

平成 22 年 5 月 25 日現在

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2008 ～ 2009

課題番号：20730255

研究課題名（和文） 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研究

研究課題名（英文） Empirical Research about the financial features and shareholder structure after IPO

研究代表者

赤石 篤紀（AKAISHI ATSUNORI）

北海学園大学・経営学部・準教授

研究者番号：10364233

研究成果の概要（和文）：本研究では、IPO を行う企業の特徴、IPO を行った企業の財務構造と所有構造の変化について、企業が公表している財務データを用いて実証的に検証した。第一に、われわれは、わが国の新興市場においては、創業者や経営者を支配株主とする企業だけでなく、親会社を支配株主とする企業が多いことを明らかにした。第二に、IPO 後も企業はさらなる成長を続け、時間の経過とともに、株主の分散化、所有と経営の分離傾向が進んでいくことが実証的に明らかとなった。

研究成果の概要（英文）：This paper empirically explored change of the financial features and ownership structure after IPO by analyzing financial statements. At first, we show that founders and top managements hold the ownership of private companies, but the quarter of IPOs is by subsidiaries. The second, we provided evidences that after the going public, the firms grow, diversify the ownership and proceed to separation of ownership from management.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008 年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2009 年度	600,000	180,000	780,000
年度			
年度			
年度			
総計	1,700,000	510,000	2,210,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：経営財務

1. 研究開始当初の背景

(1) 企業の財務問題を取り扱うのは経営財務論であるが、そこでは大企業の財務問題や資本市場の問題が専ら扱われており、中小・ベンチャー企業の財務問題はあまり問題とされてこなかった。一方、ベンチャー企業論、中小企業論の領域においては、IPO までが主たる問題領域とされる。

このため、企業成長にとって重要な意味合いを持つ IPO は、双方の議論の狭間に落ち込んでしまい、IPO や IPO 後の企業行動については取り上げられることがほとんどない。

(2) 所有構造やガバナンスの議論においては、いわゆる「所有と経営の分離」を前提とした議論が行われてきた。しかし、近年では、親子上場に代表される日本の株式市場の特殊性が明らかにされており、必ずしも所有と経営の一致から所有と経営の分離という経路をたどるわけではないことが指摘されている。このような発見事実に基づいて、新興市場上場企業の経営状況や財務状況などを論じる必要がある。

上記 (1)、(2) のような背景の下、研究を行うに至っている。

2. 研究の目的

(1) 株式公開 (IPO) を経て、企業の財務構造やガバナンス構造 (所有構造) にどのような変化が見られるかを明らかにすること。

(2) (1) によって明らかにした新興市場 (ベンチャー企業に対する成長資金の供給を目的とする市場: ジャスダック、東証マザーズ、大証ヘラクレスなど)、上場企業の特徴から、わが国の新興市場ならびにスモールビジネス・ファイナンスの特徴及び構造上の問題を明らかにする。

3. 研究の方法

(1) 新興市場上場時に企業が提出する「株式発行ならびに株式売出届目論見書 (以下、目論見書)」、金融証券取引法により上場後提出が義務づけられる「有価証券報告書」に記載されているデータをもとにした定量的分析

(2) (1) を補完するヒアリング、インタビュー調査

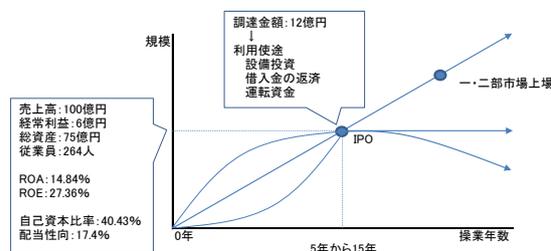
4. 研究成果

(1) IPO 時点での企業の概要

① IPO 時の企業の平均的な特性

図表 1 は、IPO 時点における企業の平均的な姿を示したものである (サンプル: 2001 年 4 月 1 日から 2008 年 3 月 31 日までに IPO を行った企業 849 社)。

図表 1 目論見書データにもとづく IPO 時点での企業の特徴



② 所有構造の別

IPO 時の企業の所有構造上の特徴としては、「個人」と「他法人 (事業会社)」の株式所有割合が高いことがあげられる (58.3%、35.7%)。これら部門の所有割合の高さに着目してサンプル企業を観察すると、以下のような特徴がみてとれる。

