

修士学位論文

題 名

『日本の低金利時代における新規株式公開
での資金調達目的』

頁 1～ 21

指導教員 松田 千恵子

平成 2 9 年 1 月 1 0 日提出

首都大学東京大学院

社会科学部研究科経営学専攻

学修番号 1 5 8 7 7 2 3 5

氏 ふりがな 名 きむら かずひろ
木村 和広

1. はじめに

本研究では、低金利下において新規株式公開 (IPO) を行う動機と新規株式公開 (IPO) 後の資金調達行動と業績パフォーマンスについて分析を行う。日本の市場金利は長い間、低金利が続いており 2016 年 1 月には日銀政策決定会合で日本初となる国債の「マイナス金利」の導入が決定されるなど低金利が続く傾向である。低金利下においては、企業の事業資金の調達は金融機関から低いコストで資金調達が可能となるためにメリットは大きい。一方で投資家から直接に資金調達を行う株式市場では高いリターンが期待されている。浅野、安達、奥田 (2016) は残余利益モデルにより東証 1 部上場企業を対象 (金融機関は除く) に個別企業の資本コストを推定した。これによると全業種平均の資本コストは 5.5% になることが示された。また、経済産業省が公表した、いわゆる「伊藤レポート」(経済産業省 [2014]) では、「ROE が『資本コスト』を上回る企業が価値創造企業であり、その水準は個々に異なるが、グローバルな投資家との対話では、8% を上回る ROE を最低ラインとし、より高い水準を目指すべき」とされている。これら二つの発表から示されている現状の上場企業の資本コスト、今後のグローバルな投資家が求めている資本コストは、低金利下において金融機関から調達するコストよりもはるかに大きい。このような状況下において、IPO を行い高いリターンを求める株主から資金調達をするメリットは少ない。IPO で事業資金の調達をする際に資本コストと金利を比較することで調達額の決定が行われると考えられる。従って、この研究は金利が IPO に与える影響を明らかにすることを目的としている。

低金利下での IPO の動機を分析するために、高金利下での IPO の動機も分析する必要がある。そのため、日本が高金利下であったバブル期直後の 1990 年から 2014 年までの 24 年間に新興市場に上場を果たした商業種 (小売業、卸売業) の企業を対象に分析を行った。企業の IPO 時に証券会社を通じて投資家に売却される株式には公募株式と売出株式の 2 種類がある。公募株式は IPO 時に企業が新株を発行し、それを売却することで資金の調達を行う。この公募株式の売却で調達した資金は企業の資本に算入され今後の事業に使われることとなる。一方、売出株式は IPO 前の既存株主が IPO 時に持ち株を売却する株式のことである。この売出株式の売却で調達した資金は株主の利得となる。IPO にはこの 2 種類の株式売却方法があり、企業の事業資金獲得と、既存株主の利得の 2 つの動機が IPO を行う際にはあると考えられる。そのため公募株式と売出株式の売却規模が金利に影響されているか実証分析を行う。金利が上昇すると公募株式の売却規模が大きくなり、逆に金利が下降すると売出株式の売却規模が大きくなることを示すことにより、金利が IPO 時の公募株式と売出株式の売却規模に影響を与えていることを明らかにする。分析の結果、金利が上昇すると公募株式の売却規模が大きくなり、金利が下降すると売出株式の売却規模が大きくなることが示された。次に IPO 後の業績パフォーマンスの分析を行った。既存株主＝創業者の利得が IPO の目的とすると IPO 後の業績パフォーマンスが下がると考え、IPO 後の売上高成長率が低下していくのかを明らかにする。分析の結果、IPO 後の業績パフォーマンスの低下は確認出来なかったが、既存株主の売出株式比率の高い企業は IPO 直前に売上高が減少する傾向が示

された。最後に公募株式の売却規模が IPO 後の借入金の増減にどのような影響があるか高金利下と低金利下に分けて分析を行う。企業が IPO を行うことで信用度が向上し、金融機関からの借入条件が良くなるため、IPO 後に借入額が増加すると考えた。この信用度向上を IPO の目的とするなら IPO 後に借入額が増加することが予想される。分析の結果、低金利下では IPO 直後に借入金を返済する傾向が示されたが、その後 IPO 後の 2 期～3 期までの分析では高金利下と低金利下で借入額増減の影響を確認することはできなかった。これらの分析結果から近年の低金利下における IPO は企業の事業資金の調達ではなく、創業者利得が目的である事が示唆される。

以下、2 節では IPO の動機に関する先行研究とリサーチスペースを提示し、3 節ではリサーチデザインと対象データの説明を行う。4 節では分析の結果を示し、5 節は本研究のまとめである。

2. 先行研究

新規株式公開 (IPO) に関する実証研究は欧米諸国でも数多く研究されており、IPO の動機については幾つか仮説が存在する。なお、これらの仮説は互いに相反する仮説ではなく、併存可能なものである。

(1) 創業者利得仮説

創業者利得とは会社の株を IPO 前までに持っていた既存株主＝創業者などが IPO に際して持ち株を売り出して得る利益のことである。IPO の際に放出される株式には「公募」と「売出」の 2 種類がある。なお、この公募株式と売出株式の 2 つを公開株式と呼ぶ。

「公募」とは、株式を公開する企業が新たに株式を発行し新規株主を公募することをいう。公募により調達した資金は資本に算入され、企業の新たな研究・投資など成長戦略のために使用される。公募株式数の増加は IPO 前から株式を保有している既存株主にとっては、株式保有比率の希薄化を招きガバナンス構造に変化をもたらすことになる。

「売出」とは会社の創業者、ベンチャーキャピタルなどの既存株主が株式公開に際して持ち株を売り出すことである。これは新規に株式が発行されるわけではなく、株式を売り出した既存株主が資金を手に入れることができる。

株式が未公開の時点では株式の流動性の低さなどから株価が割安に抑えられていることや、IPO 後のインサイダー取引に対する規制や、または IPO 後の一定期間株式を売却しないことを約束するロックアップなどが既存株主の株式売却の障害となっており、IPO は既存株主にとって自己の保有する株式売却の貴重な機会である。

Smith and Smith(2000)は、創業者は企業の立ち上げから成長に際してリスクを取りながら自己の資産を投資している。事業への投資は創業者にとって自己保有資産の大部分を占めることになり安全資産投資とのバランスが保てずにリスクを負うことになる。IPO は創業者にとってはリスクに対するリターンを回収できる少ない機会であるとしている。

Huyghebaert and Van Hulle(2006)は、創業から IPO までの期間(公開所要年数)が短い企業や成長機会のある企業の公募株式比率が高いことを明らかにした。創業から間もない企業や、規模の小さな企業、収益性の低い企業であるほど資本制約の程度が高く、また将来の成長性が高いと考えられ、IPO の際により多くの資金を調達する必要があるとしている。一方で公開所要年数が長く成熟された企業は成長性の少ない企業であるため、IPO による資金調達は企業の成長のための資金調達ではなく、株式を保有している既存株主の利得のためであると考えることができる。

