

タイトル	目論見書データにみる新規株式公開企業の特徴(竹田憲司教授退職記念号)
著者	赤石, 篤紀
引用	北海学園大学経営論集, 6(4): 107-123
発行日	2009-03-25

目論見書データにみる新規株式公開企業の特徴¹⁾

赤 石 篤 紀

第1節 はじめに

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 Pricing 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ことである。また、IPOにより、非公開企業（private company）は社会から広く資本を集め、多数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。そのため、IPOはGoing Publicとも呼ばれ、IPOにより非公開企業は公開企業（public company）となる。

図表1は、Berger=Udell（1998）の提示する財務成長サイクル・モデルを示したものである。財務成長サイクル・モデルとは、企業が成長し、実績を積み重ねていく中で、資本調達手段ないし選択肢がどのように変化するかを示したものである。同モデルに示されるように、IPO（公募による株式発行）は、中企業から大企業への転換期において生じる資本調達手段であり、ここからもIPOが中小・ベンチャー企業にとっての、1つの区切りとなることが伺える。

本稿では、中小・ベンチャー企業にとっての1つの到達点となるIPOに焦点を当て、

IPOに至る企業の特徴について考察する。図表2は、企業規模と操業年数の2軸からなる、企業の成長過程を描いたものであり、その中でのIPOの位置づけを示したものである。そのため、本稿では、同図表に示されるIPOに焦点を当てることとなる。

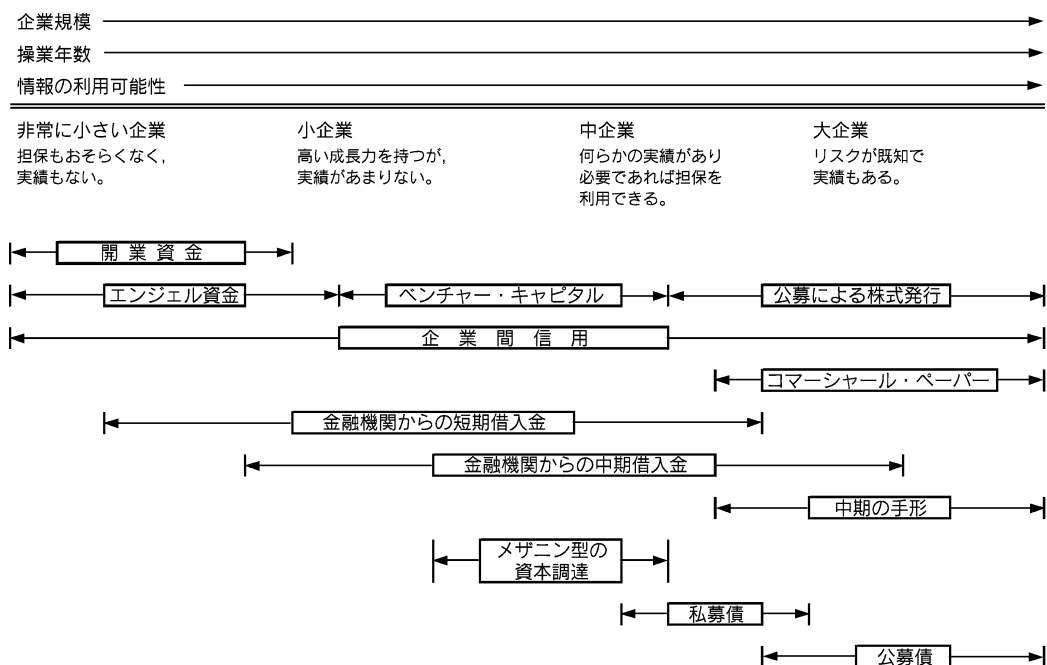
具体的には、まず第2節でIPOのメリットに関する議論を取り上げ、IPOを通じて、企業に何がもたらされるのかを述べる。そして第3節でIPO企業の特徴からみたわが国の新興企業向け株式市場を概観する。その上で、第4節ならびに第5節で、IPO時に企業が提出する「株式発行ならびに株式売出届出目論見書」（以下、目論見書）記載データをもとに、IPOに至る時期、そしてIPOを行う企業の特徴について明らかにしていく。特に第4節では、IPO企業の規模、パフォーマンス、IPOによる資本調達額、財務政策を、第5節では株主構成を取り上げる。その上で、第6節において、今後の検討課題を述べることとする。

なお、ここでの分析に用いるサンプル企業は2001年4月1日時点から2008年3月31日までにIPOを行った非金融企業849社である（以下、これらの企業をIPO企業と呼ぶ²⁾）。

