

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, 11(4): 161-177
発行日	2014-03-25

# 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。

このように、IPO は企業経営における大きな変化点となり、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。

### 1.2 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、どの程度のス

ピードで生じるのかを、実証的に明らかにしていく。その際、株式所有構造の変化については、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) ことに留意し、15%以上の株主となる支配株主概念 (宮島=新田, 2007) に基づいて、IPO を行った企業 (以下、IPO 企業) を「会社支配型企業」と「経営者支配型企業」に分類した上で、分析を行う。

本稿においてサンプルとなるのは、2001年1月から2012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 987 社であり、分析にあたってはこれら企業の IPO 前後の決算期データ 11,242 企業年を用いる。

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、データ源と IPO 企業の属性について述べる。4. では、IPO 前後の企業規模と業績パフォーマンスの推移について、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とする。

## 2. 先行研究

### 2.1 株式公開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<sup>1)</sup>、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）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、彼らは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を行った企業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。

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<sup>2)</sup>。

## 2.2 株式公開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=Meckling（1976）は、経営者の持株比率が減少し、所有の分散が進むにつれて、株主と経営者の利害対立が生じると指摘する。これをIPOに当てはめると、IPO後の所有と経営の分離の進展、そして株式の分散化により、経営者のインセンティブが低減し、結果として業績パフォーマンスが低下すると考えられる（Mikkelsen=Partch=Shah, 1997）。

## 3. データソースとサンプル企業の属性

### 3.1 サンプル企業とデータソース

本稿では、2001年1月から2012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、札証アンビシヤス)において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987社をサンプル企業とする。そして、これらの企業の経年データとして1996年1月から2013年3月までの11,242の決算期データをベースとした分析を行う。

主たるデータソースは、以下の3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の情報については、「株式発行ならびに株式売出届出目論見書」を利用している。
- (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」を利用している。
- (3) 株主の詳細な属性(経営者の親族か否か、経営者の資産管理会社か否かなど)については、「大量保有報告書」やその他適宜開示書類を参照している。

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。

なお、経年データについては、2013年3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IPOを行った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と指定替え後の決算データについても、サンプルに含めて、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分析している。

### 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987社のうち、製造業が207社(21.0%)、非製造業が780社(79.0%)である。

図表1は、サンプル企業987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IPOの中心的市場であることが分かる。また、公開年に目を向けると、2001年から2006年までの期間にサンプルの約80%がIPOを行っており、2007年以降、わが国のIPO市場が停滞していることがうかがえる。

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	札証アンビシヤス	合計	
2001年	102	7	37	1	0	1	148	14.99%
2002年	65	10	18	0	0	0	93	9.42%
2003年	61	31	6	0	1	0	99	10.03%
2004年	69	53	13	5	1	1	142	14.39%
2005年	61	34	20	12	2	1	130	13.17%
2006年	52	40	33	13	4	4	146	14.79%
2007年	46	22	21	2	2	5	98	9.93%
2008年	17	12	9	1	0	1	40	4.05%
2009年	10	5	1	0	0	0	16	1.62%
2010年	6	4	0	0	0	0	10	1.01%
2011年	16	11	0	0	0	0	27	2.74%
2012年	14	22	0	0	1	1	38	3.85%
合計	519	251	158	34	11	14	987	100.00%
	52.58%	25.43%	16.01%	3.44%	1.11%	1.42%	100.00%	

### 3.3 財務データにみる IPO 直前期の企業の特徴

図表2は、本稿でのサンプル企業の財務データをもとにした IPO 直前期の企業の特徴（中央値）を示したものである。本稿では、平均値が異常値の影響を受けやすいことから、中央値を用いた分析を行っている（Degeorge=Zeckhauser, 1993；Jain=Kini, 1994）。

図表2に示すように、IPOに至る企業として、売上高42億6,329万円、経常利益3億2,871万円、総資産29億8,646万円、従業員数105人の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、38.35%となっている。また、創業からIPOまでの年数は12.28年であり、IPOを通じて4億8,301万円の資本を調達する。