山田(2011)は、IPO 時の売出株式の売出規模が大きな企業の内部者は、企業の成長よりも創業者利得の確保を行うことを目的として IPO を行うと主張している。そのため売出株式の売出規模が大きな企業は IPO 後の企業の成長が売出規模の小さな企業と比較して相対的に低いと考え IPO 後の売上高成長率、営業利益成長率を従属変数に売出株式比率を独立変数に用い回帰分析を行った。分析の結果、売上高成長率、営業利益成長率ともに IPO 後 2 年目、3 年目においては負の係数となっており、売出株式の売出規模が大きな企業は、小さな企業と比較して IPO 後の成長率が低いことが示された。山田の研究においても、創業から IPO までの期間が長い企業は売出株式の売出規模が大きいことを示している。また、規模の大きな企業であるほど売出株式の売出規模が大きいことが確認された。この結果より、成熟している企業ほど企業成長のための資金調達として IPO を行うのではなく、内部者の利得のために IPO を行っていると考えることができる。これらの先行研究では企業の成熟度と創業者利得との関係、および IPO 後のパフォーマンスについて研究されているが、創業者利得と金利との関係を研究したものは未だ行われていない。低金利下であれば IPO を選ばずに金融機関からの資金調達を選ぶ方がメリットはある。現状の日本の低金利下で IPO を行う目的を事業資金の調達ではなく、創業者利得と考えるならば金利と創業者利得との関係性があると考え、本研究でのリサーチスペースとする。

(2) 負債返済仮説

企業が IPO により取得した資金使途に関して、これまでにいくつか研究が行われている。

Pagano, Panetta and Zingales(1998)は、イタリアの企業データを用いて IPO 企業の特徴と事後のパフォーマンスを非上場企業と比較した。その結果、IPO 確率は企業規模と産業の時価簿価比率の上昇に伴って上昇すること、IPO 後に資本支出や売上高伸び率は増加せず負債比率は低下していることを見出している。これらの結果は、IPO の主目的は将来の投資や成長のための資金調達ではなく資本構成のリバランスとミスプライシングの利用であることを示している。

山田(2011)は、新規株式公開(IPO)時の公募株式と売出株式の比率の決定要因、また、それらが IPO 後の企業の業績や資本構成、株価に与える影響を明らかにし IPO 直前に負債比率が高い企業ほど公募株式数が多いこと、公募株式が多い企業ほど IPO 後に負債額を低下させる傾向にあることが確認された。一方で公募株式の規模と投資の間には関係性は確認

されなかった。

Kim and Weisbach(2008)は、1990 年～2003 年までの先進国と新興国の計 38 カ国のデータを用い、IPO 当期からその 3 期後までの計 4 期間にわたり、総資産、棚卸資産、投資、買収、研究開発、現金保有高の増加と長期負債の減少を分析した。その結果 IPO 後に投資額を増加させるものの、調達額と負債の変化との間には相関がないことが確認された。

一方で、細野、滝澤(2015)は、1990 年台後半以降の日本企業を対象として、非上場企業の IPO による資金調達の決定要因、および、資金調達後の企業パフォーマンスを分析した。この結果、規模、ROA、全要素生産性 (TFP) が高く、負債比率および費用比率が低い企業は IPO をする確率が高いこと、また、IPO をした企業は、その後、非 IPO 企業に比べて、設備投資比率、研究開発費比率、ROA、TFP、労働生産性、および雇用を有意に増加させていることが明らかになった。このうち、特に TFP や労働生産性の上昇は、企業年齢が若い企業、および、外部資金依存度が高い産業に属する企業において、顕著に見られた。また、これらの企業は、IPO 後に負債比率を高めており、IPO による事業資金の調達の後に積極的に負債による資金調達を行っていることを示唆している。これらの結果は、IPO が単に株価のミスマーケティングを利用するためだけではなく、外部資金制約を緩和し、その後の設備投資、研究開発、収益性および生産性の向上に役立っていることを示している。

Pagano, Panetta and Zingales(1998)、山田(2011)の研究では、IPO 後の負債は減少傾向を示している一方、細野、滝澤(2015)の研究では IPO 直後には負債は減少するが、その後は負債が増加の傾向を示している。また、Kim and Weisbach(2008)の研究では、調達額と負債の間には相関がないとしており先行研究の結果は分かれている。先行研究では、ROA、公開所要年数、企業規模、負債比率等が IPO へあたえる影響を分析しており、また、IPO 後にその調達した資金使途として設備投資、研究開発費、負債返済などの分析は行われているが、金利と IPO 後の負債との関係について研究は行われていない。金利が低ければ借入金を返済する動機は少ないと考えられるため、金利が IPO 後の借入金増減に影響をあたえていると考え、本研究のリサーチスペースとする。

3. リサーチデザイン

IPO による資金調達には公募株式の売却による事業資金の調達と、創業者などの既存株主が保有する株式の売却による創業者利得の 2 つの側面がある。現在の日本の低金利の状況においては、企業が事業資金の調達をする際には金融機関から資金調達を行うのが合理的であると考え。低金利下において IPO による資金調達をする動機は企業の事業資金の調達ではなく創業者利得が目的ではないかと考えた。また、負債返済仮説の先行研究においても金利との関係性を研究したものはない。日本の高金利下と低金利下における IPO 後の負債返済の影響を分析する。

(1) 分析の方法

① IPO 時の公募調達比率と売出株式比率の決定要因

金利が低金利であると、企業は金融機関から資金調達を行う方が IPO での資金調達よりもメリットがあると考えられる。逆に金利が高金利であれば金融機関より資金調達するメリットは少なくなり IPO での資金調達が増加すると考える。また、創業者利得仮説によると、IPO 時点の公開所要年数が長い企業、資産合計額が大きな企業、ROA の高い企業は成熟された企業であり、IPO においては創業者利得のために売出株式比率が高くなると考えられる。Pagano, Panetta and Zingales (1998)、山田 (2011) らの負債返済仮説によると、IPO 直前において負債比率が高い企業は、負債返済のために多くの公募増資によって資金調達をされると考えられる。また、低金利下で行う IPO は事業資金の調達が目的ではなく創業者利得が目的であると考え、低金利下での IPO は売出株式比率が高くなると考えられる。推定式は以下のとおりである。

$$\begin{aligned} Ratio = & \alpha + \beta_1 Age + \beta_2 \ln(Total Asset) + \beta_3 ROA \\ & + \beta_4 Leverage + \beta_5 Rate + \varepsilon \end{aligned} \quad [1]$$

