

タイトル	目論見書データにみる新規上場企業の特徴：2001年度～2006年度データを用いて(開設50周年記念号)
著者	赤石，篤紀
引用	開発論集，81：239-254
発行日	2008-03-00

# 目論見書データにみる新規上場企業の特徴

—— 2001年度～2006年度データを用いて ——

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そ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、これにより証券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。IPO は Going Public と呼ばれ、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。

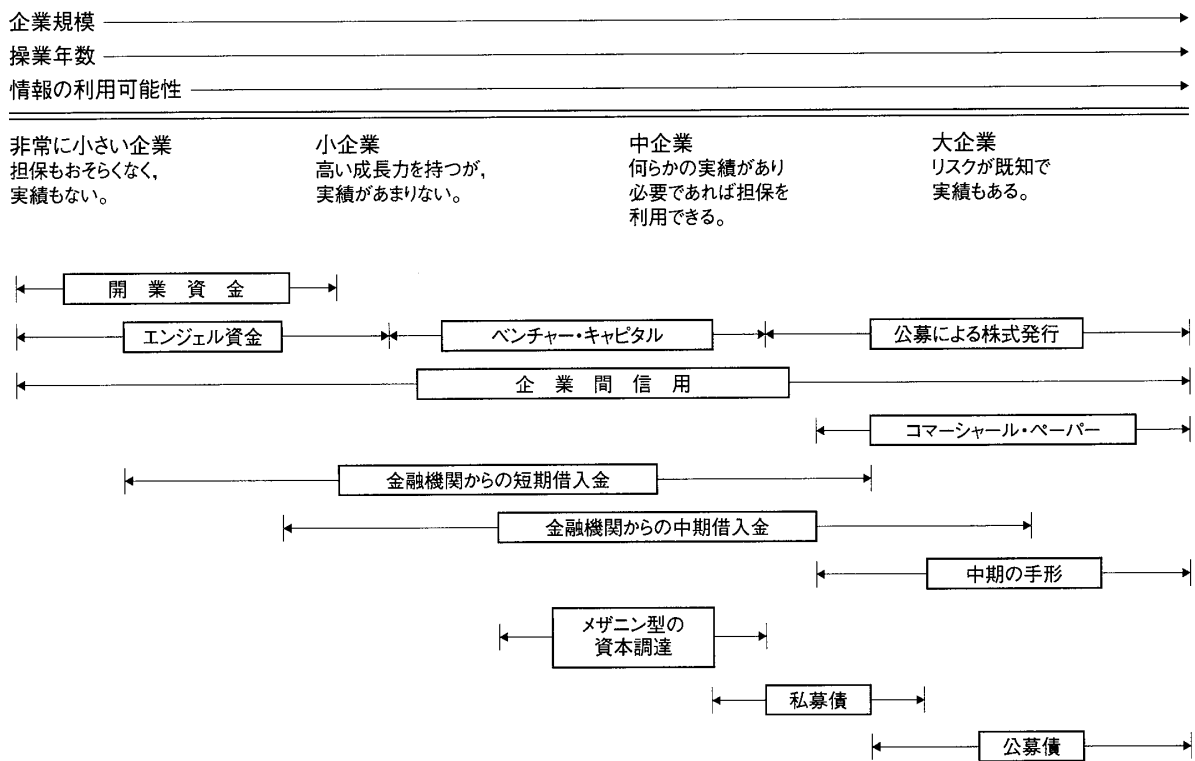
本稿では、中小・ベンチャー企業にとっての1つの到達点となる IPO に焦点を当て、IPO に至る企業の特徴について考察する。具体的には、まず第2節で IPO のメリットに関する議論を取り上げ、IPO を通じて、企業に何がもたらされるのかを述べる。そして第3節ならびに第4節で、IPO 時に企業が提出する「株式発行ならびに株式売届出目論見書」(以下、目論見書) 記載データをもとに、わが国の IPO 市場と IPO に至る企業の特徴を明らかにしていく。その上で、第5節において、今後の検討課題を述べることにする。

## 第2節 株式公開のメリット

ここでは、IPO の意義について、企業を取り巻く利害関係者ごとに考えていく。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。