## 4. IPO 前後の業績パフォーマンス

本節では、サンプル企業987社のIPO直前5期（-5期から-1期）と、IPO後12期（+1期から+12期）の合計17期分のデー

タをもとに、以下の3つの観点から、IPO前後の業績パフォーマンスの変化についてみていく。

第1に、各年の売上高、経常利益、従業員数をもとに、IPO前後の規模的变化をみる。

第2に、売上高、経常利益の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。

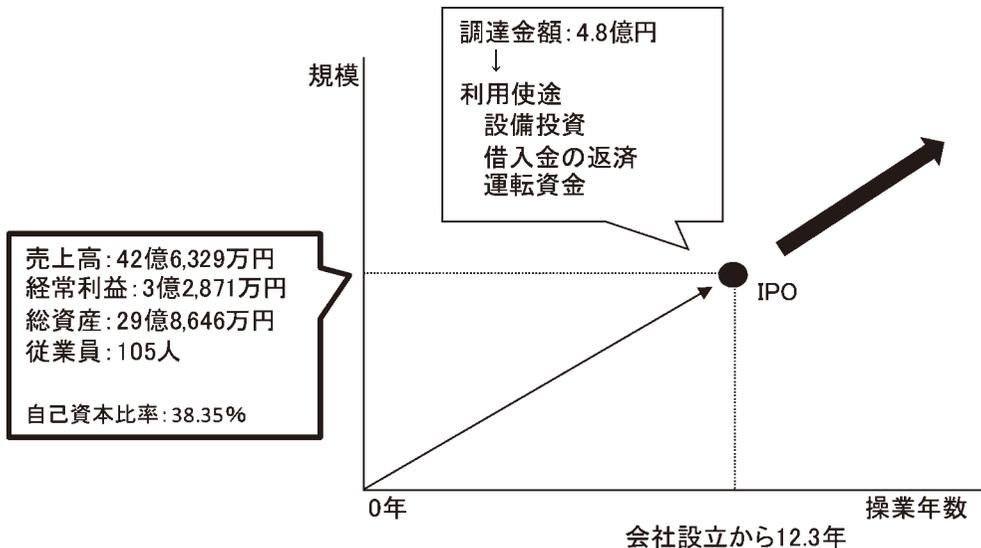
第3に、各年の総資産経常利益率（ROA）と、その構成要素たる売上高利益率と資産回転率をもとに、IPO前後の収益性の変化をみる。

### 4.1 IPO 前後の企業規模の変化

図表3から図表5は、それぞれIPO前後の売上高、経常利益、従業員数の推移を示したものである。なお、図表中の-1期は、IPO直前の決算期を示す。

時系列に目を向けると、データ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

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 IPO企業の売上高の推移

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				
IPO	-5期	539	374.25	1,356.53	4,082.97		5,244.42	17,042.34
	-4期	593	427.14	1,593.32	4,539.73	-13.077	5,225.28	16,674.68
	-3期	640	539.38	1,799.51	5,109.99	-15.136	5,751.61	17,963.34
	-2期	925	1,117.98	3,456.84	8,375.11	-16.894	8,615.76	22,648.97
	-1期	987	1,656.15	4,263.29	9,845.46	-22.183 ***	10,233.88	25,170.74
	+1期	949	2,491.50	5,362.00	11,697.50	-23.117 ***	12,112.41	28,349.17
	+2期	930	2,917.00	6,263.64	12,920.08	-17.101 ***	13,748.66	30,165.55
	+3期	905	3,413.83	7,013.00	14,633.00	-15.082 ***	15,408.26	34,375.69
	+4期	862	3,419.01	7,434.37	16,836.98	-10.713 ***	16,865.82	35,378.98
	+5期	821	3,437.50	7,991.85	17,843.19	-8.100 ***	17,752.81	36,595.71
	+6期	768	3,425.12	8,157.98	18,655.75	-5.944 ***	19,197.84	40,175.58
	+7期	668	3,645.82	8,190.76	19,024.35	-3.868 **	20,772.50	44,228.96
+8期	527	4,029.00	8,891.82	22,020.00	-2.388	21,716.49	41,493.60	
+9期	400	4,267.25	9,633.72	25,163.35	-.271	23,685.91	42,803.56	
+10期	276	4,711.79	10,308.19	27,697.82	-3.478 *	24,259.17	39,060.12	
+11期	185	5,097.43	10,205.49	28,662.56	-3.483 *	24,662.36	41,031.44	
+12期	117	4,661.59	10,462.00	28,459.70	-2.509 *	28,016.94	48,609.77	

(注1) 「-2期」から「5期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=782) : 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

図表4 IPO前後の経常利益の推移

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				
IPO	-5期	540	0.07	42.10	166.78		196.06	1,463.66
	-4期	605	1.39	48.08	192.97	-4.75 ***	128.11	1,502.78
	-3期	651	5.87	78.13	246.00	-6.43 ***	172.37	1,615.62
	-2期	950	48.84	180.16	455.85	-11.65 ***	382.42	1,483.52
	-1期	987	157.92	328.71	613.16	-19.03 ***	606.83	1,415.30
	+1期	976	248.20	465.50	851.86	-19.03 ***	833.78	1,523.79
	+2期	937	157.00	447.00	954.97	-0.20	824.44	1,879.56
	+3期	906	70.13	407.44	1,023.00	-0.51	809.41	2,473.96
	+4期	863	51.59	383.80	984.83	-3.46 *	896.29	3,833.00
	+5期	822	34.54	342.70	1,049.67	-4.33 ***	823.23	2,270.08
	+6期	770	31.99	360.00	1,044.74	-4.98 ***	975.97	2,757.04
	+7期	670	31.00	364.41	1,012.72	-2.84 *	1,027.11	5,079.11
+8期	529	21.23	343.33	1,120.39	-1.48	830.87	4,080.36	
+9期	401	44.03	394.41	1,214.32	-2.32	852.01	8,462.98	
+10期	277	78.78	503.11	1,391.61	-4.23 ***	1,212.59	2,609.88	
+11期	185	88.73	466.25	1,602.42	-3.67 **	1,414.75	2,880.93	
+12期	117	237.39	624.93	1,671.62	-2.29	1,569.04	3,022.59	

