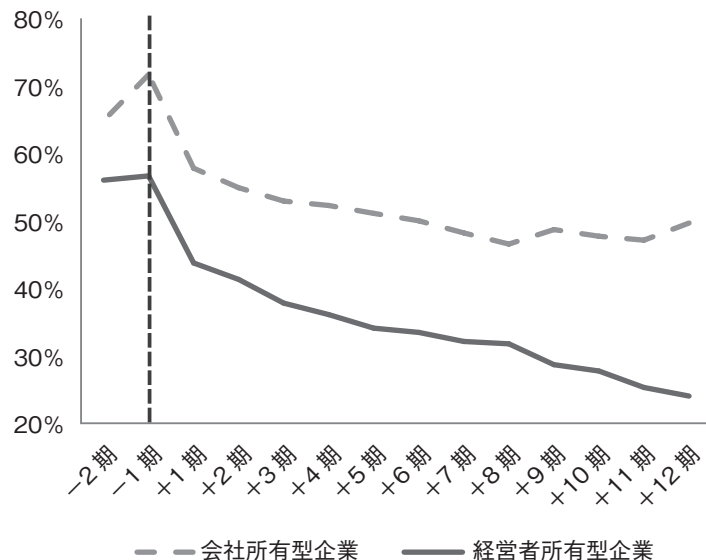
図表 5 は、会社所有型企業群と経営者所有型企業群における経営陣（代表取締役と取締役）の持株比率の推移を示したものである。

会社所有型企業群においては、親会社がある株式の多くを保有しているため、そもそも経営陣の持株比率は総じて低い。そのため、持株比率においても大きな変化はみられないが、それでも IPO 前後で、その持株比率に統計的な差異が認められる。

他方、経営者所有型企業群では、経営者が IPO 直前期に支配株主となっており、これらの企業群において IPO 後に支配株主の持株比率が減少している分析結果を鑑みれば、経営者所有型企業群において所有と経営の分離が進む傾向があることは、十分に推察できる。事実、IPO 後、漸進的に経営者の持株比率が減っており、IPO + 12 期にかけて所有と経営の分離傾向が進む。経営者の持株比率は IPO + 12 期に 12.03% となってもなお下げ止まらない。

Mann-Whitney の U 検定による会社所有型企業群と経営者所有型企業群の各期の支配株主の持株比率を比較では、いうまでもなく、いずれの期の支配株主の持株比率は、両企業群で統計的に有意な差異があることが示され

図表4 IPO 前支配株主の持株比率の変化



IPO からの 期間	会社所有型企業							経営者所有型企業						
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	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					25	中央値	75			
- 2 期	47	53.80%	64.83%	78.00%		62.66%	23.25%	164	39.13%	56.02%	67.84%		54.22%	19.84%
- 1 期	202	56.27%	71.66%	83.20%	-4.595***	66.55%	22.42%	672	42.13%	56.65%	69.27%	-5.505	55.56%	19.18%
+ 1 期	200	43.13%	57.79%	67.54%	-12.144***	53.61%	19.29%	657	31.21%	43.75%	55.29%	-22.134***	43.29%	16.49%
+ 2 期	194	39.61%	54.90%	66.28%	-7.456***	50.03%	21.30%	621	28.91%	41.31%	51.78%	-13.969***	40.59%	16.27%
+ 3 期	182	37.26%	52.92%	64.45%	-6.656***	48.10%	22.16%	591	26.67%	37.80%	49.40%	-14.251***	37.79%	16.50%
+ 4 期	169	30.33%	52.27%	62.51%	-5.916***	46.36%	22.71%	557	24.24%	36.10%	47.48%	-12.379***	35.87%	17.10%
+ 5 期	157	23.12%	51.10%	62.35%	-5.342***	44.34%	24.10%	535	21.29%	34.09%	45.11%	-10.807***	33.88%	17.46%
+ 6 期	147	18.66%	50.00%	61.35%	-4.972***	42.00%	24.67%	508	19.38%	33.46%	44.74%	-9.571***	32.84%	17.68%
+ 7 期	135	15.65%	48.20%	58.17%	-4.119***	39.76%	24.53%	473	18.25%	32.12%	44.54%	-7.332***	31.85%	17.61%
+ 8 期	105	7.08%	46.55%	55.24%	-3.341***	36.08%	25.89%	428	17.78%	31.77%	43.97%	-6.975***	31.15%	17.58%
+ 9 期	87	8.64%	48.70%	57.06%	-0.852	37.80%	26.32%	341	16.23%	28.68%	41.45%	-7.129***	28.73%	16.92%
+ 10 期	67	15.65%	47.71%	56.73%	-3.636**	38.09%	25.53%	261	13.95%	27.74%	39.25%	-5.332***	26.91%	16.57%
+ 11 期	42	14.23%	47.13%	55.83%	-1.120	38.39%	25.19%	197	10.87%	25.30%	38.10%	-5.421***	25.14%	16.88%
+ 12 期	25	36.43%	49.67%	55.86%	-0.944	44.04%	22.05%	140	6.90%	24.03%	37.11%	-4.322***	22.92%	17.04%

(注1) 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2) *** : 1%水準で有意, ** : 5%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

た。

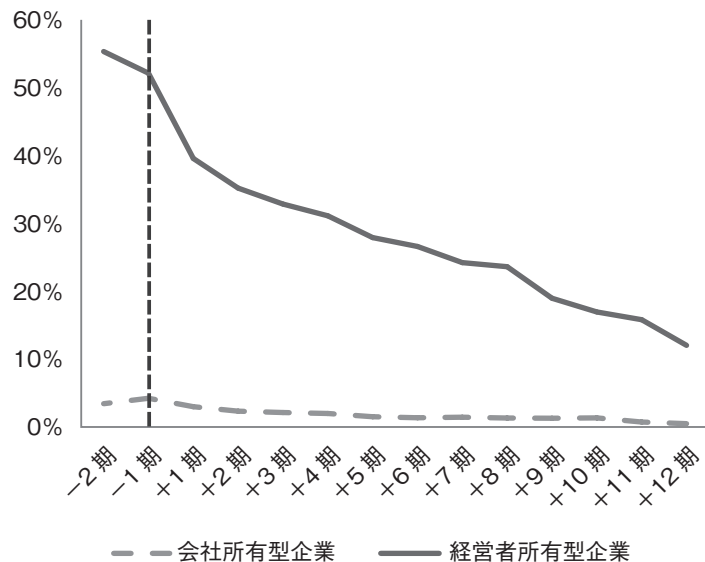
4.4 VC からの出資と IPO 後の VC の退出

日本でも、多くの IPO 企業が IPO 前に VC からの出資を受けている。図表6は、10大株主に含まれるVCのIPO前後の持株比率を示したものである^{3,4}。同図表に示すように、会社所有型企業群のうち、IPO-1期時点でVCから出資を受け、かつVCが10大株主と

なっている企業は、45.05%（202社中91社）で、その持株比率は中央値で6.80%であった。他方、経営者所有型企業群のうち、IPO-1期時点でVCから出資を受け、VCが大株主となっている企業は66.5%（672社中447社）でVCの持株比率は、中央値で8.60%であった。

そして、同図表に示すように、VCの多くが、IPO後+2期までに上位10大株主ではなく

図表 5 経営陣の持株比率の変化



IPO からの 期間	会社所有型企業							経営者所有型企業						
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	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					25	中央値	75			
- 2 期	47	0.77%	3.43%	7.79%		6.35%	9.16%	164	37.44%	55.33%	71.40%		54.03%	22.89%
- 1 期	202	0.88%	4.23%	9.85%		8.93%	13.30%	672	37.28%	52.14%	67.24%	-10.030	52.06%	20.99%
+ 1 期	200	0.65%	2.99%	7.16%	-9.466***	5.47%	7.14%	657	26.42%	39.57%	53.22%	-20.608***	39.74%	18.06%
+ 2 期	194	0.53%	2.33%	6.50%	-2.443	5.22%	6.84%	621	24.30%	35.20%	48.25%	-12.081***	36.03%	17.38%
+ 3 期	182	0.55%	2.13%	5.94%	-2.016	4.73%	7.19%	591	20.35%	32.85%	44.64%	-11.809***	32.82%	17.39%
+ 4 期	169	0.50%	1.99%	5.15%	-1.852	4.31%	7.02%	557	17.08%	31.12%	42.34%	-10.277***	30.71%	17.65%
+ 5 期	157	0.43%	1.51%	4.54%	-2.399	3.96%	7.01%	535	14.86%	27.91%	40.49%	-8.956***	28.54%	18.00%
+ 6 期	147	0.40%	1.36%	4.26%	-0.354	3.90%	7.38%	508	12.23%	26.60%	39.13%	-7.989***	27.01%	18.27%
+ 7 期	135	0.25%	1.44%	4.19%	-0.519	4.06%	8.05%	472	10.26%	24.22%	37.42%	-6.945***	25.05%	17.76%
+ 8 期	105	0.30%	1.32%	3.98%	-0.680	4.21%	10.45%	428	9.92%	23.62%	36.20%	-5.436***	24.04%	16.96%
+ 9 期	87	0.30%	1.29%	4.10%	-0.566	3.71%	7.86%	341	7.55%	18.97%	34.48%	-5.343***	21.65%	16.44%
+ 10 期	67	0.29%	1.34%	4.00%	-0.037	3.13%	4.82%	261	6.37%	16.95%	30.07%	-4.368***	19.33%	15.06%
+ 11 期	42	0.19%	0.73%	3.47%	-0.368	3.78%	9.17%	197	5.58%	15.81%	27.11%	-3.146	18.10%	15.14%
+ 12 期	25	0.16%	0.49%	2.06%	-1.390	1.77%	3.05%	140	3.37%	12.03%	23.46%	-4.095***	15.59%	14.32%

