

タイトル	新規株式公開企業の特徴：目論見書データと株価データを参考に
著者	赤石，篤紀
引用	北海学園大学経営論集，8(3/4)：103-122
発行日	2011-03-25

新規株式公開企業の特徴

— 目論見書データと株価データを参考に —

赤 石 篤 紀

本研究ノートでは、企業が新規株式公開 (Initial Public Offering: 以下、IPO) 時に提出する「株式発行ならびに株式売出届出目論見書」(以下、目論見書) 記載データをもとに、IPO を行う企業の特徴を、定量的に明らかにすることをねらいとする¹⁾。

本ノートで取り扱うサンプル企業は、2001 年 4 月 1 日時点から 2010 年 3 月 31 日までに IPO を行った非金融企業 887 社である (以下、これらの企業を IPO 企業と呼ぶ)²⁾。ここでは、これらサンプル企業をもとに、IPO 企業の規模的特徴や財務政策、会社設立から IPO に至るまでの年数、IPO の内容、IPO

企業の所有構造、アンダープライシングの程度などを、概略的に明らかにしていく。

1. わが国新興市場の特徴

(1) わが国の株式市場と上場企業数

図表 1 は、わが国の新興企業向け株式市場の分類とそこでの上場企業数を示したものである。同図表に示すように、わが国では、6 つの証券取引所が管理・運営主体となっており、新興企業向け市場を開設している。以下では、まずこれら新興企業向け市場の特徴について、IPO 企業の公開年次と業種、さらには創業

図表 1 わが国証券市場と上場企業数 (2010 年 3 月末時点)

管理・運営主体	新興・成長企業向け市場	既存企業向け市場(参考)
東京証券取引所	マザーズ 186 社 開設: 1999 年 11 月	市場第 1 部 1,680 社 市場第 2 部 447 社
大阪証券取引所	ヘラクレス (G) 76 社 ヘラクレス (S) 72 社 開設: 2000 年 6 月	市場第 1 部 561 社 市場第 2 部 223 社
名古屋証券取引所	セントレックス 28 社 開設: 1999 年 10 月	市場第 1 部 215 社 市場第 2 部 108 社
福岡証券取引所	Q-Board 10 社 開設: 2000 年 5 月	一般市場 124 社
札幌証券取引所	アンビシャス 10 社 開設: 2000 年 4 月	一般市場 65 社
ジャスダック証券取引所	ジャスダック 876 社 (うち NEO, 9 社) 開設: 1963 年 2 月店頭登録制度としてスタート 2004 年 12 月に取引所化	

* 重複上場あり。外国企業含む。

* ヘラクレス (G) はグロース基準による上場会社、ヘラクレス (S) はスタンダード基準による上場会社

から IPO に至るまでの年数から明らかにしていくこととする。

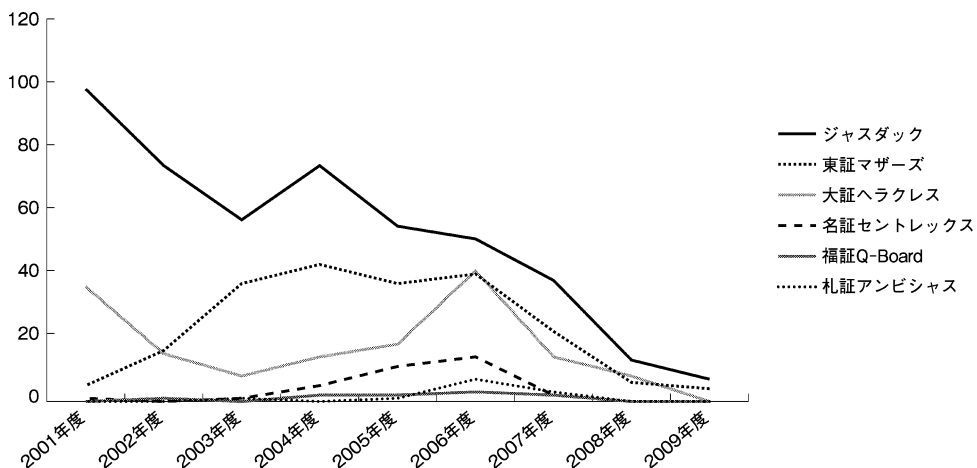
(2) 時系列でみた IPO 数の推移

図表 2 は、サンプル企業の IPO の時期を、市場ごとに分けて示したものである。同図表にみるように、2001 年 4 月以降における上場会社数は、ジャスダックが最も多く、次いで東証マザーズが続いており、その割合は図表 1 でみた現在の上場企業数に概ね類似したものとなっている。また、IPO 数の時系列的推移をみていくと、2004 年度から 2006 年度にかけて回復傾向がみられるものの、総じて減少傾向にあり、直近の 2 年に関しては往時の 1, 2 割程度の上場しなかったことが

うかがえる。

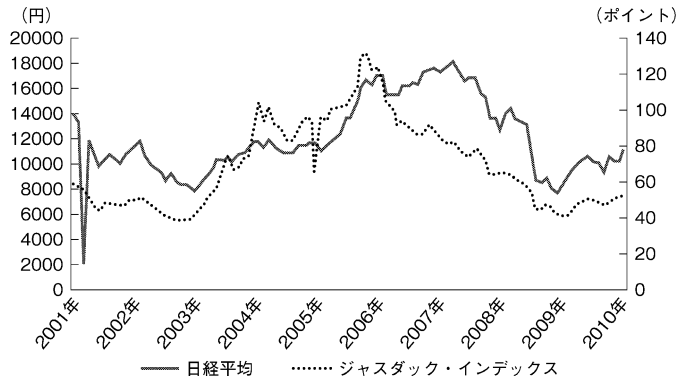
こうした IPO の時期の分布をみると、IPO 数と株式市場の全般的な状況には関連性があると考えられる。図表 3 は、同時期の株価指数（日経平均株価およびジャスダック・インデックス）の推移をみたものである。例えば、IPO 数に落ち込みがみられた 2002 年度から 2003 年度前半にかけては日本企業の株価が著しく低迷している。これに対して、IPO 数が増加していく 2004 年度から 2006 年度にかけては、上昇基調が続いている。そして、IPO 数が再び減少に転じた 2007 年度の株価の推移は芳しくなく、IPO 数が激減する 2008 年度ならびに 2009 年度の市況はなお悪化している。

図表 2 市場別にみた IPO 数の推移



	ジャスダック		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		札幌アンビシャス		合計	
	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%(年度)
2001 年度	98	70.0%	5	3.6%	36	25.7%	1	0.7%	0	0.0%	0	0.0%	140	15.8%
2002 年度	74	69.8%	16	15.1%	15	14.2%	0	0.0%	1	0.9%	0	0.0%	106	12.0%
2003 年度	57	54.8%	37	35.6%	8	7.7%	1	1.0%	0	0.0%	1	1.0%	104	11.7%
2004 年度	74	53.6%	43	31.2%	14	10.1%	5	3.6%	2	1.4%	0	0.0%	138	15.6%
2005 年度	55	44.4%	37	29.8%	18	14.5%	11	8.9%	2	1.6%	1	0.8%	124	14.0%
2006 年度	51	32.7%	40	25.6%	41	26.3%	14	9.0%	3	1.9%	7	4.5%	156	17.6%
2007 年度	38	46.9%	22	27.2%	14	17.3%	2	2.5%	2	2.5%	3	3.7%	81	9.1%
2008 年度	13	48.1%	6	22.2%	8	29.6%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	27	3.0%
2009 年度	7	63.6%	4	36.4%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	11	1.2%
合計	467	52.6%	210	23.7%	154	17.4%	34	3.8%	10	1.2%	12	1.4%	887	100.0%

図表3 日経平均株価およびジャスダック・インデックスの推移



(3) IPO 企業の業種

図表4は、IPO企業の業種（東証コード）を示したものである。この図表からは、新興市場でIPO企業を行う企業の多くが非製造業に属し（79.2%）、なかでもサービス業および情報通信事業に属する割合が高いことが分かる（それぞれ23.8%、24.2%）。

(4) 会社設立からIPOまでの期間

図表5は、会社設立からIPOまでの期間を示したものである。同図表に示すように、会社設立からIPOまでの期間は平均16.8年、中央値で12.5年である。しかしながら、これらの値は、ジャスダックでIPOを行う社歴の長い企業の存在によって押し上げられて