(注1) 「-2期」から「5期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=788) : 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

図表5 IPO前後の従業員数の推移

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					
IPO-	-5期	534	16	42	117		129.47	507.73	
	-4期	602	17	46	122	-12.93 ***	134.88	493.73	
	-3期	648	21	53	138	-15.14 ***	144.10	499.77	
	-2期	952	35	94	219	-17.79 ***	224.42	539.76	
	-1期	986	44	105	244	-20.63 ***	261.87	605.17	
	IPO+	+1期	985	60	129	273	-22.94 ***	301.72	680.98
		+2期	945	78	154	334	-20.51 ***	345.13	716.83
		+3期	907	91	182	385	-16.95 ***	381.47	777.46
		+4期	864	94	199	420	-12.68 ***	437.86	939.45
		+5期	823	103	207	459	-10.01 ***	457.86	935.60
		+6期	770	108	223	489	-8.56 ***	496.01	993.25
		+7期	670	112	224	527	-6.10 ***	528.24	1,111.19
+8期		529	114	248	575	-5.40 ***	576.81	1,197.46	
+9期		402	123	290	663	-3.59 **	683.62	1,382.61	
+10期		278	131	312	685	-3.40 *	623.26	914.28	
+11期		185	135	314	678	-2.92	609.43	799.60	
+12期		117	134	322	725	-0.55	584.53	719.04	

(注1) 「-2期」から「5期」のサンプルに対するFreedman検定(N=790) : 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

行ったところ、これらの期間の売上高、経常利益、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<sup>3)</sup>を行ったところ、売上高についてはIPO-2期から、また従業員数についてはIPO-4期から、IPO後も順調に増加していることが統計的にも確認できる。他方、経常利益については、IPO-4期からIPO+1期まで増加傾向を有するものの、IPO+2期後に落ち込み、IPO+6期後以降に再び増加傾向に転ずることがみてとれる。

#### 4.2 成長性

次に、IPO前後の売上高、経常利益の成長率についてみていく。ただ、成長率については、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、この影響を緩和するために、ここでは、IPO企業と類似の規模を持つ平均的な企業の成長率との差をとった超過成長率を用いる。超過成長率は、「t期のIPO企業の成長率-t期の平均的な企業の成長率」で算出し、平均的な企業の各期の成長率は『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6と図表7は、それぞれIPO前後の売上高、経常利益の成長率の推移を示したものである。売上高成長率については、IPO-3期に23.61%、IPO-2期に27.10%、IPO-1期に20.88%とIPO直前にピークを迎え、IPO後はIPO+5期までの間は一定の成長率を有するもの、年々その伸び率は鈍化していき、IPO+6期以降は横ばいとなることが示されている。他方、経常利益成長率についてもIPO直前にピークを迎えた後、IPO+1期に大きく減退し、それ以降は横ば

図表 6 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				
IPO	- 4 期	536	4.71%	24.16%	65.14%		95.83%	396.15%
	- 3 期	601	5.65%	23.61%	59.28%	-4.64 ***	116.98%	1066.70%
	- 2 期	650	7.96%	27.10%	72.07%	-0.76	130.54%	732.39%
	- 1 期	955	6.51%	20.88%	52.79%	-3.63 **	105.40%	1606.87%
	+ 1 期	984	6.15%	19.78%	43.48%	-5.31 ***	36.15%	63.49%
	+ 2 期	944	-1.32%	9.30%	27.57%	-12.47 ***	19.28%	68.70%
	+ 3 期	905	-2.59%	8.43%	23.19%	-3.49 *	15.70%	44.11%
	+ 4 期	863	-6.27%	5.55%	20.46%	-5.06 ***	14.92%	59.20%
	+ 5 期	823	-7.47%	3.29%	16.96%	-4.65 ***	12.52%	97.14%
	+ 6 期	770	-8.21%	3.31%	15.71%	-1.49	7.25%	63.04%
	+ 7 期	670	-8.80%	1.26%	13.32%	-1.40	5.27%	44.35%
	+ 8 期	529	-8.81%	1.83%	11.94%	-1.06	4.85%	39.81%
+ 9 期	402	-11.74%	2.10%	11.40%	-1.16	4.28%	42.01%	
+ 10 期	278	-11.66%	-0.30%	10.78%	-1.11	1.42%	29.18%	
+ 11 期	185	-8.17%	0.70%	9.21%	-2.03	2.68%	31.08%	
+ 12 期	117	-7.50%	3.89%	10.70%	-2.21	2.64%	24.49%	

(注1) 「-1期」から「5期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=794) : 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