(注 1) 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 2) *** : 1 %水準で有意, ** : 5 %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

っており、VC が IPO を出口戦略として
ることがわかる。IPO 後 + 1 期において、本
来退出しているはずの VC のいくつかが IPO
企業の株式を保有するのは、ロックアップ条
項の存在があり、ロックアップの期限内に決
算期が到来したことが一因であると考えられ
る。

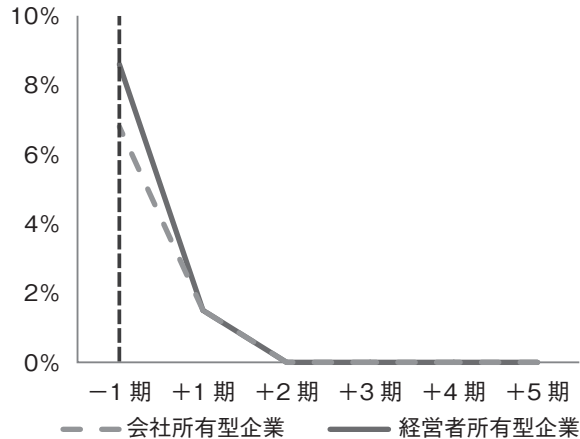
10 大株主に含まれる VC の持株比率につ
いては、どの期においても、会社所有型企業

群と経営者所有型企業群との間に、統計的に
有意な差異は認められなかった。

5. IPO 前後の業績パフォーマンスの 変化

本節では、会社所有型企業群と経営者所有
型企業群の IPO 前後の業績パフォーマンス
の変化についてみていく。具体的には、各期

図表6 大株主となるVCの持株比率の変化



IPO からの 期間	度数	会社所有型企業						度数	経営者所有型企業						
		パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期 - t 期	平均値	標準偏差		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					25	中央値	75				
IPO	-1 期	92	3.00%	6.80%	13.80%		9.48%	8.70%	447	3.50%	8.60%	15.00%		10.30%	8.72%
	+1 期	91	0.00%	1.50%	4.60%	-7.79 ***	3.76%	6.01%	435	0.00%	1.50%	5.10%	-17.237***	3.69%	5.27%
	+2 期	88	0.00%	0.00%	1.98%	-5.233***	2.09%	5.33%	410	0.00%	0.00%	2.60%	-10.706***	2.22%	4.12%
	+3 期	84	0.00%	0.00%	1.18%	-1.671	1.61%	4.43%	388	0.00%	0.00%	1.40%	-6.854***	1.72%	4.34%
	+4 期	79	0.00%	0.00%	0.00%	-3.027 **	1.13%	4.07%	363	0.00%	0.00%	1.00%	-4.729***	1.50%	4.70%
	+5 期	72	0.00%	0.00%	0.00%	-0.682	0.78%	2.43%	349	0.00%	0.00%	0.25%	-1.766	1.91%	7.54%

(注1) 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2) ***: 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

の売上高、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、類似的の自己資本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から、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。さらに、各期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総資産回転率をもとに、IPO 前後の収益性の変化をみる。

5.1 規模的变化

5.1.1 売上高

図表7は、会社所有型企業群と経営者所有型企業群のIPO前後の売上高の推移を示したものである。同図表から、会社所有型企業群がIPO+4期以降、売上高が横ばいになるのに対して、経営者所有型企業群はIPO後も

順調に売上高を伸ばす傾向があり、売上高の伸び方に違いがあることがわかる。

なお、Mann-Whitney の U 検定により、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の各期の売上高を比較したところ、統計的に有意な差異は認められなかった。

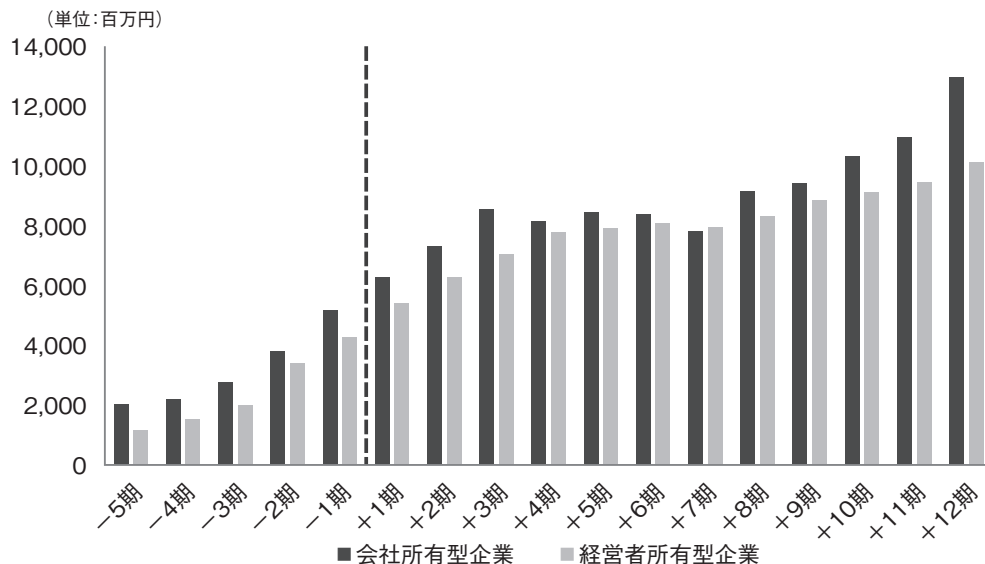
5.1.2 経常利益

図表8は、会社所有型企業群と経営者所有型企業群のIPO前後の経常利益の推移を示したものである。同図表からは、①会社所有型企業群、経営者所有型企業群ともに、IPO直後まで増益傾向が続くこと、②会社所有型企業群の経常利益は、IPO後、統計的にみて横ばいで推移するが、③経営者所有型企業ではいったん横ばい傾向となった後、IPO+10期に再び増益に転じることがわかる。

Mann-Whitney の U 検定により、会社所有

支配株主概念を用いた新規株式公開企業の株式所有構造と業績パフォーマンスの変化に関する分析(赤石)

図表 7 IPO 前後の売上高の推移



(単位: 百万円)

