

研究指導 大橋 良生 准教授

新規株式公開企業の株式所有構造の変化が企業業績に与える影響

笠原 優美子

1. 本稿の目的

1.1 株主の特徴と株式所有構造の変化

株式会社では株主総会が最高意思決定機関であり、株主の意見が企業経営に反映される。株主は企業経営への参加権を有しているが、実際の参加度合いには差異がある。安定株主とは、株式の長期保有を目的とした株主のことである。一般的には経営者に対するモニタリングや規律付けをあまり行わない株主とされ、経営者は長期的に安定した経営が図れる一方、監視機能の甘さから非効率的な経営となる可能性がある。これには、事業法人や金融機関などが該当する。他方、モノ言う株主とは、株主としての権利を行使し会社を変えていこうとする株主のことである。経営参加の意思が強いため経営者を規律づける効果が高く、企業価値を高める可能性を持つ。これには、外国法人や個人株主などが該当する。このように、どの主体が株主になるかにより企業経営への影響は異なることが示唆されており、結果的に企業業績にも差異が生じることが予想される。

図表1は、2000年から2017年における日本企業における所有者別持株比率の推移を示している(日本取引所グループ2018c)。このグラフから、日本企業における株式所有構造は2000年以降大きく変化していることが読み取れる。この背景には、銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律や、大口信用供与等規制の改正、株式を含む金融商品に対する時価会計の導入などの制度的背景が挙げられる。

1.2 新規株式公開(IPO)

新規株式公開(Initial Public Offering:IPO)とは、「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」(赤石2015)である。IPOを行うことによって非上場企業は上場企業となり、社会から広く資本を集めることが可能となる。東京証券取引所(2018)は、上場の意義として(1)資金調達円滑化・多様化、(2)企業の社会的信用力と知名度の向上、(3)社内管理体制の充実と従業員の士気の向上を挙げている。一方、株式の上場は一般個人も含めて不特定多数の投資者が株主となることも含意している。

図表2は、2001年から2017年における日本企業のIPO件数の推移を示している(日本取引所グループ2018b)。リーマンショックが起きた2009年頃は低水準

であったものの、近年は増加傾向にあることが読み取れる。また、2012年に東京証券取引所の上場審査基準が緩和されたことを受けて、今後も増加していくことが推察される。

1.3 問題の所在

IPOによって企業の株式所有構造に変化があることは多くの研究で指摘されている。株式所有構造の変化は、企業の基本的な事業方針や企業文化などに影響を及ぼし企業経営に変化をもたらす。また、企業経営が変化すれば企業業績もその影響を受けて変化していくことが考えられる。このことは、IPOを行う日本企業の時価総額が諸外国企業と比較して低いという、換言すれば、諸外国企業と比較して日本企業は低評価を受けているという問題の要因を探ることにつながる。そこで、本稿ではIPOによる株式所有構造の変化と企業業績との関係性を検証する。

2. 先行研究

2.1 IPOの影響

赤石(2015)は、IPO前後での企業規模や業績パフォーマンス、株式所有構造の変化を検証している。検証の結果、①規模的变化はIPO後に成長が鈍化すること、②収益性はIPOをピークとした逆V字現象がみられること、③株式所有構造は、IPO後に株式の分散化が進むことが示された。

2.2 IPOによる株式所有構造の変化と企業業績

岡村(2009)は、IPO前後の業績パフォーマンス、また業績パフォーマンスと株式所有構造の関係を検証している。検証の結果、業績パフォーマンスに関しては、IPOの1年前から継続的に低下していることが示された。また、業績パフォーマンスと株式所有構造に関しては、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示された。

長瀬(2007)は、IPO企業のパフォーマンスと所有構造の関係について、所有構造の内生性を明示的に考慮し検証している。検証の結果、①上場前の経営者持株比率の高まりは企業パフォーマンスを改善させること、②経営者持株比率と企業パフォーマンスは同時決定である可能性があること、③経営者はキャッシュフローに応じて株式所有を内生的に決定し、その結果企業パフォーマンスにプラスの影響を及ぼしていることが示された。

