

タイトル	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関係：支配株主概念を用いて
著者	赤石，篤紀；AKAISHI, Atsunori
引用	開発論集(97)：91-101
発行日	2016-03-14

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関係

—— 支配株主概念を用いて ——

赤石篤紀*

1. はじめに¹

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。そして、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。これを新規株式公開 (initial public offering : IPO) を果たした企業 (以下、IPO 企業) に当てはめると、IPO 後の所有と経営の分離の進展、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。こうした問題意識の下、経営者の持株比率を中心とする株式所有構造と業績パフォーマンスを関連づけた研究が行われてきた。

また、IPO に至る企業の株主所有構造に関連して、しばしばベンチャー・キャピタル (以下、VC) の存在感の大きさが指摘される。これは、目利きに優れ、若く未成熟な企業に対して様々な支援と適切なモニタリングを行う能力をもった VC からの出資を受けている企業については一定の保証 (certification effects) がなされるというものである。この脈略の下、VC の保証効果の検証が行われている。

本論文では、先行研究の問題意識を引き継ぎ、直近のデータを用いて、IPO 企業の株式所有構造と業績パフォーマンスの関係を明らかにすることを主たる目的とする。

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 (吉村, 2007)、IPO 企業の中には他企業を親会社とする企業が数多く存在することに留意する。すなわち、本論文では、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) にもとづいて、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、いわゆるオーナー型企业に関するより厳密な分析が可能になるとともに、わが国特有の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。

* (あかいし あつのり) 開発研究所研究員、北海学園大学経営学部教授

¹ 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: 26780211)」の助成を受けたものである。

以下、本論文の構成である。2.では、株式所有構造とIPO後の業績パフォーマンスの関係に関する先行研究を整理する。続く3.では、分析に用いるサンプル企業とデータ源について述べ、4.ならびに5.でIPO前後の株式所有構造とIPO後の業績パフォーマンスとの関係についての分析を行う。そして、6.でまとめと今後の検討課題を述べ、結びとする。

2. 先行研究の整理

(1) 株式所有構造と業績パフォーマンスの関係

Jensen=Meckling (1976) は、経営者の持株比率が減少し、所有の分散化が進むにつれて、株主と経営者の利害対立が生じると指摘する。これをIPO企業に当てはめると、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²。こうした問題意識の下で、経営陣の持株比率や筆頭株主の持株比率と業績パフォーマンスを関連づけた分析が行われている。

例えば、Jain=Kini(1994)は、1976年から1988年の米国市場でIPOを行った企業682社を対象にした分析から、IPO直後の経営者の持株比率の変化がIPO後の業績パフォーマンスの変化とプラスの関係にあることを示し、IPO後の業績の低迷の一因として、経営者のインセンティブ低下をあげている。その一方で、Mikkelson=Partch=Shah(1997)は、1980年から1983年の米国企業による283のIPOを対象とした分析で、IPO後に、IPO企業の総資産営業利益率と経営陣の持株比率が減少することを示すが、総資産営業利益率と経営陣の持株比率との間に関連がみられないことを示している。

他方、日本のIPO企業を対象とした研究では、Kutsuna=Okamura=Cowling (2002) が、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を通じて、公開後の筆頭株主の持株比率が売上高経常利益率とプラスの関係を持ち、株式保有の集中度が高くなるほど、売上高利益率および利益成長率が高くなることを明らかにしている。岡村 (2007) では、2001年3月から2005年3月のJASDAQ上場企業99社を対象にした分析で、筆頭株主の持株比率が高くなるほど自己資本事業利益率が低下していること、役員持株比率や金融機関持株比率が高くなるほど自己資本事業利益率が改善されることが示されている。そして、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社を対象にした分析から、株式所有の集中度が高くなるほど、相対的に自己資本営業利益率が高くなることを明らかにしているが、筆頭株主持株比率および役員持株比率と自己資本営業利益率の関係については、安定的に有意な結果を得ていない。

² その一方で、内部経営者の持株比率が高くなると、外部からの圧力を受けにくくなり、業績不振や経営陣の暴走があっても経営陣が交代させられることはなくなり、経営者の交代と株価パフォーマンスの関係性が薄くなるとの指摘もある (Denis=Denis=Sarin, 1997)。