第2節 株式公開のメリット

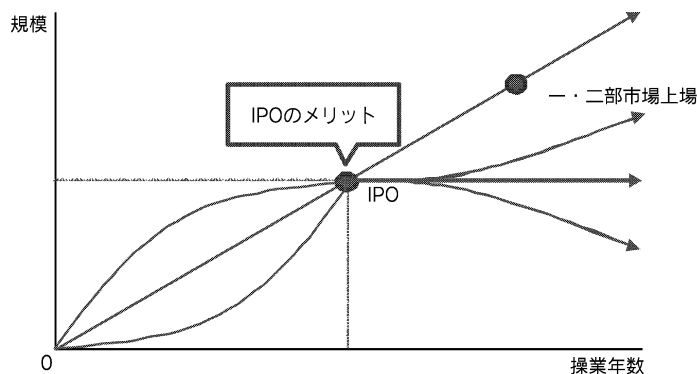
ここでは、IPOの意義について、企業を

図表1 財務成長サイクル・モデル



（出所：Berger=Udell, 1998, p.623）

図表2 企業の成長過程における IPO の位置づけ



取り巻く利害関係者ごとに考えていく³⁾。なぜなら、IPOのメリットは、企業、株主、従業員で、いくぶん異なると考えられるからである。

1. 企業にとってのメリット

企業が享受するIPOのメリットとしては、

①資本調達能力の向上と多様化、②知名度の向上とその効果、③経営体質の強化、といったものがあげられる。

第1の資本調達能力の向上と多様化は、IPOにより、公募増資、社債発行など資本市場での資本調達が可能になることにより達成される。また、IPOにより、企業の社会

的信用が増すので、銀行等からも有利な条件で借入を行えるようになる。さらには、資本調達上の選択肢が増えることにより、銀行に対する企業の交渉力が増し、これまで銀行主導で行われてきた金利交渉を有利に進めることができるとの指摘もある (Rajan, 1992)。

第2は知名度の向上である。公開企業となれば、企業の様々な情報が新聞や雑誌などで報道されることになり、その知名度は向上する。このことは企業イメージの向上や社会的信用の増大と相まって、①取引の拡大、②情報ネットワークの拡大、③従業員のモラル向上、④優秀な人材の採用、といった効果を企業にもたらす。

第3の経営体質の強化は、IPOに至る準備の過程で、公開企業にふさわしい経営管理体制が構築されていく中で達成される。例えば、IPOの準備過程では、組織構造の見直しや管理者層の新規採用、ガバナンス機能の強化、予算制度の確立、社内諸規程の整備などが図られる。また、経営者と会社の取引の合理性のチェックや改善なども行われ、ディスクロージャーに耐えうる適切な会計方針も採用することになる。このように、企業経営に関わる様々な側面についての整備を行うことにより、経営体質が一段と強化されることになる。

2. 株主にとってのメリット

上記の企業全体のメリットは、企業の所有者でもある株主のメリットにつながるが、それ以外にも、株主固有のメリットとして①資本市場における公正な株価の形成、②所有株式の流通性の増大とそれに伴う株式価値の増大、③創業者利得の獲得といったものがあげられる。

第1は、IPOによって、公正妥当な株価が与えられるというものである。企業の価値ならびに株式の価値を適切に評価することは、誰にとっても難しい。しかし、IPOにより、

当該企業の株式が資本市場において不特定多数の投資家の間で日々取引されるようになるので、市場で形成される株価については客観性が付与され、売買や相続、贈与における株価算定が公正に行われると考えられる。また、わが国では、子会社の上場といった現象がみられ、その1つのメリットとして、資本市場に存在する投資家による多元的評価があげられる (吉村, 2007, pp.135-193)。親会社は株価という形で行われる子会社の業績評価を参照することにより、親会社のみで評価を行うことに比べてより客観的な評価ならびにインセンティブの付与を与えることが可能となるのである。

第2は、当該企業の株式の流動性の向上である。これは、IPOにより当該企業の株式が市場で不特定多数の投資家において売買可能となることで達成される。そして、株式に対する流動性の付与は、換金可能性を高めることを意味するから、その分だけ株式の価値が高まるとも考えられる。また、IPOによる当該企業の株式の流動性の向上に関連して指摘される株主のメリットとして、所有経営者のポートフォリオの分散化の拡大があげられる (Pagano, 1993)。図表1の財務成長サイクル・モデルにも示されるように、中小・ベンチャー企業の資本調達先は極めて限定された状態にある。そのため、これらの企業では一般に所有と経営が一致し、また所有経営者の資金は自社に集中的に投下されている状態にある。しかし、IPOにより、所有経営者は保有する自社株の一部を市場で売却できるようになり、その資金を他企業の株式や他証券に投下することが可能となる。すなわち、IPOにより所有経営者は一企業に集中投資を行っていた状態から開放され、より高度な分散投資を行えるようになるのである。

第3は、いわゆる創業者利得の獲得である。これは第2のIPOによる保有株式の流動性の向上とも関連するメリットである。なぜな

ら、IPOにより、自社株式が売買可能になって初めて、創業者自身の保有する株式が換金可能となり、保有株式の売却益（キャピタル・ゲイン）の獲得という形で、企業を設立し IPO に至るまでに成長させたことに対する対価・報酬を得ることができるからである。

3. 従業員にとってのメリット

従業員のメリットとしては、①従業員の資産形成、②社会的信用の増大、③従業員としての満足感といったものがあげられる。

第1は、従業員の財産形成上のメリットであり、これは株主にとってのメリットと類似する。IPO を念頭におく中小・ベンチャー企業では、従業員の財産形成を目的とした福利厚生策の一環として従業員持株会を設立し、自社株の取得を奨励することがある。このように従業員持株会が設立されている場合、従業員も持株会を通じて自社の株主の一員となるので、IPO による株主のメリットが享受できる。