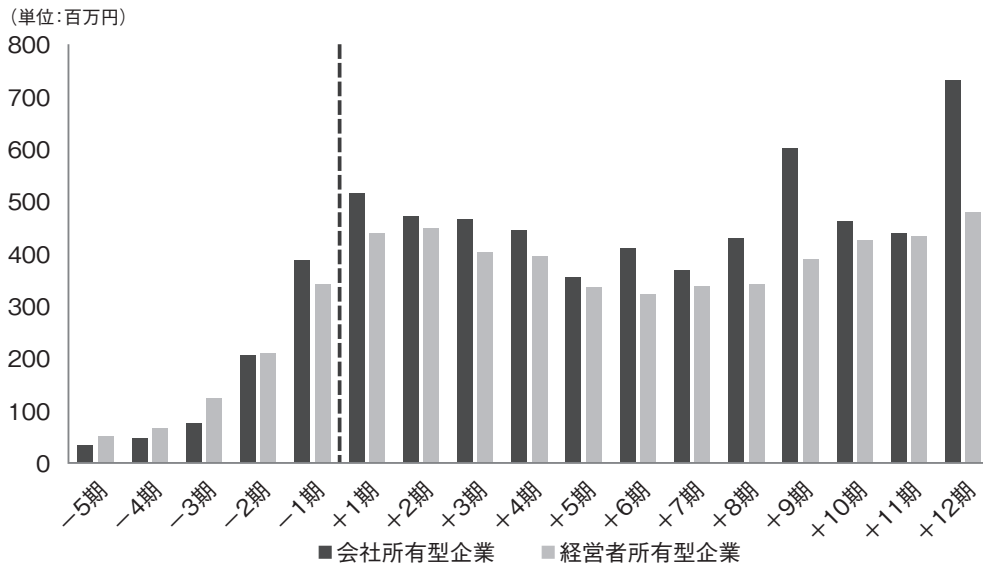
IPO からの 期間	会社所有型企業						経営者所有型企業								
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	
		25	中央値	75					25	中央値	75				
IPO	- 5 期	90	571	2,021	5,835		4,771	7,626	296	451	1,140	3,326		2,911	4,529
	- 4 期	112	593	2,174	6,757	-5.337***	4,995	7,644	329	542	1,507	3,958	-10.691***	3,324	5,013
	- 3 期	143	851	2,767	7,011	-7.243***	5,465	8,065	406	722	1,978	4,965	-11.508***	4,247	6,258
	- 2 期	194	1,431	3,810	9,244	-8.414***	7,670	10,322	641	1,306	3,387	7,782	-14.33 ***	6,149	8,195
	- 1 期	202	2,043	5,162	12,010	-10.343***	9,191	11,072	672	1,817	4,269	9,404	-19.718***	7,558	9,625
	+ 1 期	200	2,607	6,260	13,030	-9.683***	10,834	13,078	657	2,638	5,403	11,188	-19.040***	9,336	11,387
	+ 2 期	194	3,210	7,294	13,658	-7.303***	12,364	16,108	621	3,144	6,269	13,141	-14.574***	11,117	13,850
	+ 3 期	182	3,590	8,544	14,645	-6.212***	13,962	18,404	591	3,537	7,034	15,129	-12.437***	12,399	15,037
	+ 4 期	169	3,366	8,142	15,760	-4.318***	14,565	19,745	557	3,368	7,771	18,001	-9.424***	14,549	19,378
	+ 5 期	157	3,664	8,444	16,544	-3.094	15,529	22,242	535	3,349	7,918	19,200	-5.831**	15,751	22,191
	+ 6 期	147	3,612	8,381	16,775	-3.307	16,152	24,435	508	3,365	8,086	20,383	-4.147***	16,375	23,615
	+ 7 期	135	3,747	7,807	15,811	-1.988	15,055	21,112	473	3,669	7,932	20,701	-3.818**	16,719	26,044
	+ 8 期	105	3,587	9,156	18,854	-2.759	17,505	26,759	428	3,620	8,293	21,760	-3.825**	16,658	24,653
+ 9 期	87	4,422	9,420	20,575	-1.638	21,799	36,781	341	3,871	8,849	23,062	-3.169	18,016	28,903	
+10 期	67	5,182	10,309	22,874	-3.264	21,065	31,938	261	3,876	9,128	25,386	-4.520***	20,213	35,027	
+11 期	42	5,271	10,954	29,843	-1.532	21,830	28,671	197	4,043	9,460	25,562	-4.689***	20,203	31,013	
+12 期	25	6,018	12,969	36,241	-3.027	30,885	41,484	140	3,351	10,110	24,807	-4.437***	21,232	36,364	

(注1) 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2) ***: 1%水準で有意, **: 5%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

図表8 IPO 前後の経常利益の推移



(単位: 百万円)

IPO からの 期間	会社所有型企業							経営者所有型企業							
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期 - t 期	平均値	標準偏差	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					25	中央値	75				
IPO	- 5 期	91	-110	33	161		21	621	296	4	51	164		143.06	381.07
	- 4 期	112	-99	46	257	-2.503	-37	1,007	329	11	66	198	-4.642***	171.81	420.84
	- 3 期	143	-29	76	291	-3.157	41	1,009	406	26	123	301	-5.368***	254.17	585.94
	- 2 期	194	65	205	507	-7.761***	320	831	641	74	210	440	-8.637***	360.91	703.44
	- 1 期	202	199	386	686	-9.459***	607	938	672	185	341	619	-17.546***	549.23	744.55
	+ 1 期	200	256	515	871	-6.993***	803	1,137	657	229	439	901	-12.379***	737.06	1,007.28
	+ 2 期	194	178	471	1,000	-0.356	798	1,326	621	145	449	923	-1.067	770.20	1,755.96
	+ 3 期	182	105	466	1,121	-0.107	836	1,385	591	66	402	1,007	-1.841	668.58	2,114.83
	+ 4 期	169	63	444	1,074	-1.089	778	1,267	557	43	394	1,050	-4.100***	899.06	4,130.29
	+ 5 期	157	128	354	948	-2.055	893	2,219	535	32	335	1,036	-3.235	884.31	3,132.91
	+ 6 期	147	83	409	893	-2.512	899	2,164	508	31	321	952	-2.228	860.82	3,075.29
	+ 7 期	135	102	367	893	-1.321	590	5,285	473	39	337	997	-2.789	831.47	4,335.06
	+ 8 期	105	98	429	1,138	-1.368	1,063	1,885	428	25	342	1,079	-2.784	655.47	2,736.77
+ 9 期	87	135	600	1,421	-2.406	2,285	9,784	341	29	389	1,175	-2.675	370.30	7,882.70	
+10 期	67	109	461	1,168	-2.271	2,511	11,519	261	70	425	1,330	-3.967**	1,096.67	2,218.89	
+11 期	42	66	439	1,112	-1.869	1,212	2,590	197	54	433	1,610	-3.941**	1,184.08	2,208.97	
+12 期	25	141	731	1,476	-1.588	1,296	2,078	140	107	478	1,766	-2.986	1,249.86	2,158.40	

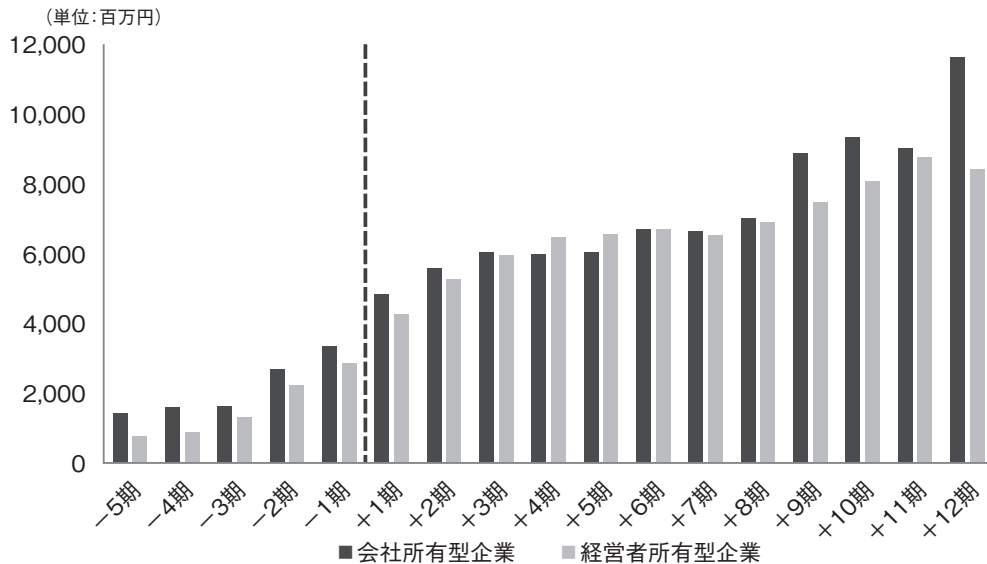
(注1) Z 値は、t 期と (t-1) 期の Wilcoxon の符号付順位検定の数値を記載

(注2) ** : 1% 水準で有意, * : 5% 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

支配株主概念を用いた新規株式公開企業の株式所有構造と業績パフォーマンスの変化に関する分析(赤石)

図表9 IPO 前後の総資産の推移



(単位: 百万円)