(2) VC の存在感

目利きに優れ、若く未成熟な企業に対し様々な経営面での支援とモニタリングを行う VC からの出資を受けていることにより、VC 出資企業に対しては一定の保証がなされるという (Lerner, 1995; Hellmann=Puri, 2002; Baum=Silverman, 2004 など)。この保証効果の検証のため、種々の実証分析が行われており、特に VC の保証効果を IPO 後の業績パフォーマンスに関連付けた研究としては、Jain=Kini (1995) や Kutsuna=Okamura=Cowling (2002), 岡室=比佐 (2007), 糸岡 (2009) などがある。ここでは、総じて VC 出資企業が非 VC 出資企業よりも良好な業績パフォーマンスを上げていることが明らかされている。

3. 分析に用いるデータと支配株主による IPO 企業の分類

(1) データ源

2001 年 1 月から 2014 年 12 月までの間に、わが国の新興・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 を行った非金融企業で、IPO 以前の売上高ないし総資産が 1,000 億円未満の企業は、1,065 社であった。

これら 1,065 社の①「株式発行ならびに株式売出届出目論見書」、②「有価証券報告書」から、IPO 企業の業績パフォーマンスと株式所有構造に関するデータを入手し、IPO 直前の決算期 IPO-1 期、IPO 後の決算期 IPO+1 期から IPO+12 期の決算期データとして整理する。

そして、IPO 直前期に 15%以上の持株比率を有する支配株主に基づく IPO 企業の分類に際して、③「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を彼らの持株比率として算入する。

(2) 支配株主に基づく IPO 企業の分類

これら 1,065 社において、支配株主が存在する割合は 95.2% (=1,015 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、支配株主の持株比率の中央値は 59.39% 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わかる。そして、支配株主概念にもとづいて、IPO 企業を分類すると、図表 1 に示す 5 つの企業群に分類できる。

以下では、IPO 企業を中心をなす経営者所有型企業群 672 社の 5,981 企業年の決算期データと会社所有型企業群 202 社の 1,735 企業年の決算期データをもとに、IPO 前後の株式所有構造と IPO 後の業績パフォーマンスの関係を分析していく^{3,4}。

³ 決算期データは、2014 年 12 月までに、株式市場から退出した企業 (公開買付や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である。また、新興・成長向け市場での IPO 後に、既存企業向け市場 (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て分析を行う。

図表 1 支配株主による IPO 企業の分類

	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

4. IPO 直前期の株式所有構造と IPO 後の業績パフォーマンスの関係

(1) 分析モデル

第1の分析は、IPO 直前の株式所有構造と IPO 後の業績パフォーマンスの関係を明らかにする重回帰分析である。

被説明変数は、IPO 後の業績パフォーマンスを表す変数であり、IPO+1 期から IPO+5 期までの①売上高成長率の超過値の平均値、②総資産経常利益率(=経常利益÷総資産(2期平均))の超過値(超過 ROA)の平均値を用いる。ここで、超過値とは、IPO 企業と類似の自己資本額をもつ企業の売上高成長率および ROA の平均値との差分をとった値である⁵。

説明変数は、IPO 直前期の株式所有構造を表す変数であり、IPO-1 期の①10大株主持株比率、②経営陣の持株比率、③VC ダミー (VC が10大株主に存在するか否か)を用いる。さらに、コントロール変数として、IPO-1 期の①自己資本比率、②企業年齢の自然対数、③従業員数の自然対数、④売出比率、⑤IPO 時の調達金額の自然対数、⑥製造業ダミーを加える。

なお、この分析では、被説明変数として IPO+1 期から IPO+5 期までの業績パフォーマンスの平均値を用いるため、ここでのサンプル企業は、IPO 後5期以上継続して上場している企業で、かつ IPO 後5期以内に決算期の変更のない、会社所有型企業群150社および経営者所有型企業群506社となる。図表2は、この分析で用いた変数の基本統計量である。

⁴ 本稿での分析サンプルとなる経営者所有型企業群672社と会社所有型企業群202社のIPO前後の株式所有構造と業績パフォーマンスの変化については、赤石(2016)を参照されたい。

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2つの資本金階層に分けて抽出し、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、超過値を算定した。