第2、第3のメリットは、企業にとっての

メリットに類似する。IPO により公開企業となることによって、企業に対する社会的認知度が高まり、社会的信用が増してくると、そこで働く従業員に対する社会的信用が高まる。また、自身の属する組織が成長し、社会的認知度を高めていくような時期に、組織成員として企業に関わっていることに特別の満足感や達成感を感じることもあろう。

第3節 IPO 企業の特徴からみたわが国新興市場の概要

図表3は、わが国の新興・成長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、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から明らかにしていくこととする。

まず、2001年4月1日時点から2008年3月31日までの間に IPO を行った企業849社の① IPO 市場、② IPO の時期、③業種（東

図表3 わが国証券市場と上場企業数（2008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 198 社 開設：1999 年 11 月	市場第 1 部 1,743 社 市場第 2 部 474 社
大阪証券取引所	ヘラクレス（G） 92 社 ヘラクレス（S） 81 社 開設：2000 年 6 月	市場第 1 部 635 社 市場第 2 部 246 社
名古屋証券取引所	セントレックス 32 社 開設：1999 年 10 月	市場第 1 部 243 社 市場第 2 部 112 社
福岡証券取引所	Q-Board 10 社 開設：2000 年 5 月	一般市場 131 社
札幌証券取引所	アンビシャス 12 社 開設：2000 年 4 月	一般市場 76 社
ジャスダック証券取引所	ジャスダック 964 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

証コード)の内訳についてみておこう。これらを示したものが図表4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2でみた現在の市場企業数に概ね類似したものとなっている。

また、IPOの時期の分布をみると、IPOの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。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た(2002年4月1日の日経平均(終値):11,492.54円→2003年3月31日の日経平均(終値):7,831.42円)のに対して、IPOの数が増加していく2004年度から2006年度にかけては、上昇基調が続いている(2007年3月31日の日経平均(終値):17,400.41円)。また、IPO数が減少に転じた2007年度の株価の推移は芳しくなくなっている(2007年9月30日の日経平均(終値):16,785.69円→2008年3月31日の日経平均

図表4 IPO市場と公開年次と業種

公開年次

	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	%(年度)
2001年度	99	69.7%	6	4.2%	36	25.4%	1	0.7%					142	16.7%
2002年度	74	69.8%	16	15.1%	15	14.2%			1	1.3%			106	12.5%
2003年度	57	54.8%	37	35.6%	8	7.7%	1	1.0%			1	1.3%	104	12.2%
2004年度	74	53.6%	43	31.2%	14	10.1%	5	3.6%	2	1.6%			138	16.3%
2005年度	55	44.4%	37	29.8%	18	14.5%	11	8.9%	2	1.7%	1	0.8%	124	14.6%
2006年度	51	32.9%	40	25.8%	41	26.5%	13	8.4%	3	1.9%	7	4.5%	155	18.3%
2007年度	37	46.3%	22	27.5%	14	17.5%	2	2.5%	2	2.5%	3	3.8%	80	9.4%
合計	447	52.7%	201	23.7%	146	17.2%	33	3.9%	10	1.2%	12	1.4%	849	100.0%

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	1.7%	3	1.5%	3	2.2%	0	0.0%	1	10.0%	0	0.0%	14	1.7%
食料品	8	1.9%	2	1.0%	2	1.5%	0	0.0%	0	0.0%	1	8.3%	13	1.6%
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	14	3.3%	1	0.5%	2	1.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	17	2.1%
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	1	0.2%	0	0.0%	1	0.7%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	0.2%
金属製品	5	1.2%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	10.0%	0	0.0%	6	0.7%
機械	23	5.5%	3	1.5%	1	0.7%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	27	3.3%
電気機器	30	7.1%	9	4.6%	3	2.2%	0	0.0%	0	0.0%	1	8.3%	43	5.3%
精密機器	9	2.1%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	8.3%	10	1.2%
輸送用機器	2	0.5%	1	0.5%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	3	0.4%
医薬品	1	0.2%	5	2.5%	1	0.7%	1	3.1%	0	0.0%	0	0.0%	8	1.0%
その他製品	14	3.3%	3	1.5%	1	0.7%	1	3.1%	0	0.0%	0	0.0%	19	2.3%
製造業合計	119	28.3%	27	13.7%	14	10.2%	2	6.3%	2	20.0%	3	25.0%	167	20.6%
卸売業	43	10.2%	9	4.6%	9	6.6%	3	9.4%	2	20.0%	0	0.0%	66	8.2%
小売業	68	16.2%	20	10.2%	17	12.4%	7	21.9%	0	0.0%	1	8.3%	113	14.0%
サービス業	76	18.1%	56	28.4%	45	32.8%	5	15.6%	1	10.0%	4	33.3%	187	23.1%
情報・通信業	75	17.8%	66	33.5%	46	33.6%	8	25.0%	2	20.0%	4	33.3%	201	24.8%
倉庫・運輸関連業	1	0.2%	2	1.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	3	0.4%
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	37	8.8%	16	8.1%	6	4.4%	7	21.9%	3	30.0%	0	0.0%	69	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	302	71.7%	170	86.3%	123	89.8%	30	93.8%	8	80.0%	9	75.0%	642	79.4%
総合計	421	100.0%	197	100.0%	137	100.0%	32	100.0%	10	100.0%	12	100.0%	809	100.0%