まず、IPO 企業の約 10%で、「親会社」の存在が認められた。これら親会社の存在する企業において、親会社の持株割合は平均 68.7%となる。

また、ほぼ全ての IPO 企業において、代表取締役が自社株を保有しており、その持株割合は平均 32.92%となっている。また、半分の企業において、代表取締役の家族が株主となっており、その持株割合は 8.9%である。このことから、IPO 企業における個人の持株比率の高さの一因は、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。

さらに、代表取締役以外の取締役が株式を所有している場合も多く、持株割合は 11.4%と高い。また、従業員の持株割合も 6.6%と高い水準となっている (多くは従業員持株会を通じた保有)。

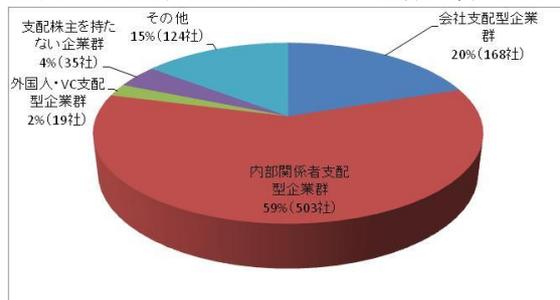
③ 支配株主による IPO 企業の分類

上記のような観察結果を踏まえると、「支

配株主（持株比率が15%以上の株式を有する株主）」概念に基づき、IPO企業の類型化を図ることが有用である。本サンプルの95.4%の企業（810社）において支配株主が存在し、1社当たりの支配株主数は平均1.49、1社あたりの支配株主の持株割合の平均は、56.7%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、数値的にも裏付けられることになる。

そして、「支配株主が誰か」によって、IPO企業を、①会社支配型企業群（支配株主＝親会社などの企業）、②内部関係者支配型企業群（支配株主＝代表取締役などの内部者）、③「外国人およびVC支配型企業群」、④「支配株主を持たない企業群（支配株主＝なし）」の4つに、類型化すると、図表2のようになる。

図表2 支配株主別にみたIPO企業の分布



なお、IPO時点において、会社支配型企業群と内部関係者支配型企業群の両者で、業績や規模、自己資本比率、配当性向といった財務的特徴に有意な差は認められず、IPOを通じた調達金額および支配株主の持株割合に差異が認められるのみである。

なお、会社支配型企業群と内部関係者支配型企業群における所有構造を示したものが図表3である。

図表3 会社支配型企業と内部関係者支配型企業の所有構造

	会社支配型企業		内部者統治型企業		
	N	平均値	N	平均値	
支配株主	158	56.61	469	56.60	
大株主	169	90.61	519	86.44	***
個人株主	169	11.08	519	63.43	***
代表取締役	169	4.57	519	47.43	***
代表取締役とその一族	17	5.05	344	52.69	***
取締役	169	3.52	519	14.30	***
代表取締役+取締役、その一族	169	8.72	519	68.08	***
従業員	169	4.88	519	7.26	***
内部者	169	13.60	519	75.34	***
親会社関係会社	126	66.43	67	16.72	***
VC	85	9.53	406	12.12	

***:1%有意、**:5%有意、*:10%有意

(2) IPO後の所属市場

一般に、新興市場に上場した企業は、その後、既存企業向け市場（第一部および第二部

市場）への指定替えを目指す。そこで、まずサンプル企業849社のIPO後の所属市場についてみてみた。そこでは、約78.4%の企業がIPO時と変わらず同じ市場に上場している。本研究のサンプルは、2001年4月以降に上場した企業であるから、IPO後7年未満の企業のほとんどは、IPOを行った市場に留まり続けるということになる。また、12.3%が、既存企業向け市場への指定替えを行っており、9.3%が何らかの理由により、上場を廃止している。この上場廃止のケースについては、会社支配型企業群において、多くなっている。

また、IPO後に既存企業向け市場への指定替えを行った企業については、IPO時の時点で売上高、資本規模において、それ以外の企業との間に、統計的に有意な差異が認められた（売上高平均：174億円対91億円、総資本平均：107億円対108億円）。ここから、既存企業向け企業に短期間で指定替えを行う企業については、IPOの時点で既にある程度の規模に達しているといえる。

(3) IPO後の企業の成長性

IPOにより、企業は、資本調達能力の向上や多様化、知名度の向上に伴う取引の拡大、情報ネットワークの拡大、従業員のモラルの向上、優秀な人材の獲得といったIPOのメリットを享受する。そのため、IPOを行った企業は、IPOを契機に飛躍的な成長を遂げるとされる。