\* (あかいし あつのり) 開発研究所研究員, 北海学園大学経営学部准教授

図表 1 財務成長サイクル・モデル



(出所：Berger=Udell, 1998, p.623)

### 1. 企業にとってのメリット

企業が享受するメリットとしては、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

で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株式市場における公正な株価の形成、②所有株式の流動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、当該企業の株式が公開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ようになるからである。

## 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

#### 1. わが国の新興企業向け市場

IPO により、第2節でみたような上場のメリットを享受できる。では、わが国において、どのような企業が IPO を果たしているのだろうか。また、IPO を行う市場によって、企業の特徴に違いがみられるのだろうか。

図表2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、新興企業向け市場を開設している。以下では、IPO 時に企業に開示が義務付けられる目論見書記載データに基づいて、これら新興市場対象市場に上場する企業の IPO 時の特徴についてみていくことに

図表2 わが国証券市場と上場企業数（2007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 192社 開設：1999年11月	市場第1部 1,748社 市場第2部 476社
大阪証券取引所	ヘラクレス（G） 90社 ヘラクレス（S） 73社 開設：2000年6月	市場第1部 657社 市場第2部 255社
名古屋証券取引所	セントレックス 31社 開設：1999年10月	市場第1部 247社 市場第2部 113社
福岡証券取引所	Q-Board 8社 開設：2000年5月	一般市場 134社
札幌証券取引所	アンビシャス 9社 開設：2000年4月	一般市場 79社
ジャスダック証券取引所	ジャスダック 976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

\* 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

する。ここでの分析対象企業は2001年4月1日時点から2007年3月末日までにIPOを行った非金融企業657社である(以下、これらの企業をIPO企業と呼ぶ)<sup>11</sup>。また、ここでは、これらのサンプル企業を上場する市場ごとに分類することにより、新興企業向け市場の特徴についても明らかにする。

## 2. 公開年次と市場ごとにみたIPO企業数

まず、当該期間にIPOを行った企業657社の①IPO市場、②IPOの時期、③業種(東証コード)の内訳についてみておこう。これらを示したものが図表3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。ただ、

図表3 IPO市場と公開年次と業種

	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	
	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%(年度)
2001年度	72	67.9%	6	5.7%	28	26.4%							106	16.1%
2002年度	52	69.3%	10	13.3%	12	16.0%			1	1.3%			75	11.4%
2003年度	38	47.5%	32	40.0%	8	10.0%	1	1.3%			1	1.3%	80	12.2%
2004年度	64	51.6%	41	33.1%	13	10.5%	4	3.2%	2	1.6%			124	18.9%
2005年度	51	43.2%	35	29.7%	18	15.3%	11	9.3%	2	1.7%	1	0.8%	118	18.0%
2006年度	51	33.1%	40	26.0%	40	26.0%	13	8.4%	3	1.9%	7	4.5%	154	23.4%
合計	328	49.9%	164	25.0%	119	18.1%	29	4.4%	8	1.2%	9	1.4%	657	100.0%

