

新規公開企業の業績パフォーマンスと株式所有構造*

岡 村 秀 夫

I はじめに

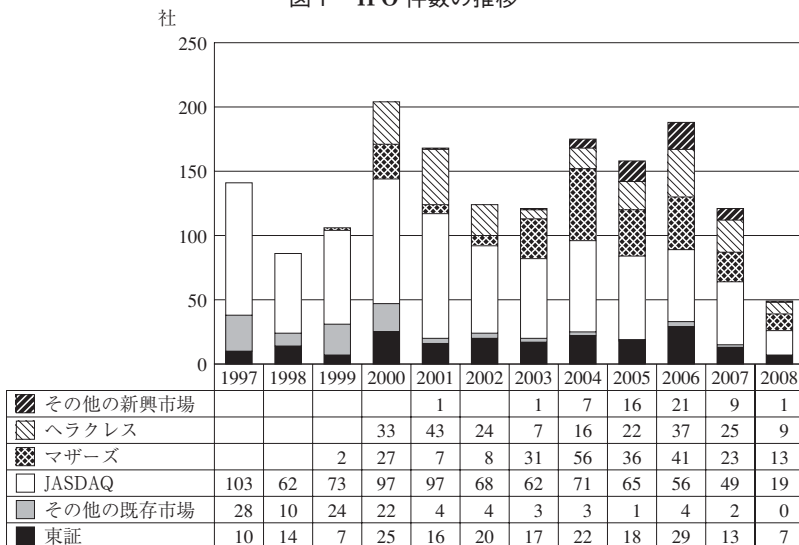
IPO（新規公開）の目的としては、創業者利益の実現、社会的評価の向上・確立、ベンチャー投資の Exit、資金調達手段の多様化、経営上の戦略、国営事業の民営化、など様々なものが挙げられる。いずれの目的であれ、IPO は企業経営における不連続な変化点として位置づけられる。株式所有構造をはじめとするコーポレートガバナンス体制の大きな変化は、企業経営のあり方に影響を与えると考えられる。IPO は、バーリ＝ミーンズ流に言えば「所有と経営の分離」に向けた大きな一歩となり、求められるマネジメント手法が大きな変革を求められる契機となると考えられる。

“Initial Public Offerings” と称される通り、IPO によって企業は“public”な存在となる。株式所有構造を例にとると、創業者、親会社、その他特定少数の株主が集中的に所有する構造から、不特定多数の投資家が株主となり得る構造へと変化する。IPO 前の集中度の高い株式所有構造から、IPO 後の分散化された株式所有構造に移行することによって、これらの企業に生じるであろう変化を考察することは興味深いテーマの一つである。

企業経営とコーポレートガバナンスの関連性は、多くの研究者、実務家の

* 本稿の一部は、日本証券アナリスト協会関西地区特別セミナー（2008年10月23日開催）における講演「新規公開企業のコーポレートガバナンス」に基づいている。また、九州ファイナンス研究会、ならびに証券経済学会において、参加者から有益なコメントを頂戴した。もちろん、残された誤りは筆者の責に帰すべきものである。

図1 IPO 件数の推移



(出所)『株式公開白書』(プロネクサス)

関心を集めてきた課題である。不連続で大きな変化が生じる IPO は、通常は観察することの困難な両者の関係について理解を深める貴重な機会である。

ところで、日本の IPO 市場は、1999年の東証マザーズ、2000年の大証ナスダック・ジャパン(現ヘラクレス)をはじめとする新興企業向け市場の相次ぐ創設により、変貌を遂げた。図1に示されているように、2000年以降、IPO 件数は増加している。なかでも、JASDAQに加えて、東証マザーズ、大証ヘラクレスの新興企業向け新市場が、IPO 件数を大きく底上げしていることを読み取ることができる¹⁾。忽那(2008)が指摘しているように、上場審査基準が比較的緩やかな新興企業向け市場の創設は、上場企業の裾野を広げる意義があったといえる。

一方、上場審査基準の緩和による新規公開企業の質的变化がもたらす影響

1) ただし、2008年に関しては、金融危機の影響、株券電子化実施に伴う IPO 停止等の影響により、IPO 件数は大幅に減少した。

についても検討する必要があるだろう。なぜなら、厳格な上場審査基準を通過した企業で構成される東証1部などに比べて、新興企業向け市場においては経営上の安定性、株式の流動性、株式所有構造など、投資のパフォーマンスに影響を与える様々な面においてリスクが高いと考えられるためである。事実、後述のように、IPO後の長期株価パフォーマンスの低迷、IPO時点をピークとした業績の下降傾向などがこれまでも多くの研究で指摘されている。

