

わが国企業における IPO の動機に関する研究

A study on Motivation for Going Public: Evidence from Japanese Firms

(要 旨)

中嶋 幹

第1章 序論

企業のライフステージにおいて、新規株式公開するか否かは重要な意思決定である。なぜなら、新規株式公開は、事業の拡大に必要な大規模資金調達の機会となる反面、資本構成や所有者構造などが大きく変化するためである。また、上場後は、同族や親会社などの特定株主だけでなく、不特定多数の投資家に対する説明責任を負うことになるため、意思決定プロセスや情報開示などのガバナンス体制の確立が求められる。従って、経営者は、企業価値最大化の観点から、コストとベネフィットを勘案した上で新規株式公開を決定することとなる。

新規株式公開のコストとベネフィットについて、Draho[2004]は、資金調達、事業戦略、ガバナンスの観点から論じている。第一の資金調達に関するベネフィットとしては、上述したような大規模な資金調達機会となることが挙げられる。事業に必要な資金を株式で調達する場合、同族、親会社、ベンチャーキャピタル、プライベート・エクイティからの出資を受ける方法が考えられる。しかしながら、資金規模が大きくなる場合には、新規株式発行による公募増資（IPO）を行う方法が一般的である。ただし、新規株式発行に伴い、発行手数料などの直接的なコストや情報の非対称性によるアンダープライシングなどの間接的なコストが発生するため、費用対効果を勘案して資金調達方法を検討する必要がある。Draho[2004]は、資金調達に関する副次的な効果として、負債による資金調達を指摘する。これは、負債に比べて、株式による資金調達コストが低い場合はもちろんのこと、資金調達オプションが増えることによるベネフィットが挙げられる。例えば、銀行に対する交渉力の向上を通じて、有利な条件での借り入れが可能になるかもしれない。さらに、株式市場に上場することは、新規株式公開後の資金調達においてベネフィットを生じさせる。具体的には、公募増資（SEO）による株式市場を通じた資金調達が挙げられる。実際、2008年の金融危機におけるわが国の上場企業と非上場企業の設備投資水準を分析した研究によると、公募増資及び銀行借入といった資金供給チャネルへのアクセスが設備投資水準の維持に役立ったことが報告されている（折原，2017）。第二の事業戦略上のコストとベネフィットは、財・サービス市場の競争相手及びステークホルダーとの関係にみられることが指摘される。上場することにより名声や評判が確立すると、新規顧客の獲得、取引企業との関係構築、優秀な従業員の採用やリテンションなどを通じて競争力の向上が期待できる。その一方、株主への説明責任や情報開示の要請により、競争上の優位性を失う可能性も考えられる。

本稿の目的は、IPO後の企業行動に注目して分析を行うことにより、上述のコストやベ

ネフィットとして指摘される IPO の動機を実証的に明らかにすることにある。この点に注目する理由は、わが国の IPO に関する研究は、価格形成メカニズムの解明を中心に行われており、IPO の動機について実証的に確認した研究は少ないと考えられるためである。また、わが国に限らず IPO の動機に関する実証研究が少ないことの背景には、データの制約などにより実証研究が難しいことが一因としてあるように思われる。例えば、上述した事業戦略上のコストとベネフィットは、データの性質上、その効果を代理変数として捉えることは非常に困難である。このことに関連して、実証的なアプローチに代わる研究として、IPO 企業の CEO や CFO を対象としたサーベイ調査が行われていることも指摘できる。そこで本稿では、新規株式公開企業による調達資金用途に関する分析（第 3 章）、及び新規公開における上場／上場廃止基準がその後の市場変更に与える影響（第 4 章）を分析することにより、新規株式公開の動機について検討する。また、第 5 章ではわが国における MBO による非公開化の決定要因について分析を行う。これは、Draho[2004]が指摘する第三のガバナンスに関するコストとベネフィットに関連するものである。Draho[2004]は、主として経営者の私的便益の追及と株主価値最大化のコンフリクトから生じるエージェンシー問題の観点から、新規株式公開の意思決定に影響を与える要因として指摘する。しかしながら、Jensen[1986]が指摘するように、ガバナンスの問題は、新興企業よりもむしろ成熟企業において深刻であることが予想される。とりわけ、わが国においては、2000 年代後半において、マネジメント・バイアウト（MBO）による上場企業の非公開化が流行したことが指摘されており、この要因の一つとしてエージェンシー問題の解決が動機となった可能性が考えられる（Kaplan,1989a）。もっとも、ガバナンス以外の要因に関連して、上場のベネフィットとされる効果が低下したか、相対的に重要でなくなった場合にも非公開化が選択される可能性もある。従って、なぜこれらの企業が非公開化を選択したのかを明らかにするとともに、非公開化後の企業パフォーマンスが実際に向上したのか実証的に確認することは、IPO の動機に対する傍証になると考えられる。以上の研究を通じて、わが国企業の IPO の動機について実証的な示唆を与えることが、本稿の意義であり期待される貢献である。