Ratio には公募調達比率 (*Primary Share Amount*) と売出株式比率 (*Secondary Share Portion*) を用いる。公募調達比率 (*Primary Share Amount*) は IPO 時の公募増資による資金調達額を IPO 前資産合計で除したものとした。この変数は企業の資金調達額の規模を測ることを目的としているため株式数ではなく金額での分析が必要である。Huyghebaert and Van Hulle (2006) の研究では公募株式数を IPO 前の発行済株式数で除した公募株式比率を使用し公募株式数の決定要因の分析をしているが、公募株式比率は株式の希薄化によるガバナンス構造へ影響度を測定するには適しているが資金調達規模を分析するには適さない。株式の発行は IPO 前にも何度も行われており、その都度、株式発行価格は発行時点の企業価値に基づき算出されているため IPO 直前期の発行済株式数と公募株式数を資金調達額の視点からは比較することはできない。そのため公募調達比率は株式数ベースではなく金額ベースの変数となっている。売出株式比率 (*Secondary Share Portion*) は売出株式数を IPO 前の発行済株式数で除したものである。この変数は創業者利得の程度を測ることを目的としている。IPO 前の発行済株式は創業者をはじめとする既存株主が保有している株式が含まれており、その保有株式をどの程度売り出すかを測ることで創業者利得の程度測定する。公開所要年数 (*Age*) には新規株式公開日から日本経済新聞社の NEEDS Financial QUEST より取得した実質設立年月日を引いたもの公開所要年数として使用した。資産合計 ($\ln(Assets)$) は IPO 直前期決算の資産合計の自然対数をとったものである。ROA は IPO 直前期決算の営業利益を分子とし、IPO 直前期決算の資産合計とその 1 期前決算期の資産合計の平均値を分母としたものである。負債比率 (*Leverage*) は IPO 直前期決算の負債合計を資産合計で除したものである。Rate には IPO を行った日の長期プライムレートを使用する。これらの財務デ

ータは連結決算の数値を優先して使用した。

② 公募調達比率および売出株式比率が IPO 後の企業に与える影響の分析

低金利下での IPO による事業資金の調達コストメリットが少ないため創業者利得を優先していると考えられる。つまり、金利が低下すると株式の売出比率が高まると予想する。株式の売出規模が大きな企業の内部者は、企業の成長よりも創業者利得を目的として IPO を行うと考えられる。そのため、売出の規模が大きな企業は IPO 後の業績パフォーマンスが、売出規模の小さな企業と比較して相対に低いと考え、売出株式比率の高い企業は IPO 後の業績は低くなると仮定する。ここで業績パフォーマンスを測る変数として売上高を使用した。先行研究では営業利益を変数としていたが、営業利益では影響を与える要因が複数考えられるため、売上高の成長度合いを業績パフォーマンスを測る変数とした。推定式は以下のとおりである。

$$\Delta Y_{-2,n} = \alpha + \beta_1 \text{Secondary Share Portion} + \beta_2 \text{Age} + \beta_3 \text{Ln(Total Asset)} \\ + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Rate} + \varepsilon \quad \text{【2】}$$

従属変数は売上高の IPO 直前決算期の更に 1 期前[Y=-2]から IPO 後 3 期[Y=3]までの成長率とする。成長率は-1 期～3 期の売上高を IPO 直前決算期の 1 期前の決算期[Y=-2] の数値で除したものを使用している。独立変数は売出株式比率(*Secondary Share Portion*)とモデル【1】と同様の *Age*、*Ln(Total Asset)*、*ROA*、*Leverage*、*Rate*を使用する。

Pagano, Panetta and Zingales(1998)、山田(2011)の研究における負債返済仮説では、IPO 後に負債が減少する傾向が示されている。本研究で公募調達した資金が多いほど借入の返済にどのような影響を与えているかを確認する。推定式は以下の通りである。

$$\Delta Y_{-1,n} = \alpha + \beta_1 \text{Primary Share Amount} + \beta_2 \text{Age} + \beta_3 \text{Ln(Total Asset)} \\ + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Rate} + \varepsilon \quad \text{【3】}$$

従属変数は借入金の増減額を IPO 直前期[Y=-1]における資産合計で除したものに 1 を足した上に自然対数を取った値、つまり $\Delta Y_{-1,n} = \text{Ln} \{ (Y_n - Y_{-1}) / \text{Asset}_{-1+1} \}$ と定義した。借入金の定義であるが、長期借入金、短期借入金、社債を対象にしている。独立変数には IPO 時の公募増資による調達額を公開前資産合計(*Asset₋₁*)で除した公募調達比率(*Primary Share Amount*)を使用する。従属変数の $\Delta Y_{-1,n}$ も公開前資産合計で除していることから、IPO 前の企業規模と比較して公募増資がどの程度の規模であるかを確認できる。その他に独立変数としてモデル【1】と同様の *Age*、*Ln(Total Asset)*、*ROA*、*Leverage*、*Rate*を使用する。分析の期間であるが、IPO 直前決算期[Y=-1]から IPO 後 3 期[Y=3]までの借入金の増減額を分析する。また、高金利下と低金利下においては IPO で調達した資金が借入の増減に影響が

あるか分析するため、推定式【3】を高金利下と低金利下に分けどのように影響があるか分析を行う。

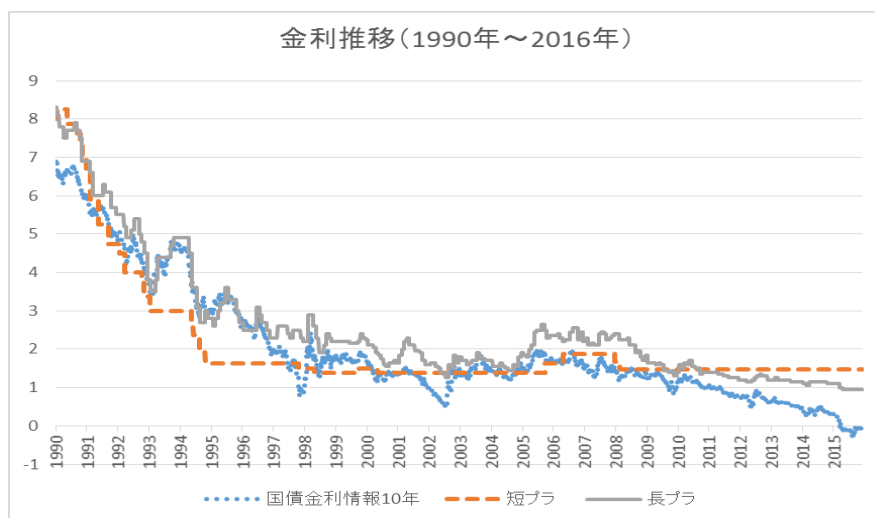
(2) 分析対象データ

日本は長い期間低金利が続いているが、金利が高かった時期から IPO を行った企業のデータを抽出し金利の影響を確認する。日本では、金融機関からの借入金利の指標とされている主なものとして短期プライムレートと長期プライムレートがある。短期プライムレートは、金融機関が優良企業向けに対して、短期(1年以内の期間)で貸し出す時に適用する最優遇貸出金利(プライムレート)のことをいう。これは、かつては、各銀行が公定歩合に連動した金利をもとに信用リスクの大きさに応じて上乗せ金利を付加する金利決定方式だったが、1989年以降は公定歩合ではなく市中金利に連動する総合的な調達コスト等をベースとした金利決定方式となっている。一般に短期プライムレートは、全国的にはメガバンク(都市銀行)のレートが一つの基準となり、各都道府県においては有力地銀のレートが一つの基準となる。また、各企業への短期の貸出金利については、本レートをもとに信用リスク等の大きさに応じて上乗せ金利を付加して決定される。長期プライムレートは、金融機関が最も信用度の高い優良企業に対して、長期(1年以上の期間)で貸し出す時のプライムレート(最優遇貸出金利)のことをいう。通常、各企業への貸出金利については、本レートをもとに、信用リスク等の大きさに応じて、上乗せ金利を付加して決定される。