図表4 IPO企業の業種

	ジャスダック		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	
	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%
水産・農林業	1	0.2%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.1%
建設業	7	1.6%	3	1.5%	3	2.1%	0	0.0%	1	10.0%	0	0.0%	14	1.7%
食料品	7	1.6%	2	1.0%	2	1.4%	0	0.0%	0	0.0%	1	8.3%	12	1.4%
パルプ・紙	2	0.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	0.2%
化学	16	3.6%	1	0.5%	2	1.4%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	19	2.2%
ガラス・土石製品	1	0.2%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.1%
鉄鋼	1	0.2%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.1%
非鉄金属	2	0.5%	0	0.0%	1	0.7%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	3	0.4%
金属製品	5	1.1%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	10.0%	0	0.0%	6	0.7%
機械	23	5.2%	4	1.9%	1	0.7%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	28	3.3%
電気機器	31	7.0%	9	4.4%	3	2.1%	0	0.0%	0	0.0%	1	8.3%	44	5.2%
精密機器	10	2.3%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	8.3%	11	1.3%
輸送用機器	3	0.7%	1	0.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	4	0.5%
医薬品	2	0.5%	6	2.9%	2	1.4%	1	3.0%	0	0.0%	0	0.0%	11	1.3%
その他製品	15	3.4%	3	1.5%	1	0.7%	1	3.0%	0	0.0%	0	0.0%	20	2.4%
製造業合計	126	28.6%	29	14.1%	15	10.3%	2	6.1%	2	20.0%	3	25.0%	177	20.9%
卸売業	46	10.4%	9	4.4%	10	6.9%	3	9.1%	2	20.0%	0	0.0%	70	8.3%
小売業	69	15.6%	20	9.7%	18	12.4%	7	21.2%	0	0.0%	1	8.3%	115	13.6%
サービス業	82	18.6%	59	28.6%	49	33.8%	6	18.2%	1	10.0%	4	33.3%	201	23.7%
情報・通信業	75	17.0%	70	34.0%	46	31.7%	8	24.2%	2	20.0%	4	33.3%	205	24.2%
倉庫・運輸関連業	1	0.2%	2	1.0%	1	0.7%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	4	0.5%
陸運業	2	0.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	0.2%
不動産業	40	9.1%	16	7.8%	6	4.1%	7	21.2%	3	30.0%	0	0.0%	72	8.5%
電気・ガス業	0	0.0%	1	0.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.1%
非製造業合計	315	71.4%	177	85.9%	130	89.7%	31	93.9%	8	80.0%	9	75.0%	670	79.1%
総合計	441	100.0%	206	100.0%	145	100.0%	33	100.0%	10	100.0%	12	100.0%	847	100.0%

図表5 会社設立からIPOまでの期間

(単位：年)

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75 パーセン タイル	中央値	25 パーセン タイル	最小値
ジャスダック	467	22.58	14.65	71.5	31.6	20.4	10.8	2.0
東証マザーズ	210	8.80	5.86	30.8	10.9	7.2	4.7	1.9
大証ヘラクレス	154	12.87	11.03	57.7	16.5	9.2	5.3	1.4
名証セントレックス	34	11.52	8.52	35.6	15.2	8.3	5.9	1.9
福証 Q-Board	10	9.50	3.30	15.5	11.5	9.8	6.6	3.8
札証アンビシャス	12	10.03	9.00	32.7	16.0	6.6	4.2	3.1
合計	887	16.79	13.30	64.5	23.6	12.5	6.4	1.4

いる。ジャスダック以外の5市場では、中央値となる企業のIPOまでの期間が10年未満であり、これら5市場に上場しているIPO企業の50%以上が10年未満でIPOを果たしていることが分かる。

2. IPO 企業の特徴

(1) IPO 企業の規模

続いて、IPO企業887社の規模（売上高、経常利益、総資産、従業員数）についてみておこう³⁾。図表6は、これらの変数について、市場ごとの平均値ならびに標準偏差、最大値、75パーセンタイル、中央値、25パーセンタイル、最小値を示したものである。

同図表からは、平均的なIPO企業像として、売上高105億円、経常利益6億円、総資産76億円、従業員261人といった規模の企業が浮かび上がる⁴⁾。また、一括りにIPO企業といっても様々な規模があり、最も大きなところで売上高4,331億円、経常利益292億円、総資産2,636億円といった一部上場企業に遜色のない企業も存在する一方で、売上高および総資産が1億円前後の企業も存在する。

また、同図表からは、市場によって、IPO企業の規模に差異がみられることも分かる。ジャスダックにおいてIPOを行う企業の規模が最も高く、次いで、大証ヘラクレスや東証マザーズや名証セントレックスといった市場にIPOを行う企業の規模が大きいことがうかがえる。これに対して、福証Q-Board

や札証アンビシャスでIPOを行う企業の規模は小さい。これは、これらの市場に上場する企業の多くが地域に基盤をおく企業であり、企業の商圈や市場が限定されている結果、企業規模が小さくなっているためと考えられる。なお、このような市場間におけるIPO企業の規模の違いは、後述するIPOによる調達資本の金額の違いにも表れている。

新興市場の間で、①属している企業の数（図表1）、②IPOの数（図表2）、③IPO企業の規模（図表6）に差異がみられるということは、これらの差異が生じる要因に関する考察が必要であることを示唆している。考えられる要因としては、①公開基準の違い、②各市場に対するIPO企業の認知・認識度の違い、③IPOのコストの違い、④各市場の取引量の違いといったものがあげられる。

(2) IPO 企業のパフォーマンス（ROA，ROE）

IPO企業のパフォーマンスについては、総資本経常利益率（ROA）と自己資本利益率（ROE）でみている⁵⁾。図表7をみると、IPO企業のROAは、平均値で14.6%（標準偏差：11.4%）、ROEは平均値で27.5%（標準偏差：26.2%）となる⁶⁾。ただ、平均値については、ROA、ROEともに値の大きな企業の存在の影響によって値が大きくなるので、中央値も参考に、IPO企業のパフォーマンスを捉えると、IPO企業の1つの目安として、ROAで10～15%前後、ROE

新規株式公開企業の特徴(赤石)

図表 6 IPO 企業の規模ならびに業績

売上高

(単位：百万円)

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75 パーセン タイル	中央値	25 パーセン タイル	最小値
ジャスダック	467	15,307	31,622	433,186	16,013	7,625	4,266	38
東証マザーズ	210	4,172	8,776	68,267	3,673	1,693	980	103
大証ヘラクレス	154	7,038	24,028	261,897	5,154	2,582	1,077	170
名証セントレックス	34	4,472	4,774	17,936	4,618	3,148	1,025	425
福証 Q-Board	10	1,964	1,583	4,999	3,237	1,753	558	233
札証アンビシャス	12	1,076	1,262	4,707	1,326	725	244	172
合計	887	10,477	25,921	433,186	10,127	4,336	1,737	38

経常利益

(単位：百万円)

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75 パーセン タイル	中央値	25 パーセン タイル	最小値
ジャスダック	467	899	1,811	29,297	867	503	318	-1,233
東証マザーズ	210	277	784	7,620	342	189	80	-5,295
大証ヘラクレス	154	478	1,214	12,131	380	212	103	-680
名証セントレックス	34	264	313	1,489	294	157	89	6
福証 Q-Board	10	91	94	263	158	45	18	11
札証アンビシャス	12	76	50	151	118	89	27	-1
合計	887	634	1,488	29,297	621	329	158	-5,295

総資産

(単位：百万円)

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75 パーセン タイル	中央値	25 パーセン タイル	最小値
ジャスダック	466	10,479	20,887	263,686	10,562	5,405	2,864	409
東証マザーズ	210	3,952	11,728	142,833	2,624	1,353	914	140
大証ヘラクレス	153	5,703	22,835	238,820	3,309	1,694	949	209
名証セントレックス	34	3,008	3,148	11,592	3,963	1,820	714	303
福証 Q-Board	10	1,751	1,820	5,840	2,829	1,142	470	92
札証アンビシャス	12	1,397	2,868	10,348	1,141	347	256	99
合計	885	7,596	19,027	263,686	6,819	2,986	1,282	92

従業員数

(単位：人)

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75 パーセン タイル	中央値	25 パーセン タイル	最小値
ジャスダック	466	365	695	6,245	358	184	86	10
東証マザーズ	208	123	426	5,890	93	50	32	3
大証ヘラクレス	153	193	648	7,487	151	72	32	8
名証セントレックス	34	118	188	1,042	129	55	33	6
福証 Q-Board	10	58	38	120	92	47	24	14
札証アンビシャス	11	51	65	183	33	27	18	8
合計	882	261	631	7,487	243	104	44	3