（終値）：12,525.54 円）。

業種については、ジャスダックと札幌証券アンビシャスにおいて、製造業の割合が若干高いものの、IPO 企業の多くはサービス業に属しており（78.8%）、なかでも、サービス業および情報通信業に属する割合（全体の23.1%および24.8%）が高いことが分かる。

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16.79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、これらの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。

第4節 IPO 企業の特徴

1. IPO 企業の規模

第3節でみた、これらIPO企業849社が提出する目論見書記載データより、それぞれの市場におけるIPO企業の規模（①売上高、②経常利益、③総資産、④従業員数）についてみておこう⁴⁾。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100億円、経常利益6億円、総資産75億円、従業員264人といった規模の企業が浮かび上がる⁵⁾。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⁶⁾。

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伺える。これに対して、福証Q-Boardや札幌証券アンビシャスで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、企業の商圏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、①IPOの数（図表3および図表4）や、②IPO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

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	447	22.58	14.33	64.5	31.0	20.0	10.8	2.0
東証マザーズ	201	8.90	5.95	30.8	11.1	7.3	4.9	1.9
大証ヘラクレス	146	12.29	10.40	57.7	15.7	8.9	5.2	1.4
名証セントレックス	33	11.00	8.08	35.6	13.7	7.6	5.9	1.9
福証Q-Board	10	9.50	3.30	15.5	11.5	9.8	6.6	3.8
札幌証券アンビシャス	12	10.03	9.00	32.7	16.0	6.6	4.2	3.1
合計	849	16.79	13.30	64.5	23.6	12.5	6.4	1.4

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	447	15,177.37	31,347.79	433,186.00	15,886.37	7,511.08	4,265.57	103.37
東証マザーズ	201	4,123.06	8,859.19	68,267.00	3,675.26	1,728.71	978.39	103.43
大証ヘラクレス	146	7,015.43	24,614.57	261,897.00	5,041.60	2,463.98	997.53	170.00
名証セントレックス	33	4,479.87	4,847.72	17,935.79	4,848.47	2,948.00	1,018.49	425.02
福証 Q-Board	10	1,963.68	1,582.56	4,998.97	3,236.51	1,753.11	558.30	233.28
札証アンビシャス	12	1,075.67	1,262.22	4,707.21	1,325.72	725.28	244.41	171.50
合計	849	10,383.77	25,820.43	433,186.00	9,697.32	4,336.34	1,725.86	103.37

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	447	905.68	1,832.22	29,297.00	866.84	502.70	318.00	-1,233.25
東証マザーズ	201	272.95	784.08	7,620.00	329.30	182.80	79.58	-5,295.13
大証ヘラクレス	146	472.64	1,234.91	12,131.00	380.19	206.50	101.78	-680.00
名証セントレックス	33	266.03	313.40	1,488.50	299.74	154.28	88.68	6.20
福証 Q-Board	10	90.72	93.99	262.58	158.20	44.89	17.61	11.02
札証アンビシャス	12	75.73	49.71	151.31	117.52	88.74	27.06	-1.00
合計	849	635.22	1,504.21	29,297.00	620.26	328.71	157.09	-5,295.13

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	446	10,369.36	20,994.00	263,686.33	10,532.77	5,243.36	2,841.59	277.00
東証マザーズ	201	3,912.38	11,843.62	142,833.00	2,640.60	1,362.02	921.52	140.29
大証ヘラクレス	145	5,792.85	23,440.29	238,820.00	3,088.13	1,604.86	936.97	209.30
名証セントレックス	33	3,003.21	3,196.21	11,592.01	4,020.18	1,749.75	709.15	302.51
福証 Q-Board	10	1,750.94	1,820.32	5,839.70	2,829.00	1,142.14	470.41	91.64
札証アンビシャス	12	1,397.09	2,868.12	10,348.00	1,141.33	347.16	255.60	99.00
合計	847	7,537.74	19,200.32	263,686.33	6,561.09	2,949.57	1,271.00	91.64

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	446	369.16	707.47	6,245.00	358.00	184.50	86.75	11.00
東証マザーズ	199	124.82	435.15	5,890.00	93.00	50.00	32.00	3.00
大証ヘラクレス	145	197.50	664.94	7,487.00	152.00	69.00	31.50	8.00
名証セントレックス	33	117.06	191.16	1,042.00	127.50	52.00	32.00	6.00
福証 Q-Board	10	58.40	38.41	120.00	91.75	46.50	24.00	14.00
札証アンビシャス	11	51.18	64.90	183.00	33.00	27.00	18.00	8.00
合計	844	264.38	631.49	7,487.00	244.75	104.00	43.00	3.00

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

次に、IPO 企業のパフォーマンスについて

てみておこう。図表7は、IPO 市場別と公開年次別にみたIPO企業の総資本金利益率(ROA)と、自己資本利益率(ROA)を示したものである⁷⁾。同図表をみると、IPO 企業の ROA は、平均値で14.84% (標準偏