本研究では、IPO時の資金調達と金利の影響を分析するにあたり長期プライムレートを独立変数として使用する。IPOで調達した資金は短期的な資金需要よりも長期的な資金需要や設備投資のために使用されると考えると短期プライムレートよりも長期プライムレートを使用の方が適切と考えた。なお、短期プライムレートと国債(10年)金利についても金利影響の参考指標として使用した。

日本における金利の変動を捉えるため、バブル期直後の1990年をスタートとし、1990年～2014年の24年間に上場した企業の2016年までの財務データの分析を行った。

1990年～2016年までの各金利推移をみると下記のとおりである。



バブル期から 1990 年後半をピークに 1996 年頃まで金利は急激に下がり続け、その後はほぼ横ばいの金利水準となっているが、直近の 2016 年からは国債がマイナス金利に転じるなど、1996 年から緩やかであるが金利は低下傾向であることが示されている。

長期プライムレートの推移を確認すると 1990 年 10 月には 8.9%とピークに到達するが、翌月の 11 月には 8.3%に下落、そこから金利は下降し続け 1996 年 10 月長期プライムレートは 2%台に突入し、そこから 2016 年現在の 20 年もの間 2%以下の低金利で推移している。

本研究の対象期間である 1990 年から 2016 年の期間の金利影響を分析するために、長期プライムレートを基準に高金利下と低金利下の二つの期間に分析対象データを分け分析を行うこととした。1990 年 11 月から 2016 年現在までの長期プライムレートの平均値をとると 2.57%であったため、長期プライムレートが初めて 2.5%台に入った 1996 年 12 月以降を低金利下とした。金利の統計量は下記の通りである。

高金利下：1990年11月～1996年11月 企業のIPO時の各レート

	度数	最小値	最大値	平均値	標準偏差
短期プライムレート	97	0.01625	0.08250	0.03309	0.01983
長期プライムレート	97	0.02700	0.08300	0.04469	0.01575
国債(10年)	97	0.02639	0.06980	0.04149	0.01180

低金利下：1996年12月～2014年12月 企業のIPO時の各レート

	度数	最小値	最大値	平均値	標準偏差
短期プライムレート	182	0.01375	0.01875	0.01477	0.00141
長期プライムレート	182	0.01100	0.02900	0.01985	0.00437
国債(10年)	182	0.00334	0.02654	0.01488	0.00448

この 1990 年から 2014 年の 24 年間に新規株式公開をした企業は 2 千件を超えるため、全数を抽出し分析するには時間の制約があるためできなかった。そこで、この期間に IPO を行った企業数を絞るため、対象企業をジャスダック(店頭公開)、マザーズ、ヘラクレスの新興市場に上場をした企業で商業種(小売業、卸売業)を対象とした。対象市場を新興市場としたのは創業者の IPO が数多く行われているためである。また、商業種(小売業、卸売業)に限定したのは、過去からの業種別の上場企業数をみると、コンスタントに上場している業種であること、他業種ではサービス業から情報サービスが分離されるなど、その業種内容が時代の変遷と共に変化していくため、長期間の分析対象として業種内容に大きな変化が見られない商業種を選択した。

対象企業の抽出方法であるが、財務データの取得できる現在も上場している企業を対象とした。ヤフーファイナンスより上場日ランキングから 1990 年～2014 年の間に上場した小売業と卸売業の企業を抽出し、次に東洋経済新報社の会社四季報と日本経済新聞社の NEEDS Financial QUEST より、抽出した企業の新規上場時の市場を調べた。IPO 前後の年度ごとの

財務諸表を比較するため、IPO 直前期決算の 2 期前から IPO 後 3 期までの決算の中で決算期の変更を行った企業は除外し、また、一部決算値が入手できなかった企業を除外した。ホールディングス会社の上場で公募株式数が 0 であった企業も対象から除外し、最終的に対象データは 279 件となった。

財務データ、上場時の公募株式数、売出株式数、公募価格、売出株主のデータの取得方法は、日本経済新聞社の NEEDS Financial QUEST から取得した。

【基本統計量】

	度数	最小値	最大値	平均値	標準偏差
Primary Share Amount	279	0.008	0.819	0.132	0.133
Secondary Share Portion	279	0.000	0.212	0.076	0.041
ROA	279	0.001	0.323	0.099	0.060
Age	279	4.850	94.322	26.979	15.212
LN(Assets)	279	6.120	12.744	9.120	0.995
Leverage	279	0.320	0.952	0.694	0.144
Rate	279	0.011	0.083	0.028	0.015

4. 分析の結果

(1) 公募調達比率の決定要因

公募調達比率に与える影響を明らかにすることを目的とした推定式【1】従属変数を公募調達比率(*Primary Share Amount*)、独立変数を *ROA*、公開所要年数(*Age*)、資産合計の自然対数(*LN(Assets)*)、負債比率(*Leverage*)、長期プライムレート(*Rate*)とした重回帰分析の結果は以下の通りである。

モデル	【1】	非標準化係数		標準化係数		
		B	標準誤差	ベータ	t 値	有意確率
(定数)		0.131	0.073		1.789	0.075
ROA		1.321	0.125	0.591	10.573	0.000 ***
Age		0.000	0.000	-0.052	-0.999	0.319
LN(Assets)		-0.022	0.007	-0.168	-3.082	0.002 ***
Leverage		0.059	0.046	0.064	1.303	0.194
Rate		1.635	0.409	0.190	4.000	0.000 ***
観測数		279				
有意確率 F		0.000				
調整済 R2		0.442				
従属変数 Primary Share Amount						

(注)***、**、*はそれぞれ1、5、10%水準で有意である。

ROA をみると 1%の有意水準に達しており係数の符号は正となっている。 ROA が大きい程、IPOにおいて多くの事業資金の調達をすることを示しており、Huyghebaert and Van Hulle (2006) の研究で示した収益性の低い資本制約の程度が高い企業は IPO の際により多くの資金を調達する必要があるとする結果とは逆の結果を示している。本研究の対象業種は商業種(小売業、卸売業)であるため、生産設備への投資は基本的には考えられない。製造業であれば調達した資金を新規製造設備へ投資し生産効率を向上させることで ROA も向上すると考えられるため、生産性の低い ROA の低い企業が IPO を行うと考えられる。一方で商業種では、大型投資をすることで利益率が向上されるとは考えにくい。商業種での ROA の向上は仕入れから販売までのバリューチェーンの効率化を図ることで実現されると考えられる。IPOを行う商業種の企業は、既に確立された高収益なビジネスモデルに新たな資金を投入し更なる収益の獲得を目的としているのではないかと考えられる。これらのことからサンプルデータの違いが先行研究との違いにつながっている可能性がある。次に資産合計の自然対数($\ln(Assets)$)をみると 1%の有意水準に達しており係数の符号は負となっている。IPO前の資産が少ない程、IPOにおいて多くの資金調達をすることを示しており、Huyghebaert and Van Hulle (2006) の先行研究と同様の結果を示している。最後に長期プライムレート($Rate$)の分析結果をみると、係数の符号は正となっており 1%有意水準に達している。金利が低い状況下で事業資金の調達を行うのであれば IPO を行うより金融機関から資金調達を行う方がコストメリットはあるはずである。したがって、低金利下では IPO での事業資金の調達は行わないと考え金利と公募調達額の関係は正の関係になると考えた。つまり、金利が下がれば金融機関からの資金調達の方がメリットはあるため IPO での資金調達規模は小さくなり、逆に金利が上がれば金融機関から資金調達はメリットが少なくなるため、IPOでの資金調達規模が大きくなると考えられる。この分析結果からは長期プライムレートは IPO 時の公募調達比率に影響を与えていることを示している。