図表 2 基本統計量

	会社所有型企業群			経営者所有型企業		
	度数	平均値	標準偏差	度数	平均値	標準偏差
売上高の超過成長率 (%) (IPO 後の 5 期間の平均)	150	14.01	22.62	506	19.34	37.56
超過 ROA (%) (IPO 後の 5 期間の平均)	150	4.73	9.65	506	4.18	10.30
10 大株主の持株比率 (%)	150	91.51	10.22	519	87.02	10.02
経営陣の持株比率 (%)	150	8.53	13.05	519	51.66	21.11
VC ダミー	150	0.45	0.50	519	0.65	0.48
自己資本比率 (%)	150	45.71	21.31	519	40.01	21.78
ln (企業年齢)	150	2.39	0.83	519	2.55	0.85
ln (従業員数)	150	4.66	1.13	519	4.74	1.16
売出比率 (%)	150	31.12	21.42	519	32.63	17.25
ln (IPO での調達金額)	150	6.45	1.06	519	6.20	0.97
製造ダミー	150	0.17	0.38	519	0.21	0.41

(2) 分析結果 1：IPO 直前期の株式所有構造と IPO 後の売上高の超過成長率の関係

図表 3 は、IPO 直前期の株式所有構造と IPO 後の売上高の超過成長率の関係についての分析結果を示したものである。そして、F 検定により、会社所有型企業群と経営者所有型企業群の結果に差異はないことが確認される。

「10 大株主の持株比率」、「経営陣の持株比率」、「VC からの出資の有無」といった IPO 前の株式所有構造は、統計的に有意な結果を持たず、IPO 後の売上高成長率と関連性がないことが示される。

他方、コントロール変数に目を向けると、「自己資本比率」、「売出比率の多寡」、「IPO 時の調達金額」、「製造業であるか否か」も、IPO 後の売上高成長率と有意な関係を持たない。一方で、「企業年齢」と「従業員数」は、符号がマイナスで有意となっており、創業から年数が経っている企業ほど、また IPO 時点での規模が大きければ大きいほど、IPO 後の成長率は低くなることを示す。これは、社歴の長い企業は、長きにわたる事業展開の結果、成長率が既にピークに達している可能性があり、IPO 後の伸びが期待できないことを示すのかもしれない。同様に、IPO 時点で規模が大きい企業は、既に一定規模に達しており、IPO 後に更なる成長が期待できないことを示唆する。

(3) 分析結果 2：IPO 直前期の株式所有構造と IPO 後の超過 ROA の関係

図表 4 は、IPO 直前期の株式所有構造と IPO 後の超過 ROA の関係についての分析結果を示したものである。このモデルについては、F 検定によって両群で説明変数が被説明変数に与える効果が異なり、会社所有型企業群のモデルが説明力を持たないことが示された。そこで、ここでは経営者所有型企業群の結果のみに着目してみていく。

経営者所有型企業群では、まず「10 大株主の持株比率」、「経営陣の持株比率」について、符

図表3 IPO直前期の株式所有構造とIPO後の売上高の超過成長率の関係

説明変数	会社所有型企业群		経営者所有型企业群	
	標準化係数	t値	標準化係数	t値
【株式所有構造変数】				
IPO-1期の10大株主の持株比率	-0.05	-0.61	-0.06	-1.23
IPO-1期の経営陣の持株比率	0.14	1.78	0.07	1.31
VCダミー	0.10	1.14	-0.03	-0.74
【コントロール変数】				
IPO-1期の自己資本比率	-0.01	-0.07	-0.05	-1.16
ln (IPO-1期の企業年齢)	-0.22	-2.26**	-0.25	-4.95***
ln (IPO-1期の従業員数)	-0.23	-2.36**	-0.22	-4.38***
売出比率	0.02	0.27	0.00	-0.04
ln (IPOでの調達金額)	0.02	0.19	0.08	1.79
製造ダミー	-0.01	-0.14	-0.05	-1.21
調整済R ²	0.15		0.16	
F値	4.002***		11.794***	
n	150		506	

(注1) ***:1%水準で有意, **:5%水準で有意

図表4 IPO直前期の株式所有構造とIPO後の売上高の超過ROAの関係

説明変数	会社所有型企业群		経営者所有型企业群	
	標準化係数	t値	標準化係数	t値
【株式所有構造変数】				
IPO-1期の10大株主の持株比率	0.22	2.50**	0.13	2.63**
IPO-1期の経営陣の持株比率	-0.02	-0.23	0.19	3.65***
VCダミー	-0.08	-0.92	-0.05	-1.24
【コントロール変数】				
IPO-1期の自己資本比率	0.05	0.55	0.18	3.92***
ln (IPO-1期の企業年齢)	-0.05	-0.49	-0.01	-0.10
ln (IPO-1期の従業員数)	0.03	0.27	0.14	2.84***
売出比率	0.12	1.49	0.12	2.67***
ln (IPOでの調達金額)	-0.02	-0.18	0.03	0.73
製造ダミー	-0.10	-1.20	-0.12	-2.60***
調整済R ²	0.05		0.13	
F値	1.831		9.837***	
n	150		506	