	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	
	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%
水産・農林業	1	0.3%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.2%
建設業	7	2.1%	3	1.8%	3	2.5%	0	0.0%	1	12.5%	0	0.0%	14	2.1%
食料品	8	2.4%	2	1.2%	2	1.7%	0	0.0%	0	0.0%	1	11.1%	13	2.0%
パルプ・紙	2	0.6%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	0.3%
化学	8	2.4%	1	0.6%	1	0.8%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	10	1.5%
鉄鋼	1	0.3%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.2%
非鉄金属	1	0.3%	0	0.0%	1	0.8%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	0.3%
金属製品	3	0.9%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	3	0.5%
機械	20	6.1%	2	1.2%	1	0.8%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	23	3.5%
電気機器	26	7.9%	8	4.9%	3	2.5%	0	0.0%	0	0.0%	1	11.1%	38	5.8%
精密機器	6	1.8%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	11.1%	7	1.1%
輸送用機器	2	0.6%	1	0.6%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	3	0.5%
医薬品	0	0.0%	4	2.4%	1	0.8%	1	3.4%	0	0.0%	0	0.0%	6	0.9%
その他製品	12	3.7%	3	1.8%	1	0.8%	1	3.4%	0	0.0%	0	0.0%	17	2.6%
製造業合計	97	29.6%	24	14.6%	13	10.9%	2	6.9%	1	12.5%	3	33.3%	140	21.3%
卸売業	37	11.3%	9	5.5%	8	6.7%	3	10.3%	2	25.0%	0	0.0%	59	9.0%
小売業	54	16.5%	17	10.4%	12	10.1%	7	24.1%	0	0.0%	0	0.0%	90	13.7%
サービス業	58	17.7%	44	26.8%	38	31.9%	5	17.2%	1	12.5%	3	33.3%	149	22.7%
情報・通信業	58	17.7%	55	33.5%	43	36.1%	8	27.6%	2	25.0%	3	33.3%	169	25.7%
倉庫・運輸関連業	1	0.3%	2	1.2%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	3	0.5%
陸運業	2	0.6%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	0.3%
不動産業	21	6.4%	12	7.3%	5	4.2%	4	13.8%	2	25.0%	0	0.0%	44	6.7%
電気・ガス業	0	0.0%	1	0.6%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.2%
非製造業合計	231	70.4%	140	85.4%	106	89.1%	27	93.1%	7	87.5%	6	66.7%	517	78.7%
総合計	328	100.0%	164	100.0%	119	100.0%	29	100.0%	8	100.0%	9	100.0%	657	100.0%

ジャスダックにおいて IPO を行う企業の割合は年々減少している。

また、IPO の時期の分布をみると、2002 年度および 2003 年度において、IPO 数に落ち込みがみられ、2004 年度以降再び IPO 数が増加傾向にあることがわかる。これは、当該期間の株式市場の全般的な状況が関連していると考えられる。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 月の日経平均：11,492.54 円→2003 年 4 月の日経平均：7,831.42 円）が、IPO 数が増加している 2003 年度後半から 2006 年度にかけては、上昇基調が続いている（2007 年 3 月の日経平均 17,400.41 円）。

業種については、ジャスダックと札幌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 企業の多くは非製造業に属しており（78.7%）、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 22.7%および 25.7%）が高いことがわかる。

### 3. IPO 企業の規模

次いで、これら IPO 企業 657 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 企業の規模についてみていく。

まず、IPO 企業の規模ならびに業績変数（①売上高、②経常利益、③総資産）についてみておこう<sup>11</sup>。図表 4 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 70 億円といった規模の企業が浮かび上がる。むろん、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、売上高ないし総資産が 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わかる。そして、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、この様な市場間における 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 IPO の数（図表 2 および図表 3）や、② IPO 企業の規模（図表 4）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、③ IPO のコストの違い、④各市場の取引量の違いなどがあげられよう。

図表 4 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	328	15,726.17	35,257.76	433,186.00	16,005.59	7,592.88	4,161.02	467.00
東証マザーズ	164	3,863.51	8,160.18	68,267.00	3,619.53	1,732.72	1,052.89	112.00
大証ヘラクレス	119	6,373.23	25,481.08	261,897.00	4,427.94	2,173.00	664.38	170.00
名証セントレックス	29	4,533.03	5,136.05	17,935.79	4,848.47	2,738.32	1,004.44	425.02
福証 Q-Board	8	1,848.72	1,770.87	4,998.97	3,327.54	1,016.14	402.92	233.28
札証アンビシャス	9	656.58	566.79	1,939.00	936.00	597.00	202.06	171.50
合 計	657	10,201.48	28,029.35	433,186.00	9,404.72	4,036.28	1,557.07	112.00

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	328	939.59	2,075.07	29,297.00	795.84	478.51	307.50	57.01
東証マザーズ	164	322.40	719.14	7,620.00	320.72	173.46	81.29	-626.99
大証ヘラクレス	119	425.21	1,235.24	12,131.00	331.00	202.13	83.86	-680.00
名証セントレックス	29	263.41	329.73	1,488.50	262.17	153.67	87.19	6.20
福証 Q-Board	8	50.57	45.97	130.93	96.31	34.70	14.83	11.02
札証アンビシャス	9	68.36	55.53	151.31	119.04	51.00	15.92	-1.00
合 計	657	639.75	1,627.12	29,297.00	587.83	309.00	145.46	-680.00

