HOKUGA 北海学園学術情報リポジトリ
学校法人北海学園
北海学園大学
北海商科大学

| | |
|---|---|
| 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 |

Hokkai-Gakuen Organization of Knowledge Ubiquitous through Gaining Archives.

# 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[1]，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[2]。

### 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（Mikkelson＝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，札証アンビシャス）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。

⑴ 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。

⑵ IPO後の株式保有構造や業績データについては，各企業が毎期提出する「有価証券報告書」を利用している。

⑶ 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 | 札証アンビシャス | 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 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 前後の規模的変化をみる。

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。

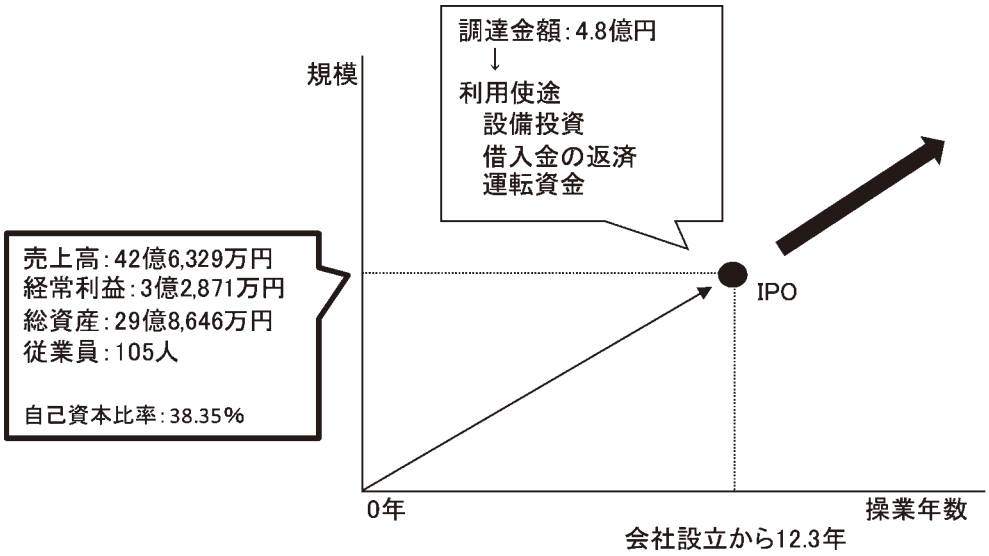
第 3 に，各年の総資産経常利益率（ROA）と，その構成要素たる売上高利益率と資産回転率をもとに，IPO 前後の収益性の変化をみる。

### 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 25 | 中央値 | 75 | Ｚ値（t－1）期－t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| －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 |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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 Wilcoxson 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 25 | 中央値 | 75 | Ｚ値（t－1）期－t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| －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 |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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 Wilcoxson 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 | | | |
| －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 Wilcoxson 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 Wilcoxson の符号付順位検定[3] 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 25 | パーセンタイル 中央値 | パーセンタイル 75 | Z 値（t－1）期－t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| －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% |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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 Wilcoxson 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 25 | パーセンタイル 中央値 | パーセンタイル 75 | Z 値（t－1）期－t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| －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% |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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 Wilcoxson 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 Wilcoxson 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）の変化をみてみる。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できる。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 25 | パーセンタイル 中央値 | パーセンタイル 75 | Ｚ値（t－1）期－t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| －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% |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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 Wilcoxson 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 25 | パーセンタイル 中央値 | パーセンタイル 75 | Z 値（t－1）期－t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| －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% |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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 Wilcoxson 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 25 | パーセンタイル 中央値 | パーセンタイル 75 | Z 値（t－1）期－t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| －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 |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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 Wilcoxson 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[4]。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[5]。

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，おおよそ 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 | パーセンタイル 25 | 中央値 | 75 | Z 値（t－1）期－t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| －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% |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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 Wilcoxson 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 企業の分類

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 企業の中心が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 25 | 中央値 | 75 | Z 値（t−1）期−t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| −1 期 | 196 | 88.17% | 94.59% | 98.32% | | 90.68% | 11.44% |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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 Wilcoxson 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 25 | 中央値 | 75 | Z 値（t−1）期−t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| −1 期 | 623 | 80.73% | 88.30% | 94.59% | | 86.56% | 10.28% |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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 Wilcoxson 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 25 | 中央値 | 75 | Z値（t−1）期−t期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| −1期 | 194 | 55.79% | 69.85% | 82.09% | | 66.43% | 21.64% |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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Wilcoxson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 25 | 中央値 | 75 | Z値（t−1）期−t期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| −1期 | 617 | 39.46% | 54.47% | 67.47% | | 53.76% | 19.35% |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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Wilcoxson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，親会社が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[6]。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[7]。

図表 17 は，10 大株主に含められる VC の IPO 前後の持株比率を示したものである[8]。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 25 | パーセンタイル 中央値 | パーセンタイル 75 | Z 値（t－1）期－t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| －1 期 | 623 | 39.08% | 54.53% | 70.45% | | 54.38% | 21.40% |
| IPO | | | | | | | |
| ＋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 Wilcoxson 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 25 | 中央値 | 75 | Z 値（t−1）期−t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| −1期 | 88 | 2.67% | 6.21% | 12.24% | | 8.67% | 7.94% |
| IPO | | | | | | | |
| +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 Wilcoxson 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 25 | 中央値 | 75 | Z 値（t−1）期−t 期 | 平均値 | 標準偏差 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| −1期 | 410 | 3.43% | 7.81% | 14.67% | | 9.75% | 7.81% |
| IPO | | | | | | | |
| +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 Wilcoxson 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，① IPO 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）Wilcoxson 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，銀行からの借り入れが見込めず，自己資本比率が高い傾向にある。

5）IPO で得た資金の使途として，「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 大株主に含められる 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. 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〕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〕Mikkelson, 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」, 橘木俊詔編『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。