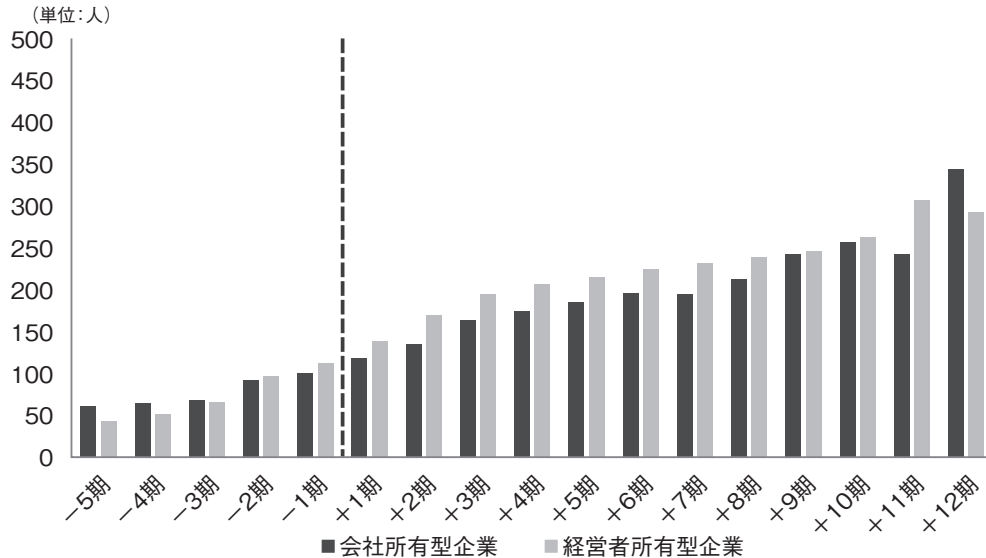
IPO からの 期間	会社所有型企業						経営者所有型企業								
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	
		25	中央値	75					25	中央値	75				
IPO	- 5 期	91	578	1,427	3,568		3,821	8,078	296	296	773	2,409		2,064	3,661
	- 4 期	112	619	1,591	4,059	-4.449***	3,716	6,855	329	347	874	2,746	-10.989***	2,211	3,678
	- 3 期	143	602	1,606	4,133	-3.977***	3,780	6,911	406	549	1,315	3,364	-11.731***	2,919	4,548
	- 2 期	194	913	2,680	6,116	-7.930***	5,307	7,439	641	906	2,225	5,041	-13.776***	4,472	6,639
	- 1 期	202	1,401	3,338	7,455	-9.602***	6,340	8,047	672	1,274	2,842	6,210	-18.575***	5,504	8,137
	+ 1 期	200	2,398	4,821	10,231	-10.903***	8,884	14,163	657	2,239	4,262	8,100	-20.37 ***	7,437	10,487
	+ 2 期	194	3,005	5,562	11,294	-6.281***	10,679	21,318	621	2,691	5,264	11,114	-14.658***	9,522	13,470
	+ 3 期	182	3,378	6,045	12,891	-5.276***	13,744	42,144	591	2,900	5,940	12,461	-11.326***	10,914	14,047
	+ 4 期	169	3,175	5,976	12,549	-3.195	11,918	21,396	557	2,833	6,457	13,823	-7.417***	13,021	19,523
	+ 5 期	157	3,395	6,039	12,886	-2.670	12,688	23,931	535	2,893	6,558	14,910	-4.405***	13,902	21,952
	+ 6 期	147	3,552	6,686	12,939	-3.907**	13,730	27,203	508	3,065	6,684	14,915	-3.828**	16,291	46,202
	+ 7 期	135	3,456	6,647	12,913	-1.590	12,632	19,547	473	3,081	6,534	16,438	-1.792	16,128	46,015
	+ 8 期	105	3,329	7,019	14,788	-2.067	16,032	37,105	428	3,315	6,879	15,840	-3.428**	16,350	57,362
+ 9 期	87	3,592	8,877	16,695	-4.095***	19,643	42,215	341	3,602	7,472	17,196	-4.118***	15,943	39,372	
+10 期	67	3,478	9,336	19,123	-3.523	16,612	23,935	261	3,727	8,072	19,728	-5.453***	16,078	20,839	
+11 期	42	3,645	9,013	20,554	-2.970	15,026	16,711	197	4,044	8,747	19,961	-4.559***	16,311	19,980	
+12 期	25	3,930	11,624	25,014	-2.677	19,465	25,243	140	4,090	8,399	21,742	-3.635**	17,396	22,901	

(注1) 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2) ***: 1%水準で有意, **: 5%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

図表10 IPO 前後の従業員数の推移



(単位:人)

IPO からの 期間	会社所有型企業						経営者所有型企業								
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	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					25	中央値	75				
IPO	- 5 期	91	23	61	141		123	164	292	16	43	97		83	123
	- 4 期	111	28	64	140	-5.997***	124	172	327	18	51	110	-11.598***	93	129
	- 3 期	141	25	68	160	-6.499***	135	181	405	29	65	147	-12.119***	133	239
	- 2 期	193	33	92	239	-7.725***	170	198	641	40	96	210	-14.169***	206	440
	- 1 期	201	46	100	258	-8.887***	197	241	672	48	112	231	-17.719***	232	508
	+ 1 期	200	53	118	287	-10.696***	238	317	657	64	138	261	-18.981***	282	648
	+ 2 期	194	68	135	332	-9.634***	261	329	621	85	169	334	-16.194***	334	716
	+ 3 期	182	86	163	351	-7.754***	294	374	591	96	194	409	-12.844***	377	783
	+ 4 期	169	97	174	368	-5.064***	326	441	557	97	206	440	-9.489***	429	870
	+ 5 期	157	105	185	391	-5.876***	345	455	535	106	215	475	-7.501***	433	757
	+ 6 期	147	115	195	403	-4.226***	357	470	508	105	224	504	-7.388***	454	792
	+ 7 期	135	118	194	413	-3.395	383	524	473	114	231	516	-5.117***	493	963
	+ 8 期	105	120	212	482	-3.167	387	490	428	113	238	545	-5.073***	534	1,063
+ 9 期	87	129	242	621	-3.198	469	553	341	111	246	583	-4.367***	580	1,182	
+10 期	67	122	256	565	-3.173	468	584	261	121	262	668	-4.526***	678	1,504	
+11 期	42	134	242	543	-0.609	488	631	197	129	306	668	-3.577**	726	1,812	
+12 期	25	160	344	583	-1.586	529	575	140	111	292	713	-3.309	622	900	

(注1) 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2) ***: 1%水準で有意, **: 5%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

型企業群と経営者所有型企業群の各期の経常利益を比較したところ、IPO－5期、IPO－3期に統計的に有意な差異があることが示された。

5.1.3 総資産および従業員数

図表9ならびに図表10は、IPO企業の総資産と従業員数の推移を示したものである。同図表からは、会社所有型企業群と経営者所有型企業群のいずれにおいても、総資産と従業員数が時間の経過とともに、増加する傾向が統計的に示されているが、会社所有型企業群はより早い段階で成長傾向が鈍化するのに対して、経営者所有型企業群は成長がより長く持続するようである。

Mann-WhitneyのU検定により、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の各期の総資産と従業員数を比較したところ、いずれもIPO－5期、IPO－4期に、統計的に有意な差異があることが示された。

5.2 成長性

先にみた規模的变化については、景気動向をはじめとする外部環境の影響を受けやすい。そこで、外部環境の影響を緩和するために、売上高、経常利益、総資産の規模的变化を成長率に置き換え、IPO企業と類似の自己資本額を有する企業の成長率との差をとった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⁵。超過成長率は、「t期のIPO企業の成長率－t期の類似の自己資本額を有する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。

5.2.1 売上高の超過成長率

図表11は、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の売上高成長率（超過値）を示したものである。いずれの企業群も同図表に示

すように、売上高成長率はIPOまで20%台で横ばい、IPO後に落ち込む。統計的には、会社所有型企業群では、IPO＋1期およびIPO＋2期に成長率が落ち込んだ後、横ばい傾向となり、経営者所有型企業群では、IPO後、IPO＋4期まで成長率の落ち込みが続き、以降、横ばいとなるという点で、IPO後の売上高成長率の推移の仕方に違いがあることが示される。

Mann-WhitneyのU検定により、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の売上高成長率を比較したところ、IPO＋11期に統計的に有意な差異があることが示された。