で 20～30% という企業像を念頭に置くことができる。

(3) 財務政策（資本構成および配当政策）

IPO 企業の財務政策を考えるため、IPO

企業の自己資本比率と配当性向についてもみておく。図表 8 は、IPO 時点における企業の自己資本比率と配当性向を示したものである。

まず、資本構成であるが、IPO 企業全体

図表7 IPO企業のROAとROE

総資本経常利益率（ROA）

（単位：％）

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75 パーセン タイル	中央値	25 パーセン タイル	最小値
ジャスダック	460	12.40	8.88	59.21	16.05	10.18	6.36	0.66
東証マザーズ	190	18.99	16.13	81.76	25.01	14.02	7.56	0.13
大証ヘラクレス	146	14.30	9.51	41.18	19.40	13.19	6.68	0.56
名証セントレックス	34	11.66	8.62	37.23	15.43	9.88	5.27	0.80
福証 Q-Board	10	6.57	4.32	14.70	10.11	5.37	3.27	1.26
札証アンビシャス	11	16.10	15.64	52.59	18.12	11.23	5.98	1.00
合計	851	14.15	11.39	81.76	17.85	10.81	6.62	0.13

自己資本純利益率（ROE）

（単位：％）

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75 パーセン タイル	中央値	25 パーセン タイル	最小値
ジャスダック	453	25.98	22.19	155.60	31.85	19.70	11.60	0.80
東証マザーズ	183	33.49	30.92	158.50	47.00	24.79	11.50	-36.50
大証ヘラクレス	134	22.95	27.88	151.80	32.25	20.75	12.83	-194.60
名証セントレックス	33	30.76	22.18	36.30	50.40	29.10	10.15	1.10
福証 Q-Board	9	15.17	10.75	28.60	26.10	15.80	2.56	2.00
札証アンビシャス	11	43.13	55.49	173.90	42.00	26.30	4.90	2.00
合計	823	27.46	26.15	173.90	34.70	21.20	11.60	-194.60

図表8 IPO企業の自己資本比率と配当性向

自己資本比率

（単位：％）

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75 パーセン タイル	中央値	25 パーセン タイル	最小値
ジャスダック	466	35.25	19.58	95.70	48.18	32.10	19.88	-3.86
東証マザーズ	210	47.36	23.21	94.00	63.13	48.05	27.03	-19.80
大証ヘラクレス	153	48.05	24.75	95.00	69.15	46.90	29.85	-20.30
名証セントレックス	34	36.21	23.91	87.90	54.98	29.00	17.13	4.20
福証 Q-Board	10	23.55	21.41	61.40	43.90	18.35	8.90	-9.50
札証アンビシャス	12	46.02	30.28	94.00	75.90	46.60	21.00	2.50
合計	885	40.39	22.62	95.70	56.80	37.10	21.50	-20.30
一部・二部市場（参考）	1,657	45.66	19.80	98.60	59.85	43.90	30.60	-30.20

**一部・二部市場（参考）のデータについては、2007年3月末決算の企業のデータを用いている。

配当性向

（単位：％）

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75 パーセン タイル	中央値	25 パーセン タイル	最小値
ジャスダック	344	17.87	29.66	500.00	21.58	12.65	7.00	0.80
東証マザーズ	41	15.88	13.14	59.20	18.80	12.30	7.35	2.30
大証ヘラクレス	62	23.66	50.88	407.00	24.83	14.72	8.55	0.50
名証セントレックス	7	16.63	19.35	57.70	22.80	11.00	3.50	1.90
福証 Q-Board	—	—	—	—	—	—	—	—
札証アンビシャス	—	—	—	—	—	—	—	—
合計	458	18.44	32.12	500.00	21.73	12.73	7.41	0.50
一部・二部市場（参考）	1,367	51.84	126.07	2,304.10	49.10	32.80	23.70	-85.20

* Q-Board, アンビシャスについては、配当性向に関するサンプルが「5」未満であったため、記載していない。

**一部・二部市場（参考）のデータについては、2007年3月末決算の企業のデータを用いている。

の自己資本比率の平均値は、40.4%となっている。単純な比較はできないが、一部・二部市場上場非金融企業の自己資本比率（2007年度3月末決算期企業1,657社『有価証券報告書』記載データ）は45.7%である。ここからは、IPO企業と一部・二部上場企業との資本政策に差異はないようにみえる。しかし、中小・ベンチャー企業では資本調達先が限定され、負債資本の調達がままならないがために、それが一部・二部上場企業と表面上は変わりのない自己資本比率を形成している可能性がある。そのため、自己資本比率が類似しているからといって、両企業の資本政策に差異がないと断定することできない。また、市場ごとの差異をみた場合には、ジャスダック上場企業、名証セントレックス上場企業、福証Q-Board上場企業において、自己資本比率が低い傾向にあることがうかがえる。

他方、IPO企業の配当状況である。IPO企業のうち、配当を行っている企業の配当性向の平均値は18.4%となっている⁷⁾。これに対して、一部・二部市場上場企業の配当性向（出所：自己資本比率に同じ、1,367社）は平均51.8%である。ここから、IPO企業においては、成長機会や投資機会があるために、配当を抑制し、より積極的に内部留保を行う配当政策を採っていることがうかがえる。

おく。図表9は、IPO企業が2010年3月時点において、どの市場に上場しているかを示したものである。同図表では、IPO企業の現状を、①上場廃止、②変わらず、③二部市場への指定替え、④一部市場への指定替えという形で表している。

同図表より、まず全体の72.9%がIPO時に上場した市場に継続して上場していることが分かる。本分析におけるサンプル企業のIPOの時期は最も早くて2001年4月であるから、IPO後9年未満の企業の多くは、IPOを行った市場に留まり続けるということになる。

その一方で、理由は様々であろうが、一旦IPOを行ったものの、後に非公開となるケースも14.5%と少なからずみられる。非公開となるまでの期間は、IPOから平均4.5年（サンプル数117社、標準偏差1.9年）、最短で1年であった。

また、新興市場でのIPOの後、二部市場や一部市場への指定替えを行う企業も12.5%存在する。その割合は、ジャスダックおよび東証マザーズでIPOを行った企業において、高くなる。既存市場向け市場への指定替えとなるまでの期間は、IPOから平均2.3年（サンプル109社、標準偏差1.18年）、最短で0.8年であった。

(4) IPO企業の現状（IPO後の状況）

最後に、IPO企業の現状についてもみて

図表9 IPO企業の2010年3月末時点での状況

	非公開 (上場廃止)		変わらず		二部市場へ 指定替え		一部市場へ 指定替え		合計	
	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%
ジャスダック	63	13.5%	333	71.3%	27	5.8%	44	9.4%	467	100.0%
東証マザーズ	24	11.4%	158	75.2%	0	0.0%	28	13.3%	210	100.0%
大証ヘラクレス	36	23.4%	108	70.1%	4	2.6%	6	3.9%	154	100.0%
名証セントレックス	4	11.8%	28	82.4%	2	5.9%	0	0.0%	34	100.0%
福証Q-Board	0	0.0%	10	100.0%	0	0.0%	0	0.0%	10	100.0%
札証アンビシャス	2	16.7%	10	83.3%	0	0.0%	0	0.0%	12	100.0%
全体	129	14.5%	647	72.9%	33	3.7%	78	8.8%	887	100.0%

3. 株式の募集と売り出し

(1) IPO で販売される株式の性質

① 株式の募集と売り出し

IPO では、①会社がIPOに際して新たに発行する株式と、②既存の株主が保有する株式に対する株式に対する買い手が公に募集される。いずれも証券会社がこれらの株式の引き受けを行い、一般投資家に販売することになる。そして、前者の新規発行された株式に対する買い手の募集を「株式の募集」といい、後者の既存株主の保有株式（発行済株式）に対する募集を「売出」という。ただ、株式の募集にせよ、売り出しにせよ、株式が販売されるタイミングは同じであり、また含まれる権利も同じであるため、その性質に何ら変わりはなく、付される価格も同じである。違いは、株式の募集の場合、株式の購入者が払い込んだお金が会社の資本となるのに対して、売出の場合には、保有株を売りに出した株主の手元に行くという点である。

また、IPOの際に、当初の募集・売出自定株数を大きく超える必要がある場合がある。このような場合、市場での需給環境が悪化し、株価が上がりすぎるなどの問題が生じる。そのため、主幹事証券会社が発行会社の大株主などから一時的に株式を借りて、募集・売出と同じ条件で追加的に投資家に販売する仕組みが存在する。これをオーバーアロットメントといい、IPOによってはオーバーアロットメントによる売出がなされる場合がある。なお、オーバーアロットメントによる追加的