(2) 売出株式比率の決定要因

売出株式比率に与える影響を明らかにすることを目的とした推定式【1】従属変数を売出株式比率(*Secondary Share Portion*)、独立変数を ROA 、公開所要年数(Age)、資産合計の自然対数($\ln(Assets)$)、負債比率(*Leverage*)、長期プライムレート($Rate$)とした重回帰分析の結果は下記の通りである。

モデル	【1】	非標準化係数		標準化係数		
		B	標準誤差	ベータ	t 値	有意確率
(定数)		0.113	0.030		3.836	0.000
ROA		0.030	0.050	0.043	0.594	0.553
Age		0.000	0.000	0.146	2.134	0.034 **
LN(Assets)		-0.002	0.003	-0.057	-0.795	0.427
Leverage		-0.021	0.018	-0.075	-1.151	0.251
Rate		-0.526	0.165	-0.198	-3.187	0.002 ***
観測数		279				
有意確率 F		0.004				
調整済 R2		0.044				
従属変数 Secondary Share Portion						

(注)***、**、*はそれぞれ1、5、10%水準で有意である。

公開所要年数(Age)をみると5%の有意水準に達しており、係数の符号も正を示している。創業者利得仮説から既に成熟している企業の株式売出の規模は、成長期にある企業よりも大きいと考えられる。この結果から成熟企業の売出株式比率(Secondary Share Portion)が高いことが示されており、創業者利得仮説と整合した結果となった。次に長期プライムレート(Rate)をみると1%で有意水準に達しており係数の符号は負となっている。低金利であると企業は金融機関から資金調達を行う方がIPOでの資金調達よりもメリットがあると考えられる。低金利下におけるIPOを行う動機が創業者利得とすれば、金利が下がれば売出株式比率が高まるとする創業者利得仮説と整合的な結果が得られた。

(3) 売出株式比率の程度がIPO後の業績に与える影響

続いて、企業の内部者による保有株式の売り出しがIPO後の業績に与える影響を分析する。創業者利得仮説から売出株式の売出規模が大きな企業の内部者は企業の成長よりも創業者利得の確保を行うことを目的としてIPOを行うと考えられるため、売出規模の大きな企業はIPO後の業績が悪化すると考えられる。また、公開所要年数の長い成熟企業では企業の成長がそれほど期待できないため、IPO時に既存株主が保有株式を売り出すため売出規模が大きくなると考えられる。

売出株式比率(Secondary Share Portion)がIPO後の売上高成長率に与える影響を明らかにすることを目的とした推定式【2】の結果は以下の通りである。

なお、分析期間であるが、IPO後の売上高への影響を分析するためには、IPO前の業績の傾向も分析する必要があるため、IPO直前決算期の更に1期前を[-2期]とし、そこからIPO直前決算期[-1期]、IPOを行った決算期[0期]、IPOを行った決算期の1期後[1期]、2期後[2期]、3期後[3期]までの売上高成長率を従属変数としている。

売上高成長率 [-1 期/-2 期]

モデル 【2】	非標準化係数		標準化係数		
	B	標準誤差	ベータ	t 値	有意確率
(定数)	0.944	0.122		7.725	0.000
Secondary Share Portion	-0.518	0.246	-0.111	-2.109	0.036 **
ROA	1.579	0.206	0.485	7.681	0.000 ***
Age	-0.001	0.001	-0.041	-0.678	0.498
LN(Assets)	-0.027	0.012	-0.138	-2.233	0.026 **
Leverage	0.459	0.075	0.344	6.143	0.000 ***
Rate	0.754	0.698	0.059	1.080	0.281
観測数	275				
有意確率 F	0.000				
調整済 R2	0.297				

売上高成長率 [0 期/-2 期]

モデル 【2】	非標準化係数		標準化係数		
	B	標準誤差	ベータ	t 値	有意確率
(定数)	0.817	0.213		3.842	0.000
Secondary Share Portion	-0.835	0.427	-0.098	-1.957	0.051 *
ROA	3.102	0.357	0.520	8.681	0.000 ***
Age	-0.002	0.001	-0.095	-1.671	0.096 *
LN(Assets)	-0.034	0.021	-0.095	-1.626	0.105
Leverage	0.896	0.130	0.367	6.895	0.000 ***
Rate	-0.482	1.214	-0.021	-0.397	0.692
観測数	275				
有意確率 F	0.000				
調整済 R2	0.365				

売上高成長率 [1 期/-2 期]

モデル 【2】	非標準化係数		標準化係数		
	B	標準誤差	ベータ	t 値	有意確率
(定数)	0.651	0.330		1.969	0.050
Secondary Share Portion	-1.130	0.664	-0.085	-1.702	0.090 *
ROA	4.604	0.556	0.498	8.287	0.000 ***
Age	-0.005	0.002	-0.132	-2.315	0.021 **
LN(Assets)	-0.034	0.032	-0.061	-1.047	0.296
Leverage	1.345	0.202	0.355	6.659	0.000 ***
Rate	-2.507	1.888	-0.069	-1.328	0.185
観測数	275				
有意確率 F	0.000				
調整済 R2	0.363				

売上高成長率 [2 期/-2 期]

モデル 【2】	非標準化係数		標準化係数		有意確率
	B	標準誤差	ベータ	t 値	
(定数)	0.345	0.519		0.665	0.506
Secondary Share Portion	-1.700	1.042	-0.084	-1.632	0.104
ROA	6.669	0.868	0.474	7.679	0.000 ***
Age	-0.007	0.003	-0.135	-2.311	0.022 **
LN(Assets)	-0.041	0.050	-0.050	-0.822	0.412
Leverage	2.001	0.317	0.345	6.303	0.000 ***
Rate	-3.117	2.960	-0.057	-1.053	0.293
観測数	273				
有意確率 F	0.000				
調整済 R2	0.331				

売上高成長率 [3 期/-2 期]

モデル 【2】	非標準化係数		標準化係数		有意確率
	B	標準誤差	ベータ	t 値	
(定数)	0.337	0.775		0.435	0.664
Secondary Share Portion	-2.444	1.596	-0.082	-1.531	0.127
ROA	8.700	1.305	0.432	6.666	0.000 ***
Age	-0.010	0.005	-0.134	-2.177	0.030 **
LN(Assets)	-0.076	0.076	-0.064	-1.007	0.315
Leverage	2.647	0.479	0.318	5.529	0.000 ***
Rate	-3.797	4.448	-0.048	-0.854	0.394
観測数	267				
有意確率 F	0.000				
調整済 R2	0.286				