図表7 IPO企業のパフォーマンス

総資産利益率（ROA）

（単位：％）

	度数	平均値	標準偏差	最大値	中央値	最小値
ジャスダック	442	13.84	16.95	214.44	10.19	0.66
東証マザーズ	184	18.69	16.29	83.73	13.96	0.13
大証ヘラクレス	138	14.12	9.38	41.18	13.19	0.56
名証セントレックス	33	11.82	8.70	37.23	10.02	0.80
福証 Q-Board	10	6.57	4.32	14.70	5.37	1.26
札証アンビシャス	11	16.10	15.64	52.59	11.23	1.00
合計	818	14.84	15.51	214.44	10.82	0.13

（単位：％）

	度数	平均値	標準偏差	最大値	中央値	最小値
2001 年度	137	17.84	22.40	214.44	13.47	0.66
2002 年度	102	12.29	8.16	43.79	10.52	0.13
2003 年度	99	13.76	11.61	55.53	9.17	0.83
2004 年度	133	14.33	14.29	110.20	10.73	0.17
2005 年度	120	15.56	13.64	68.18	11.18	0.30
2006 年度	152	15.48	18.63	180.30	10.36	0.56
2007 年度	75	12.70	7.68	38.95	11.62	0.93
合計	818	14.84	15.51	214.44	10.82	0.13

自己資本利益率（ROE）

（単位：％）

	度数	平均値	標準偏差	最大値	中央値	最小値
ジャスダック	442	26.15	22.40	155.60	19.95	0.80
東証マザーズ	180	32.79	30.24	158.50	24.58	-36.50
大証ヘラクレス	131	22.60	28.05	151.80	20.50	-194.60
名証セントレックス	32	31.01	22.48	96.30	30.45	1.10
福証 Q-Board	9	15.17	10.75	28.60	15.80	2.00
札証アンビシャス	11	43.13	55.49	173.90	26.30	2.00
合計	805	27.36	26.11	173.90	21.30	-194.60

（単位：％）

	度数	平均値	標準偏差	最大値	中央値	最小値
2001 年度	136	26.67	31.65	137.80	22.10	-194.60
2002 年度	99	23.08	17.98	122.80	18.60	2.00
2003 年度	95	27.80	26.39	126.11	20.70	-4.80
2004 年度	133	24.61	21.65	158.00	18.60	-1.70
2005 年度	119	32.57	29.61	155.60	25.00	-36.50
2006 年度	149	29.02	27.72	173.90	22.90	1.10
2007 年度	11	27.01	20.31	139.20	21.40	2.00
合計	805	27.36	26.11	173.90	21.30	-194.60

差：15.51％），ROEは平均値で27.36％（標準偏差：26.11％）となる⁸⁾。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。そこで、中央値も参考に、IPO企業のパフォーマンスを考えると、IPO企業の1つの目安として、ROAで10～15％、ROEで20～30％という企業像を念頭に置くこと

ができる。

3. IPOによる資本調達金額と調達金額の使途

さらに、① IPOによる資本調達金額と② 調達金額の使途についてみていく⁹⁾。

(1) IPO による調達金額

図表 8 は、IPO による資本調達額を示したものである¹⁰⁾。同図表からは、IPO を通じて、企業が平均 12 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、IPO による調達金額に差異がみられることが確認できる。

IPO の規模、IPO による資本調達金額については、企業の規模も関連しそうである。そこで、ここでは、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。その結果、いずれの規模変数に対しても、プラスの相関関係（対売上高：0.650、対経常利益：0.626、対総資産：0.828、対従業員数：0.467、いずれも 1% 有意）がみられた。

(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、「現在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 35.68% を占める。次いで高い割合を示すのが「借入金の返済」の 17.78% となる。以下、「運転資金」(14.19%)、「将来の資金需要に備えて安全な金融商品で運用」(9.05%)、「子会社への投融資、提携、営業権の取得」(6.02%)、「製品開発および研究開発」(5.51%)、「システム投資」(2.04%) が続く¹¹⁾。また、これら手取金の使途のうち、「借入金の返済」に用いられる割合については、IPO 企業の「自己資本比率」とマイナスの相関関係を有することが統計的に認められた（ -0.210 、1% 有意）。つまり、自己資本比率が低い、換言すれば負債比率の高い IPO 企業ほど、IPO による調達金額を借入金の返済に充当する傾向が強いということが認められる。

4. 財務政策（資本構成および配当政策）

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 9 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。

図表 8 IPO による調達金額

(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	424	1,147.00	3,767.47	54,875.00	955.30	527.82	280.46	54.80
東証マザーズ	199	1,401.97	2,175.70	17,996.50	1,398.60	682.25	352.60	68.60
大証ヘラクレス	142	1,284.42	3,969.73	35,331.00	832.03	446.50	252.85	83.47
名証セントレックス	32	598.22	611.97	3,466.00	704.45	466.26	295.98	141.40
福証 Q-Board	10	161.88	113.02	364.40	227.06	129.53	73.72	42.96
札証アンビシャス	12	175.89	125.33	439.10	245.95	168.78	62.69	35.00
合計	819	1,185.08	3,357.33	54,875.00	965.00	523.00	280.25	35.00