な販売株数は、募集・売出株数の15%までに制限されている。

② 株式の募集と売出の割合

このように、IPOでは、新規発行された株式と既存の株主が売りに出した保有株式が適宜組み合わせられて、広く一般に販売されることになる。図表10は、サンプル企業のIPOにおける募集と売出の割合を示したものである。同図表に示すように、IPOを通じて販売される株式の63.5%が新株発行によるものであり、残りの36.5%（うちオーバーアロットメントによる売出3.9%）が既存株主の保有株式の売り出しとなる。

(2) IPOによる資本調達額と調達資本の利用使途

① IPOによる資本調達額

図表11は、IPOによる資本調達額を示したものである⁸⁾。同図表からは、IPOを通じて、企業が平均11.7億円を新規調達していることがわかる。また、市場間の違いに目を向けると、いわゆる新興三市場（ジャスダック、東証マザーズ、大証ヘラクレス）でIPOを行った企業の平均調達額が約10億円から15億円であるのに対して、それ以外の新興市場での平均調達額は10億円を下回り、福証Q-Boardや札証アンビシャスでは1億円ないし2億円の調達額となっている。また、調達金額が50億円を超えるような大型のIPOについても、新興三市場のいずれかで行われている。ここに、市場間において、

図表10 株式の募集と売出の割合

(単位：%)

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75 パーセント タイル	中央値	25 パーセント タイル	最小値
株式の募集	887	63.51	20.98	100.00	78.00	62.00	50.00	0.00
株式の売出	887	32.60	19.99	100.00	47.00	33.00	18.00	0.00
株式の売出(オーバーア ロットメント)	887	3.91	5.64	17.00	11.00	0.00	0.00	0.00

図表 11 IPO による資本調達額

(単位：百万円)

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75 パーセント タイル	中央値	25 パーセント タイル	最小値
ジャスダック	443	1,133	3,698	54,875	948	506	275	55
東証マザーズ	208	1,411	2,155	17,997	1,397	704	354	33
大証ヘラクレス	150	1,230	3,869	35,331	818	444	243	63
名証セントレックス	33	584	608	3,466	700	462	286	129
福証 Q-Board	10	162	113	364	227	130	74	43
札証アンビシャス	12	176	125	439	246	169	63	35
合計	856	1,172	3,297	54,875	964	508	275	33

IPO による調達金額に差異がみられることが確認できる⁹⁾。

② 調達資本の使途

調達した資本の使途としては、「運転資金」、「設備投資」、「システム投資」、「子会社への投融資」、「提携」、「M&A」、「製品・研究開発」、「広告宣伝」、「借入金の返済」、「採用・教育」、「海外拠点の確立」など、企業によって様々である。さらには、「現時点において具体的な使途はなく、具体的な資金需要発生まで安全性の高い金融資産で運用する」と明記している企業もある。

手取金の使途として最も高い割合を示すのが「設備投資」であり、全体の調達金額の 36.7% を占める。次いで高い割合を示すのが「運転資金」であり、19.5% となる。以下、「借入金の返済」(12.8%)、「将来の資金需要に備えて安全な金融商品で運用」(8.6%)、「製品開発および研究開発」(6.5%)、「子会社への投融資、提携、営業権の取得」(3.4%)、「システム投資」(2.8%) が続く^{10),11)}。

(3) ロックアップ契約の有無

ロックアップ契約とは、IPO に先立ち、会社役員、ベンチャー・キャピタル（以下、VC）などの IPO 前の主要株主が IPO 後に一定期間、市場で保有株を売却することができないように契約を交わす制度である¹²⁾。この仕組みには、IPO 直後に、既存の株主の

保有する株式が流通市場に供給されることを防ぎ、株式の需給バランスをとるねらいがある。

本サンプル企業 887 社中、318 社 (35.9%) がロックアップ契約を結んでおり、その期間は 1 社を除き、180 日であった。

4. IPO 企業の所有構造

本節では、IPO 企業の株主構成について明らかにしていく。ここで IPO 企業の株主構成について考察するのは、①目論見書自体が全株主の持株割合を記載した詳細なデータ源であること、そして② IPO 企業が今後成長する過程で、株主の高度分散化および所有と経営の分離を果たしていくと考えれば、その時系列の変化をたどるためにはまず IPO 時の株主構成について知る必要があり、また種々の IPO のメリット（創業者利得の獲得や株式の流通性の向上など）を考える場合にも、IPO 企業における株主構成を踏まえる必要があると考えられるからである。

(1) IPO 企業の株主構成の概要

目論見書の「第二部 企業情報」、「第 4 提出会社の状況」の「1. 株式等の状況」、「(1) 所有者別状況」より、IPO 時点における企業の株主構成を把握する。図表 12 は、同データに基づく IPO 企業の株主構成を示したものである。同図表からは、IPO 企業において、個人と他法人（事業会社）の株式

所有割合（59.1%および34.9%）と高いことが分かる。このデータは、各証券取引所が毎年取りまとめる『株式分布調査』とも比較することができ、このIPO企業の株主構成の特徴は全上場企業の株主構成データ（図表12下段）と比較すると、より明確なものとなる。

(2) IPO企業の株主構成の詳細

上記の「所有者別状況」にみる株主構成は、大まかなカテゴリーによる分類データであり、ここから更に詳細な分析を行うことは難しい。例えば「個人の所有割合が高いとして、それは少数の大株主によって達成されているのか、それとも多数の小株主の集合なのか」、あるいは「他事業会社の所有割合が高いとして、その影響力はどの程度か」といった考察を行うことは困難である。

そこで、次に全株主の名称と所有割合を記載している、目論見書「第四部 株式公開情報」の「第3 株主の状況」より、IPO企業における株主構成の詳細、例えば個人の内訳や事業会社の内訳を明らかにしていく¹³⁾。

① 親会社および人的資本的関係会社

まず、IPO企業の10.0%（89社／887社）で、「親会社」の存在が認められた。親会社が存在する企業において、親会社の持株割合は平均68.5%（標準偏差：16.2%）である。また、「人的資本的関係会社」が21.0%（186社／887社）の企業の株主構成中に存在し、その持株割合は平均26.2%（標準偏差：27.2%）であった¹⁴⁾。したがって、IPO企業における他法人会社の持株割合の高さの一因は、親会社や人的資本的関係会社の存在にあると考えられる。

② 代表取締役とその一族

次いで、個人の内訳である。IPO企業の「株主の状況」をみると、個人名として頻出するのが、「代表取締役」である。代表取締役が自社株を保有する企業は全体の98.7%（875社／887社）に達し、その持分割合は平均33.1%（標準偏差：24.6%）となっている。なかには、代表取締役がほぼ全ての株式（98.0%）を所有する企業も存在する。

また、代表取締役の家族（配偶者および二親等内の血族）が株主となっている企業も

図表12 IPO企業の株主構成概要

（単位：％）

	度数	政府・地方公共団体		金融機関		証券会社		他法人		外国人		個人	
		平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
ジャスダック	467	0.01	0.01	3.61	5.02	0.23	0.97	34.41	29.13	1.95	9.03	59.80	29.35
東証マザーズ	210	0.08	0.80	1.53	5.14	0.89	6.56	34.28	27.44	4.95	13.82	58.26	30.12
大証ヘラクレス	154	0.00	0.00	1.87	6.17	0.37	1.54	37.79	29.60	3.85	10.86	56.12	30.66
名証セントレックス	34	0.00	0.00	1.32	2.59	0.04	0.14	32.24	24.23	1.07	3.33	65.32	24.70
福証Q-Board	10	0.00	0.00	0.59	1.86	0.00	0.00	12.86	13.38	0.28	0.89	86.27	13.25
札証アンビシャス	12	0.00	0.00	0.98	1.82	0.14	0.47	53.36	34.45	0.18	0.43	45.34	33.69
全体	887	0.02	0.39	2.66	5.24	0.40	3.34	34.89	28.73	2.91	10.51	59.11	29.71
2002年3月末時点の上場企業	2,656	0.2		39.4		0.7		21.8		18.3		19.7	
2003年3月末時点の上場企業	2,661	0.2		39.1		0.9		21.5		17.7		20.6	
2004年3月末時点の上場企業	2,679	0.2		34.5		1.2		21.8		21.8		20.5	
2005年3月末時点の上場企業	2,775	0.2		32.7		1.2		21.9		23.7		20.3	
2006年3月末時点の上場企業	2,843	0.2		31.6		1.4		21.1		26.7		19.1	
2007年3月末時点の上場企業	2,937	0.3		31.1		1.8		20.7		28.0		18.1	
2008年3月末時点の上場企業	2,957	0.4		30.9		1.6		21.3		27.6		18.2	
2009年3月末時点の上場企業	2,909	0.4		32.4		1.0		22.4		23.6		20.1	
2010年3月末時点の上場企業	3,694	0.3		30.6		1.6		21.3		26.0		21.0	
9ヶ年の平均値		0.3		33.6		1.3		21.5		23.7		19.7	