(注)***、**、*はそれぞれ1、5、10%水準で有意である。

売出株式比率(*Secondary Share Portion*)をみると、[-2 期]から[-1 期]の売上高成長率では、係数の符号は負となっており有意水準は 5%有意となっている。また、[-2 期]から[0 期]、[-2 期]から[1 期]も係数の符号は負となっており 10%有意となっている。係数の符号が負の場合は、売出株式比率が増えると売上高が減少することを示している。その後の期間については有意水準には達していない。創業者利得仮説から内部売出者の規模が多い企業ほど IPO 後の業績が悪化することを想定しているが、分析結果では IPO を行う直前決算期の 1 期前[-2 期]と直前決算期の[-1 期]との比較において売上高が減少傾向であることを示している。先行研究では、IPO を行う直前決算期の更に 1 期前の[-2 期]と直前決算期の[-1 期]との比較は行われていないが、売出株式比率の高い企業が IPO 前に業績が低下傾向にあるとすると、既存株主が IPO を最終ゴール(イグジット)と捉えている可能性もある。次に *ROA*を確認すると全期間において 1%の有意水準に達しており係数の符号は正となっている。

総資産利益率の高い企業ほど売上成長率が高いことを示している。更に公開所要年数(*Age*)をみると全期間において有意水準となっており係数の符号は負となっている。公開所要年数が長い企業ほど、売上高の成長率が低くなることを示している。最後に負債比率(*Leverage*)をみると全期間において1%の有意水準となっている。負債比率の高い企業は売上高が大きくなる傾向を示している。

(4) 公募調達比率の程度が IPO 後の借入額に与える影響

最後に公募調達比率が IPO 後の借入金にどのような影響を与えるかを分析する。従属変数は借入金の増減額を IPO 直前期[Y=-1]における資産合計で除したものに1を足した上に自然対数を取った値、つまり $\Delta Y_{-1, n} = \ln \{ (Y_n - Y_{-1}) / \text{Asset}_{-1+1} \}$ と定義した。独立変数を公募調達比率(*Primary Share Amount*)、ROA、公開所要年数(*Age*)、資産合計の自然対数($\ln(\text{Assets})$)、負債比率(*Leverage*)、長期プライムレート(*Rate*)とした推定式【3】の結果は下記の通りである。

LN 借入金増減 [-1 期～0 期]

モデル 【3】	非標準化係数		標準化係数		
	B	標準誤差	ベータ	t 値	有意確率
(定数)	0.047	0.065		0.723	0.471
Primary Share Amount	-0.201	0.053	-0.303	-3.804	0.000 ***
ROA	0.090	0.130	0.060	0.692	0.490
Age	-0.001	0.000	-0.134	-1.956	0.052 *
LN(Assets)	-0.007	0.007	-0.081	-1.124	0.262
Leverage	0.036	0.040	0.058	0.890	0.374
Rate	0.483	0.371	0.083	1.301	0.194
観測数	276				
有意確率 F	0.003				
調整済 R ²	0.050				

LN 借入金増減 [-1 期～1 期]

モデル 【3】	非標準化係数		標準化係数		
	B	標準誤差	ベータ	t 値	有意確率
(定数)	0.030	0.104		0.289	0.773
Primary Share Amount	-0.153	0.085	-0.143	-1.794	0.074 *
ROA	0.154	0.211	0.063	0.732	0.465
Age	-0.002	0.001	-0.177	-2.582	0.010 **
LN(Assets)	-0.014	0.011	-0.095	-1.317	0.189
Leverage	0.124	0.065	0.124	1.917	0.056 *
Rate	1.923	0.600	0.204	3.207	0.002 ***
観測数	276				
有意確率 F	0.002				
調整済 R2	0.052				

LN 借入金増減 [-1 期～2 期]

モデル 【3】	非標準化係数		標準化係数		
	B	標準誤差	ベータ	t 値	有意確率
(定数)	0.299	0.130		2.308	0.022
Primary Share Amount	-0.075	0.106	-0.057	-0.712	0.477
ROA	-0.155	0.261	-0.051	-0.593	0.554
Age	-0.002	0.001	-0.161	-2.351	0.019 **
LN(Assets)	-0.039	0.013	-0.214	-2.974	0.003 ***
Leverage	0.131	0.080	0.106	1.635	0.103
Rate	1.967	0.745	0.168	2.640	0.009 ***
観測数	274				
有意確率 F	0.001				
調整済 R2	0.059				

LN 借入金増減 [-1 期～3 期]

モデル 【3】	非標準化係数		標準化係数		
	B	標準誤差	ベータ	t 値	有意確率
(定数)	0.328	0.160		2.050	0.041
Primary Share Amount	0.068	0.130	0.041	0.522	0.602
ROA	-0.390	0.323	-0.104	-1.207	0.229
Age	-0.003	0.001	-0.215	-3.160	0.002 ***
LN(Assets)	-0.046	0.016	-0.201	-2.808	0.005 ***
Leverage	0.280	0.099	0.180	2.810	0.005 ***
Rate	1.886	0.921	0.128	2.048	0.042 **
観測数	268				
有意確率 F	0.000				
調整済 R2	0.099				

(注)***、**、*はそれぞれ1、5、10%水準で有意である。

IPO直前期決算期[-1期]からIPO期[0期]において、公募調達比率(*Primary Share Amount*)は1%の有意水準となっており係数の符号は負となっている。また、[-1期]から[1期]においても10%の有意で係数の符号は負となっている。しかし[2期]以降は公募調達比率と借入金の増減額との間に有意は確認できなかった。IPOで事業資金の調達を多く行う企業ほど、上場直後に公募調達した資金で借入金を返済する傾向であり負債返済仮説と整合したものとなっている。更に上記の分析を高金利下と低金利下に分けて分析を行った。

LN 借入金増減 [-1期～0期]

モデル	【3】	高金利下					低金利下				
		非標準化係数		標準化係数		t 値	非標準化係数		標準化係数		t 値
		B	標準誤差	ベータ	有意確率		B	標準誤差	ベータ	有意確率	
(定数)		-0.014	0.100			-0.139	0.035	0.086			0.401
Primary Share Amount		-0.002	0.082	-0.004	0.976	-0.030	-0.256	0.068	-0.366	-3.757	0.000 ***
ROA		-0.386	0.211	-0.273	0.070 *	-1.833	0.200	0.166	0.127	1.207	0.229
Age		-0.001	0.001	-0.205	0.063 *	-1.884	-0.001	0.001	-0.074	-0.889	0.375
LN(Assets)		0.005	0.010	0.052	0.641	0.468	-0.010	0.009	-0.105	-1.163	0.246
Leverage		-0.061	0.058	-0.119	0.291	-1.061	0.062	0.054	0.095	1.154	0.250
Rate		1.021	0.454	0.230	0.027 **	2.249	1.027	1.684	0.046	0.610	0.543
観測数		96					観測数 180				
有意確率 F		0.049					有意確率 F 0.015				
調整済 R2		0.071					調整済 R2 0.054				

LN 借入金増減 [-1期～1期]