月岡(2012)は、IPO前後での所有構造の変化がIPO後の経営業績に与える影響を検証している。検

証の結果、IPO前後で内部者の持株比率が大きく減少する企業や、IPO前にベンチャーキャピタル (Venture Capital :VC) から出資があり、さらにIPO前後でVCの持株比率の減少が大きい企業ほど、IPO後の経営業績が低く、IPO前と比較して経営業績が低下する傾向が示された。

これらの先行研究は、株式の所有主体の持株比率の水準と企業業績の良否に関連性があることを、収益性の観点から明らかにしている。

2.3 本稿の新規性

以上の先行研究は①市場を混合して検証をし、②収益性の観点からその影響を検証している。これらの先行研究に対し、本稿では新興市場に焦点を当て、東証マザーズ市場と東証JASDAQ市場を対象に、収益性のほかに安全性と成長性を加えて検証を行う。新興市場を分析対象とするのは、IPOを行う企業が多く、新興市場間でも時価総額や純資産額、利益の額などの形式基準に違いがあることから、分析結果が異なると予想されるためである。これらの点が先行研究に対する本稿の新規性である。

3. 分析方法と結果

3.1 サンプル

分析対象は、新規上場会社情報 (日本取引所グループ2018a) に掲載されている2014年から2016年の間に東証マザーズ市場、または東証JASDAQ市場でIPOを行った企業である。

データは、EDINETに提出されている有価証券届出書と有価証券報告書から入手した。また、東証JASDAQ市場はスタンダードとグロースに分かれているが、グロースは分析期間内にIPO企業が無かったため分析対象から除外した。加えて、データを入手できなかった企業、データに欠損値が見られた企業は除外した。これらの結果、分析対象企業は186社 (以下、フルサンプル) となり、その内訳は、東証マザーズ市場上場企業152社と東証JASDAQ市場上場企業34社であった。

3.2 分析方法

本稿では、IPOによる株式所有構造の変化が企業業績に与える影響を、収益性、安全性、及び成長性の観点から検証する (桜井2017)。収益性の指標には、自己資本当期純利益率 (Return on Equity :ROE) を用いる。これは、株主が拠出した資本を用いて企業がどれだけ株主への分配の源となる利益を生み出したかをみる指標である。安全性の指標には、自己資本比率 (Equity Ratio:ER) を用いる。これは、総資本に占める自己資本の割合のことで、企業経営がどれほど自己資本で賄われているかをみる指標である。成長性の指標には、1株当たり利益 (Earning Per Share:EPS) の推移を用いる。これは、企業が発行し

ている1株に対してどれほどの利益を稼いでいるかをみる指標である。いずれの指標も高い値ほど、収益性、安全性、及び成長性が高いことを意味している。

株式の所有主体に関しては、有価証券届出書と有価証券報告書に記載されている『所有者別状況』を基に①金融機関、②金融商品取引業者、③その他の法人、④外国法人等 (個人以外)、⑤外国法人等 (個人)、⑥個人その他とする。これらを1.1で挙げた株主主体に当てはめると①・②は金融機関、③は事業法人、④は外国法人、⑤・⑥は個人株主となる。

分析手順は以下の通りである。まず分析期間として、IPOを行ってから最初に迎えた決算期をt期とし、そこから1年前の決算期をt-1期、1年後の決算期をt+1期とする。次に各企業の各所有主体の持株比率のt+1期の値からt-1期の値を減算する。次に各企業の財務データより指標を抽出し、t+1期の値からt-1期の値を減算し、変化値を算出する。最後に、所有主体別に持株比率の変化がプラスに大きかった順に並び替え、3つのグループを作る。そして、上位 (Top) と下位 (Bottom) のグループを抽出し、グループ間の各指標の平均値の差が統計的に有意であるかを確認するためにt検定を行う。統計的に有意な差があることが確認されれば当該株主の影響がその指標に表れたことを示唆している。これらの分析を、フルサンプル、東証マザーズ市場、東証JASDAQ市場それぞれを対象にした場合で行う。