本稿の構成は、以下のようにまとめられる。第 2 章では、実証分析に先立って、本稿が分析対象とする 2000 年以降のわが国の新規公開企業を巡る状況について確認する。より具体的には、金融システム改革をきっかけに整備された新興市場の変遷を整理する。次に、統計データ及びサーベイ調査結果をもとに、わが国の新規株式公開の状況及び新規株式公開の動機に関する特徴について、米国との比較を通じて明らかにする。第 3 章では、IPO 動機の中で資金調達に焦点を当てることにより、資金調達額と資金用途の関係を明らかにする。具体的には、2000 年 4 月～2007 年 3 月に JASDAQ で IPO した 456 企業を対象に、

Kim/Weisbach[2008]が採用した分析方法に依拠して、IPOによる資金調達額と公開後の設備投資、在庫投資、総資産、M&A、R&D、手元流動性、長期有利子負債償還の関係について分析する。また、公募増資についても同様の分析を行うことにより、IPOによる資金使途の特殊性を明らかにする。第4章では、2000～2009年のヘラクレス市場（旧ナスダック・ジャパン市場を含む）に新規公開した201社を対象に分析を行い、当該市場のスタンダード基準とグロース基準における上場／上場廃止基準の違いがその後の新興企業のステップアップに与える影響を明らかにする。ここでは、Bharath/Dittmar[2010]の定式化に依拠して、東証1部への市場変更をステップアップのイベントと捉えることにより、離散時間ロジットモデルの推定を行う。さらに、分析結果の頑健性を確かめるために、市場変更しない要因に関する幾つかの考察を行う。第5章では、わが国のMBOによる非公開化の決定要因および非公開化前後のキャッシュフローの推移を分析する。2001年1月～2011年12月にMBOにより非公開化したサンプルのうち、金融および公益セクターの企業を除いた83社が分析対象である。これらの企業について、Kashefi-Pour/Lasfer[2013]の分析方法に依拠して、イベント・ヒストリー分析を通じて、非公開化の決定要因を明らかにする。続いて、非公開化の動機との整合性を確認するために、MBO後の財務データが利用可能なサンプルを対象に、Kaplan[1989a]の分析方法に即して、非公開後のキャッシュフローを分析する。第6章では、本稿の結論を要約した上で、今後の研究課題に言及する。

第2章 わが国の新規公開企業を巡る状況

第2章では、本稿が分析対象とする2000年以降における、わが国の新規公開企業を巡る状況について概観する。この時期は、いわゆる「日本版ビッグバン」構想と呼ばれる金融システム改革をきっかけに、直接金融へと大きくシフトしたいわば変革期である。一方、本稿との関連でいえば、当時、1,200兆円に上るといわれた個人金融資産を、次世代を担う成長産業へ供給するために、新興市場が整備された時期でもある。従って、2000年以降の新規株式公開を巡る問題を分析することは、規制緩和を通じて成長産業が期待された通りに発展したか否かに示唆を与える政策的意義の大きい研究課題である。このような背景を踏まえて、わが国の新規公開の状況をデータから確認することが本章の目的である。