モデル	【3】	高金利下					低金利下				
		非標準化係数		標準化係数		t 値	非標準化係数		標準化係数		t 値
		B	標準誤差	ベータ	有意確率		B	標準誤差	ベータ	有意確率	
(定数)		0.092	0.181			0.506	0.056	0.134			0.422
Primary Share Amount		0.194	0.149	0.185	0.199	1.295	-0.312	0.105	-0.288	-2.957	0.004 ***
ROA		-0.265	0.384	-0.101	0.492	-0.690	0.360	0.257	0.147	1.400	0.163
Age		-0.003	0.001	-0.298	0.006 ***	-2.790	-0.001	0.001	-0.116	-1.379	0.170
LN(Assets)		-0.008	0.018	-0.051	0.639	-0.470	-0.022	0.014	-0.148	-1.640	0.103
Leverage		0.065	0.105	0.068	0.536	0.621	0.189	0.084	0.186	2.263	0.025 **
Rate		0.835	0.826	0.102	0.315	1.011	1.152	2.606	0.033	0.442	0.659
観測数		96					観測数 180				
有意確率 F		0.015					有意確率 F 0.019				
調整済 R2		0.103					調整済 R2 0.052				

LN 借入金増減 [-1 期～2 期]

高金利下						低金利下						
モデル	【3】	非標準化係数		標準化係数		非標準化係数		標準化係数		t 値	有意確率	
		B	標準誤差	ベータ	t 値	B	標準誤差	ベータ	t 値			
(定数)		0.185	0.220		0.839	0.404	0.383	0.171		2.239	0.026	
Primary Share Amount		0.136	0.182	0.109	0.751	0.455	-0.160	0.134	-0.118	-1.194	0.234	
ROA		-0.613	0.466	-0.195	-1.314	0.192	0.023	0.327	0.007	0.070	0.944	
Age		-0.003	0.001	-0.278	-2.571	0.012 **	-0.001	0.001	-0.098	-1.158	0.248	
LN(Assets)		-0.017	0.021	-0.089	-0.807	0.422	-0.050	0.017	-0.263	-2.895	0.004 ***	
Leverage		0.113	0.127	0.099	0.889	0.376	0.155	0.107	0.120	1.452	0.148	
Rate		1.250	1.004	0.127	1.244	0.217	0.577	3.382	0.013	0.171	0.865	
観測数		96					観測数	178				
有意確率 F		0.038					有意確率 F	0.032				
調整済 R2		0.078					調整済 R2	0.044				

LN 借入金増減 [-1 期～3 期]

高金利下						低金利下						
モデル	【3】	非標準化係数		標準化係数		非標準化係数		標準化係数		有意確率		
		B	標準誤差	ベータ	t 値	B	標準誤差	ベータ	t 値			
(定数)		0.110	0.289		0.381	0.704	0.430	0.209		2.052	0.042	
Primary Share Amount		0.317	0.238	0.194	1.332	0.186	-0.035	0.161	-0.021	-0.217	0.828	
ROA		-0.840	0.611	-0.204	-1.374	0.173	-0.216	0.397	-0.057	-0.543	0.588	
Age		-0.003	0.001	-0.247	-2.273	0.025 **	-0.003	0.001	-0.186	-2.206	0.029 **	
LN(Assets)		-0.013	0.028	-0.052	-0.470	0.639	-0.062	0.021	-0.265	-2.922	0.004 ***	
Leverage		0.244	0.167	0.163	1.457	0.149	0.329	0.130	0.208	2.521	0.013	
Rate		0.810	1.317	0.063	0.615	0.540	1.519	4.274	0.026	0.355	0.723	
観測数		96					観測数	172				
有意確率 F		0.042					有意確率 F	0.001				
調整済 R2		0.075					調整済 R2	0.099				

(注)***、**、*はそれぞれ1、5、10%水準で有意である。

公募調達比率(*Primary Share Amount*)をみると、[-1 期～0 期]の IPO 直前期と IPO をした期の借入金の増減は低金利下において係数の符号は負となっており有意水準に達している。また低金利下の[-1 期～1 期]においても係数の符号は負となっており有意水準になっている。それ以降の期間では高金利下と低金利下ともに有意水準に達していない。仮説として考えた IPO 後に高金利下で借入金は減少し低金利下では借入金は増加するという傾向を確認することが出来なかった。高金利下のデータはバブル崩壊後に IPO を行った企業であり、企業の先行きが不透明なため調達した資金で借入金を返済するという事を行わずに企業内に留保することを選択したと考えられる。

5. まとめ

本研究では、先行研究と比べてサンプルデータ期間を 1990 年から 2014 年の間に上場を果たした企業の 2016 年までの財務データ等を抽出し、その間の金利変動が IPO 企業に与える影響の分析を行った。日本で長らく続く低金利下においては IPO を行う企業の目的は企

業の成長の為に使用する資金調達よりも創業者利得が目的ではないかと考えたためである。また、低金利下での IPO の目的が資金調達ではないとすると、事業に必要な資金は金融機関から調達が行われると考えられる。そのため IPO 前後の借入金の増減と金利との関係性を分析した。

(1) 公募調達比率の決定要因

公募調達比率 (*Primary Share Amount*) の決定要因を確認するために山田 (2011) の先行研究に倣い独立変数として *ROA*、公開所要年数 (*Age*)、資産合計の自然対数 ($\ln(Assets)$)、負債比率 (*Leverage*) に、長期プライムレート (*Rate*) を追加した重回帰分析を行った。この結果、長期プライムレート、*ROA*、資産規模が公募調達比率の決定要因として影響がある事が示された。

長期プライムレートが高いほど公募調達額が大きくなる傾向が示された。高金利下では金融機関からの資金調達コストが高いため金融機関からの調達は少なくなるため、IPO を行う際には相対的に公募調達での資金調達が大きくなる傾向を示している。

次に、*ROA* が高い企業ほど公募調達額が大きい事が示めされた。本研究の対象としたデータは商業種であり製造業のような新たな製造設備に投資をすることはない。商業種の資産効率性はビジネスモデルそのものと考ええると、その効率性の高いビジネスモデルを確立した上で IPO で調達した資金を投下し収益増加を目的としていることが考えられる。

最後に、資産規模が小さい企業ほど公募調達額が大きい事が示された。これらの結果から、公募調達比率は高収益ビジネスモデルで成功し、これからの成長が期待できる企業が更なる事業拡大を目的して IPO を行っていると考えられる。収益を生み出すビジネスモデルが確立していないと上場維持費などのコストを吸収した上で、株主の期待に応えられる収益は出せないと考えられる。

(2) 売出株式比率の決定要因

IPO 時の売出株式比率 (*Secondary Share Portion*) の決定要因を確認するために先行研究に倣い独立変数として *ROA*、公開所要年数 (*Age*)、資産合計の自然対数 ($\ln(Assets)$)、負債比率 (*Leverage*) に、長期プライムレート (*Rate*) を追加した重回帰分析を行った。分析の結果では、金利が下降すると売出株式比率が上昇するとの結果が確認された。金利が下がれば金融機関からの借入の方がメリットは高い、その低金利下で IPO をする目的は事業資金の調達目的ではなく、創業者利得が目的であるとする仮説と整合的な結果となった。また、公開所要年数が売出株式比率の決定要因に影響があることが示された。公開所要年数が長ければ、売出株式比率が高くなることが示されている。先行研究と同様に成熟した企業の内部売割割合が高くなるという創業者利得仮説と整合的な結果となった。