本稿の特徴は、新興企業向け市場創設後の期間を対象として、新規公開企業の変化を業績面から検討していること、そしてIPO後の業績パフォーマンス低下傾向を踏まえて、株式所有構造と業績パフォーマンスの関係についてパネルデータを用いた分析を行っていることである。第Ⅱ節では、IPO前後のパフォーマンスの変化に関する先行研究について整理を行う。第Ⅲ節では、IPO前後の業績パフォーマンスの変化について、株主資本営業利益率の推移に焦点を当て分析する。第Ⅳ節では、株式所有構造と株主資本営業利益率の関係について、パネルデータを用いた実証分析を行う。第Ⅴ節では、本稿の分析結果を整理し、残された課題について述べる。

Ⅱ 先行研究

IPO前後におけるパフォーマンスの変化については、株価については、初値形成に関する“underpricing”（過小値付け）、長期収益率に関する“underperformance”（低い収益率）が代表的な問題として知られている。また、株価形成に際しての重要なファンダメンタルズの一つである業績については、IPO実現のためにある種の「お化粧」がなされている可能性が指摘されている。

まず、初値形成に関しては、IPO直前に公募・売出に応じた投資家に新規公開株が配分される際の価格である「公開価格」から、株式市場で新規公開株の取引が初めて成立した際の価格である「初値」への上昇率である「初期収益率」が以前から注目を集めてきた。

初期収益率が関心を集める理由は、わずか1週間から2週間程度の短期間

に、10数%から数十%もの非常に高い収益率が得られるためである。しかも、日本にとどまらず、米国、英国をはじめとする世界各国で、また様々なサンプル期間において、その大きさには違いがあるものの、正の初期収益率が一般的に観察されている。

1-2週間程度の期間に平均的に10数%から数十%もの収益率が得られるという事実は、公開価格ないしは初値の価格形成に何らかの問題がある可能性を示唆するものとして、数多くの研究者、実務家、投資家たちの強い関心を集めてきた。

初値は新規公開株に付けられた初めての「市場価格」であり、株式市場で効率的な価格形成が行われていると想定するのであれば、割安な水準の公開価格でIPO直前に公募・売出が行われていることになる。すなわち“underpricing”（過小値付け）がなされていることになる。

次に、長期収益率に関する“underperformance”については、米国の長期収益率に関して、Eckbo *et. al.* (2007) がこれまでの研究における計測結果を整理している。1980-2000年のIPO企業（非金融業）5018社の長期収益率は、buy-and-hold returnの超過収益率を単純平均した結果では-18.0%であり、統計的に有意であると報告している。また、時価総額の比率で加重平均した結果では、-14.8%となっているが、統計的に有意ではなかったとしている。わが国に関しては、忽那（2008）によるとJASDAQへのIPO企業623社（1997-2005年）のサンプルでは、JASDAQ指数を用いて計測したIPO36ヶ月後の超過収益率の中央値は30%以上のマイナスとなっている。また、同様の計測を行った結果として、東証マザーズへのIPO企業167社（1999-2005年）については50%以上ベンチマークを下回っており、大証ヘラクレスへのIPO企業145社（2000-2005年）については70%以上も低迷する結果になったと報告している。

新規公開企業の業績については、IPO時点をピークとした業績の下降傾向がしばしば指摘されている。例えば、神座（1995）は1990年から1994年におけるJASDAQ市場（当時、店頭市場）の新規公開企業を対象とした分析で、

IPO後に業績が低下することを指摘している。Kutsuna *et al.* (2002)は、売上高成長率、売上高経常利益率などの業績パフォーマンスは、IPO実施年、ないしは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。また、松本(2006)では、1997年から1999年にJASDAQ市場でIPOを行った企業を対象とした分析で、IPOに向けて増加してきた総資産営業利益率が、IPO後に低下する傾向を明らかにしている。また、翟(2009)は、新規公開企業の業績が、IPO前年をピークにその後減少していることを明らかにしている。

ところで、東証一部上場企業などと比較すると、IPO後も創業者一族・オーナー等が依然として大株主であり続けることが多い新規公開企業に関しては、コーポレートガバナンスにおける大株主の影響について検討する必要があると考えられる。