2000年以降の新興市場の特徴についてみると、株式店頭市場として戦後発展してきたジャスダックに続いて、マザーズ及びナスダック・ジャパンの新興市場が相次いで開設されたことが指摘できる。これらの新興3市場は、新興企業向けの株式市場として主要な役割を担うことになった。しかしながら、ナスダック・ジャパンは、2002年に撤退したことを

受けて大阪証券取引所が運営を引き継ぐこととなり、2010年にJASDAQ、NEOとの市場統合を経て、2013年から新JASDAQとして東京証券取引所が運営を行うことになる。また、マザーズについても、上場企業による不祥事などをきっかけに上場審査基準の見直しを相次いで迫られるなど、必ずしも順調に発展したわけではなかった。現在のマザーズは、2011年の見直しを受けて、上場10年経過後に、マザーズへの上場継続もしくは東証2部へ市場変更するかの選択を迫られる適合性確認プロセスが設けられている。

新興市場が整備される中、2000年以降の新規公開の状況についてみると、リーマンショックに端を発する金融危機前までは、2000年に203件を記録して以降、100件を超えて推移する様子がみられた。とりわけ、2001～2003年は米国のIPO件数を上回る水準となっている。一方、2008年になるとIPOは48件にまで落ち込み、その後も17～86件と大きく低迷した。近年は、IPOが増加しているものの、2010年以降にIPO件数が回復した米国とは対照的に、わが国のIPO件数は2000年代前半の水準に遠く及ばない。この傾向は、株式市場時価総額に対する比率でみた金額ベースのIPOと比較した場合においても同様である。SEOの水準も低い傾向が示される点、IPOの動機として事業拡大のための資金調達を挙げるケースが少ない点などを踏まえると、そもそも株式発行による資金調達ニーズが低い可能性が示唆される。

第3章 新規株式公開企業による調達資金使途に関する分析

第3章では、2000年4月～2007年3月にJASDAQに新規株式公開した456企業を対象に、Kim/Weisbach[2008]の分析方法に依拠して、IPOによる資金調達額と公開後の設備投資、在庫投資、総資産、M&A、R&D、手元流動性、長期有利子負債償還の関係について分析する。株式公開に伴う新株発行は非上場企業が初めて経験する大規模公募増資であり、調達資金の有効活用は企業価値を左右する重要な経営課題である。また、発行株式を引き受ける証券会社にとっても、エクイティ・ストーリーの構成力は主幹事マンドートを獲得する上で必須であるため、調達資金を活用した企業の成長シナリオの構築は極めて重要である。つまり、IPO企業、証券会社を問わず、実務家にとってIPOによる調達資金の使途は極めて重要な問題である。本章の目的は、IPO動機の中で資金調達に焦点を当てることにより、資金調達額と資金使途の関係を明らかにすることである。

分析の結果、IPOによる資金調達額はIPO後の設備投資、M&A、R&Dを促進し、総資産増大に寄与することが確認された。これは、規模の大きいIPOほど多くの資金が投資資金として活用されることを示唆している。また、資金調達額とIPO後の手元流動性増分