図表 7 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				
IPO	- 4 期	539	-42.25%	23.72%	130.88%		104.40%	1822.60%
	- 3 期	604	-34.15%	31.78%	131.48%	-0.25	216.12%	2698.08%
	- 2 期	652	-20.90%	43.75%	159.28%	-0.67	709.33%	10783.34%
	- 1 期	956	-1.65%	49.87%	160.14%	-1.32	381.96%	2847.93%
	+ 1 期	985	-0.42%	31.69%	86.55%	-7.78 ***	99.50%	417.69%
	+ 2 期	945	-49.60%	-7.97%	30.65%	-16.67 ***	-50.00%	424.41%
	+ 3 期	907	-49.96%	-3.65%	36.24%	-1.54	-39.14%	383.35%
	+ 4 期	864	-46.70%	3.03%	51.96%	-0.35	-32.64%	1014.89%
	+ 5 期	823	-48.51%	8.01%	65.05%	-1.30	27.19%	898.68%
	+ 6 期	770	-44.50%	6.71%	63.68%	-0.87	23.24%	416.79%
	+ 7 期	670	-52.68%	3.68%	54.65%	-2.00	-17.13%	624.58%
	+ 8 期	529	-46.33%	5.30%	46.46%	-0.90	26.28%	715.23%
+ 9 期	402	-41.03%	5.89%	54.40%	-0.52	0.27%	447.45%	
+ 10 期	278	-56.18%	-5.59%	50.23%	-1.16	24.23%	532.42%	
+ 11 期	185	-18.95%	13.58%	64.85%	-1.35	128.57%	968.07%	
+ 12 期	117	-21.40%	5.09%	59.01%	-0.29	55.57%	232.53%	

(注1) 「-1期」から「5期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=794) : 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

い傾向となることが統計的にも確認できる。

### 4.3 収益性

#### 4.3.1 超過総資産経常利益率の推移

収益性を測る指標として、総資産経常利益率（ROA）を用いて、IPO前後の収益性の変化をみていく。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、収益性を測る指標として、「t期のROA－t期の平均的な企業のROA」で与えられる超過ROAを用いる。

図表8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字傾向が統計的に示される。中央値でみた場合、IPO－1期で8.09%、

IPO＋1期で8.75%まで上昇していた超過ROAは、IPO＋2期からIPO＋4期にかけて減少し、IPO＋4期に1.75%となっている。そしてIPO＋5期以降は概ね1%台で横ばいに推移する。この傾向は、(t－1)期とt期の変数に対するWilcoxonの符号付順位検定でも確認できる。

#### 4.3.2 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資産回転率（いずれも超過値）の変化をみている。図表9は売上高利益率を、図表10は資産回転率を示したものである。

図表9にみるように、売上高利益率については、ROAと同様に、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出来る。他方、資産回転率については、図表10にみるように、IPO前に統計的に有意な変化をみることはなく、IPO後に減少することが

図表8 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				
IPO	-4期	539	-1.46%	3.09%	10.35%		-0.46%	30.99%
	-3期	604	-1.32%	3.86%	10.88%	-2.66	1.65%	26.76%
	-2期	652	0.38%	5.67%	15.21%	-5.13 ***	7.19%	21.56%
	-1期	956	2.94%	8.09%	16.41%	-8.20 ***	11.05%	17.66%
	+1期	985	3.79%	8.75%	16.45%	-0.02	10.97%	13.45%
	+2期	945	0.24%	4.62%	10.82%	-17.91 ***	5.06%	13.83%
	+3期	907	-2.30%	2.61%	8.73%	-9.76 ***	2.01%	14.61%
	+4期	864	-3.04%	1.75%	7.60%	-3.98 ***	0.83%	15.48%
	+5期	823	-3.33%	1.68%	7.72%	-1.87	1.13%	14.42%
	+6期	770	-3.14%	1.82%	7.55%	-0.99	0.80%	15.09%
	+7期	670	-2.99%	1.40%	7.03%	-1.40	0.17%	17.09%
	+8期	529	-2.91%	1.51%	7.00%	-0.99	0.37%	15.22%
	+9期	402	-2.65%	1.78%	6.26%	-0.75	0.84%	14.73%
	+10期	278	-2.08%	2.02%	6.50%	-0.50	0.61%	15.80%
+11期	185	-1.49%	2.25%	7.42%	-1.48	2.00%	11.83%	
+12期	117	-0.98%	3.01%	7.69%	-0.56	2.13%	17.20%	

(注1) 「-1期」から「5期」のサンプルに対するFreedman検定(N=794)：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

図表 9 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				
IPO	- 4 期	536	-1.56%	0.93%	4.99%		-29.71%	275.36%
	- 3 期	603	-1.52%	1.50%	5.29%	-3.13	-13.63%	128.62%
	- 2 期	651	-0.62%	2.39%	7.48%	-6.39 ***	-9.83%	117.13%
	- 1 期	956	0.75%	3.99%	9.66%	-9.06 ***	0.30%	65.29%
	+ 1 期	984	0.83%	4.59%	10.60%	-2.24	-0.28%	97.73%
	+ 2 期	944	-1.61%	2.24%	7.60%	-13.61 ***	-13.51%	332.71%
	+ 3 期	906	-3.19%	0.49%	5.89%	-8.13 ***	-7.96%	94.78%
	+ 4 期	863	-3.35%	0.00%	4.69%	-2.79	-6.94%	63.30%
	+ 5 期	823	-3.71%	-0.08%	4.55%	-0.49	-6.63%	100.93%
	+ 6 期	770	-3.91%	-0.08%	4.56%	-0.64	-3.31%	27.04%
	+ 7 期	670	-3.74%	-0.26%	4.96%	-0.75	-4.15%	32.67%
	+ 8 期	529	-3.55%	-0.34%	4.24%	-0.16	-4.30%	39.11%
+ 9 期	402	-3.26%	-0.12%	3.97%	-0.23	-5.48%	49.90%	
+ 10 期	278	-3.37%	-0.59%	4.39%	-1.20	-6.00%	52.54%	
+ 11 期	185	-2.98%	-0.24%	4.53%	-1.86	-3.53%	35.99%	
+ 12 期	117	-2.32%	0.58%	4.27%	-0.01	-0.52%	29.39%	