5.2.2 経常利益の超過成長率

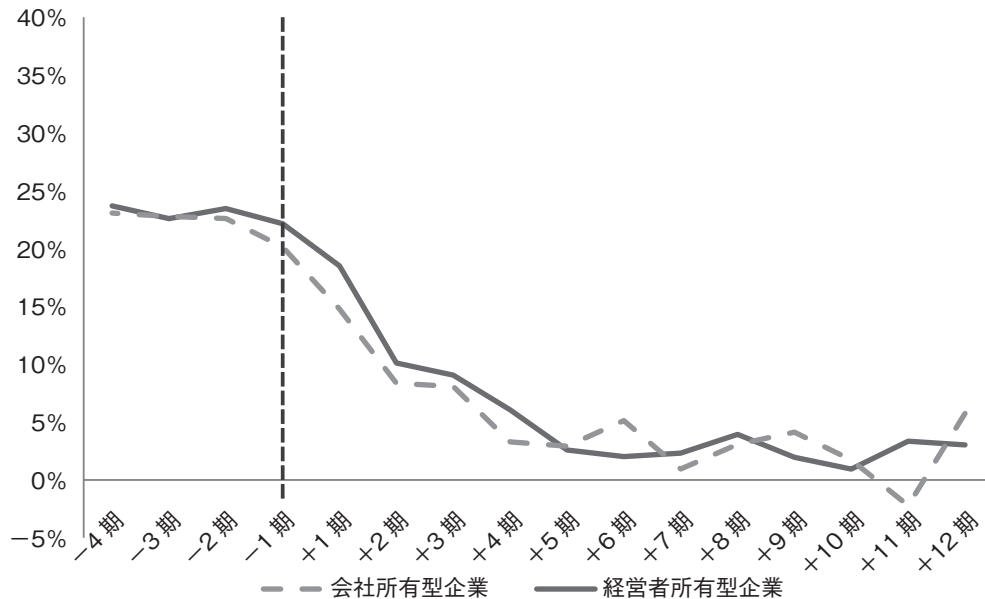
図表12は、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の経常利益成長率（超過値）を示したものである。同図表からは、IPO前に高かった利益成長率も、IPO後に大きく落ち込み、IPO＋2期より横ばい傾向を示すことがうかがえる。統計的には、会社所有型企業群、経営者所有型企業群ともに、IPO直後のIPO＋1期、IPO＋2期に成長率が落ち込んだ後、横ばい傾向となることが示される。

Mann-WhitneyのU検定により、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の売上高成長率を比較したところ、IPO－2期に統計的に有意な差異があることが示された。

5.2.3 総資産の超過成長率

図表13は、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の資産成長率（超過値）を示したものである。同図表からは、両企業群の資産成長率はまとまった資本が調達されるIPO＋1期にピークを迎え、その後、大きく落ち込み、横ばい傾向となることがうかがえる。統計的には、会社所有型企業群の資産成長率はIPO直後のIPO＋2期に落ち込みをみせ、経営者所有型企業群ではIPO＋2期からIPO＋4期にかけて漸進的に資産成長率が減少する

図表11 IPO 前後の売上高成長率（超過値）の推移



IPO からの 期間	会社所有型企業							経営者所有型企業						
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	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					25	中央値	75			
- 4 期	91	3.35%	23.07%	80.27%		132.77%	448.67%	296	7.99%	23.69%	56.98%		62.95%	158.66%
- 3 期	112	6.43%	22.78%	71.55%	-2.026	66.59%	133.43%	329	5.83%	22.59%	56.00%	-3.362	70.19%	228.25%
- 2 期	143	9.71%	22.60%	61.16%	-0.650	77.13%	226.14%	406	7.41%	23.46%	55.43%	-0.279	75.16%	295.52%
- 1 期	195	5.33%	20.14%	49.96%	-1.361	46.95%	80.55%	641	7.31%	22.15%	50.19%	-2.623	43.36%	81.43%
+ 1 期	200	3.47%	14.77%	32.52%	-4.425***	27.17%	44.58%	657	6.49%	18.50%	41.12%	-4.693***	33.68%	61.47%
+ 2 期	193	-1.43%	8.36%	21.09%	-5.573***	13.23%	40.45%	615	-0.93%	10.11%	28.68%	-8.682***	20.93%	79.96%
+ 3 期	182	-5.45%	8.08%	19.54%	-2.011	15.23%	71.65%	581	-1.79%	9.06%	24.62%	-2.044	16.79%	44.83%
+ 4 期	167	-5.32%	3.29%	18.08%	-2.480	10.06%	38.94%	552	-5.39%	6.06%	19.53%	-4.441***	12.68%	51.58%
+ 5 期	154	-6.10%	2.92%	13.33%	-1.908	6.60%	29.76%	529	-8.61%	2.59%	16.70%	-3.494	13.64%	117.05%
+ 6 期	147	-5.73%	5.13%	13.62%	-0.937	5.35%	24.85%	501	-7.58%	2.02%	15.95%	-1.092	7.34%	71.79%
+ 7 期	131	-8.96%	0.95%	12.68%	-1.680	3.35%	32.89%	467	-9.01%	2.32%	13.32%	-0.616	6.73%	48.18%
+ 8 期	105	-4.84%	3.08%	14.88%	-0.478	10.36%	35.55%	425	-7.52%	3.94%	13.57%	-0.017	6.83%	40.84%
+ 9 期	86	-5.55%	4.13%	13.22%	-0.075	14.06%	70.40%	337	-12.36%	1.96%	11.59%	-2.252	2.08%	30.27%
+ 10 期	66	-9.85%	1.73%	11.56%	-0.195	2.31%	21.13%	259	-8.33%	0.94%	10.01%	-0.680	1.06%	27.14%
+ 11 期	42	-9.94%	-2.21%	3.04%	-0.201	-1.76%	15.40%	194	-5.63%	3.35%	13.05%	-1.597	4.63%	33.72%
+ 12 期	25	0.80%	5.75%	14.43%	-3.027	7.33%	26.73%	138	-5.08%	3.03%	11.95%	-0.132	4.22%	26.50%

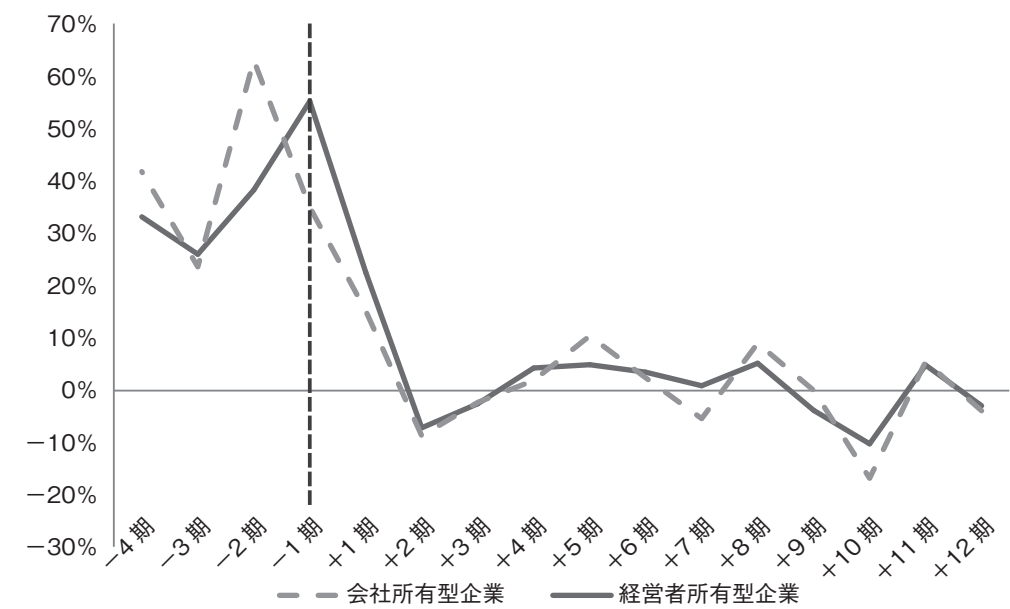
(注1) Z 値は、t 期と (t-1) 期の Wilcoxon の符号付順位検定の数値を記載

(注2) ***: 1%水準で有意, **: 5%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

支配株主概念を用いた新規株式公開企業の株式所有構造と業績パフォーマンスの変化に関する分析(赤石)