3.3 分析結果

図表3は、フルサンプルを分析対象とした持株比率、ROE、ER、EPSの各変化値の分析結果を示している。ROEは全ての株主でマイナスの値となった。ただし、t検定の結果、TopとBottomで統計的有意性は確認されなかった。ERは全ての株主でプラスの値となった。また、その他の法人は持株比率の変化がプラスに大きければERが高まり、個人その他は持株比率の変化がプラスに大きければERが低下する結果になり、統計的有意性が確認された。EPSは全体的にマイナスの値となった。また、その他の法人、金融機関は持株比率の変化がプラスに大きければEPSのマイナス成長は小さく、個人その他は持株比率の変化がプラスに大きければEPSのマイナス成長は大きいという結果になり、統計的有意性が確認された。

以上の分析結果から、IPO後、ERは高まるが、ROEとEPSは低下することが明らかとなり、ERとEPSは一部の所有主体で統計的有意性が確認された。

図表4は東証マザーズ市場、図表5は東証JASDAQ市場を分析対象とした持株比率、ROE、ER、EPSの各変化値の分析結果を示している。紙幅の関係上全ての株主の結果は示していないが、どちらの分析も全体的にROEとEPSはマイナスの値となり、ERはプラスの値となった。ROEについて、東証マザーズ市場は、持株比率の変化がプラスに大きければその

他の法人と外国法人等(個人以外)、個人その他はマイナス成長が小さい結果となり、金融機関はマイナス成長が大きい結果となった。ただし、どちらの分析でも統計的有意性は確認されなかった。ERについて、東証マザーズ市場は、持株比率の変化がプラスに大きければその他の法人、金融機関、外国法人等(個人以外)は高まり、個人その他は低下する結果となり、その他の法人と個人その他で統計的有意性が確認された。一方、東証JASDAQ市場は個人その他の持株比率がプラスに大きければERは低下する結果となり、統計的有意性が確認された。EPSについて、東証マザーズ市場は、持株比率の変化がプラスに大きければその他の法人と金融機関はマイナス成長が小さく、外国法人等(個人以外)と個人その他はマイナス成長が大きい結果となり、個人その他で統計的有意性が確認された。一方、東証JASDAQ市場では統計的有意性は確認されなかった。

以上の分析結果から、IPO後、市場を問わずERは高まるが、ROEとEPSは低下することが明らかとなり、市場によって統計的有意性が確認された所有主体は異なることが明らかになった。

以上のことから、新興市場でIPOを行った企業は市場を問わず、IPO後に収益性と成長性が低下し、安全性は上昇することが明らかになった。また、所有主体によってはそれぞれの市場で安全性と成長性に良否それぞれの影響を及ぼしている可能性が示唆された。

4. 結論と課題

本稿の目的は、収益性、安全性、成長性の観点から、IPOによる株式所有構造の変化が企業業績に与える影響を明らかにすることであった。分析の結果、IPO直後に各所有主体の持株比率の変化に差異があること、及びそれがIPO後の業績変化に部分的ではあるが結びついていることが示唆された。特に、安定株主に位置づけられるその他の法人の持株比率が大きく上昇した企業では、安全性や成長性がより高く、他方、モノ言う株主に位置づけられる個人株主の持株比率が上昇した企業では安全性や成長性がより低くなっていることが確認された。