*下段の上場企業の株主構成データ源は、各年度の『株主分布調査』である。

48.5% (430 社/887 社) 存在しており、その持分割合は平均 9.2% (標準偏差: 10.5%) である。結果、先の代表取締役とその家族が自社株を保有する企業は全体の 98.8% (876/887 社) となり、平均 37.6% (標準偏差: 27.2%) 保有していることになる。したがって、IPO 企業における個人の持株割合の高さの一因は、代表取締役(≒創業者)とその一族の株式保有にあるといえる。

③ 内部関係者

さらに、代表取締役以外の取締役が株式を所有している IPO 企業も 98.0% (869 社/887 社) と多く、その持株割合は平均 11.4% (標準偏差: 13.4%) となっている。また、取締役の家族が出資している企業も 16.9% (150 社/887 社) 存在し、持株割合は平均 4.8% (標準偏差: 9.3%) となっている。これら取締役とその家族が自社株を保有する企業は全体の 98.1% (870/887 社) となり、その持株割合は 1 社平均 12.3% (標準偏差: 14.6%) となる。

また、IPO 企業では、従業員も株主となるケースも 96.84% と多い (859 社/887 社)。その多くは従業員持株会を通じた所有であるが、従業員が個人株主として名を連ねている企業もかなり多い。これら従業員の持株割合は 1 社平均 6.7% (標準偏差: 7.0%) である。

ここでみた代表取締役と取締役、それら家族及び従業員は、会社経営に携わる者あるいはその近親者という意味で、内部関係者と捉えることもできる。ここで、IPO 企業におけるこれら内部関係者の持株割合を算定すると、平均 56.0% (標準偏差: 31.4%) となり、これら内部関係者が IPO 企業における個人株主の多数を占めているとも考えられる。そしてまた、この一連のデータから、IPO 企業の多くにおいては、創業から IPO に至るまでの基本的特徴が所有と経営の一致にあ

ること、そして、IPO によって創業者のみならず、取締役や従業員といった内部関係者が IPO による株主のメリットを享受できることが再確認できる。

④ VC

目論見書データには、全株主が記載されている。そこで、ベンチャー企業の資本調達先として、重要な位置を占めると考えられている VC の存在についても、同データより明らかにすることを試みた。

その結果、IPO 企業の 73.3% (650 社/887 社) において、VC の存在が確認された¹⁵⁾。また、IPO 時点で、IPO 企業 1 社あたり平均 6.74 (標準偏差 6.10) の VC が出資しており、IPO 企業 1 社における全 VC の持株割合は、平均 12.8% (標準偏差: 12.0%) となっていた。

(3) 支配株主概念による IPO 企業の分類

① 支配株主概念

一括りに IPO 企業といっても、その株主構成には違いがあり、これら企業の特徴や IPO 後の行動を捉えていくためには、株主構成の違いを踏まえておく必要がある。そこで、ここでは「支配株主」という概念を中心におき、IPO 企業の類型化を図ることにする。なお、ここで「支配株主」とは、持株割合が 15% 以上の株主を有する株主をいう¹⁶⁾。本サンプル企業 887 社において、支配株主が存在する割合は 95.3% (=845 社/887 社) である。そして、1 社あたりの支配株主数の平均は 1.48 (標準偏差: 0.63)、また 1 社当たりの、支配株主の持株割合の平均は 56.7% (標準偏差: 20.3%) となっている。ここから、IPO 企業の特徴が少数の株主による支配にあることが、データの的にも裏付けられる。

② 支配株主概念による IPO 企業の分類

図表 13 は、上記の「支配株主」に基づいた IPO 企業の 4 類型による分布を描いたものである¹⁷⁾。

第 1 の類型は、「会社支配型企业」である。この企業群には、①親会社が存在しているか、または②人的資本関係会社を含むその他企業（役員出資会社を除く）が、支配株主として存在する企業が属することになる。本サンプルでは、19.6%の企業がこの企業群に属している（174 社／887 社）

第 2 の類型は、「内部関係者統治型企业」である。この企業群には、代表取締役ないしその家族、取締役ないしその家族、従業員といった内部関係者が支配株主となっている企業が含まれる。本サンプルでは、59.4%の企業がこの企業群に属している（527 社／887 社）。なお、内部関係者統治型企业群の 90.0%（469 社／527 社）が代表取締役ないしその家族を第 1 の支配株主とするため、「内部関係者統治型企业群≡代表取締役支配型企业群」とも捉えられる。また、IPO 時点での代表取締役が創業者であるとするならば、創業者支配型企业群と捉えることもできよう。

第 3 の類型は「外国人および VC 支配型企业」である。この企業群には、外国企業や外国人や VC などが支配株主となっている企業が含まれる。これらの企業群は、いわゆる「企業価値の創造」や「株主価値の創造」と

いった資本市場の論理を特に追求する株主が所有する企業と考えることもできる。本サンプルの 2.4%がこの企業群に属している（21 社／887 社）。

4 つめの類型は「支配株主をもたない企業」である。すなわち、15%以上の株式を保有する株主が存在しない企業群であり、上の 3 類型と比べて、所有と経営の分離が進んだ企業群といえる。本サンプルでは、4.7%の企業がこの企業群に属している（42 社／887 社）。

③ 会社支配型企业と内部関係者統治型企业の違い

ここでは先にみた IPO 企業の 4 類型のうち、わが国の IPO 市場の大多数（79.0%）を構成する会社支配型企业群と内部関係者統治型企业群の IPO 時点での特徴について、両者を見比べながらみていく。図表 14 は、主だった項目（株主構成、規模、財務政策、IPO による資本調達額、パフォーマンス）における会社支配型企业群と内部関係者統治型企业群の差異について検討したものである。

株主構成については、図表 14 に示すように、支配株主数の平均がいずれも 1.3～1.4 と大きく変わらないものの、支配株主が保有する持株割合において、両グループ間で統計的に有意な差異が認められた（会社支配型 65.3%：内部関係者統治型 53.4%）。このことは、会社支配型企业において、少人数の大

図表 13 支配株主別にみた IPO 企業の分布

	会社支配型企业群		内部関係者統治型企业群		外国人・VC 支配型企业群		支配株主をもたない企業群		その他		合計	
	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%
ジャスダック	96	20.6%	278	59.5%	10	2.1%	23	4.9%	60	12.8%	467	100.0%
東証マザーズ	34	16.2%	122	58.1%	8	3.8%	14	6.7%	32	15.2%	210	100.0%
大証ヘラクレス	34	22.1%	90	58.4%	3	1.9%	3	1.9%	24	15.6%	154	100.0%
名証セントレックス	4	11.8%	24	70.6%	0	0.0%	2	5.9%	4	11.8%	34	100.0%
福証 Q-Board	0	0.0%	8	80.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	20.0%	10	100.0%
札証アンビシャス	6	50.0%	5	41.7%	0	0.0%	0	0.0%	1	8.3%	12	100.0%
全体	174	19.6%	527	59.4%	21	2.4%	42	4.7%	123	13.9%	887	100.0%

図表 14 会社支配型企業群と内部関係者統治型企業群の比較 1

	会社支配型企業群 (174 社)			内部関係者統治型企業群 (527 社)			t 検定による 統計的差異
	度数	平均値	標準偏差	度数	平均値	標準偏差	
株主構成について							
支配株主の数	174	1.32	0.51	527	1.39	0.58	
支配株主の持株割合 (%)	174	65.26%	22.69%	527	53.35%	19.29%	***
出資 VC の数	89	5.57	6.51	411	6.59	5.57	
VC の持株割合 (%)	89	9.75%	9.75%	411	11.09%	9.52%	
規模について							
売上高(百万円)	174	12,755.55	25,491.12	527	9,363.91	23,971.17	
経常利益(百万円)	174	693.69	1,445.13	527	594.68	1,085.43	
総資産(百万円)	173	9,523.35	23,597.80	526	6,451.25	13,115.70	
従業員数(人)	172	248.19	550.51	524	262.10	647.09	
財務政策について							
自己資本比率 (%)	173	40.69%	21.76%	526	38.93%	21.59%	
配当性向 (%)	90	19.01%	14.44%	296	18.57%	38.37%	
調達金額について							
手取金(百万円)	169	1,496.09	2,861.35	508	910.37	2,041.92	**
IPOにおける株式募集の割合 (%)	174	67.17%	23.72%	527	62.41%	19.17%	**
パフォーマンスについて							
総資産利益率 (%)	163	14.18%	10.97%	518	14.19%	11.47%	
自己資本利益率 (%)	161	29.55%	26.52%	497	27.76%	24.01%	

t 検定による統計的有意性：* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

株主による支配傾向がより強いことを示す。

規模ならびに財務政策については、①売上高、②経常利益、③総資産、④自己資本比率、⑤配当性向、といった財務指標からは、両グループ間に統計的に有意な差異は認めることができない。また、パフォーマンス（ROA、ROE）についても、両グループの間に統計的に有意な差異を認めることはできない。しかしながら、IPO による資本調達額については、会社支配型企業の手取金の平均値が約 15 億円であるのに対し、内部関係者統治型企業の手取金の平均値は約 9 億円と若干少なく、統計的に有意な差異が認められた。