(注1) 「-1期」から「5期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=794) : 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

図表 10 IPO 前後の資産回転率(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				
IPO	- 4 期	538	-0.08	0.52	1.29		0.83	1.51
	- 3 期	604	-0.03	0.48	1.20	-2.308	0.72	1.29
	- 2 期	652	-0.03	0.50	1.27	-0.84	0.72	1.18
	- 1 期	956	-0.01	0.49	1.17	-0.94	0.69	1.08
	+ 1 期	985	0.02	0.47	1.09	-1.09	0.66	0.96
	+ 2 期	945	-0.14	0.32	0.96	-14.02 ***	0.51	0.93
	+ 3 期	907	-0.19	0.25	0.91	-5.63 ***	0.44	0.91
	+ 4 期	864	-0.18	0.25	0.87	-1.00	0.42	0.92
	+ 5 期	823	-0.16	0.27	0.92	-0.32	0.46	0.92
	+ 6 期	770	-0.17	0.27	0.91	-1.04	0.44	0.87
	+ 7 期	670	-0.12	0.26	0.86	-1.77	0.44	0.85
	+ 8 期	529	-0.09	0.31	0.90	-3.34 *	0.48	0.84
+ 9 期	402	-0.09	0.32	0.89	-1.15	0.48	0.82	
+ 10 期	278	-0.06	0.40	0.94	-1.24	0.55	0.90	
+ 11 期	185	-0.08	0.33	0.86	-0.15	0.47	0.78	
+ 12 期	117	0.02	0.45	1.10	-0.85	0.58	0.84	

(注1) 「-1期」から「5期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=794) : 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

わかる。

これらを総合して解釈すると、IPO直前期のROAの上昇は、専ら売上高利益率の上昇によってもたらされたものとして解釈できる一方で、IPO後のROAの減少は売上高利益率と資産回転率双方の減少によってもたらされていることがわかる。IPO前後の売上高利益率の増減については、IPOのタイミングが中小・ベンチャー企業の製品・サービスのピークと重なり、IPO後に製品・サービスの陳腐化が生じ、代替となるような製品・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。

#### 4.4 自己資本比率の変化

図表11は、IPO前後の自己資本比率の推移を示したものである<sup>4)</sup>。IPOを境に、30%前後であったIPO企業の自己資本比率は50.25%まで上昇する。これは、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、借入金の返済などに充て、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<sup>5)</sup>。

IPO後、自己資本比率は緩やかに、かつ僅かながら減少するが、+4期以降横ばい傾向となり、おおそ47-50%近辺で推移する。

図表11 IPO前後の自己資本比率の推移

IPOからの期間	度数	パーセントイル			Z値 (t-1)期-t期	平均値	標準偏差
		25	中央値	75			
-5期	501	13.05%	26.10%	49.30%		32.97%	25.03%
-4期	571	15.10%	27.40%	49.20%	-1.22	34.02%	24.39%
-3期	622	16.60%	30.60%	52.23%	-2.93	36.11%	24.27%
-2期	933	17.45%	32.90%	51.90%	-5.67 ***	36.46%	22.80%
-1期	982	22.28%	38.35%	57.93%	-13.83 ***	41.38%	22.69%
+1期	984	31.50%	50.25%	67.58%	-21.55 ***	50.20%	22.57%
+2期	944	33.23%	51.45%	70.10%	-6.64 ***	51.62%	22.96%
+3期	898	31.77%	48.95%	68.13%	-4.05 ***	49.95%	22.78%
+4期	852	31.32%	47.80%	68.38%	-0.37	49.60%	23.34%
+5期	812	29.60%	48.55%	71.00%	-0.74	49.77%	23.86%
+6期	759	30.70%	47.40%	68.20%	-1.67	49.00%	23.75%
+7期	659	30.00%	48.40%	68.83%	-0.51	49.31%	24.08%
+8期	515	29.70%	49.40%	69.10%	-0.28	48.96%	24.19%
+9期	398	30.15%	49.60%	71.10%	-2.72	49.95%	24.53%
+10期	275	31.20%	49.60%	70.30%	-1.20	50.95%	22.95%
+11期	184	34.03%	49.55%	69.93%	-0.72	51.50%	22.90%
+12期	116	38.05%	54.30%	70.40%	-3.78 **	53.23%	21.56%