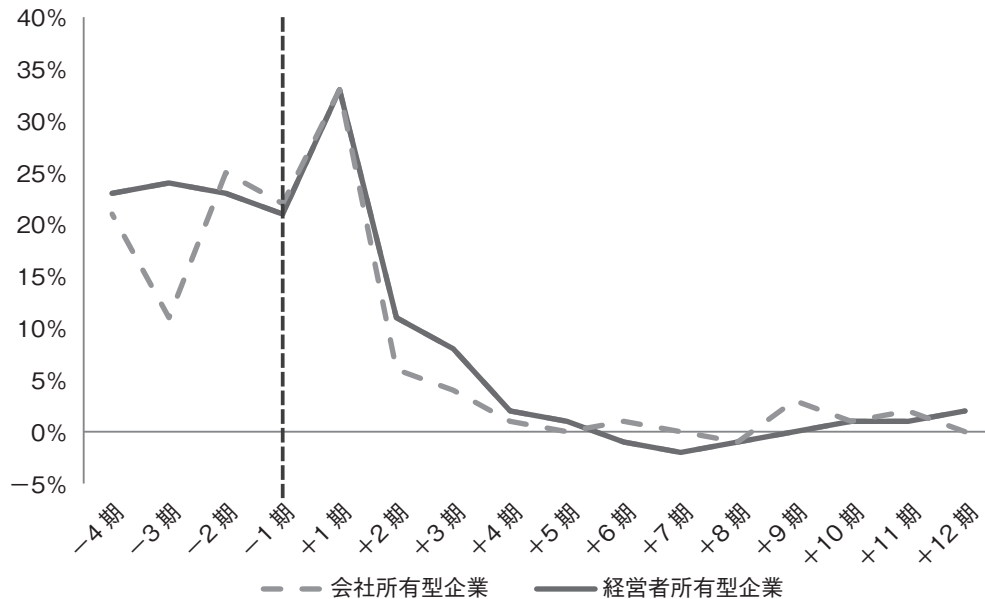
図表12 IPO 前後の経常利益成長率（超過値）の推移



IPO からの 期間	会社所有型企業							経営者所有型企業							
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	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					25	中央値	75				
IPO	- 4 期	91	-38.1%	41.7%	127.6%	-	119.51%	394.99%	296	-28.96%	33.06%	132.39%	-	60.13%	1783.02%
	- 3 期	112	-27.5%	23.5%	84.7%	-0.962	429.70%	3284.92%	329	-34.23%	25.91%	148.33%	-0.298	235.01%	2985.18%
	- 2 期	143	4.9%	63.0%	207.9%	-2.122	264.01%	1148.44%	406	-18.16%	38.19%	147.42%	-0.062	385.93%	3160.22%
	- 1 期	194	2.3%	34.9%	150.1%	-1.503	178.73%	428.20%	641	5.52%	55.14%	148.08%	-0.782	245.49%	1032.45%
	+ 1 期	200	-12.7%	15.1%	53.3%	-5.617***	37.47%	179.71%	657	-11.86%	22.45%	65.82%	-9.717***	55.04%	285.56%
	+ 2 期	193	-43.5%	-8.8%	23.4%	-6.040***	-42.90%	318.09%	615	-55.83%	-7.26%	33.18%	-11.095***	-38.90%	244.08%
	+ 3 期	182	-46.3%	-2.4%	35.6%	-0.396	-43.02%	605.48%	581	-51.81%	-2.66%	41.70%	-1.143	-21.45%	247.07%
	+ 4 期	167	-50.0%	1.8%	43.2%	-0.863	139.33%	1816.74%	552	-46.10%	4.17%	54.03%	-0.328	-44.61%	1170.84%
	+ 5 期	154	-40.2%	10.3%	64.3%	-0.682	17.72%	544.88%	529	-45.45%	4.80%	59.61%	-1.972	-28.30%	367.73%
	+ 6 期	147	-41.1%	2.3%	46.8%	-1.562	8.35%	259.32%	501	-54.53%	3.37%	64.63%	-0.814	21.06%	385.29%
	+ 7 期	131	-48.6%	-5.5%	34.5%	-1.293	-10.96%	452.01%	467	-46.67%	0.78%	54.43%	-1.042	6.87%	801.23%
	+ 8 期	105	-37.7%	8.9%	47.0%	-0.658	18.52%	213.94%	425	-44.97%	5.08%	52.63%	-1.081	16.91%	431.24%
	+ 9 期	86	-35.4%	-0.1%	41.2%	-1.083	-10.32%	320.13%	337	-57.39%	-3.92%	52.01%	-1.65	-1.79%	511.47%
+ 10 期	66	-52.2%	-16.9%	12.2%	-1.690	-29.69%	194.91%	259	-53.43%	-10.32%	39.43%	-0.908	-3.63%	262.54%	
+ 11 期	42	-39.7%	5.4%	51.1%	-1.121	288.26%	1832.91%	194	-34.71%	4.72%	56.96%	-1.618	45.77%	253.39%	
+ 12 期	25	-17.2%	-4.0%	32.9%	-0.794	36.23%	153.67%	138	-38.72%	-3.04%	36.21%	-2.313	-135.65%	1423.23%	

(注1) 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2) ***：1 %水準で有意，**：5 %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

図表13 IPO 前後の総資産成長率（超過値）の推移



IPO からの 期間	会社所有型企業							経営者所有型企業						
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	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					25	中央値	75			
- 4 期	91	0.34%	20.55%	51.57%		45.94%	78.04%	296	6.16%	23.50%	51.98%		56.49%	163.85%
- 3 期	112	-1.34%	11.26%	34.64%	-2.795	31.56%	74.38%	329	7.53%	24.35%	60.14%	-0.398	72.11%	254.79%
- 2 期	143	6.24%	25.44%	74.35%	-1.470	55.18%	90.52%	406	5.19%	23.09%	59.58%	-0.357	65.83%	178.69%
- 1 期	194	6.44%	22.24%	54.57%	-0.824	59.90%	185.23%	641	5.69%	21.34%	48.23%	-2.242	45.73%	87.04%
+ 1 期	200	11.79%	33.29%	81.65%	-3.176	63.44%	83.74%	657	13.42%	32.94%	72.01%	-6.521***	65.45%	119.08%
+ 2 期	193	-3.68%	5.65%	22.35%	-8.837***	16.33%	43.12%	615	-1.63%	10.78%	32.57%	-11.682***	30.43%	80.35%
+ 3 期	182	-6.22%	4.41%	18.90%	-1.187	9.62%	30.04%	581	-4.39%	8.15%	22.47%	-3.966***	18.97%	64.64%
+ 4 期	167	-8.36%	0.95%	12.32%	-2.637	4.16%	29.94%	552	-8.05%	1.67%	17.14%	-5.748***	8.10%	43.73%
+ 5 期	154	-8.95%	-0.22%	7.62%	-0.521	1.94%	28.70%	529	-9.65%	0.83%	13.75%	-2.197	7.97%	58.86%
+ 6 期	147	-7.31%	0.89%	9.79%	-1.197	2.28%	24.14%	501	-10.32%	-0.66%	11.60%	-0.391	6.96%	115.20%
+ 7 期	131	-6.80%	0.10%	5.58%	-1.664	1.21%	21.73%	467	-11.29%	-2.08%	8.81%	-2.447	-0.26%	30.40%
+ 8 期	105	-10.14%	-1.39%	9.37%	-0.454	7.08%	47.79%	425	-9.32%	-0.77%	9.52%	-0.931	2.62%	37.83%
+ 9 期	86	-4.88%	3.09%	11.32%	-1.010	10.90%	51.51%	337	-10.01%	0.33%	10.17%	-1.136	3.16%	36.50%
+ 10 期	66	-5.77%	0.57%	8.71%	-0.208	10.73%	78.93%	259	-7.04%	1.11%	8.34%	-0.406	1.80%	24.18%
+ 11 期	42	-6.18%	1.86%	8.06%	-1.519	1.97%	15.64%	194	-7.58%	0.87%	8.86%	-0.750	2.74%	35.45%
+ 12 期	25	-2.36%	-0.12%	7.17%	-0.013	-1.07%	20.59%	138	-6.20%	1.79%	10.76%	-0.617	2.29%	20.37%

(注1) 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2) ***: 1%水準で有意, **: 5%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

ことが示される。

Mann-Whitney の U 検定により、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の売上高成長率を比較したところ、IPO - 3 期、IPO + 2 期に統計的に有意な差異があることが示された。

5.3 収益性

最後に、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 前後の収益性の変化とみる。その上で、その構成要素たる売上高利益率と資産回転率をもとに、その原因を探っていく。

5.3.1 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ため、ここでの分析には「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 14 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 の符号付順位検定で統計的に示される。

なお、Mann-Whitney の U 検定により、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の超過 ROA を比較したところ、IPO - 4 期と IPO - 3 期に統計的に有意な差異があることが示された。

5.3.2 売上高利益率と総資産回転率

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経常利益率と総資産回転率 (いずれも、類似の

規模の平均的企業と比較した超過値) の変化をみる。図表 15 は売上高利益率の推移を、図表 16 は総資産回転率の推移を示したものである。これらの図表からは、会社所有型企業群と経営者所有型企業群とで、IPO 前後の逆 V 字型の収益性の要因が異なることが示される。