これらの結果から金利が低い時期に売出株式比率が高まることは企業の事業資金の調達よりも創業者をはじめとする内部者の利得を IPO の目的と考えることができる。また、成長

機会の少ない成熟している企業での IPO の目的は内部売出者の利得を目的としていると考えられる。

(3) 売出株式比率の程度が IPO 後の業績に与える影響

創業者利得仮説に基づき売出株式比率が高い企業ほど IPO 後の業績が悪化すると考え検証を行った。従属変数を売上高成長率に、独立変数を売出株式比率 (*Secondary Share Portion*)、ROA、公開所要年数 (*Age*)、資産合計の自然対数 ($\text{LN}(\text{Assets})$)、負債比率 (*Leverage*)、長期プライムレート (*Rate*) とした重回帰分析を行った。本研究では IPO 後の業績だけでなく、IPO の 2 期前からの売上高成長率の分析も行い IPO 前から係数の符号は負となっていることが確認された。従って、先行研究では IPO 後の業績は悪化していくとされているが、売出株式比率の高い企業の業績パフォーマンスの低下は IPO 前に既に起こっている可能性があることを示している。そのような傾向があるとすれば、既存株主が IPO をゴールと捉え、売り抜け目的で IPO を行っている可能性も考えられる。

(4) 公募調達比率の程度が IPO 後の借入額に与える影響

従属変数を LN 借入金増減額、独立変数を公募調達比率 (*Primary Share Amount*)、ROA、公開所要年数 (*Age*)、資産合計の自然対数 ($\text{LN}(\text{Assets})$)、負債比率 (*Leverage*)、長期プライムレート (*Rate*) とした重回帰分析を行った。公募調達比率が高いほど、IPO 直後に借入金が返済されることが示された。また、高金利下と低金利下に分けて同様の重回帰分析を行った結果、低金利下において IPO 直後に借入金が返済される傾向に一部で示された。IPO 後 2 期目以降は高金利下と低金利下では有意な結果はみられなかった。このことから IPO で調達した資金は IPO 直後に返済する傾向であり低金利下においてその傾向が強くなることが分かった。IPO による企業の信用力向上により金融機関からの借入条件が良くなることを想定しているのであれば、IPO 後に事業資金を金融機関からの調達をしようとしたが、その傾向はみられなかった。これらの結果から低金利下の IPO は事業資金の調達を目的としておらず、創業者利得を目的としていることが示唆される。

本研究の限界は以下の通りである。1 つ目は対象データの業種を商業種に限定したことである。対象期間の 1990 年～2014 年までの間に新興市場に上場した企業の全てを対象データとしサンプル数を増やすことで分析結果の精度を高められたと考えられる。しかし、業種間の指標の違い、特に ROA、負債比率、資産規模は業種により数値が異なり、全業種間で指標を標準化する必要があったが、時間の制約があり対応できなかった。2 つ目の限界としては、日本経済の変動影響の反映である。対象データの期間を 1990 年～2016 年と長い期間を対象データとして抽出したため、その間における日本経済の変動が企業の業績をはじめとする各種数値に影響があるはずである。その影響度合いを各種変数に反映することでより精度の高い分析結果が得られたと考えられる。最後に創業者利得仮説を証明するには

IPO 前の株式の保有者である創業者＝既存株主を細分化して株式の売出行動を分析することにより詳細な結果が得られたと考える。IPO 前の既存株主として、創業者とその一族、従業員、親会社、金融機関などがあるが、最近の傾向では未上場企業へ資金を提供するベンチャーキャピタルが増えてきている。既存株主の違いによる売出株式の影響を分析することで IPO の動機を分析できたと考えたが、今回はサンプル数が限られたために実証分析を行わなかった。これらの課題については、今後の課題として取り組みたい。

【参考文献】

1. Huyghebaert, N. and C. Van Hulle (2006) 「Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares」『Journal of Corporate Finance』12 (2), pp. 296-320.
2. Kim, W. and M. Weisbach (2008) 「Motivations for public equity offers: An international perspective」『Journal of Financial Economics』87 (2), pp. 281-307.
3. Pagano, M., F. Panetta, and L. Zingales (1998) 「Why do companies go public? An empirical analysis」『The Journal of Finance』53 (1), pp. 27-64.
4. Smith, J. and R. Smith (2000), 「Entrepreneurial Finance」Wiley & Sons.
5. 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), 29-50 項.
6. 浅野敬志, 安達哲也, 奥田達志 (2016) 「残余利益モデルによる個別企業の資本コスト・期待利益の同時推定」『IMES Discussion Paper』No. 2016-J-11.
7. 阿部圭司 (2005) 「JASDAQ 市場における新規株式公開の長期パフォーマンス」『高崎経済大学論集』48 (1), 33-44 項.
8. 岡室博之, 比佐優子 (2007) 「ベンチャーキャピタルの関与と IPO 前後の企業成長率」『証券アナリストジャーナル』45 (9), 68-78 項.
9. 忽那憲治, 岡村秀夫 (1999) 「新規店頭公開企業の業績パフォーマンスと株式保有構造」『証券アナリストジャーナル』37 (11), 60-80 項.
10. 経済産業省 (2014) 「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト 終報告書 (伊藤レポート)」
11. 佐山展生, 長島輝幸 (1998) 「店頭公開が企業の収益性に及ぼす影響の分析」『日本管理会計学会誌 管理会計学』1998, 6 (2), 75-91 項.
12. 月岡靖智 (2012) 「新規公開企業における所有構造と経營業績」『経営研究』63 (2), 141-153 項.
13. 翟林瑜 (2009) 「IPO における逆 V 字型経營業績と「幻の初期収益率」」『証券アナリストジャーナル』2009, 2, 80-92 項.
14. 永田京子 (2007) 「新規株式公開における利益調整とプライシング」『証券アナリストジャーナル』2007, 9, 57-67 項.

15. 永田京子(2004)「新規株式公開の目的と利益調整インセンティブ」『 會計』166(6), 874-887 項.
16. 細野薫, 滝澤美帆, 内本憲児, 蜂須賀圭史(2013)「資本市場を通じた資金調達と企業行動—IPO, SEO, および社債発行の意思決定とその後の投資・研究開発—」『 フィナンシャル・レビュー』2013(1), 80-121 項.
17. 細野薫, 滝澤美帆(2015)「未上場企業による IPO の動機と上場後の企業パフォーマンス」『RIETI Discussion Paper』Series 15-J-005.
18. 本庄裕司, 長岡貞男, 中村健太, 清水由美(2015)「バイオスタートアップの新規株式公開と資金調達」『Institute of Innovation Research, Hitotsubashi University』No.15-01 項.
19. 山田和郎(2011)「新規株式公開時の公募株式比率, 売出株式比率の決定要因とその影響」『経営財務研究』第 31 巻第 2 号, 56 - 75 項.