(注1) 「-2期」から「5期」のサンプルに対するFreedman検定(N=751)：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

## 5. 株式所有構造の変化

### 5.1 IPO直前における株式所有構造

#### 5.1.1 全上場企業とIPO企業の株式所有構造の違い

図表12は、IPO直前期の株式所有構造と、全上場企業の株式所有構造を示したものである。全上場企業と比較して、IPO企業では、個人と事業法人の持株比率が高い一方で、金融機関、外国人の持株比率が低い。これは、後述するように、IPO企業の80%強が、①親会社・関係会社を有する子会社か、②所有と経営が一致した典型的な中小・ベンチャー企業であるためである。

### 5.1.2 支配株主概念に基づくIPO企業の種類

株式所有構造の変化をみる前に、支配株主という概念を中心に置き、IPO企業の類型化を図る。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)。IPO直前期のサンプル企業987社において、支配株主が存在する割合は、95.0% (=938社/987社)であり、1社当たりの支配株主数の平均は1.48(標準偏差:0.63)、支配株主の持株比率の平均は56.5%(標準偏差:20.4%)となっている。

支配株主にもとづいて、IPO企業を分類すると、図表13に示す5つに区分でき、その中でもIPO企業を中心に経営者支配型企業となることがわかる。以下では、IPO企業の中心的な2類型である経営者支配型企業

図表12 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	987	987	987	987	987	987
中央値	0.00%	0.00%	0.00%	26.20%	0.00%	67.00%
平均値	1.83%	2.69%	0.39%	34.23%	3.02%	59.65%
標準偏差	36.94%	5.74%	3.19%	28.45%	10.57%	29.60%

パネルB：全上場企業の株式所有構造(3,554社平均『2011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	0.30%	29.40%	2.0%	21.60%	26.30%	20.40%

図表13 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(平均)	支配株主の持株比率(平均)
会社支配型企業群	196	19.9%	親会社を含む他企業	1.39	66.24%
経営者支配型企業群	623	63.1%	代表取締役, 取締役, 取締役家族, 彼らの保有会社	1.42	53.67%
VC・外国人支配型企業群	28	2.8%	VC, 外国企業, 外国人	1.32	45.22%
支配株主を持たない企業群	49	5.0%	15%以上の株式を保有する株主が存在しない		
その他	91	9.2%		2.12	58.08%
合計	987	100.0%		1.48	56.47%

(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

群と会社支配型企業群について、株式の分散化傾向と所有と経営の分離傾向を見ていく。

## 5.2 IPO後の株式の分散化傾向

### 5.2.1 10大株主の持株比率の変化

図表14は、会社支配型企業群と経営者支配型企業群における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、IPO前の集中度の高い株式所有構造は、IPO後により分散化された

株式所有構造となっていくが、分散化の程度は一定年数を経過した後に横ばいとなることがみてとれる。

そして、会社支配型企業群と経営者支配型企業群を比較してみた場合、経営者支配型企業群の方が、株式の分散化傾向がより長く、また大きく現れることがみてとれる。中央値でみた場合、会社支配型企業群は、IPO直前期に94.59%であった10大株主の持株比率を、IPO+1期とIPO+2期でそれぞれ

図表14 10大株主の持株比率の変化

パネルA 会社支配型企業群

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			
-1期	196	88.17%	94.59%	98.32%		90.68%	11.44%
+1期	196	72.25%	79.93%	88.16%	-10.29 ***	79.24%	13.26%
+2期	190	68.09%	76.65%	82.54%	-6.67 ***	74.06%	11.85%
+3期	183	66.55%	75.72%	81.11%	-1.29	72.94%	12.24%
+4期	170	67.33%	74.58%	80.98%	-2.06	72.62%	12.28%
+5期	159	66.29%	74.25%	80.32%	-2.36	71.61%	13.77%
+6期	147	66.17%	73.38%	79.33%	-1.00	71.43%	13.00%
+7期	128	65.48%	73.06%	79.45%	-0.42	71.19%	12.70%
+8期	94	64.79%	71.51%	77.41%	-1.44	70.06%	13.21%
+9期	68	65.45%	73.62%	77.49%	-0.43	69.41%	13.71%
+10期	41	64.75%	71.20%	78.03%	-1.39	68.53%	13.96%

(注1) 「-1期」から「5期」のサンプルに対するFreedman検定(N=158)：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

パネルB 経営者支配型企業群

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			
-1期	623	80.73%	88.30%	94.59%		86.56%	10.28%
+1期	622	64.87%	73.72%	83.52%	-19.04 ***	73.88%	13.92%
+2期	594	59.62%	67.87%	76.49%	-13.69 ***	67.25%	12.03%
+3期	576	57.88%	66.82%	74.74%	-6.51 ***	65.84%	12.42%
+4期	552	55.61%	65.49%	74.06%	-6.18 ***	64.49%	13.20%
+5期	528	54.39%	64.81%	73.32%	-4.86 ***	63.65%	13.44%
+6期	497	54.22%	64.18%	71.73%	-5.12 ***	62.67%	14.16%
+7期	441	53.73%	63.26%	71.37%	-3.33 **	62.05%	13.88%
+8期	357	52.26%	62.70%	69.82%	-1.53	60.73%	14.11%
+9期	273	50.82%	60.70%	68.64%	-2.15	59.18%	15.01%
+10期	193	48.08%	59.23%	66.40%	-1.51	56.98%	14.58%