図表9 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	446	35.06	19.29	90.80	48.00	32.00	19.90	-3.86
東証マザーズ	201	47.46	23.25	94.00	63.15	47.60	26.95	-19.80
大証ヘラクレス	145	48.73	24.86	95.00	70.15	47.70	30.35	-20.30
名証セントレックス	33	36.83	23.99	87.90	55.35	30.30	18.60	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	847	40.43	22.59	95.00	56.80	37.40	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	334	17.78	29.92	500.00	21.53	12.65	7.11	0.80
東証マザーズ	42	15.47	13.10	59.20	18.55	11.75	6.88	2.30
大証ヘラクレス	57	17.25	12.18	52.30	24.20	14.40	8.03	0.50
名証セントレックス	6	17.57	21.02	57.70	31.53	9.75	3.10	1.90
福証 Q-Board	—	—	—	—	—	—	—	—
札証アンビシャス	—	—	—	—	—	—	—	—
合計	446	17.40	26.68	500.00	21.53	12.50	7.08	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。

まず、資本構成であるが、IPO 企業全体の自己資本比率の平均値は、40.43%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 45.66%である。ここからは、IPO 企業と一部・二部市場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・二部市場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伺える。

他方、配当性向は、どの市場で上場している IPO 企業であっても、概ね 10%後半であり、平均値も 17.4%となっている。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 51.84%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伺える。

5. IPO 企業の現状

最後に、IPO 企業の現状についてもみておく。図表 10 は、IPO 企業が 2008 年 12 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

図表 10 IPO 企業の 2008 年 12 月時点での状況

	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	46	10.3%	333	74.5%	26	5.8%	42	9.4%	447	100.0%
東証マザーズ	11	5.5%	166	82.6%	0	0.0%	24	11.9%	201	100.0%
大証ヘラクレス	18	12.3%	118	80.8%	4	2.7%	6	4.1%	146	100.0%
名証セントレックス	3	9.1%	28	84.8%	2	6.1%	0	0.0%	33	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	1	8.3%	11	91.7%	0	0.0%	0	0.0%	12	100.0%
全体	79	9.3%	666	78.4%	32	3.8%	72	8.5%	849	100.0%

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 78.4% 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 7 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 9.3% と少なからずみられる。また、新興市場での IPO の後、早い段階で、二部市場や一部市場への指定替えを行う企業も 8.5% ほど存在し、いずれも新興三市場で IPO を行った企業であるが、ジャスダックおよび東証マザーズにおいて IPO を行った企業において、その割合は高くなる。

第 5 節 IPO 企業の株主構成

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. 株主構成の概要

まず、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 11 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（58.27% および 35.72%）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、2008 年 3 月末時点での全上場企業の株主構成データ（図表 11 下段：『平成 18 年度株主分布調査』）と比較すると、より明確なものとなる¹²⁾。

2. 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、

図表 11 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	447	0.0	0.3	3.6	5.1	0.3	1.1	34.9	29.2	2.0	9.2	59.2	29.4
東証マザーズ	201	0.1	0.8	1.6	5.3	0.8	6.7	34.5	27.6	5.0	14.0	57.9	30.4
大証ヘラクレス	146	0.0	0.0	1.8	6.3	0.4	1.5	38.5	29.6	3.8	10.8	55.5	30.8
名証セントレックス	33	0.0	0.0	1.1	2.3	0.0	0.1	32.9	24.3	1.1	3.4	64.9	24.9
福証Q-Board	10	0.0	0.0	0.6	1.9	0.0	0.0	12.9	13.4	0.3	0.9	86.3	13.2
札証アンビシャス	12	0.0	0.0	1.0	1.8	0.1	0.5	53.4	34.4	0.2	0.4	45.3	33.7
全体	849	0.0	0.4	2.7	5.5	0.4	3.6	35.7	28.9	2.8	10.0	58.3	29.9
2008年3月末時点の上場企業（『株主分布調査』）	2,957	0.4		30.9		1.6		21.3		27.6		18.2	

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10.37%（88社／849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68.65%（標準偏差：16.23%）である。また、「人的資本的関係会社」が21.32%（181社／849社）の企業の株主構成中に存在し、その持株割合は平均26.39%（標準偏差：27.40%）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98.70%（838社／849社）に達し、その持分割合は平均32.92%（標準偏差：24.57%）となっている。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48.17%（409社／849社）存在しており、その持分割合は平均8.90%（標準偏差：9.90%）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99.53%（845／849社）となり、平均36.96%（標準偏差：27.30%）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) 内部者の存在

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98.35%（835社／849社）と多く、その持株割合は平均11.43%（標準偏差：13.51%）となっている。また、取締役の家族が株式を所有している企業も17.31%ほど（147社／849社）存在し、持株割合は平均4.74%（標準偏差：9.35%）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99.18%（842／849社）となり、その持株割合は1社平均12.16%（標準偏差：14.76%）となる。また、IPO企業では、従業員も株主となるケースも97.06%と多い（824社／849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多い。これら従業員の持株割合は1社平均6.66%（標準偏差：6.97%）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 55.50%（標準偏差：31.54%）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) ベンチャー・キャピタルの存在