そこで、売上高、利益といった業績変数、総資本、従業員数といった規模変数の時系列な変化に関する分析を行ったところ、図表4のような結果が得られた。業績変数、規模変数と時間の経過との間には、概ねプラスの関係がみられ、IPOを契機に企業が更なる成長を果たすという仮説に一定の支持を与えることはできる。

図表4 時間の経過と業績変数、規模変数との相関関係

項目	サンプル数	相関係数	
売上高	4261	0.12	***
売上高成長率	3384	0.13	***
経常利益	4260	0.03	**
経常利益増加率	3384	0.02	
総資本	4259	0.12	***
総資本増加率	3384	0.09	***
従業員	4259	0.11	***
従業員増加率	3380	0.20	***
自己資本比率	4252	0.01	

***:1%有意、**:5%有意

(4) 株主構成の変化

① IPO後の所有構造に関する知見

IPOの主たる動機としては、成長資本の獲

得や知名度の向上、資本調達能力の向上といった動機以外に、株式の流動性の確保、それに伴う創業者利得の獲得が指摘されるところである。

また、IPOにより、公の流通市場の形成や新株発行がなされることにより、株主の分散化、大株主の減少といった所有構造上の変化が生じると考えられる。そして、株主の分散化により、所有と経営の分離傾向も進んでいくと考えられる。

② IPO後の所有構造の時系列変化

上記のような知見について検証すべく、われわれは、1)持株割合の上位10位に属する大株主の持株比率、2)そこに属する個人株主の持株比率、3)経営者（代表取締役+取締役）の持株比率と、時間の経過の関係についての分析を行った。その結果を示したものが、図表5である。

図表5 時間の経過と持株割合の関係

項目	サンプル数	相関係数	
大株主持株比率	4261	-0.43	***
個人大株主の持株比率	4261	-0.29	***
経営者の持株比率	4261	-0.32	***

***: 1%有意、**: 5%有意

ここからは、IPO後、時間の経過とともに、株主の分散化、所有と経営の分離傾向が進むという仮説に対して、一定の支持を与えることができる。

③ 内部統治型企業の経営者の持株割合の変化

②でみたような傾向は、わが国の新興市場でみられる特徴の1つである会社支配型企業の存在（全体の20%）や、既に株主の分散化傾向がみられる企業の存在（全体の4%）によって歪められる可能性がある。そこで、内部者統治型企業503社（全体の59%）を、理論や伝統的な知見が想定する成長段階にある企業としてとらえ、分析を進めた。その結果を示したものが、図表6である。

図表6 内部者統治型企業における持株割合と時間の経過の関係

項目	サンプル数	相関係数	
大株主持株比率	2535	-0.48	***
個人大株主の持株比率	2535	-0.44	***
経営者の持株比率	2535	-0.47	***

***: 1%有意、**: 5%有意

同図表に示すように、経営者を中心とする内部者が支配株主となってIPOを行う企業においては、IPO後、大株主や経営者の持株割合が減少する傾向が、全体よりも顕著であり、時間の経過とともに、株主の分散化、所有と経営の分離傾向が進むという仮説に対して、より強い支持を与えることができる。

さらに、内部者統治型企業の経営者のIPO後の持株割合をt検定により、時系列でみたときに差がみられるかどうかを検証した。その結果を示したものが、図表7である。

図表7 内部者統治型企業における経営者の、IPO後の持株割合の推移



	サンプル数	平均値	標準偏差	
IPOの1年前～IPO直前	616	58.3	19.9	***
IPOからIPOの0.7年後	398	43.8	18.8	***
IPOの0.8年後～IPOの1.7年後	473	38.9	17.6	***
IPOの1.8年後～IPOの2.7年後	374	34.2	18.4	***
IPOの2.8年後～IPOの3.7年後	268	29.9	17.3	
IPOの3.8年後～IPOの4.7年後	196	27.3	16.9	
IPOの4.8年後～IPOの5.7年後	124	24.3	16.3	
IPOの5.8年後～IPOの6.7年後	65	24.7	17.7	
IPOの6.8年後～IPOの7.7年後	21	26.8	18.9	