(注1) 「-1期」から「5期」のサンプルに対するFreedman検定(N=527)：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

79.93%, 76.65%に減少させた後, IPO+3期より横ばい傾向に転じる。これに対して, 経営者支配型企業は, IPO直前期に88.3%であった10大株主の持株比率を, IPO後+7期まで年々減少させ, 63.26%まで減少させた後, IPO+8期より横ばい傾向に転じることが示される。

## 5.2.2 IPO直前期の支配株主の持株比率の変化

図表15は, IPO直前期の支配株主の持株比率の変化を, 会社支配型企業群と経営者支配型企業群で分けてみたものである。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であるが, IPO後の株式の分散化が, IPO前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がうかがえる。

図表15 IPO前支配株主の持株比率の変化

### パネルA 会社支配型企業群

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			
-1期	194	55.79%	69.85%	82.09%		66.43%	21.64%
+1期	196	47.51%	60.27%	70.67%	-9.21 ***	57.94%	19.97%
+2期	190	41.67%	56.43%	67.07%	-8.69 ***	52.27%	19.87%
+3期	183	39.38%	53.74%	64.90%	-6.59 ***	49.12%	21.21%
+4期	168	37.78%	53.21%	63.26%	-6.05 ***	47.64%	22.26%
+5期	159	25.06%	51.10%	62.44%	-5.01 ***	44.82%	24.08%
+6期	147	17.56%	50.00%	61.94%	-5.17 ***	42.86%	24.43%
+7期	127	14.60%	47.14%	58.17%	-3.97 ***	39.31%	25.07%
+8期	93	8.75%	49.67%	56.23%	-2.54	38.26%	26.00%
+9期	68	13.32%	48.93%	59.06%	-1.35	38.86%	25.62%
+10期	41	16.36%	49.67%	60.37%	-1.22	40.39%	25.49%

(注1) 「-1期」から「5期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=155) : 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

### パネルB 経営者支配型企業群

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			
-1期	617	39.46%	54.47%	67.47%		53.76%	19.35%
+1期	621	31.80%	44.91%	58.16%	-18.50 ***	45.50%	18.43%
+2期	593	28.10%	40.18%	51.69%	-16.75 ***	39.70%	16.69%
+3期	574	25.65%	37.10%	49.37%	-14.04 ***	37.19%	16.76%
+4期	551	22.94%	34.95%	47.15%	-12.79 ***	34.95%	17.01%
+5期	527	20.62%	32.97%	44.06%	-11.02 ***	33.00%	17.22%
+6期	497	18.33%	31.67%	43.56%	-9.74 ***	31.59%	17.60%
+7期	441	16.99%	30.02%	42.78%	-6.32 ***	30.57%	17.61%
+8期	357	15.79%	27.90%	40.22%	-5.81 ***	28.48%	16.63%
+9期	272	12.68%	26.34%	36.47%	-5.06 ***	25.66%	15.86%
+10期	192	11.18%	25.07%	36.88%	-4.57 ***	24.96%	15.71%

(注1) 「-1期」から「5期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=514) : 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

また、会社支配型企業群と経営者支配型企業群を比較してみた場合に、その傾向に大きな差異をみることはできないが、経営者支配型企業群において、IPO前の支配株主の持株比率がより大きく減じるようである。これは、会社支配型企業群では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、経営者支配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、他会社による株式の買付の発生といったケースがIPO後に生じやすいためと考えられる。

### 5.3 IPO後の所有と経営の分離傾向

いうまでもなく会社支配型企業群においては、親会社とその株式の多くを保有しているため、経営者の持株比率は低い<sup>6)</sup>。そのため、ここでの主眼は、経営者支配型企業群の経営者の持株比率の推移となる。

図表16は、経営者支配型企業群における経営陣（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。これらの企業群では、IPO後、漸進的に経営陣の持株比率が減じており、IPO後+10期にかけて所有と

経営の分離傾向が進んでいくことがわかる。

### 5.4 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。サンプル企業においては、72.95%（987社中720社）がVCからの出資を受けており、VCの持株比率は中央値で9.95%、平均値で13.42%であった<sup>7)</sup>。

図表17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<sup>8)</sup>。同図表に示すように、VCの多くが、IPO後+2期までに上位10大株主ではなくなっており、VCがIPOを出口戦略としていることがわかる。