以上のことは、IPO企業の株式を評価する際、株式所有構造に着目する必要があることを投資家に対する含意として有しているといえよう。

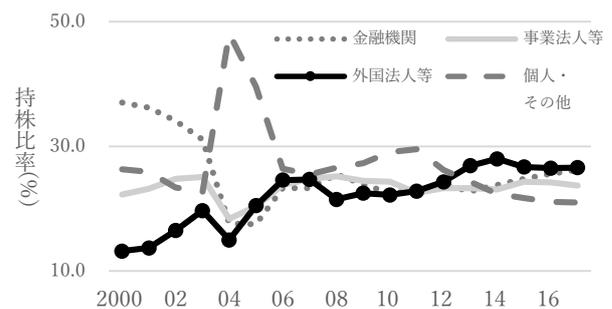
最後に今後の課題について提示する。第一に、期間を拡張して検証を行うことである。本稿はIPO前後1年を対象期間としたが、企業の成長過程の一つがIPOであると考えれば、長期的な観点から分析を行う必要があると考えられる。第二に、株主の分類をより詳細にして検証を行うことである。本稿では、所有者別状況を基に分析を行ったが、企業業績に影響を与えている所有主体を明確にするために、より細分

化して分析する必要があると考える。

引用文献

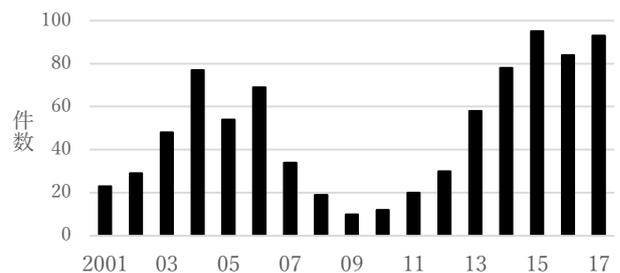
- [1] 赤石篤紀(2015)「新規株式公開前後の業績パフォーマンスと株式所有構造の変化」北海学園大学『経営論集』13(3),pp.29-50.
- [2] 岡村秀夫(2009)「新規公開企業の業績パフォーマンスと株式所有構造」関西学院大学『商学論究』57(1),pp.19-32.
- [3] 桜井久勝(2017)『財務諸表分析(第7版)』中央経済社.
- [4] 月岡靖智(2012)「新規公開企業における所有構造と経営業績」大阪市立大学『経営研究』63(2),pp.141-153.
- [5] 東京証券取引所(2018)「新規上場ガイドブック(マザーズ編)」
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/01.html>
- [6] 長瀬毅(2007)「新規株式上場企業の利潤率と株式所有構造—株式構成の内生性に関する考察—」流通経済大学『流通経済大学論集』41(3),pp.31-46.
- [7] 日本取引所グループ(2018a)「新規上場会社情報」
<https://www.jpx.co.jp/listing/stocks/new/00-archives-01.html>
- [8] 日本取引所グループ(2018b)「新規上場基本情報」
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/>
- [9] 日本取引所グループ(2018c)「調査レポート」
<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>

図表1 日本企業の所有者別持株比率の推移



(出所) 日本取引所グループ(2018c)より作成

図表2 日本企業の新規株式公開件数の推移



(出所) 日本取引所グループ(2018b)より作成

図表3 フルサンプルの分析結果(N=186)