会社所有型企業群においては、IPO 前後に売上高利益率のみが変化しており、会社所有型企業の逆 V 字型の収益性は、売上高利益率の変化によってもたらされることがわかる。

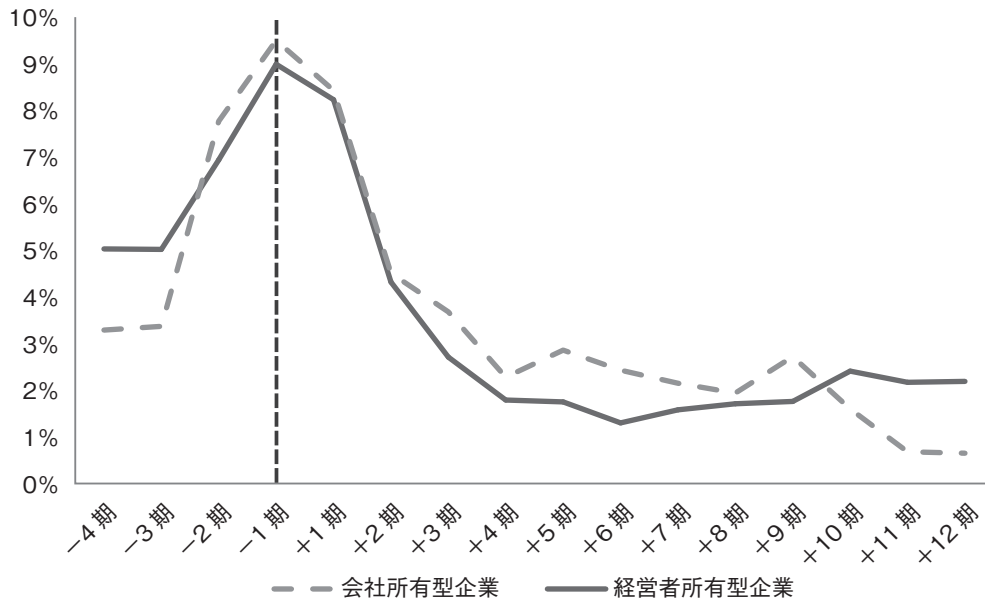
他方、経営者所有型企業においては、売上高利益率が IPO 前後で変化する一方で、図表 16 に示すように総資産回転率についても IPO 後に変化がみられ、IPO + 2 期に統計的に有意に下落することがわかる。ここから、経営者所有型企業群の IPO 前の ROA の上昇は、専ら売上高利益率によってもたらされ、IPO 後の ROA の下落は、売上高利益率と総資産回転率の両方の下落によってもたらされることがうかがえる。

6. むすびに

6.1 要約

本稿では、わが国の株式市場で子会社の上場が数多くみられる (吉村, 2007) という日本特有の現象に着目し、IPO 企業から、創業者を含む経営陣が支配株主となるような経営者所有型企業群を選別して、IPO 後の業績パフォーマンスの推移に関する分析を行い、ベンチャー型企業の成長過程の一端を明らかにしていくことをねらいとした。そして、別会社が支配株主となるような会社所有型企業群 (親会社が存在する企業) の IPO 後の業績パフォーマンスと株式所有構造についても、同様の分析を行った。これらの分析結果を、株式所有構造の変化、成長性及び収益性の変化といった観点で整理すると、以下のような

図表14 超過総資産経常利益率の推移



IPO からの 期間	会社所有型企業							経営者所有型企業						
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	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					25	中央値	75			
- 4 期	91	-2.89%	3.29%	8.20%		-6.30%	37.62%	296	0.11%	5.03%	13.15%		5.45%	28.47%
- 3 期	112	-6.77%	3.37%	9.29%	-2.112	-3.49%	30.47%	329	0.43%	5.02%	13.60%	-0.844	6.65%	21.59%
- 2 期	143	1.26%	7.77%	15.80%	-6.120***	8.50%	20.62%	406	1.39%	6.94%	15.10%	-3.228	9.75%	17.86%
- 1 期	194	3.65%	9.50%	18.33%	-3.577**	12.54%	16.27%	641	4.42%	8.99%	17.85%	-7.282***	12.74%	15.18%
+ 1 期	200	3.01%	8.43%	14.08%	-4.813***	9.79%	11.76%	657	3.22%	8.23%	15.37%	-6.457***	10.16%	12.99%
+ 2 期	193	0.19%	4.51%	10.03%	-8.441***	4.88%	10.80%	615	-0.34%	4.32%	10.51%	-12.983***	5.12%	13.50%
+ 3 期	182	-1.71%	3.68%	9.43%	-3.409	3.30%	12.42%	581	-2.39%	2.71%	9.16%	-6.540***	2.63%	14.21%
+ 4 期	167	-1.93%	2.28%	8.24%	-1.467	2.72%	12.53%	552	-2.95%	1.79%	8.57%	-2.842	1.94%	13.99%
+ 5 期	154	-1.84%	2.86%	7.80%	-0.542	2.87%	14.21%	529	-3.46%	1.75%	7.89%	-2.340	1.22%	13.30%
+ 6 期	147	-1.72%	2.43%	8.21%	-0.960	1.69%	16.41%	501	-3.17%	1.30%	7.13%	-1.767	0.50%	13.84%
+ 7 期	131	-1.84%	2.15%	7.85%	-1.362	1.34%	16.44%	467	-3.11%	1.58%	7.30%	-0.925	0.95%	15.00%
+ 8 期	105	-1.88%	1.94%	6.57%	-0.174	1.54%	15.94%	425	-2.87%	1.71%	7.82%	-0.932	1.57%	13.49%
+ 9 期	86	-1.25%	2.72%	7.44%	-1.091	2.87%	18.71%	337	-3.32%	1.76%	6.46%	-2.140	0.30%	14.12%
+10 期	66	-1.97%	1.60%	5.21%	-1.731	0.87%	17.45%	259	-2.69%	2.41%	6.64%	-1.083	0.83%	12.31%
+11 期	42	-2.40%	0.68%	4.87%	-0.110	1.22%	16.93%	194	-2.49%	2.17%	6.58%	-0.634	0.40%	16.90%
+12 期	25	-1.38%	0.65%	4.19%	-0.552	-3.73%	33.06%	138	-2.46%	2.19%	6.94%	-0.603	0.26%	17.09%

(注1) 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2) *** : 1 %水準で有意, ** : 5 %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

支配株主概念を用いた新規株式公開企業の株式所有構造と業績パフォーマンスの変化に関する分析(赤石)

図表15 売上高利益率（超過値）の推移

IPO からの 期間	会社所有型企業							経営者所有型企業							
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	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					25	中央値	75				
IPO	- 4 期	91	-2.56%	0.79%	3.94%		-11.45%	50.56%	296	-1.03%	2.09%	6.49%		-0.64%	38.46%
	- 3 期	112	-5.84%	1.17%	4.21%	-1.534	-27.19%	167.37%	329	-0.62%	2.08%	6.42%	-1.433	2.28%	13.56%
	- 2 期	143	0.04%	2.64%	6.78%	-5.93 ***	-6.74%	99.26%	406	-0.20%	2.88%	8.30%	-3.858**	2.26%	51.62%
	- 1 期	195	1.19%	3.85%	10.41%	-3.353	1.13%	65.60%	641	1.17%	4.86%	10.14%	-7.647***	5.14%	41.52%
	+ 1 期	200	0.46%	4.14%	9.91%	-1.869	1.42%	67.88%	657	0.34%	4.00%	10.17%	-4.339***	5.41%	19.36%
	+ 2 期	193	-1.69%	2.30%	8.32%	-4.753***	-1.28%	71.42%	615	-1.80%	2.08%	7.39%	-10.097***	1.22%	21.62%
	+ 3 期	182	-3.03%	1.05%	7.23%	-2.763	-1.58%	41.75%	581	-3.06%	0.48%	5.82%	-6.287***	-4.36%	76.80%
	+ 4 期	167	-2.72%	0.70%	6.04%	-1.601	-1.36%	30.67%	552	-3.35%	-0.01%	4.98%	-2.049	-2.84%	27.40%
	+ 5 期	154	-3.08%	0.77%	5.47%	-1.349	-0.29%	23.68%	529	-3.77%	-0.18%	4.39%	-1.989	-3.11%	29.41%
	+ 6 期	147	-3.20%	0.33%	5.28%	-1.028	-1.32%	22.91%	501	-3.98%	-0.20%	4.05%	-1.337	-3.08%	24.33%
	+ 7 期	131	-3.00%	-0.02%	6.07%	-1.027	-1.59%	27.20%	467	-3.81%	-0.29%	4.26%	-0.325	-3.75%	31.17%
	+ 8 期	105	-2.21%	-0.08%	4.95%	-0.347	0.64%	15.79%	425	-3.64%	-0.14%	4.68%	-0.108	-2.47%	29.22%
+ 9 期	86	-2.49%	0.35%	5.18%	-0.680	2.27%	15.19%	337	-4.15%	-0.35%	3.57%	-2.704	-5.65%	43.90%	
+10 期	42	-3.49%	-1.56%	2.34%	-3.287	-2.12%	27.17%	259	-3.87%	-0.73%	4.99%	-1.838	-6.45%	53.11%	
+11 期	66	-3.46%	-1.30%	3.32%	-0.512	-2.18%	28.52%	194	-3.83%	-0.57%	4.05%	-0.378	-6.50%	38.09%	
+12 期	25	-3.31%	-1.65%	2.66%	-1.332	-11.72%	61.08%	138	-3.62%	0.24%	4.86%	-1.186	-5.68%	43.99%	