なお、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。

図表16 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			
-1期	623	39.08%	54.53%	70.45%		54.38%	21.40%
+1期	622	27.19%	40.88%	54.44%	-20.52 ***	40.98%	18.58%
+2期	594	25.04%	36.17%	49.29%	-12.65 ***	37.00%	17.28%
+3期	576	21.90%	33.70%	45.48%	-11.29 ***	33.71%	17.36%
+4期	552	16.98%	31.66%	42.44%	-10.46 ***	30.90%	17.66%
+5期	528	15.05%	28.77%	40.83%	-9.79 ***	28.90%	17.91%
+6期	497	12.97%	27.16%	39.23%	-6.84 ***	27.53%	18.07%
+7期	440	11.57%	25.27%	38.00%	-6.15 ***	25.94%	17.98%
+8期	357	8.62%	22.80%	35.88%	-4.34 ***	23.41%	16.72%
+9期	273	6.77%	18.47%	32.16%	-3.19 *	20.40%	15.65%
+10期	193	7.45%	16.71%	29.07%	-2.84	19.09%	14.96%

(注1) 「-1期」から「5期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=514) : 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

図表 17 VC の持株比率の変化

パネルA 会社支配型企業群

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			
-1 期	88	2.67%	6.21%	12.24%		8.67%	7.94%
+1 期	88	0.00%	2.24%	6.62%	-6.57 ***	4.34%	5.60%
+2 期	84	0.00%	0.00%	3.38%	-5.38 ***	2.80%	6.00%
+3 期	76	0.00%	0.00%	0.65%	-3.08	1.43%	4.34%
+4 期	71	0.00%	0.00%	0.00%	-2.46	0.88%	2.49%
+5 期	66	0.00%	0.00%	0.00%	-1.50	1.00%	4.28%

(注1) 「-1 期」から「5 期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=71) : 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

パネルB 経営者支配型企業群

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			
-1 期	410	3.43%	7.81%	14.67%		9.75%	7.81%
+1 期	409	0.00%	2.98%	8.64%	-12.03 ***	6.04%	7.75%
+2 期	390	0.00%	0.00%	2.85%	-13.47 ***	2.43%	4.41%
+3 期	379	0.00%	0.00%	1.70%	-7.70 ***	1.79%	3.90%
+4 期	362	0.00%	0.00%	1.15%	-4.81 ***	1.64%	4.69%
+5 期	348	0.00%	0.00%	0.81%	-2.76	1.65%	6.21%

(注1) 「-1 期」から「5 期」のサンプルに対する Freedman 検定 (N=348) : 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

## 6. む す び

### 6.1 要約

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、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、①IPO後に成長が鈍化、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。これは、先行研究と整合的な結果である。また、③株式所有構造については、IPO後に株式の分散化および所有と経営の分離が進むものの、支配株主が誰かによってその大きさやスピー

ドは異なることを見出した。

### 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、本稿における分析の改善である。例えば、株式所有構造の変化については、本稿では支配株主概念をもとに、IPO企業を会社支配型企業群と経営者支配型企業群に分けてみてきたが、両群間の変化パターンをより厳密に比較するためには、2元配置の分散分析と多重比較が必要となる。

第2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。その際には、本稿で取り上げた支配株主概念をもとに、IPO企業を会社支配型企業群と経営者支配型企業群に分けた分析が、有効となろう。

第3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、会社支配型企業の中には、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。

## 注

- 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) Wilcoxonの符号付順位検定によって算出した有意確率については、多重検定の問題を考慮して、Bonferroni法を用いて修正し、最終的な統計的有意の有無を判定している。
- 4) 自己資本比率については、業種によっても特徴がある。例えば、創業期の製薬会社は、販売実績がなく、また担保に供するような資産も持たないことが多いため、銀行からの借入れが見込めず、自己資本比率が高い傾向にある。
- 5) IPOで得た資金の用途として、「借入金の返済」をあげる企業は、サンプル企業のうち24.5%（987社中242社）であった。
- 6) 会社支配型企業群においては、IPO-1期に中央値で3.76%であった。会社支配型企業群の経

営陣の持株比率はIPO+1期に2.72%に統計的に有意に減少した後に、横ばい傾向をみせる。

- 7) IPO直前期時点においてVCからの出資を受けていた会社は、会社支配型企業群で49.5%（196社中97社で、VCの持株比率は中央値で7.85%、平均値で10.03%あった。他方、経営者支配型企業群で77.7%（623社中484社）で、VCの持株比率は中央値で8.92%、平均値で11.26%であった。
- 8) 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。しかしながら、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。

## 参考文献

- [1] A. A. Barle, Jr. 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. Zeckhauser (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] Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, pp. 305-360.
- [5] 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.
- [6] Mikkelsen, W. H., M. M. Partch and K. Shah (1997), “Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public”, *Journal of Financial Economics*, Vol.44, No.3, pp. 279-307.
- [7] 阿部圭司（2005）、「JASDAQ市場における

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)

- 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。
- [8] 岡村秀夫(2007)、「企業の株式所有構造」, 橋木俊昭編『日本経済の実証分析』, 東洋経済新報社。
- [9] 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」, 『商学論究』, 第57巻第1号、19-32頁。
- [10] 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。
- [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1巻、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] 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。
- [14] 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。
- [15] 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。
- [16] 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。
- [17] 吉村典久(2007)、『日本の企業統治 神話と実態』, NTT出版。