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ベンチャー・キャピタル（以下、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 73.38%（623 社／849 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 12.47%（標準偏差：11.38%）となっていた。これらの数値が高いか低いかについては、わが国における VC

の位置づけと関連付けて議論を行う必要がある。

3. 支配株主による 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置き、IPO 企業の類型化を図ることとする。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 849 社において、支配株主が存在する割合は 95.41%（＝810 社／849 社）である。そして、1 社あたりの支配株主数の平均は 1.49（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 56.73%（標準偏差：20.29%）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) 支配株主による IPO 企業の分類

図表 12 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」(23.2%＝168 社／725 社)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

図表 12 支配的株主別にみた IPO 企業の分布

	会社支配型 企業群		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		合計	
	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%
ジャスダック	93	24.0%	265	68.5%	9	2.3%	20	5.2%	387	100.0%
東証マザーズ	33	19.5%	117	69.2%	7	4.1%	12	7.1%	169	100.0%
大証ヘラクレス	32	26.4%	85	70.2%	3	2.5%	1	0.8%	121	100.0%
名証セントレックス	4	13.8%	23	79.3%	0	0.0%	2	6.9%	29	100.0%
福証 Q-Board	0	0.0%	8	100.0%	0	0.0%	0	0.0%	8	100.0%
札証アンビシャス	6	54.5%	5	45.5%	0	0.0%	0	0.0%	11	100.0%
全体	168	23.2%	503	69.4%	19	2.6%	35	4.8%	725	100.0%

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。

2つめの類型は、「内部関係者統治型企業」（69.4%＝503社／725社）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。なお、内部関係者統治型企業群の89.1%（448社／503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業群＝代表取締役支配型企業群」とも捉えることができる。

3つめの類型は「外国人およびVC支配型企業」（2.6%＝19社／725社）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。

4つめの類型は「支配株主をもたない企

業」（4.8%＝35社／725社）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、所与と経営の分離が進んだ企業群といえる。

(3) 会社支配型企業と内部関係者統治型企業の違い

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（92.6%）を構成する会社支配型企業群と内部関係者統治型企業群の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13は、主だった項目（株主構成、規模、財務政策、IPOによる調達金額、パフォーマンス）における会社支配型企業群と内部関係者統治型企業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13に示すように、支配株主数の平均がいずれも1.3と変わらないものの、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65.85%：内部関係者統治型53.43%）。このことは、会社

図表13 会社型企業群と内部関係者統治型企業群の比較

	会社支配型企業群			内部関係者統治型企業群			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	
株主構成について							
支配株主の数	168	1.32	0.51	503	1.39	0.58	
支配株主の持株割合（%）	168	65.85%	22.23%	503	53.43%	19.32%	***
出資VCの数	85	5.52	6.54	395	6.59	5.58	
VCの持株割合（%）	85	9.53%	9.43%	395	11.06%	9.57%	
規模について							
売上高（百万円）	168	12,605.75	25,672.31	503	9,035.60	23,312.79	
経常利益（百万円）	168	711.61	1,357.32	503	590.23	1,083.38	
総資産（百万円）	167	8,773.20	22,508.19	502	6,254.15	12,856.36	
従業員数（人）	166	249.51	559.37	500	263.66	659.61	
財務政策について							
自己資本比率（%）	167	41.01%	21.63%	502	38.89%	21.42%	
配当性向（%）	86	18.46%	14.02%	287	17.04%	31.30%	
調達金額について							
手取金（百万円）	165	1,486.55	2,863.95	485	914.53	2,067.47	**
パフォーマンスについて							
総資産利益率（%）	158	14.11%	10.96%	495	15.26%	17.45%	
自己資本利益率（%）	157	29.44%	26.68%	484	27.49%	23.77%	

t検定による統計的有意性：* $P < 0.1$, ** $P < 0.05$, *** $P < 0.01$, **** $P < 0.001$

支配型企業において、少人数の大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、調達金額については、会社支配型企業の手取金の平均値が約16億円であるのに対し、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を行った市場と支配株主グループの2軸による「市場×支配株主グループ」マトリックスについて、 χ^2 検定をおこなったところ、両グループ間の分布に10%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、上場する市場に違いがあることが示された。