例えば、Admati *et al.* (1994)は、大株主によるモニタリングがフリーライダー問題を解決する可能性を示した。一方、Burkart *et al.* (1997)は、集中化した株式所有構造の下では、事後的な経営への介入を予想する経営者が、事前的な経営努力を低下させるために、非効率性をもたらされる可能性を指摘した。このように、ポジティブな効果とネガティブな効果の両面が予想されるケースでは、実証的な分析が有用であると考えられる。

岡村(2007)では、2001-05年度のJASDAQ上場企業をサンプルとして、株式所有構造と業績パフォーマンスの関係についてパネルデータを用いた実証分析を行っている。その結果から、筆頭株主持株比率が高いほどパフォーマンスが低下していることが明らかにされており、Morck *et al.* (1988)、McConnell and Servaes (1990)ら欧米の先行研究と整合的な結果となっている。これらの結果は、経営者や企業内部者による株式所有が企業価値を単調に増加させるものではないことを示している。その理由としては、JASDAQ上場企業のなかに多くみられるオーナー型企業や上場子会社では、筆頭株主が単独で三分の一超ないし過半数の株式を保有していることも多く、他の株主からの規律付けがあまり機能していない可能性を挙げることができる²⁾。

また、株主タイプ別の影響については、役員保有比率や金融機関保有比率が高くなるほどパフォーマンスが改善する傾向が示されており、Litchenberg and Pushner (1994) 等と整合的な結果となっている。

新規公開企業の業績パフォーマンスと株式所有構造の関係に焦点を当てた欧米の先行研究としては、例えば Jain and Kini (1994) を挙げることができる。彼らは、IPO 後に業績パフォーマンスが低下する傾向を指摘するとともに、経営者のインセンティブ低下がその要因の一部であることを示している。一方、Mikkelson *et. al.* (1997) は、新規公開企業の業績パフォーマンスと役員持株比率との間に関連がみられないことを示している。

わが国に関しては、先述の Kutsuna *et. al.* (2002) では、業績パフォーマンスと株式所有構造の関係について実証分析を行った結果として、第1に、筆頭株主持株比率は、公開前の売上高成長率と正の相関を持つ一方で、売上高経常利益率および売上高当期純利益率との間には負の相関を持つことが示され、公開前の筆頭株主持株比率が高くなるほど利益成長率に比べて売上高成長率の方が重視される傾向が明らかになった。公開後の筆頭株主持株比率と売上高経常利益率および売上高当期純利益率とは正の相関を持つことが示され、公開後には株式所有の集中度が高いほど業績パフォーマンスが高くなることが分かった。第2に、銀行やベンチャーキャピタルが業績パフォーマンスの向上に果たす役割については、公開後も銀行やベンチャーキャピタルが株式を保有している企業では、売上高経常利益率および売上高当期純利益率が高くなる傾向が示された。第3に、IPO 時点の時価総額は、公開前・公開後の業績パフォーマンスと正の相関がある一方、企業規模（従業員数）や企業年齢とは負の相関があることが明らかになった。

上記の点をふまえて、次節以降では、新興市場創設後の期間を対象として、業績パフォーマンスの推移を検討し、次いで株式所有構造が業績パフォーマ

2) Morck *et. al.* (1988), McConnell and Servaes (1990) らの実証研究では、筆頭株主保有比率が増加すると企業価値の減少するゾーンが存在することが示されているが、岡村 (2007) における筆頭株主保有比率の平均値は27.80%であり、そのゾーン内に位置している。