また、「IPO を行った市場×支配株主グループ」マトリックス、「IPO 企業の現状×支配株主グループ」マトリックス、「ロックアップの有無×支配株主グループ」マトリックスについて、 χ^2 検定をおこなった。これらのマトリックスを示したものが、図表 15

である。

上場している市場については両グループ間に統計的な差異は見られなかったものの、IPO 企業の現状とロックアップの有無の分布については、両グループ間に、それぞれ 1%と 5%で有意な差異が認められた。ここから、支配株主が誰かによって、IPO 後の姿や IPO 時のロックアップ契約の有無に違いがあることが示された。図表 15 に示すマトリックスからは、会社支配型企業群の方が、IPO 後に再び非公開になる割合が高く、ロックアップ契約を設定する割合も高いことがうかがえる。

図表 15 会社支配型企業群と内部関係者統治型企業群の比較 2
上場市場

	会社支配型企業		内部関係者統治	
	度数	%	度数	%
ジャスダック	96	55.2%	278	52.8%
東証マザーズ	34	19.5%	122	23.1%
大証ヘラクレス	34	19.5%	90	17.1%
その他	10	5.7%	37	7.0%
全体	174	100.0%	527	100.0%

現在の状況

	会社支配型企業		内部関係者統治	
	度数	%	度数	%
非公開（上場廃止）	44	25.3%	70	13.3%
変わらず	108	62.1%	397	75.3%
二部市場へ指定替え	5	2.9%	16	3.0%
一部市場へ指定替え	17	9.8%	44	8.3%
全体	174	100.0%	527	100.0%

ロックアップ契約の有無

	会社支配型企業		内部関係者統治	
	度数	%	度数	%
ロックアップなし	105	60.3%	363	68.9%
ロックアップあり	69	39.7%	164	31.1%
全体	174	100.0%	527	100.0%

5. アンダープライシングとアンダーパフォーマンス

(1) アンダープライシング

① アンダープライシング

IPO 企業の取引初日の株価は、平均的に、公開価格よりも高い。これをアンダープライシングという。この現象は世界的に見受けられ、様々な論者が理論的、実証的検討を行っている^{18),19)}。

図表 16 は、IPO 企業の初期収益率（＝（初値－公開価格）／公開価格）を示したものであるが、平均で 78.0% の初期収益率が確

認された。つまり、公開価格で株式が割り当てられると、公開後、即座に売却することで平均 78.0% のリターンを獲得できる計算になる。中央値、25 パーセンタイル値でも、上記のような IPO 後即座に売却するという行動をとることで、プラスのリターンを獲得できるといえる²⁰⁾。

② ロックアップ契約とアンダープライシング

次いで、ロックアップ契約の有無とアンダープライシングの関係について検証すべく、同契約を設定している IPO 企業（以下、

図表 16 サンプル企業の初期収益率

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75 パーセンタイル	中央値	25 パーセンタイル	最小値
公開価格と初値のかい離 （初値－公開価格）／公開価格	880	78.04%	104.95%	773.00%	111.75%	43.00%	7.00%	－78.00%

図表 17 ロックアップ契約の有無と初期収益率

	ロックアップ条項の有無						t 検定による 統計的差異
	なし			あり			
	度数	平均値	標準偏差	度数	平均値	標準偏差	
公開価格と初値のかい離 (初値－公開価格)/公開価格	564	85.19%	111.55%	316	65.28%	90.79%	***

t 検定による統計的有意性：* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

ロックアップ企業) とそうでない IPO 企業 (以下, 非ロックアップ企業) の初期収益率を比較してみた。その結果を示したものが, 図表 17 である。

同図表に示すように, 非ロックアップ企業の方が初期収益率は統計的に有意に高い。つまり, 非ロックアップ企業の株式の方がよりアンダープライシングされる傾向が強いということになる。こうした傾向の 1 つの説明としては, 有力な株主が一定期間株式を保有し続けるロックアップ契約に応じることで, 企業に対する質に対するシグナルが発信され, 公開価格をより高く設定でき, 結果としてアンダープライシングの程度を軽減させるというものである²¹⁾。

③ 支配区分とアンダープライシング

支配株主によって IPO 企業を分類した場合に, 会社支配型企業群 (19.6%) と内部関係者統治型企業群 (59.4%) が大部分を占め

る。両グループ間でアンダープライシングの程度に差異がみられるかどうかを検証したものが, 図表 18 である。

同図表に示すように, これらのグループ間のアンダープライシングの程度に, 統計的に有意な差異は認められない。

しかしながら, サンプル数は少ないものの, 外国人・VC 支配型企業については, アンダープライシングの程度が他グループと比べて低く, 統計的に有意な差異が認められた²²⁾。VC の存在が IPO 企業の業績および株価パフォーマンスに与えるプラスの効果については, 様々な論者が指摘するところである (例えば, Megginson=Weiss, 1991, 船岡, 2007)。

(2) アンダーパフォーマンス

① アンダーパフォーマンス

アンダープライシング現象の他に, IPO にかかわる現象として, アンダーパフォーマンスと呼ばれるものがある。これは, 長期的

図表 18 支配株主による区分別の初期収益率

会社支配型企業群			内部関係者統治型企業群			外国人・VC 支配型企業群			支配株主を持たない企業群		
度数	平均値	標準偏差	度数	平均値	標準偏差	度数	平均値	標準偏差	度数	平均値	標準偏差
174	85.82%	120.08%	521	81.37%	105.89%	21	28.19%	58.80%	42	70.38%	92.42%

t 値

	会社支配型企業群	内部関係者統治型企業群	外国人・VC 支配型企業	支配株主を持たない企業群
会社支配型企業群		0.463	3.663 (***)	0.779
内部関係者統治型企業群	0.463		3.898 (***)	0.653
外国人・VC 支配型企業	3.663 (***)	3.898 (***)		-2.199 (**)
支配株主を持たない企業群	0.779	0.653	-2.199 (**)	

t 検定による統計的有意性：* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

にみた場合、IPO後の株価パフォーマンスが低下することであり、多くの研究によって指摘されるものである²³⁾。

ここでは、データの制約ならびに簡潔化の観点から、取引初日の終値を初値とし、 $((n \text{ 期間後の株価} - \text{初値}) / \text{初値})$ という形で、IPO企業の株価の長期パフォーマンスを測定し、ベンチマーク指標（日経平均株価、TOPIX、ジャスダック・インデックス）と比較している²⁴⁾。その結果を示したものが、図表19である²⁵⁾。

図表19からは以下のようなことが読み取れる。まず、IPOから1ヶ月ならびに6ヶ月にわたって保有した場合の平均収益率は、プラスであり、インデックス指標よりも高く、オーバーパフォームとなっている。

しかし、9ヶ月間保有した場合、平均収益率はマイナスに転じ、ベンチマークよりも低くなる。こうした傾向は、1年間保有し続けた場合も同様である。なお、中央値でみた場合には、1ヶ月の収益率からマイナスであり、長期間にわたり保有するほど、損失は拡大するようである。

② ロックアップ契約とアンダーパフォーム

次いで、ロックアップ契約の有無による株価パフォーマンスの違いについて検討してみる。ロックアップ契約が存在する場合、特定の株主は、180日間、保有株の売却を規制される。そのため、少なくともIPO後180日間については、ロックアップ企業の方が高パフォーマンスを得られると考えられる。

図表20は、ロックアップ契約の有無とIPO企業の株価パフォーマンスの有無を示したものである。同図表に示すように、ロックアップ企業と非ロックアップ企業との間で、1ヶ月間での収益率に差異はない。

しかし、ロックアップ期間が終了する6ヶ月後の収益率でみると、ロックアップ企業の株価パフォーマンスが、非ロックアップ企業に比べて、有意に低くなる。さらに、ロックアップ企業のパフォーマンスは、ベンチマークと比べて低く、アンダーパフォームの状態となっている。他方、非ロックアップ企業の6ヶ月後の収益率はオーバーパフォームとなっている。ロックアップの有無によるパ