にも正の相関が確認されたが、これも将来の投資に備えて内部資金を蓄積しているものと理解できる。以上の結果は、日本を含むクロス・カンントリー・データを用いた Kim/Weisbach[2008]の結果と整合的である。また、設備資金の調達を IPO の主目的だとする Brau/Ryan/DeGraw[2006]のアンケート調査結果とも一貫している。第二に、IPO による資金調達額と IPO 後の長期有利子負債償還には有意な関係は認められなかった。この結果は、資金調達額が大きくても長期有利子負債償還を通じた大幅なレバレッジ調整は起こらないことを示唆しており、IPO の主目的がレバレッジ調整であることを主張する Pagano/Panetta/Zingales[1998]と相反する結果である。第三に、SEO による資金調達額と M&A の間には正の相関が確認されたが、設備投資、R&D、手元流動性増分との間には有意な関係はなく、SEO と IPO では資金使途が異なることが確認された。従って、少なくとも JASDAQ 上場企業では、SEO は投資資金調達を目的としていないと考えられる。Kim/Weisbach[2008]では IPO、SEO とも概ね同じ結果が得られていたが、日本の IPO と SEO を対象にした本章では異なる結果が得られた。

第 4 章 新規公開における上場／上場廃止基準がその後の市場変更に与える影響

第 4 章では、ヘラクレス市場（旧ナスダック・ジャパン市場を含む）におけるスタンダード基準とグロース基準の上場／上場廃止基準の違いに注目して、2000～2009 年に新規公開した 201 社を対象に、上場／上場廃止基準と新規公開企業の市場変更の関係を分析する。先行研究によると、新興市場に定められる上場／上場廃止基準の程度が、新規公開費用に影響を与えることが知られている。従って、基準が緩い市場を選択すると、新規公開費用が高んで当初予定した資金調達が困難となる一方、基準が厳しい場合には、リスクの高い投資を実行するインセンティブが抑制されることや上場基準を満たせない可能性がある。それゆえ、投資資金を獲得するために新規株式公開を検討する企業にとっては、公開市場の選択が重要な意思決定問題となる。他方、規制当局側からみると、上場／上場廃止基準を厳しくした場合、新興市場の役割と異なり、業績の安定した成熟企業の上場が増える一方、上場／上場廃止基準を緩和した場合には、質の悪い新規公開企業が増える可能性があるため、上場／上場廃止基準を適切な水準に定めることが重要となる。これらの点を解明するとともに、新興市場の上場／上場廃止基準のあり方を検討する際の一助となることが本章の目的である。

分析の結果、基準の厳しいスタンダードでは、資金制約及び流動性制約に晒されておらず、余剰資金の豊富な企業が市場変更する一方、基準の緩いグロースでは、資金制約及び

流動性制約に晒されているものの、情報コストが低く投資機会の豊富な企業が市場変更する傾向がみられた。次に、IPO 時点に限定して分析した結果、前述のスタンダードの傾向は IPO 時点に比べて大きな変化がみられないのに対して、グロースの傾向は IPO 時点と比べて異なることが確認された。Bharath/Dittmar[2010]が明らかにした知見と比較すると、スタンダードにおいては流動性制約が市場変更を抑制する点は整合的であるものの、情報コスト、資金需要、支配権は重要な役割を果たさない点が異なる。一方、グロースにおいては、情報コストが制約となること、旺盛な資金需要が市場変更の動機となる点は彼らの知見と整合的なものとなっている。

本章の分析結果は、ヘラクレス市場における 2 つの異なる上場／上場廃止基準の特徴と整合的な傾向を示すものと考えられる。とりわけ、グロース基準は、新興企業のステップアップを促進するための成長機会を提供する重要な役割を果たしていると考えられる。その一方、スタンダード基準は、その基準の厳しさゆえに、事業の成熟した企業を選別する機能を有しており、そうした企業に対する流動性の供給を通じて企業成長をサポートする役割を担っていると考えられる。最後に、本章で得られた分析結果の頑健性を確認した結果、市場変更を選択しない要因として、東証 1 部の上場基準を満たせない企業が分析結果にバイアスを与えた可能性は低いことが示された。その一方、そもそも事業の拡大を志向していないために市場変更を選択しない要因として、親会社の影響力や財・サービス市場における競争環境が影響を及ぼす可能性があることが示唆された。