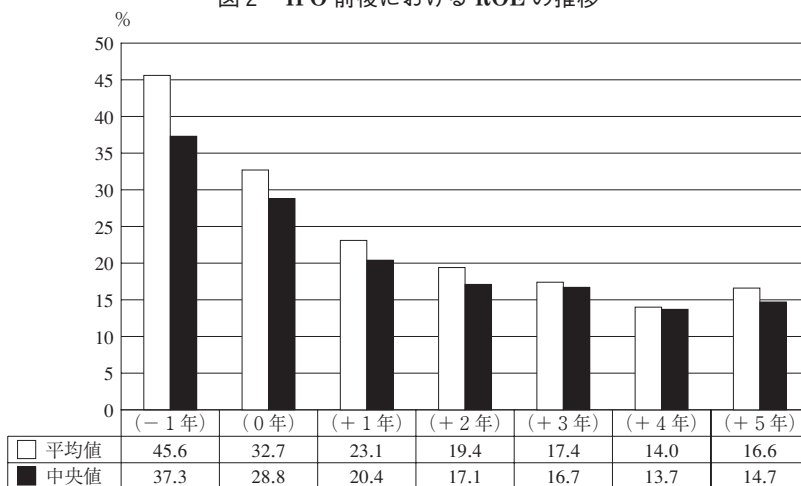
ンスに与える影響について実証分析を行うこととしたい。

Ⅲ IPO 前後の業績パフォーマンス

本稿における分析対象は、新興企業向け株式市場が本格的に創設され始めた2000年1月から2006年6月の間にJASDAQ市場でIPOを実施した企業である。そのうち、日経NEEDS（財務データ、大株主データ）、野村総合研究所インテグレートド・データベース・サービス、アイ・エヌ情報センター「増資データベース」に必要な項目が収録されていた385社がサンプル企業である。

業績パフォーマンスとしては株主資本営業利益率（ROE）を取り上げ、IPO前後における推移を図2に示している。IPO1年前（-1年）には、平均値で45.6%であったROEが、IPO実施年（0年）には32.7%、1年後（+1年）には23.1%、2年後（+2年）には19.4%、3年後（+3年）には17.4%、4年後（+4年）には14.0%と継続的に低下し、5年後（+5年）には16.6%とわずかに持ち直しているものの、IPO1年前、ないしはIPO実

図2 IPO前後におけるROEの推移



施年と比べると大幅に業績が悪化している。中央値でも、同様の傾向が示されており、IPO後に業績パフォーマンスが継続的に低迷していることが明らかになった³⁾。

なお、このようなIPO後の業績パフォーマンスの低下傾向は、国内外における先行研究とも整合的な結果である。次節では、業績パフォーマンスに影響を与える重要な要因の一つとして、株式所有構造に焦点を当て、実証分析を行う。

IV 業績パフォーマンスと株式所有構造

JASDAQ市場は、図1でも示されているように、IPOの中心的市場として位置づけられる。株式分布状況に関する上場基準については、表1で整理されているように、上場株式数や少数特定者持株比率の規定がなく、株主数についても1万単元未満300人以上、1万-2万単元400人以上、2万単元以上500人以上となっており、創業者一族や親会社が支配的株主として経営権を維持可能な内容となっている。船岡(2008)によれば、個人投資家の比率が高い市場であり、株式分布状況では40-50%程度が個人、新規公開株については80%を個人投資家が購入している。

第II節で述べたように、大株主の存在が企業業績や企業価値に与える影響としては、ポジティブな効果とネガティブな効果の両面が予想される。ポジティブな効果は、株式所有の集中によるモニタリング機能のインセンティブ強化によって、業績が改善し、企業価値が増加するというものである。ネガティブな効果は、利益相反問題、すなわち大株主が企業経営への影響力を通じて、その他株主一般の利益とは異なる自らの利益追求を行う危険性が生じ得ることである。いずれの効果が前面に出ているかという点について、本節ではパネルデータを用いて実証分析を行う。

3) IPO時には、既存株主からの売出に加えて、新規公開企業自身が資金調達を行うための公募増資を行うことが多いため、ROEが低下する可能性は存在する。ただ、IPO1年後以降もROEが継続的に低下していることから、増資の影響を考慮しても、業績が悪化傾向にあると考えられる。

表1 株式分布状況に関する上場基準

	東証・大証・名証 〔市場第一部〕	東証 〔市場第二部〕	大証・名証 〔市場第二部〕	JASDAQ
	上場株式数 (上場時)	10万単元(株)以上	4,000単元(株)以上	2,000単元(株) 以上
少数特定者持株数 (上場時見込み)	70%以下	75%以下	80%以下	
株主数 (上場時見込み)	20万単元(株)未満 3万単元(株)未満；2,200人以上 3万単元(株)以上； 2,200人+1万単元(株)増すごとに100人以上 20万単元(株)以上； 4,000人+2万単元(株)増すごとに100人以上 ただし最近の投資単位が (a). 10万円以上50万円未満の場合； 上記所要株主数の半数以上(2,200人を下限) (b). 10万円未満の場合；2,200人以上	1万単元(株)未満；800人以上 1万単元(株)以上2万単元(株)未満； 1,000人以上 2万単元(株)以上； 1,200人以上+1万単元(株)増すごとに100人 12万単元(株)以上；2,200人以上 ただし最近の投資単位が (a). 10万円以上50万円未満の場合、 上記所要株主数の半数以上(800人を下限) (b). 10万円未満の場合；800人以上	1万単元未満； 300人以上 1万単元以上 2万単元未満； 400人以上 2万単元以上； 500人以上	