図表19 IPO企業の株価の長期パフォーマンス

	度数	平均値	標準偏差	最大値	75パーセントイル	中央値	25パーセントイル	最小値
初値と1ヶ月後の株価のかい離								
(1ヶ月後の株価－初値)/初値	880	2.27%	51.97%	608.00%	14.09%	－11.40%	－26.34%	－60.00%
⇒日経平均の収益率	880	0.41%	5.73%	23.00%	4.12%	0.59%	－3.23%	－24.00%
⇒TOPIXの収益率	880	0.48%	5.19%	17.00%	4.00%	1.00%	－3.00%	－19.00%
⇒ジャスダック・インデックスの収益率	880	1.21%	7.82%	28.00%	5.65%	0.32%	－4.28%	－17.00%
初値と6ヶ月後の株価のかい離								
(6ヶ月後の株価－初値)/初値	880	5.29%	114.73%	1815.00%	18.32%	－19.19%	－47.72%	－100.00%
⇒日経平均の収益率	880	2.59%	15.24%	43.00%	10.86%	2.28%	－5.75%	－42.00%
⇒TOPIXの収益率	880	2.03%	14.98%	42.00%	9.26%	2.89%	－7.34%	－41.00%
⇒ジャスダック・インデックスの収益率	880	3.04%	21.29%	87.00%	15.76%	－1.45%	－13.63%	－33.00%
初値と9ヶ月後の株価のかい離								
(9ヶ月後の株価－初値)/初値	876	－1.48%	91.32%	947.00%	19.50%	－24.60%	－55.34%	－100.00%
⇒日経平均の収益率	876	3.53%	18.93%	50.00%	14.84%	2.84%	－8.17%	－45.00%
⇒TOPIXの収益率	876	2.75%	18.98%	49.00%	13.18%	2.10%	－9.69%	－44.00%
⇒ジャスダック・インデックスの収益率	876	4.31%	27.98%	98.00%	20.22%	－2.68%	－16.48%	－55.00%
初値と1年後の株価のかい離								
(1年後の株価－初値)/初値	869	－5.18%	102.25%	1139.00%	10.01%	－31.22%	－59.90%	－99.00%
⇒日経平均の収益率	868	3.86%	23.42%	58.00%	21.46%	4.28%	－15.37%	－57.00%
⇒TOPIXの収益率	868	3.21%	23.79%	56.00%	19.90%	2.16%	－17.23%	－53.00%
⇒ジャスダック・インデックスの収益率	868	5.05%	36.35%	142.00%	25.58%	－7.90%	－20.27%	－48.00%

図表 20 ロックアップ契約と IPO 企業の株価パフォーマンス

	ロックアップ条項の有無						t 検定による 統計的差異
	なし			あり			
	度数	平均値	標準偏差	度数	平均値	標準偏差	
初値と 1 ヶ月後の株価のかい離 (1 ヶ月後の株価－初値)/初値	563	1.19%	45.47%	317	4.18%	61.89%	
⇒日経平均の収益率との差	563	0.95%	45.09%	317	3.45%	61.57%	
⇒TOPIX の収益率との差	563	0.82%	45.00%	317	3.53%	61.48%	
⇒ジャスダック・インデックスの収益率との差	563	0.08%	43.38%	317	2.80%	60.57%	
初値と 6 ヶ月後の株価のかい離 (6 ヶ月後の株価－初値)/初値	563	12.18%	130.91%	317	－6.96%	76.84%	***
⇒日経平均の収益率との差	563	9.28%	128.85%	317	－9.00%	74.65%	***
⇒TOPIX の収益率との差	563	9.75%	128.91%	317	－8.27%	74.68%	**
⇒ジャスダック・インデックスの収益率との差	563	7.70%	124.87%	317	－7.43%	72.11%	***
初値と 9 ヶ月後の株価のかい離 (9 ヶ月後の株価－初値)/初値	563	3.39%	97.58%	313	－10.24%	78.21%	**
⇒日経平均の収益率との差	563	－1.35%	95.25%	313	－11.58%	74.69%	*
⇒TOPIX の収益率との差	563	－0.74%	95.19%	313	－10.50%	74.70%	*
⇒ジャスダック・インデックスの収益率との差	563	－3.44%	88.70%	313	－10.01%	70.12%	
初値と 1 年後の株価のかい離 (1 年後の株価－初値)/初値	560	0.09%	108.80%	309	－14.75%	88.54%	**
⇒日経平均の収益率との差	560	－5.58%	105.26%	309	－15.30%	84.67%	
⇒TOPIX の収益率との差	560	－5.19%	104.91%	309	－14.16%	84.41%	
⇒ジャスダック・インデックスの収益率との差	560	－8.26%	95.01%	309	－13.79%	78.50%	

t 検定による統計的有意性：* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

パフォーマンスの違いは、ロックアップ期間が完全に終了した 9 ヶ月後の収益率でみても確認できるが、この段階ではロックアップの有無に関わらず、平均的な収益率はアンダーパフォームとなる。こうした違いを生む 1 つの要因として、ロックアップ期間の終了に伴う株式の売却が考えられる。また、IPO 後の主要株主の退出が懸念されるからこそ、ロックアップが設定されているとも考えられる。

1 年間、株式を保有し続けた場合の収益率でみると、両グループの平均収益率に統計的な差異は認められなくなる。

③ 支配区分とアンダーパフォーマンス

図表 21 は、会社支配型企業と内部関係者統治型企業群のアンダーパフォーマンスの程度を示したものである。先にみたように、両群の間には、初期収益率（アンダープライシ

ング）に関して、統計的に有意な差異は認められなかった。同様に、1 ヶ月、6 ヶ月の期間でとった収益率に、有意な差異は認められない。しかし、9 ヶ月以降の収益率については、統計的な有意差が確認され、内部関係者統治型企業群の収益率が高くなる。ただ、9 ヶ月間と 1 年間の収益率は、両群ともにベンチマークと比べて低いパフォーマンスに終わっている。

図表 21 支配区分と IPO 企業の株価パフォーマンス

	会社支配型企业群			内部関係者統治型企业群			t 検定による 統計的差異
	度数	平均値	標準偏差	度数	平均値	標準偏差	
初値と1ヶ月後の株価のかい離 (1ヶ月後の株価－初値)/初値	173	2.49%	48.40%	521	1.04%	50.23%	
⇒日経平均の収益率との差	173	1.67%	47.97%	521	0.81%	49.92%	
⇒TOPIX の収益率との差	173	1.79%	47.78%	521	0.71%	49.84%	
⇒ジャスダック・インデックスの収益率との差	173	0.89%	46.49%	521	－0.06%	48.24%	
初値と6ヶ月後の株価のかい離 (6ヶ月後の株価－初値)/初値	173	－3.14%	70.15%	521	7.29%	124.66%	
⇒日経平均の収益率との差	173	－5.42%	69.71%	521	4.17%	122.72%	
⇒TOPIX の収益率との差	173	－4.95%	69.59%	521	4.79%	122.64%	
⇒ジャスダック・インデックスの収益率との差	173	－5.54%	65.46%	521	3.63%	119.10%	
初値と9ヶ月後の株価のかい離 (9ヶ月後の株価－初値)/初値	173	－13.37%	58.08%	519	2.93%	98.77%	***
⇒日経平均の収益率との差	173	－15.09%	57.23%	519	－1.89%	95.77%	**
⇒TOPIX の収益率との差	173	－14.41%	56.89%	519	－1.08%	95.60%	**
⇒ジャスダック・インデックスの収益率との差	173	－14.87%	51.11%	519	－3.12%	89.11%	**
初値と1年後の株価のかい離 (1年後の株価－初値)/初値	173	－21.53%	57.28%	513	1.38%	115.85%	***
⇒日経平均の収益率との差	173	－23.41%	56.28%	513	－3.72%	111.56%	***
⇒TOPIX の収益率との差	173	－23.09%	55.79%	513	－3.04%	111.21%	***
⇒ジャスダック・インデックスの収益率との差	173	－21.21%	50.44%	513	－5.93%	101.70%	**

t 検定による統計的有意性：* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

注

1) 本稿は、文部科学省 科学研究費補助金（若手研究B）「株式公開後のベンチャー・新興企業の財務構造とガバナンス構造の変化に関する実証分析」（課題番号：20730255）の助成を受けたものである。