(注1) ***:1%水準で有意, **:5%水準で有意

号がプラスで統計的に有意な結果が示された。つまり、株式所有の集中度が高く、経営陣の持株比率が高いと、IPO後の収益性も高くなる傾向が示されている。これに対して、「VCダミー」、「企業年齢」は、統計的に有意な結果が得られておらず、VCの出資の有無や創業からの年数とIPO後の収益性との間に、特に有意な関係が存在しない可能性が示唆される。

残りの変数に目を向けると、「自己資本比率」、「従業員数」、「売出比率」がプラスで有意、「製造ダミー」がマイナスで有意となる。ここから、経営者所有型企业群では、非製造業で、自己資本比率が高く、IPO時点で規模の大きい企業ほど、加えてIPOにおいて売出比率が高いほど、

IPO後の収益性が高くなるといえる。

5. IPO後の株式所有構造と業績パフォーマンスの関係

(1) 分析モデル

第2の分析は、IPO後の株式所有構造と業績パフォーマンスの関係に関する分析であり、IPO+1期～IPO+12期のパネルデータを作成して分析する。

被説明変数は、IPO後の①売上高の超過成長率と②超過ROAである。説明変数は株式所有構造を示す変数であり、1期のラグをとった①10大株主持株比率、②経営陣の持株比率を用いる。そして、コントロール変数として、1期のラグをとった①自己資本比率、②企業年齢の自然対数、③従業員数の自然対数を用いる。図表5は、本分析で用いた変数の基本統計量である。

なお、欠損値などの問題により、実際にパネル分析に用いたのは、会社所有型企業群194社の1,298企業年の決算期データ、経営者所有型企業群623社の4,585企業年の決算期データである。

(2) 分析結果1：IPO後の株式所有構造と売上高の超過成長率の関係

図表6は、IPO後の売上高の超過成長率を被説明変数、IPO後の株式所有構造を説明変数とするパネル分析の結果を示したものである。ここでは、固定個別効果モデルと変量個別効果モデルの両モデルで共通してみられる結果に着目するが、経営者所有型企業群の結果については、変量個別効果がないという仮説が棄却できないことから、固定個別効果モデルのみの結果を取り上げることとする。

まず、会社所有型企業群の結果をみると、IPO後の売上高成長率に対して、「10大株主持株比率」がプラスで有意となる。すなわち、会社所有型企業群では、IPO後について株式の集中度が高く維持される企業ほど、より高い成長性を示す。それ以外の変数のうち、「経営陣の持株比率」、「自己資本比率」については、いずれのモデルでも有意な結果が得られず、成長性に影響を与えないことが示される。

図表5 基本統計量

	会社所有型企業群			経営者所有型企業群		
	度数	平均値	標準偏差	度数	平均値	標準偏差
売上高の超過成長率 (%)	1,498	11.51	44.39	5,243	13.54	64.67
超過ROA (%)	1,498	3.50	14.96	5,243	2.82	14.28
10大株主の持株比率 (%)	1,510	71.31	13.04	5,309	63.45	13.93
経営陣の持株比率 (%)	1,510	4.38	7.45	5,309	29.06	18.52
自己資本比率 (%)	1,510	52.66	65.94	5,306	47.68	29.77
ln(従業員数)	1,510	5.22	1.12	5,309	5.34	1.17
ln(企業年齢)	1,510	2.79	0.64	5,309	2.92	0.63