(出所) デイスクロージャー実務研究会編『新規公開白書』

東京証券取引所『上場審査基準』

(注1) 少数特定者持株数＝特別利害関係者の持株数+明らかに固定的所有でないと思われる株式を所有する者を除いた大株主上位10名(特別利害関係者の持株数及び申請会社が所有する自己株式数を除く)の所有する株式数+(申請会社が所有する自己株式数-自己株式処分決議株式数-自己株式消却決議株式数)+自己株式処分決議により少数特定者に譲渡することが決議された株式数

(注2) 特別利害関係者：申請会社の役員、監査役、執行役、その配偶者及び二親等内の血族、また、これらの者により総株主の議決権の過半数が所有されている会社並びに関係会社及びその役員

表2 基本統計量

	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
＜被説明変数＞					
株主資本営業利益率（％）	21.1	18.8	20.4	-199.6	183.2
＜説明変数＞					
「ガバナンス変数」					
筆頭株主持株比率（％）	30.8	26.7	17.5	4.8	95.5
10大株主持株比率（％）	65.7	66.3	14.0	0.0	99.9
役員持株比率（％）	25.2	23.6	19.2	0.0	99.2
「コントロール変数」					
企業年齢（年）	28.0	25.0	16.3	2.0	98.0
log（企業年齢）	3.1	3.2	0.7	0.7	4.6
従業員1人当総資産（百万円）	225	44	2,904	1	74,618
log（従業員1人当総資産）	17.7	17.6	1.1	13.4	25.0
従業員数（人）	320.1	186.0	594.9	2.0	7,040.0
log（従業員数）	5.2	5.2	1.0	0.7	8.9
株主資本比率（％）	49.0	48.4	20.5	4.0	97.4

データの出所は第Ⅲ節で述べたとおりであり、2000年1月から2006年6月をサンプル期間とし、サンプル期間中にJASDAQ市場でIPOを実施した企業を対象として、パネルデータセットを作成した⁴⁾。

被説明変数にROE（株主資本営業利益率）、説明変数として株式所有構造を表す「ガバナンス変数」（株式所有の集中度：10大株主持株比率、株主属性：筆頭株主持株比率、役員持株比率、個人筆頭株主ダミー）、ならびに「コントロール変数」（企業年齢（創業からの年数）、従業員1人当たり総資産、従業員数、株主資本比率）を用いて、推計を行った。

表2には、分析で用いた変数の基本統計量が整理されている。被説明変数のROEの平均値は21.1％（中央値18.8％）である。説明変数については筆

4) なお、一部の項目に欠損値が含まれており、またサンプル期間内に、IPO、倒産や他市場への移籍等のための上場廃止がそれぞれ生じているため、非バランス・パネルとなっている。

表3 業績パフォーマンスと株式所有構造の関係

説明変数 ⁽³⁾	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)	
	係数 ¹⁾	p 値	係数 ¹⁾	p 値	係数 ¹⁾	p 値	係数 ¹⁾	p 値	係数 ¹⁾	p 値
ガバナンス変数										
筆頭株主持株比率	-0.01	0.93								
10大株主持株比率			0.32***	0.00						
役員持株比率					0.08	0.30				
筆頭株主個人ダミー							2.27	0.42		
コントロール変数										
log (企業年齢)	-14.13**	0.02	-6.57	0.31	-8.21	0.24	-13.96**	0.02	-3.01	0.66
log (従業員1人当総資産)	-9.09***	0.00	-7.14**	0.02	-10.16***	0.00	-8.94***	0.00	-8.90***	0.01
log (従業員数)	-9.05***	0.00	-6.66**	0.04	-9.68***	0.00	-8.91***	0.00	-8.51***	0.01
株主資本比率 (%)	-0.08	0.25	0.10	0.24	0.07	0.43	-0.08	0.24	0.11	0.21
Adjusted R-squared	0.55		0.54		0.53		0.55		0.55	
number of observations	881		762		745		881		743	

(注1) ***: 1%水準で有意、 **: 5%水準で有意、 * : 10%水準で有意

(注2) ハウスマン検定により、全ての推定式で固定効果モデルが選択された

(注3) 説明変数は、同時性の問題を考慮して、1期分ラグをとっている

頭株主持株比率の平均値が30.8%（中央値26.7%）、10大株主持株比率の平均値が65.7%（中央値66.3%）、役員持株比率の平均値が25.2%（中央値23.6%）となっており、JASDAQ市場では概して株式所有の集中度が高くなっていることが示されている。