***: 1%有意、**: 5%有意、*: 10%有意

同図表からは、IPOから3年間にわたり、経営者の持株割合が統計的に有意に減少していることがみてとれる。そして、3年経つと、その持株割合の減少傾向が鈍化する。このような現象の背景には、一般に指摘される創業者の所有株式の売却だけでなく、所有経営者である創業者の引退、IPO後の新株発行などがあるようである。

④ ロックアップの存在

IPO後の大株主や経営者の持株割合の変化に対しては、ロックアップ条項の存在も影響を与えようである。ロックアップ条項とは、IPO時に設定される特殊な条項であり、特定の大株主が、一定期間（180日間）、持株を売却しないというものである。そのため、ロックアップ条項が設定されている場合、IPO後しばらくの間、大株主や経営者の持株割合に変化が生じないと考えられる。

われわれのサンプルにおいては、35%の企業（307社）がロックアップ条項を設定、65%の企業（569社）が同条項を設定していなかった。これらのサンプルについて、ロックアップの有無によって、所有構造の変化に差異がみられるかを検証した。

図表 8 ロックアップ条項の有無による株主の分散化傾向の違い
ロックアップ条項の設定なし

	大株主		***	個人大株主		***	経営者	
	N	平均値		N	平均値		N	平均値
IPOの1年前～IPO直前	671	85.61		671	48.65		671	44.39
IPOからIPOの0.7年後	453	70.53	***	453	37.83	***	453	32.90
IPOの0.8年後～IPOの1.7年後	537	67.03	***	537	34.34	**	537	29.00
IPOの1.8年後～IPOの2.7年後	441	65.20	**	441	31.43	**	441	25.62

ロックアップ条項の設定あり

	大株主		***	個人大株主		***	経営者	
	N	平均値		N	平均値		N	平均値
IPOの1年前～IPO直前	374	87.20		374	43.19		374	37.60
IPOからIPOの0.7年後	219	72.11	***	219	33.12	***	219	28.18
IPOの0.8年後～IPOの1.7年後	251	68.18	***	251	29.63	*	251	25.58
IPOの1.8年後～IPOの2.7年後	178	65.96		178	28.11		178	22.19

***: 1%有意、**: 5%有意、*: 10%有意

その結果、ロックアップ条項が設定されていない場合には、大株主や経営者の持株割合に、時系列的な変化がみられるのに対して、ロックアップ条項が設定されている場合には、IPO 後しばらくは、その持株割合にあまり大きな変化がみられないようである。

(5) 今後の課題

本研究に関連した今後の研究課題は、以下の大きく3つである。

① IPOの動機に関わる質的調査

1 つは、Ritter=Welch (2002) に代表されるような IPO の動機に関わる質的調査である。IPO 後の企業の成長や所有構造の差異については、「そもそも企業がなぜ IPO を行ったのか」という点が大きく影響を与えようである。

これまででも、IPO の動機については、①企業がある段階に達したときに IPO を行うインセンティブが生じると主張するライフサイクル理論、②IPO 市場の状況において企業が IPO を行うか否かを決めると主張するマーケットタイミング理論が提示されている。そのため、これらの動機づけの理論にかかわる検証を行うと同時に、これらの動機と企業成長や所有構造の変化との関連性を検証することが必要となろう。

② IPO後の企業活動に与える VC の影響

米英の研究においては、VC 投資企業 (VC backed firms) と非 VC 投資企業 (no VC backed firms) の比較の中で、VC のプレゼンスが企業活動や業績に与える影響を考える例がみられる。本研究の分析に用いたサンプル企業においても、IPO 企業の 73.4% で、VC の出資が確認される (1 社につき、平均 6.74 の VC が出資)。そのため、これら VC のプレゼンスが企業活動などに与える影響についても考察することも有用である。

③ IPO後の企業業績、成長性の決定要因に関わる分析

3 つめは、IPO 後の企業の業績、成長を分かつ要因が何であるかを、総合的に検証することである。その際には、上記のような IPO の動機や VC のプレゼンスも考慮に入れる必要があるだろう。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 1 件)

赤石篤紀、目論見書データにみる新規株式公開企業の特徴、北海学園大学経営論集、査読無、第 6 巻第 4 号、2009、pp.107-123

[図書] (計 1 件)

坂本恒夫他、中央経済社、スモールビジネスの財務、2009、pp.103-125

6. 研究組織

(1) 研究代表者

赤石 篤紀 (AKAISHI ATSUNORI)
北海学園大学・経営学部・準教授
研究者番号: 10364233