図表 6 IPO 後の株式所有構造と IPO 後の売上高の超過成長率の関係

説明変数	会社所有型企業群				経営者所有型企業群			
	固定個別効果モデル		変量個別効果モデル		固定個別効果モデル		変量個別効果モデル	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
定数	7.77	0.30	35.00	3.97	192.48	3.14***	54.49	3.83***
【所有構造変数】								
t-1 期の 10 大株主の持株比率	0.61	2.57**	0.18	2.60**	0.15	0.43	0.18	3.74***
t-1 期の経営陣の持株比率	0.31	0.80	0.19	1.10	-0.10	-0.86	-0.02	-0.40
【コントロール変数】								
t-1 期の自己資本比率	0.00	-0.01	-0.15	-1.71	-0.06	-0.32	-0.09	-1.64
t-1 期の ln (企業年齢)	4.71	0.66	-8.92	-3.14***	-17.58	-3.586***	-12.63	-4.51***
t-1 期の ln (従業員数)	-10.83	-3.80***	-1.18	-0.78	-25.19	-3.66***	-2.62	-2.24**
調整済 R ²	0.09		0.02		0.04		0.02	
F 値	1.669***		5.288**		1.328***		21.608***	
n	サンプル企業：194 観察値：1,298		サンプル企業：194 観察値：1,298		サンプル企業：623 観察値：4,585		サンプル企業：623 観察値：4,585	

(注 1) ***：1%水準で有意，**：5%水準で有意

(注 2) F 検定の結果，両群で個別効果モデルを選択。なお，経営者所有型企業群では変量個別効果がないと判定されている

(注 3) 不均一分散ないし系列相関があるため，White の修正を施している

これに対して，経営者所有型企業群では，株式所有構造は IPO 後の売上高成長率に寄与しないことが示される。そして，「従業員の自然対数」，「企業年齢の自然対数」がマイナスに有意となり，社歴が長く，企業規模が大きくなるほど，IPO 後の売上高成長率は低くなることが示される。この結果は，先の IPO 前の株式所有構造と IPO 後の成長性に関する分析とも整合的である。

(3) 分析結果 2：IPO 後の株式所有構造と超過 ROA の関係

図表 7 は，超過 ROA を被説明変数とするパネル分析の結果を示したものである。ここでも，固定個別効果モデルと変量個別効果モデルに共通してみられる結果に着目する。

まず，会社所有型企業であるが，「10 大株主持株比率」を除く変数，すなわち「経営陣の持株比率」，「自己資本比率」，「企業規模の自然対数」，「企業年齢の自然対数」は，IPO 後の超過 ROA に対して影響をもたないことが示される。

他方，経営者所有型企業群では，「10 大株主持株比率」が超過 ROA に対してプラスの符号を有意に示す。つまり，IPO 後に株式の集中度が高い企業ほど，より高い収益性を生み出すといえる。また，「企業年齢の自然対数」については有意性が得られておらず，社歴は IPO 後の収益性には影響を与えないことも示される。それ以外の変数については，固定個別効果モデルと変量個別効果モデルの双方において，安定的に有意な結果を得られておらず，判断が留保される。

図表 7 IPO 後の株式所有構造と IPO 後の超過 ROA の関係

説明変数	会社所有型企業群				経営者所有型企業群			
	固定個別効果モデル		変量個別効果モデル		固定個別効果モデル		変量個別効果モデル	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
定数	-1.81	-0.17	-15.72	-1.73	6.99	1.29	-18.17	-5.10***
【所有構造変数】								
t-1 期の 10 大株主の持株比率	0.13	1.68	0.18	2.87***	0.10	2.94***	0.15	6.09***
t-1 期の経営陣の持株比率	0.10	0.79	0.08	0.98	0.01	0.63	0.07	3.96***
【コントロール変数】								
t-1 期の自己資本比率	0.08	1.35	0.10	1.85	0.05	1.60	0.10	4.59***
t-1 期の ln (企業年齢)	-5.06	-1.43	-2.19	-1.62	-2.80	-1.69	-0.90	-1.42
t-1 期の ln (従業員数)	0.73	0.33	1.14	0.92	-1.15	-1.39	1.22	2.49**
調整済 R ²	0.53		0.03		0.51		0.05	
F 値	8.276***		10.229**		8.507***		51.55***	
n	サンプル企業：194 観察値：1,298		サンプル企業：194 観察値：1,298		サンプル企業：623 観察値：4,585		サンプル企業：623 観察値：4,585	

(注 1) ***：1%水準で有意，**：5%水準で有意

(注 2) F 検定の結果，両群で個別効果モデルを選択

(注 3) 不均一分散ないし系列相関があるため，White の修正を施している

6. む す び

(1) 要約

本論文の目的は、IPO 企業の株式所有構造と業績パフォーマンスの関係を、支配株主概念に基づいて IPO 企業を会社所有型企業群と経営者所有型企業群に分類した上で明らかにすることであり、その発見事実は、下記の 3 点にまとめられる。