表3には、業績パフォーマンスと株式所有構造の関係についての分析結果が示されている⁵⁾。「10大株主持株比率」は符号が正で有意となっており、株式所有の集中度が高まると業績パフォーマンスが向上する傾向が示されている。この結果は、大株主のポジティブな効果がより強く表れている可能性を示唆するものと考えられる。「筆頭株主持株比率」、「役員持株比率」、「筆頭株主個人ダミー」については、いずれも安定的に有意な結果ではなかった。これらの株主属性を表す変数に関しては、資産管理会社の存在、創業者一族で分散所有するケースを踏まえた分析が必要と思われる。企業規模が大きな企業や創業からの年数が長い企業については、業績パフォーマンスが相対的に悪い傾向が示された。

V さいごに

本稿で行った分析の結果、新興企業向け市場が相次いで開設された2000年以降の期間についても、IPO後に業績パフォーマンスが低下している傾向が確認された。さらに、業績パフォーマンスと株式所有構造の関係について、パネルデータを用いた分析を行った結果から、株式所有の集中度が高くなるほど、相対的に業績が良好であることが明らかになった。これらの結果から、IPO時点が業績のピークとなる傾向が継続しているものの、株式所有の集中度が高ければ、経営へのモニタリングがある程度機能していることが示唆される。

IPOは企業経営における不連続で極めて大きな変化点である。IPOによって株式所有構造は大きく変化し、企業の業績にも影響を与えることになる。

5) ハウスマン検定により、全ての推定式で固定効果モデルが選択された。また、説明変数は、同時性の問題を考慮して、1期分のラグをとっている。

IPO 前後では株式所有構造は大きく変化するものの、一旦変化した株式所有構造は資本政策・経営戦略上の大きな変更がない限りは、比較的固定的であると考えられる。

例えば、梅沢・他（2007）は、創業社長が残留している新規公開企業の underpricing（過小値付け）の程度が大きいとの結果を示している。IPO に際しての株式所有構造の変化と経営者交代の関係、そして業績との関係を検討することは今後の課題である。さらに、IPO 後に業績や株価が低迷するという傾向が持続しているにも関わらず、IPO の際に新たに株主となる投資家が存在しているという事実を検討していくことは、今後の大きな課題である。

（筆者は関西学院大学商学部教授）

【参考文献】

- 梅沢俊浩・中内基博・稲村雄大（2007）「創業社長マネジメントが新規株式公開のアンダープライシングに及ぼす影響」、『証券アナリストジャーナル』、2007年9月号。
- 岡村秀夫（2007）「企業の株式所有構造」、橋木俊詔編『日本経済の実証分析』第6章、東洋経済新報社。
- 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』、1995年3月号。
- 忽那憲治（2008）『IPO 市場の価格形成』、中央経済社。
- ディスクロージャー実務研究会（2008）『株式公開白書』、プロネクサス。
- 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』、2009年2月号。
- 船岡健太（2008）「新規公開株式のプライシングにおける機関投資家の役割—日本とアメリカの比較—」、『証券経済研究』、第63号。
- 松本守（2006）「新規公開企業の業績パフォーマンスに関する実証分析」、『証券経済学会年報』、第41号。
- Admati, A. R., Pfleiderer P., and Zechner, J. (1994), “Large shareholders activism, risk sharing, and financial market equilibrium,” *Journal of Political Economy*, 102.
- Burkart, M., Gromb, D. and Panunzi, F. (1997), “Large shareholders, monitoring and the value of the firm,” *Quarterly Journal of Economics*, 112.
- Eckbo, B. E., Masulis, R. W. and Norli, O. (2007), “Security offerings”. In: Eckbo, B. E. (Ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. 1, Elsevier, Chapter 6.
- Jain, B. A. and Kini, O. (1994), “The post-issue operating performance of IPO firms,” *Journal of Finance*, 49.

- Kutsuna, K., Okamura, H. and Cowling, M. (2002), "Ownership structure pre- and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies", *Pacific-Basin Finance Journal*, 10.
- Lichtenberg, F. R. and Pushner, G. M. (1994), "Ownership structure and corporate performance in Japan," *Japan and the World Economy*, 6.
- McConnell, J. and Servaes, H. (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics*, 27.
- Mikkelson, W. H., Partch, M. M. and Shah, K. (1997), "Ownership and operating performance of companies that go public," *Journal of Financial Economics*, 44.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1988), "Management ownership and market valuation," *Journal of Financial Economics*, 20.