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	327	10,582.96	23,262.62	263,686.33	10,348.07	5,162.00	2,757.80	277.00
東証マザーズ	164	3,704.93	12,202.88	142,833.00	2,642.47	1,329.86	882.49	140.29
大証ヘラクレス	119	5,494.76	25,066.85	238,820.00	2,811.79	1,476.44	902.62	209.30
名証セントレックス	29	2,522.27	2,751.31	11,205.88	3,444.94	1,619.23	668.70	302.51
福証 Q-Board	8	1,142.16	1,166.70	3,718.56	1,550.90	720.47	343.82	91.64
札証アンビシャス	9	1,452.70	3,341.89	10,348.00	600.08	318.00	231.91	99.00
合 計	657	7,361.84	20,764.16	263,686.33	6,138.18	2,727.64	1,216.27	91.64

#### 4. 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<sup>iv</sup>。

##### (1) IPO による調達金額

図表 5 は、IPO による資本調達額を示したものである<sup>v</sup>。同図表からは、IPO を通じて、企業が平均 12 億 3,870 万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 12 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。

図表5 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 タイル	中央値	25パーセン タイル	最小値
ジャスダック	325	1,194.34	4,260.43	54,875.00	935.90	494.75	266.00	54.80
東証マザーズ	164	1,448.65	2,289.72	17,996.50	1,396.60	668.15	373.45	105.25
大証ヘラクレス	118	1,374.65	4,305.14	35,331.00	868.00	450.60	255.48	83.47
名証セントレックス	29	623.68	633.53	3,466.00	710.82	470.76	310.85	141.40
福証Q-Board	8	113.04	52.76	186.08	168.76	109.15	64.44	42.96
札証アンビシャス	9	214.98	120.64	439.10	307.80	190.60	126.93	50.62
合計	653	1,238.70	3,706.24	54,875.00	955.20	504.40	274.80	42.96

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）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、プラスの関係(対売上高：0.681, 対経常利益：0.654, 対総資産：0.845, いずれも1%有意)がみられた。

## (2) 調達資本の用途

調達した資本の用途は、「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用途はなく、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。

手取金の用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36.24%を占める。次いで高い割合を示すのが「借入金の返済」、19.08%となる。以下、「運転資金」(11.90%)、「将来の資金需要に備えて安全な金融商品で運用」(8.50%)、「子会社への投融資、提携、営業権の取得」(6.49%)、「製品開発および研究開発」(5.83%)、「システム投資」(2.28%)が続く<sup>vi</sup>。また、これら手取金の用途のうち、「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(-0.23, 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。

## 5. 財務政策（資本構成および配当政策）

最後に、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6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企業全体の自己資本比率の平均値は、41.32%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、新興企業と一部・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、第1節の財務成長サイクル・モデルでみるように、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

図表6 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	327	35.83	19.07	90.80	48.70	32.73	20.50	-3.86
東証マザーズ	164	46.54	22.63	94.00	61.90	46.75	26.88	-19.80
大証ヘラクレス	119	50.59	25.44	95.00	74.50	51.50	32.30	-20.30
名証セントレックス	29	38.99	23.64	87.90	61.15	31.70	20.05	7.20
福証Q-Board	8	25.45	23.73	61.40	46.10	22.25	8.30	-9.50
札証アンビシャス	9	45.08	32.13	94.00	74.50	46.50	13.40	2.50
合計	656	41.32	22.55	95.00	57.75	38.60	23.08	-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	246	18.96	33.64	500.00	22.85	13.85	7.98	1.20
東証マザーズ	35	16.45	13.61	59.20	19.30	11.80	8.60	2.30
大証ヘラクレス	44	19.16	12.90	52.30	27.98	17.20	9.43	0.50
名証セントレックス	-	-	-	-	-	-	-	-
福証Q-Board	-	-	-	-	-	-	-	-
札証アンビシャス	-	-	-	-	-	-	-	-
合計	329	18.71	29.89	500.00	23.00	13.79	8.15	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