また、本稿は、2001年4月1日から2008年3月31日までに新興市場においてIPOを行った非金融企業849社をサンプル企業として分析を行った赤石（2009）に、2008年4月1日から2010年3月31日までにIPOを行った38社を加えて追加的な分析を行ったものである。

2) 本分析で用いるサンプル企業887社の抽出は、有価証券データベースである『eol ESPer』の「コンテンツ検索」を通じて行っている。また、2010年3月末時点までに既存企業向け市場（いわゆる一部市場、二部市場）への指定替えを果たした企業および上場廃止となった企業も、サンプルに含めている。

3) 目論見書の「第二部 企業情報」、「第1 企業の概況」の「主要な経営指標等の推移」データを利用している。

4) 平均値と中央値に開きがあることに注意しなければならず、中央値でみると売上高43億円、経常利益3億円、総資産30億円、従業員数104人といった規模の企業像が現れる。

5) ROAについては、「経常利益/総資産」で計算。ROEについては、目論見書の「第二部 企業情報」、「第1 企業の概況」の「主要な経営指標等の推移」データを利用。また、ROEのサンプルからは、当該数値が1000%を超える2社を特異値として除外した。

6) なお、自己資本比率と自己資本利益率の間には、弱いながらマイナスの相関関係がみられた（相関係数：－0.1，5%有意）。

7) 無配の企業も多く、これらの企業の存在を加味すると、IPO企業の配当性向の平均値は、大きく減少する。

8) 同図表に示す調達金額は、「払込金額の総額」から「諸発行費用の概算額」を控除した「差引手取概算額」である。そして、ここでいう「払込金額の総額」は引受価額の総額であり、有価証券届出書提出時における想定発行価額を基礎として算出された見込価額である。

9) IPOによる資本調達金額と企業の規模の間に

は、プラスの関係が見出せる。先にみた3つの規模尺度(①売上高, ②経常利益, ③総資産, ④従業員数)と、IPOによる資本調達額に関する相関分析を行ったところ、いずれの規模変数に対しても、1%有意でプラスの関係がみられた。

- 10) 企業によっては、これらの個別項目ごとに金額を区分するのではなく、「研究開発及び新規採用に〇〇百円」というように、複数の項目を併せて充当予定金額を明示している場合がある。このような場合には、当該項目を1つの使途として考え、その充当割合を計算している。例えば、上記の「研究開発及び新規採用」といった場合、「研究開発」と「新規採用」にその金額を重複計上したり、按分計上せず、「研究開発及び新規採用」を1つの使途として考え、充当割合を計算している。
- 11) また、不動産業に属する企業においては「匿名組合への投融資」が、本稿での分析対象ではないが金融業において、「自己資本の充実」や「財務体質の強化」が、調達資本の利用使途として多くみられる。
- 12) イギリスではロックイン(lock-in)と表現され、わが国では2000年12月8日に東証マザーズに上場したバイオテクノロジーが初めてロックアップ契約を採用している。
- 13) ここでは、以下のような基準に基づいて、株主を分類している。分類に必要な株主情報は、「第四部 株式公開情報」の「第3 株主の状況」の備考ないし注において記載されている。
 1. 親会社…①親会社, ②親会社の役員。
 2. 人的・資本的関係会社…①人的資本的関係会社, ②人的資本的関係会社の役員。
 3. 代表取締役…①代表取締役, ②代表取締役が議決権の半数を有する企業(出資会社含む), ③代表取締役の財産保全会社。
 4. 代表取締役の家族…①代表取締役の配偶者, ②代表取締役の二親等内の血族, ③①および②の出資会社。
 5. 取締役(役員)…①取締役, ②取締役の出資会社。この項目において、代表取締役は考慮しない。執行役員はここに含むが、執行役は含まない。
 6. 取締役家族…①取締役の配偶者, ②取締役の二親等内の血族, ③①および②の出資会社。
 7. 従業員…①従業員, ②従業員持株会, ③執行役。
 8. 代表取締役の家族が取締役や従業員を兼ねる場合には、「代表取締役の家族」と、「取締役」ないし「従業員」に重複してカウントする。

9. 代表取締役や取締役が人的資本的関係会社の役員を兼ねる場合には、「代表取締役」ないし「取締役」と、「人的資本的関係会社」に重複してカウントする。

- 14) なお、人的資本的関係会社の中には、代表取締役や取締役が関係すると思われる企業もあり、扱いに留意する必要があるが、ここでは「株主の状況」で人的資本的関係会社と記されているものを、「人的資本的関係会社」とした。
- 15) VCや投資事業組合を「1」と数える。同一企業から複数の経路を通じて、例えば会社本体からの投資、複数の投資事業組合を通じた投資がなされている場合も、それぞれ「1」と数える。
- 16) 支配株主という概念は、ある企業において15%以上の株式を保有する大株主企業を支配株主と呼ぶ宮島＝新田(2007)を参考にした概念である。
- 17) グループ分けに際しては、明確な分類が難しいような企業、例えば代表取締役や取締役が人的資本的関係会社の取締役を兼ねているような企業を、「その他」として図表13に記載している。また、支配株主として、代表取締役とその他企業が混在していたり(類型1と類型2の重複)、VCやその他企業が同時に支配株主となっている場合(類型1と類型3の重複)にも、「その他」に分類している。
- 18) 例えば、主だった国の初期収益率の平均は、下記のとおりである(Ritter, 2003, pp.282-283)。

米国: 18.4%
(サンプル数 14,840, 期間 1960-2001 年)
英国: 17.4%
(サンプル数 3,122, 期間 1959-2001 年)
ドイツ: 27.7%
(サンプル数 407, 期間 1978-1999 年)
フランス: 11.6%
(サンプル数 571, 期間 1983-2000 年)
カナダ: 6.3%
(サンプル数 500, 期間 1971-1999 年)
- 19) アンダープライシングが生じる理由としては、①勝者の呪い仮説, ②情報顕示仮説, ③流動性仮説, ④プロスペクト仮説, ⑤エージェンシー仮説といったものが提示されている。詳細は、鈴木(2009), pp.97-99を参照されたい。
- 20) IPO数が減少している近年では、しばしば「初値<公開価格」となっていることが指摘されている。そこで、公開年度ごとにみた初期収益率についてみたものが下表である。

	度数	平均値	標準偏差
2001 年度	136	38.68%	78.26%
2002 年度	106	27.22%	51.71%
2003 年度	104	79.46%	67.22%
2004 年度	138	119.33%	116.09%
2005 年度	123	155.41%	142.62%
2006 年度	154	72.86%	102.47%
2007 年度	81	57.12%	77.75%
2008 年度	27	18.00%	46.57%
2009 年度	11	31.64%	42.80%

- 21) また、株式募集の割合が高くなるほど、初期収益率（アンダープライシングの程度）は高くなるようである（相関分析）。
- 22) VC の出資割合とアンダープライシングの程度に、統計的な関係性は見いだせなかった（相関分析）。
- 23) 長期パフォーマンスが低下する理由としては、投資家のセンチメント仮説や空売りコスト仮説などが指摘される。詳細は、鈴木（2009）、pp.100-101 を参照されたい。
- 24) 一般に株価の長期パフォーマンスは、バイアンドホールドリターン（buy and hold return：BHR）によって把握される。BHR は、下記のように求められる。

$$BHR = \left(\prod_{t=1}^n (1 + r_t) - 1 \right) \times 100$$

r_t = IPO 企業の t 日の日次リターン

また、個別企業の BHR から同時期のベンチマークの BHR を差し引くことで得られるアブ

ノーマルバイアンドホールドリターン（abnormal buy and hold return）を用いる場合もある。

25) 株価データについては、Yahoo!ファイナンスで用いている（株式分割などについては調整済）。また、該当する日が休日である場合には、翌営業日の株価を代替的に用いている。

参考文献

- 〔1〕 Megginson, W. L. and K. Weiss (1991), “Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings”, *The Journal of Finance*, Vol.46, No. 3, pp.879-903.
- 〔2〕 Ritter, J. (2003), “Investment Banking and Securities Issuance,” G. M. Constantinides, M. Harris, R. M. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance*, Vol.1A, pp.255-306.
- 〔3〕 赤石篤紀（2009）,「目論見書データにみる新規株式公開企業の特徴」, 北海学園大学経営学部『経営論集』, 第6巻第4号, 107-123 頁。
- 〔4〕 鈴木健嗣（2009）,「エクイティファイナンス」, 花枝英樹・榊原茂樹編著『現在の財務経営 3 資本調達・ペイアウト政策』, 中央経済社, 83-110 頁。
- 〔5〕 船岡健太（2007）,『新規公開時のベンチャーキャピタルの役割』, 中央経済社。