指標	Top(N=62) 平均値 (標準偏差)	Bottom(N=62) 平均値 (標準偏差)	平均差 (t 値)	
その他の法人	△持株比率	1.335 (4.272)	-27.26 (12.49)	- -
	△ROE	-26.80 (65.62)	-30.47 (63.39)	3.669 (0.317)
	△ER	16.32 (12.41)	10.45 (14.38)	5.870 (2.433)*
	△EPS	-14.04 (109.2)	-102.8 (278.5)	88.78 (2.336)*
金融機関	△持株比率	11.98 (4.022)	0.822 (0.599)	- -
	△ROE	-27.51 (60.74)	-23.67 (57.75)	-3.845 (0.361)
	△ER	15.67 (13.08)	12.62 (14.30)	3.048 (1.238)
	△EPS	-11.25 (81.13)	-64.22 (127.0)	52.96 (2.766)**
金融商品取引業者	△持株比率	6.849 (2.217)	0.612 (3.903)	- -
	△ROE	-29.31 (64.86)	-25.09 (45.78)	-4.219 (0.418)
	△ER	10.08 (14.75)	15.20 (14.85)	-5.117 (1.924)
	△EPS	-49.80 (179.5)	-48.85 (231.6)	-1.219 (0.032)
外国法人等 (個人以外)	△持株比率	8.720 (6.676)	-2.760 (8.314)	- -
	△ROE	-28.56 (66.39)	-30.72 (62.81)	2.153 (0.186)
	△ER	14.53 (15.72)	13.28 (14.09)	1.255 (0.468)
	△EPS	-47.03 (247.1)	-50.96 (173.0)	3.923 (0.102)
外国法人等 (個人)	△持株比率	2.080 (8.728)	-1.128 (4.264)	- -
	△ROE	-27.08 (62.20)	-20.69 (31.75)	-6.391 (0.721)
	△ER	13.46 (15.10)	15.30 (15.02)	-1.841 (0.680)
	△EPS	-51.72 (149.7)	-22.64 (109.8)	-29.08 (1.232)
個人その他	△持株比率	17.83 (12.13)	-18.82 (10.11)	- -
	△ROE	-20.84 (41.15)	-34.12 (80.53)	13.28 (1.156)
	△ER	9.535 (16.18)	17.97 (11.90)	-8.444 (3.309)**
	△EPS	-61.94 (170.0)	2.641 (90.82)	-64.58 (2.637)**

*は5%水準で有意、**は1%水準で有意であることを示している。

図表4 東証マザーズの分析結果(N=152)

指標	Top (N=50) 平均値	Bottom (N=50) 平均値	平均差	t 値	
その他の法人	△持株比率	1.245	-28.88	-	-
	△ROE	-30.09	-36.78	6.696	0.473
	△ER	17.83	11.68	6.149	2.197*
	△EPS	-4.877	-100.9	96.04	2.128*
金融機関	△持株比率	12.43	0.833	-	-
	△ROE	-32.34	-26.90	-5.437	0.417
	△ER	16.04	13.75	2.288	0.782
外国法人等 (個人以外)	△持株比率	8.575	-3.346	-	-
	△ROE	-32.76	-36.24	3.477	0.245
	△ER	14.94	14.62	0.318	0.101
	△EPS	-49.29	-40.34	-8.947	0.193
個人その他	△持株比率	18.85	-19.67	-	-
	△ROE	-24.20	-40.01	15.81	1.126
	△ER	10.95	18.91	-7.966	2.782**
	△EPS	-47.85	17.40	-65.25	2.479*

図表5 東証JASDAQの分析結果(N=34)

指標	Top (N=17) 平均値	Bottom (N=17) 平均値	平均差	t 値	
その他の法人	△持株比率	-0.334	-16.70	-	-
	△ROE	-8.066	-7.828	-0.238	0.049
	△ER	13.58	5.857	7.725	1.828
	△EPS	-47.55	-129.5	82.02	1.763
金融機関	△持株比率	8.376	1.416	-	-
	△ROE	-6.295	-9.598	3.302	0.690
	△ER	14.41	5.029	9.380	2.277*
外国法人等 (個人以外)	△持株比率	4.098	0.511	-	-
	△ROE	-8.125	-7.769	-0.355	0.073
	△ER	10.78	8.657	2.125	0.480
	△EPS	-91.60	-85.53	-6.068	0.124
個人その他	△持株比率	8.698	-12.01	-	-
	△ROE	-5.381	-10.51	5.132	1.083
	△ER	5.316	14.12	-8.807	2.118*
	△EPS	-122.5	-54.56	-68.00	1.440

(単位) △持株比率(%), △ROE(%), △ER(%), △EPS(円)