\*セントレックス、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。

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と福証Q-Board上場企業において、それぞれ35.8%、25.45%と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、同水準となっている。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。

#### 第4節 IPO企業の株主構成

本節では、さらに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データ源であること、そして②IPO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③第2節でみた IPO のメリットを考える場合にも、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」, 「(4) 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7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(58.15%および35.65%)が高いことがわかる。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、2007年3月末時点での全上場企業の株主構成データ(図表7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<sup>vii</sup>。

## 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<sup>viii</sup>。

### (1) 親会社および人的資本的關係会社

まず、IPO 企業の9.59%(63社/657社)で、「親会社」の存在が認められた。親会社が存在

図表7 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	328	0.0	0.0	4.1	5.5	0.2	1.0	34.6	28.9	2.0	8.6	59.1	29.1
東証マザーズ	164	0.1	0.9	1.7	5.8	1.0	7.4	34.6	28.0	4.0	12.6	58.7	30.4
大証ヘラクレス	119	0.0	0.0	1.9	6.9	0.4	1.7	39.9	30.8	4.7	12.3	53.1	31.9
名証セントレックス	29	0.0	0.0	0.7	1.9	0.0	0.1	33.7	22.2	1.3	3.6	64.3	22.9
福証Q-Board	8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.8	13.4	0.4	1.0	83.8	13.8
札証アンビシャス	9	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	61.1	35.4	0.1	0.3	38.7	35.4
全体	657	0.0	0.5	2.9	5.8	0.4	3.8	35.6	29.0	2.9	10.3	58.1	29.9
2007年3月末時点の上場企業(『株主分布調査』)	2,937	0.2		24.6		1.8		23.6		25.4		24.4	

する企業において、親会社の持株割合は平均 67.75% (標準偏差 16.91%) である。また、「人的資本的関係会社」が 21.46% (141 社/657 社) の企業の株主構成中に存在し、その持株割合は平均 28.97% (標準偏差 27.44%) であった<sup>ix</sup>。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 98.47% (647 社/657 社) に及び、その持分割合は 1 社平均 32.81% (標準偏差 24.35%) 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 5 割弱 (310 社/657 社) ほど存在しており、その持分割合は 1 社平均 8.67% (標準偏差 9.52%) である。先の代表取締役と合わせると、代表取締役の一族で 1 社平均 36.97% (標準偏差 26.78%) 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 97.87% (657 社中 643 社) と多く、その持株割合は 1 社平均 11.54% (標準偏差 13.38%) となっている。また、取締役の家族が出資している企業も 16.59% ほど (657 社中 109 社) 存在し、持株割合は 1 社平均 5.04% (標準偏差 10.19) となっている。これら取締役とその家族の持株割合を併せて勘案すると、その持株割合は 1 社平均 12.38% (標準偏差 14.70%) となる。また、IPO 企業では、従業員も株主となるケースも 96.65% と多い (657 社中 635 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 (含従業員持株会) は 1 社平均 6.45% (標準偏差 6.94%) 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、1 社平均 55.18% (標準偏差 30.64%) 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伺える。

#### (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 75.49% (496 社/657 社) において、VC の存在が確認された<sup>x</sup>。また、IPO 時点で、IPO 企業 1 社あたり、平均 6.55 (標準偏差 5.43) 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 12.18% (標準偏差 10.79%) となっていた。これらの数値が高いか低いかにについては、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<sup>xi</sup>。本サンプル企業 657 社において、支配株主が存在する割合は 95.73% (=629 社/657 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 社あたりの、支配株主の持株割合の平均は 56.40% (標準偏差 20.06%) 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 8 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<sup>xii</sup>。

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。サンプルとなる IPO 企業においては、この企業群が全体の約 24% を構成している。