第 1 は、会社所有型企業群と経営者所有型企業群で、IPO 後の業績パフォーマンスに対する株式所有構造の寄与の仕方が異なるという点である。

収益性に関しては、会社所有型企業群において、株式所有構造は有意な影響をもたないが、経営者所有型企業群においては、IPO 前後の「10 大株主の持株比率」と IPO 前の「経営陣の持株比率」がプラスの影響をもつ。すなわち、経営者所有型企業群においてのみ、IPO 前後で株式の集中度が高く、IPO 前に経営陣の持株比率が高い企業ほど、IPO 後の収益性が高くなることが示される。

他方、成長性に関しては、会社所有型企業群においてのみ、IPO 後の株式の集中度がプラスの影響を示す。このように、同じ IPO 企業といっても、支配株主によって、株式所有構造と業績パフォーマンスの関係は異なる。

第 2 は、業績パフォーマンスに対する経営陣の持株比率の影響が限定的であることである。経営陣の持株比率について統計的に有意な結果が示されたのは、IPO 直前期の経営陣の持株比率と IPO 後の収益性の関係のみであった。この結果は、経営者所有型企業群における IPO 直前期の経営陣の持株比率の多寡が IPO 後の収益性に影響を与えることを示すものの、一般に IPO

後に観察される成長性や収益性の低下が IPO 後の経営者の持株比率の減少に伴うインセンティブの低減だけでは説明しきれないことを示唆している。

第3は、会社所有型企業群と経営者所有型企業群において、VCの出資の有無は、IPO後の業績パフォーマンスに何ら影響を与えないということである。ここから、VCがIPO後の好業績まで予見する投資家ではないこと、つまりVCの保証効果がIPO後の業績にまで及ぶものではないことが示される。ただし、本論文で考慮したのは、IPO直前期にVCが10大株主として存在しているか否かのみであり、出資比率の多寡やVCの属性によって、保証効果の表れ方が変わる可能性には留意する必要がある。

(2) 今後の検討課題

今後の検討課題は、ガバナンス構造の変化を含めて、本論文の分析を拡張することである。IPOを契機に、社外取締役が導入されたり、創業者の引退や取締役会における同族役員の減少など、ガバナンス上のイベントが発生する可能性が高くなる。また、実務レベルでは、IPOの主たる動機の一つとして、IPOを契機とした内部管理体制の強化があることも指摘される。それゆえ、株式所有構造に加えて、ガバナンス構造を含めた分析を行うことで、IPOを契機とした変容をより適切に捉えられるようになると考えられる。これについては、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] Baum, J. A. C. and B. S. Silverman (2004), “Picking Winners or Building them? Alliance, Intellectual, and Human Capital as Selection Criteria in Venture Financing and Performance of Biotechnology Startups”, *Journal of Business Venturing*, Vol.19, No.3, pp.411-436.
- [3] Denis, D.J., D.K. Denis and A. Sarin (1997), “Ownership Structure and Top Executive Turnover”, *Journal of Financial Economics*, Vol.45, No.2, pp.193-221.
- [4] Hellmann, T. and M. Puri [2002], “Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence”, *Journal of Finance*, Vol.57, No.1, pp.169-198.
- [5] 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.
- [6] Jain, B. A. and O. Kini [1995], “Venture Capitalist Participation and the Post-issue Operating Performance of IPO firms”, *Managerial and Decision Economics*, Vol.16, No.6, pp.593-606.
- [7] 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.
- [8] 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.
- [9] Lerner, J. [1995], “Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms”, *Journal of Finance*, Vol.50, No.1, pp.301-318.
- [10] 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.
- [11] 赤石篤紀 (2016), 「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」, 北海学園大学『経営論集』。
- [12] 糸岡靖智 (2011), 「新規公開企業における所有構造と経營業績」, 『経営研究』第 63 巻第 2 号, 141-152 頁。
- [13] 岡村秀夫 (2007), 「企業の株式所有構造」, 橘木俊詔編『日本経済の実証分析』, 東洋経済新報社。
- [14] 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。
- [15] 岡室博之・比佐優子 (2007), 「ベンチャーキャピタルの関与と IPO 前後の企業成長率」, 『証券アナリストジャーナル』, 第 45 巻第 9 号, 68-78 頁。
- [16] 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。
- [17] 吉村典久 (2007), 『日本の企業統治 神話と実態』, NTT 出版。