(注1) 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2) ***: 1%水準で有意, **: 5%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

図表16 資産回転率の推移（超過値）

IPO からの 期間	会社所有型企業							経営者所有型企業							
	度数	パーセンタイル			Z 値 (t-1) 期-t 期	平均値	標準偏差	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					25	中央値	75				
IPO	- 4 期	91	-0.07	0.45	1.28		0.63	1.01	296	0.03	0.54	1.35		0.84	1.32
	- 3 期	112	0.00	0.51	1.20	-1.951	0.63	0.89	329	-0.01	0.52	1.33	-2.532	0.78	1.22
	- 2 期	143	0.14	0.72	1.37	-3.185	0.82	1.03	406	-0.01	0.53	1.25	-0.183	0.76	1.07
	- 1 期	194	0.11	0.64	1.25	-0.051	0.79	1.02	641	0.02	0.48	1.25	-1.923	0.72	1.00
	+ 1 期	200	0.06	0.49	1.07	-3.191	0.67	0.91	657	0.03	0.49	1.12	-2.480	0.67	0.92
	+ 2 期	193	-0.13	0.28	0.94	-7.631	0.51	0.92	615	-0.13	0.37	1.00	-11.767***	0.51	0.89
	+ 3 期	182	-0.14	0.29	0.97	-0.373	0.50	0.91	581	-0.16	0.28	0.90	-2.530	0.46	0.89
	+ 4 期	167	-0.10	0.27	0.95	-0.292	0.50	0.92	552	-0.17	0.29	0.90	-1.592	0.44	0.89
	+ 5 期	154	-0.08	0.33	1.07	-1.392	0.54	0.88	529	-0.18	0.30	0.93	-0.107	0.45	0.91
	+ 6 期	147	-0.07	0.36	1.00	-1.223	0.52	0.83	501	-0.17	0.26	0.90	-0.199	0.43	0.85
	+ 7 期	131	-0.03	0.34	0.91	-0.706	0.47	0.73	467	-0.12	0.31	0.93	-2.621	0.48	0.88
	+ 8 期	105	0.03	0.31	0.87	-1.851	0.51	0.71	425	-0.09	0.32	0.91	-3.397	0.51	0.86
	+ 9 期	86	0.01	0.41	0.88	-0.153	0.56	0.75	337	-0.08	0.35	0.94	-0.666	0.52	0.87
	+10 期	66	0.07	0.40	0.83	-0.105	0.52	0.72	259	-0.14	0.30	0.83	-0.095	0.48	0.85
	+11 期	42	0.11	0.65	1.12	-1.536	0.67	0.76	194	-0.15	0.31	0.81	-1.558	0.43	0.80
	+12 期	25	0.20	0.53	1.32	-1.655	0.80	0.91	138	-0.15	0.30	0.70	-0.279	0.38	0.69

(注1) 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2) ***: 1%水準で有意, **: 5%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

株式所有構造の変化については、以下の 4 点が明らかとなった。

第 1 に、会社所有型企業群、経営者所有型企業群のいずれにおいても、IPO を境に、自己資本比率が増加し、株主の影響力が相対的に高くなるが、会社所有型企業群の方がその影響力は高いものとなることを確認した。

第 2 に、10 大株主の持株比率、IPO 直前期

の支配的株主の持株比率の推移から、両企業群の株式の分散化傾向を比較したところ、経営者所有型企業群の方が、株式の分散化傾向がより長く、また大きく現れることが明らかとなった。

第 3 に、経営者所有型企業群では、IPO 後、漸進的に経営者の持株比率が減じており、所有と経営の分離が進むことが明らかとなった。

他方、会社所有型企業群においては、そもそも経営者の持株比率が低く、IPOを境にした経営陣の持株比率に大きな変化はみられない。

第4に、会社所有型企業群に比べて、経営者所有型企業群においてVCからの出資を受ける傾向が強いが、いずれの企業群においても、IPOにより、VCが退出するさまが示される。

他方、業績パフォーマンス、特に成長性と収益性の変化については、以下の2点が明らかになった。

第1に、IPO後、両企業群の売上高成長率はいずれも鈍化するが、会社所有型企業群の売上高成長率はIPO直後に落ち込んだ後に横ばいになるのに対して、経営者所有型企業群の成長率は、IPO後、漸進的に落ち込みをみせた後に横ばいとなるように、その落ち込み方に違いがみられた。しかし、利益成長率の変化については、両企業群で差異はみられず、いずれもIPO直後に成長率がピークとなり、その後、落ち込みをみせ、横ばいとなる。

第2に、超過ROAによって測定されるIPO前後の収益性については、両企業群とも逆V字傾向を示し、特別な差異を見出すことはできなかった。しかし、ROAの構成要素の1つである総資産回転率の影響度合いに違いがみられ、経営者所有型企業群で、IPO後のROAの下落に総資産回転率の向上がより寄与する傾向が示された。

上記の発見事実をまとめると、会社所有型企業群と経営者所有型企業群において、株式所有構造の変化の仕方、売上高成長率の変化で違いがみられるが、利益成長率、収益性の変化については大きな差異が認められないということになる。したがって、利益成長率ならびに収益性の変化のみを分析対象とする限りにおいて、支配株主の属性を問題にしなくとも、大きな問題はないということになる。

6.2 今後の検討課題

今後の検討課題としては、以下の2点をあげる。

第1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。なお、この分析には株式所有構造のデータを含むことになる。よって、本稿での発見事実を鑑みれば、支配株主の属性を前提とした分析を行うことが望ましいということになる。

第2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、会社所有型企業の中には、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。

参考文献

- [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. Zeckjauser (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, pp.1699-1726.
- [4] Kutsuna, K., H. Okamura and M. Cowling (2002), "Ownership Structure pre- and post-IPOs and the

Operating Performance of JASDAQ Companies”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.10, No.2, pp.163-181.

- [5] 赤石篤紀 (2015), 「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12巻第3号, 29-50頁。
- [6] 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。
- [7] 岡村秀夫 (2007), 「企業の株式所有構造」, 橋本俊昭編『日本経済の実証分析』, 東洋経済新報社。
- [8] 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。
- [9] 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。
- [10] 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。
- [11] 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。
- [12] 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。
- [13] 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。
- [14] 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。
- [15] 宮島英昭・新田敬祐 (2007), 「日本型取締役会

の多元的進化: 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。

- [16] 吉村典久 (2007), 『日本の企業統治 神話と実態』, NTT 出版。

注

* 本研究は、科研費(若手B)「新規株式公開を契機とした株式所有構造と企業経営の変容プロセスに関する実証的研究(課題番号:2678021102)」の助成を受けたものである。

- 1) 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)。
- 2) これら1,065社のIPOの直前期の特徴については、赤石(2015)を参照されたい。
- 3) VCの持株比率の計測では、プライベートファンドを含めている。
- 4) 本来であれば、VCの持株比率の推移を分析するためには、全VCの持株比率を抽出する必要がある。しかし、IPO後のVCの持株比率については、有価証券報告書中の10大株主において記載される項目からしか抽出できないため、代替的に10大株主に含まれるVCの持株比率の推移をみた。
- 5) 『法人企業統計調査』から売上高、経常利益、総資産の四半期データを、資本金1億円以上-10億円未満、10億円以上の資本金階層の2階層にわけて抽出し、各期のIPO企業の自己資本額をこの2つの資本金階層に対応させて、各種の超過値を算定した。