2 つめの類型は、「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

図表 8 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		支配的株主を 持たない企業群		合計	
	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%	度数	%
ジャスダック	65	24.0%	185	68.3%	5	1.8%	16	5.9%	271	100.0%
東証マザーズ	25	18.0%	99	71.2%	6	4.3%	9	6.5%	139	100.0%
大証ヘラクレス	29	30.9%	64	68.1%	0	0.0%	1	1.1%	94	100.0%
名証セントレックス	3	12.0%	20	80.0%	0	0.0%	2	8.0%	25	100.0%
福証 Q-Board	0	0.0%	6	100.0%	0	0.0%	0	0.0%	6	100.0%
札証アンビシャス	6	75.0%	2	25.0%	0	0.0%	0	0.0%	8	100.0%
合計	128	23.6%	376	69.2%	11	2.0%	28	5.2%	543	100.0%

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。この企業群に属する IPO 企業は全体の約 70% を占め、IPO 企業における最も代表的な企業群となる。なお、内部関係者統治型企業群の 92.55% (348 社/376 社) が代表取締役ないしその家族を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」とも捉えられる。

3 つめの類型は「外国人および VC 支配型企業」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「支配的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。本サンプルにおいて、この企業群に属する企業は、約 5%ほど存在する。

### (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 (92.8%) 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 9 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) 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 9 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 (会社支配型 64.74% : 内部関係者統治型 53.29%) 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。このことは、会社支配型企業におい

図表 9 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
	サンプル数	平均値	標準偏差	サンプル数	平均値	標準偏差	
株主構成について							
支配的株主の数	128	1.32	0.52	376	1.38	5.85	
支配的株主の持株割合 (%)	128	64.74%	22.74%	376	53.29%	18.97%	***
出資 VC の数	128	2.62	4.14	376	5.32	5.40	***
VC の持株割合 (%)	128	4.49%	7.34%	376	9.16%	9.64%	***
規模について							
売上高 (百万円)	128	12,372.42	27,084.87	376	8,200.86	24,125.06	
経常利益 (百万円)	128	755.35	1,484.06	376	529.74	1,054.12	
総資産 (百万円)	127	9,059.51	25,147.99	376	5,557.50	12,572.00	
財務政策について							
自己資本比率 (%)	127	41.96%	21.01%	376	40.92%	21.76%	
配当性向 (%)	65	18.64%	12.96%	199	19.12%	36.44%	
調達金額について							
手取金 (百万円)	127	1,593.04	3,197.46	373	900.10	2,244.60	**

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

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。また、出資 VC の数および VC の持分割合（会社支配型 4.49%：内部関係者統治型 53.29%）にも、両グループ間で有意な差異が認められた。すなわち、内部関係者統治型企業において、VC への依存度がより高くなる傾向が強いことが示される。

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。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 を行った市場と両グループの 2 軸による「市場×支配株主グループ」マトリックス(図表 8)について、 $\chi^2$  検定をおこなったところ、両グループ間の分布に 1% で有意な差異が認められた。ここから、支配的主が誰かによって、上場する市場に違いがあることが示された。

## 第 5 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、① IPO を行うことのメリット、そして②目論見書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。ここでは、これまでの議論を踏まえた今後の研究課題を述べ、本章の結びとしたい。

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。本章では、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 1 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、財務状態の時系列上の変化・変遷(IPO からの経営状況の経年変化)に関する分析を行い、① IPO 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、本章第 4 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る。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、両グループの間に経営上、財務上の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、支配的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。

### 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。

### 注

- <sup>i</sup> 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。むしろ、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。
- <sup>ii</sup> 本分析で用いるサンプル企業 657 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、既存企業向け市場への重複上場企業および 2007 年 3 月末時点までに上場廃止となった企業は、サンプルから除外している。
- <sup>iii</sup> 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」記載のデータを利用。
- <sup>iv</sup> 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。
- <sup>v</sup> 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。
- <sup>vi</sup> 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。

<sup>vii</sup> 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。

<sup>viii</sup> 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・資本的關係会社……①人的資本的關係会社，②人的資本的關係会社の役員。
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關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、「人的資本的關係会社」に重複してカウントする。

<sup>ix</sup> なお、人的資本的關係会社の中には、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」で人的資本的關係会社と記されているものを、「人的資本的關係会社」とした。

<sup>x</sup> 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、それぞれを「1」と数える。

<sup>xi</sup> 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。

<sup>xii</sup> 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關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。