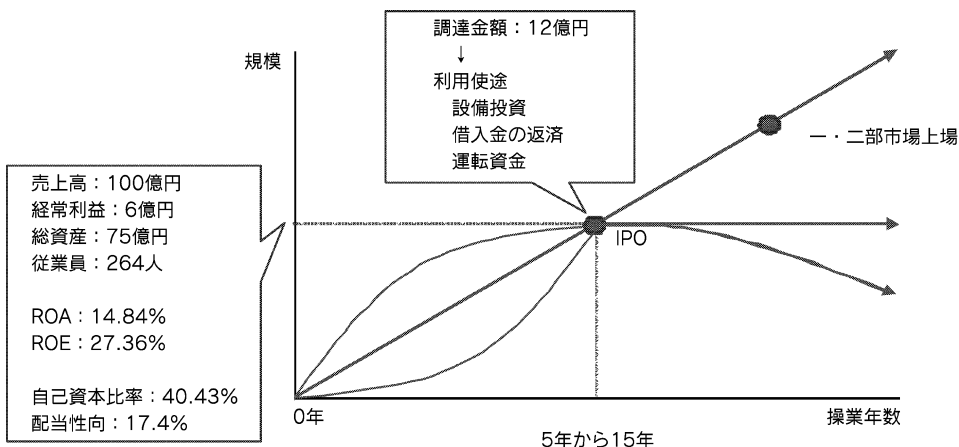
第6節 まとめ～今後の研究課題～

本稿では、中小・ベンチャー企業における1つの到達点としてIPOを捉え、データを

用いながら、新興市場の特徴ならびにIPO時点での新興企業の特徴を明らかにしてきた。図表14は、冒頭で提示した企業成長モデルにおけるIPOの位置づけ（図表2）に、本稿で明らかとなったIPO企業の特徴を書き加えたものである。以下では、これまでの議論を踏まえた今後の研究課題を述べ、結びとしたい。

1つの課題は、IPO後の新興企業の成長過程に関する分析である。本稿では、IPO時点の企業を分析対象としたが、IPOを行ったとしてもなお、新興市場上場企業はいわゆる一部・二部上場企業とは経営上、財務上の差異があると考えられる。また、新興市場上場企業を中小・ベンチャー企業から大企業へと成長して行く過渡期にある企業として捉えることもできる。したがって、新興市場上場企業を対象に、IPO以降の企業の経営状態、財務状態の変化・変遷（IPOからの経営状況の経年変化）に関する分析を行い、①IPOによりベンチャー企業が抱える経営上及び財務上の問題の解決が図られているのか、そして②企業の成長過程において、どのような経営上、財務上の変化がみられるのかを実証的に明らかにすることは、重要な意味を持つと考えられる。また、第2節で述べた

図表14 IPOに至る企業像（平均値ベース）



ような、IPOによる利害関係者のメリット、例えば、創業者利得の獲得や所有経営者のポートフォリオの高度分散化を実証的に論じるためには、創業者ないし所有経営者のIPO後の株式所有割合の時系列的な変化をみなければならない。

こうしたIPO後の新興企業の成長過程の分析を行う際には、本稿第5節で提示したような「支配株主」概念に基づいて、新興企業を分類した上で、議論を行う必要があろう。IPO時点において、会社支配型企業群と内部関係者統治企業群との間には、株主構成および調達金額を除き、大きな差異はみられなかった。しかしながら、IPO後の成長過程の中で、両者の間に差異が生じる可能性もあり、これらの可能性を考慮するならば、IPOを果たした企業ならびに新興市場上場企業の全体的動向をもって、新興市場上場企業の経営状況や財務状況などを論じることが適切ではないからである。

上記以外にも、IPOに着目したいくつかの課題を指摘できる。例えば、本稿では、新興市場によって上場企業数や上場企業の規模が異なり、支配株主が誰かによって上場する市場に違いがみられた。したがって、「企業は、IPOを行う市場をどのように決めているのか」といった市場選択に関する議論を1つの検討課題としてあげることができる。またIPO時の企業におけるVCの所有割合も明らかにしているが、その持株割合の高低、さらにはIPO時にVCが株主として存在することの意義について、業績変数と関連付けながら議論することも必要となろう。

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。

である。

- 2) 本分析で用いるサンプル企業849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、2008年3月末時点までに既存企業向け市場への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) 本節のIPOのメリットについては、トーマツ(2007)ならびにPagano=Panetta=Zingales(1998)に依拠している。むろん、IPOにはコストも存在する。IPOのコストに関する議論については、上記文献を併せて参照されたい。
- 4) 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。
- 5) 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ない。中央値でみると売上高43億円、経常利益3億円、総資産29億円、従業員数104人といった規模の企業像が現れる。
- 6) むろん、規模については、業種や業態によって大きく異なると考えられる。しかしながら、ここでは全体的な概要をみることを狙いとする。
- 7) 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。
- 8) 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)。
- 9) 目論見書の「第一部 証券情報」「第1 募集要項」の「5. 新規発行による手取金の使途」記載のデータを利用。
- 10) 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。
- 11) 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。
- 12) むろん、データの年次が異なるために、単純な比較は難しいことに留意する必要がある。
- 13) ここでは、以下のようなルールに基づいて、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、サンプルから除外している。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、サンプルから除外している。

参考文献

- 〔1〕 Berger, A. N. and G. F. Udell [1998], The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle, *Journal of Banking & Finance*, Vol.22, No.6-8, pp.613-673.
- 〔2〕 Pagano, M. [1993], Information Production, Private Equity Financing, and the Going Public Decision, *European Economic Review*, Vol.37, No.5, pp.1101-1125.
- 〔3〕 Pagano, M., F. Panetta, and L. Zingales [1998], Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, Vol.53, No.1, pp.27-64.
- 〔4〕 Rajan, R. G. [1992], Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-length Debt, *Journal of Finance*, Vol.47, No.4, pp.1367-1400.
- 〔5〕 トーマツ IPO 支援室編 [2006], 『株式上場ハンドブック 第3版』, 中央経済社。
- 〔6〕 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。
- 〔7〕 吉村典久 [2007], 『日本の企業統治』NTT出版。