第 5 章 わが国における MBO による非公開化の決定要因

第 5 章では、2001 年 1 月～2011 年 12 月に MBO により非公開化したサンプル 83 社を対象に、非公開化の決定要因および非公開化前後のキャッシュフローの推移を分析する。上場企業が非公開化を選択する理由として、上場した時点で既に所望の結果を得た可能性や、上場することによるベネフィットが低下したことが考えられる。前者については、事業拡大とは異なる上場動機を有する場合であり、例えば、創業者利益獲得が目的で公開した企業が事業承継を機に非公開化するかもしれない。これに対して、後者については、事業の再生、節税効果、上場維持コストの上昇など、様々な要因が指摘されている。本章の主たる関心は、IPO の動機が上場後に奏功しなかった場合の企業行動の一つとして MBO が選択される可能性にあるため、後者の観点に焦点が当てられる。IPO 件数が低調に推移した 2000 年後半にかけて非公開化件数が増加した点を踏まえると、非公開化の決定要因を明らかにすることは、IPO の動機に対する傍証につながるものと考えられる。

分析の結果、わが国の MBO による非公開化の動機は、流動性もしくは市場の認知度の低下によって説明される可能性が示唆された。この結果は、非公開化の意思決定と説明変数の間に内生性が存在する可能性に対処した場合においても頑健であることが確かめられた。次に、非公開化前後における企業パフォーマンスを検証した結果、営業利益、設備投資、ネットのキャッシュフローの推移に変化がみられないことが明らかとなった。すなわち、先行研究が明らかにしたエージェンシーコストの削減による非公開化後の業績の改善が、わが国の非公開化企業においてはみられないことを示唆している。これらの結果は、わが国における MBO による非公開化の動機が、流動性もしくは市場の認知度の低下によるものであることを示すものと考えられる。

第 6 章 結論

本稿で得られた実証結果は、新規株式公開が新たな投資資金を獲得する機会として、重要な役割を果たすことを示している。また、投資資金獲得後も、株式市場を通じた流動性供給が上場することのベネフィットになることを示している。従って、これらの点が、わが国における新規株式公開の主要な動機であるものと結論付けることができよう。

最後に、今後の研究課題について述べる。第一に、新規株式公開の動機を分析するためには、上場基準を満たすにもかかわらず IPO を選択しない未上場企業を含めた分析が必要である。先行研究で指摘されるように、イグジット戦略として、IPO の代わりに事業売却 (M&A) が選択されるケースも考えられる。データの制約により、本稿の分析の大部分は、上場企業を対象に行ったものである。本稿の知見の頑健性を確かめるためには、未上場企業の企業行動との比較やサンプリングバイアスの影響を検証することが必要とされる。第二に、サンプルサイズが限定された結果、統計的な検出力が低下した可能性が挙げられる。様々な IPO の動機を確かめるためには、IPO サンプルを分割することにより、それぞれの動機を有する企業の特徴を見出す必要がある。本稿の分析においても、サンプルサイズが十分でないため、幾つかの分析ができなかったケースがあったが、データの蓄積を待って検証していく必要がある。第三に、第 2 章で明らかにされた、わが国における新規公開の最も重要な動機である「知名度や信用度の向上」を明示的に分析する必要性が挙げられる。この動機は、他の先進国にはみられないわが国独自の特徴であり、評判を確立することの効果を実証的に確かめることができれば、IPO の動機に関する研究に新たな知見を与えることが期待できる。最後に、金融の技術革新が企業の資金調達に与える効果を検証する必要性が指摘できる。とりわけ、急速に注目を集めているクラウド・ファンディングやクラ

ウド・レンディング等は、新興企業の様々な資金調達ニーズに対応できる可能性を秘めていることから、従来の金融システムを前提とする先行研究の知見が覆されるかもしれない。この点を検証することは、将来の課題といえよう。

新規株式公開は、大規模な資金調達の獲得機会となるだけでなく、上場を機に資本構成や株式所有構造を大きく変化させる。従って、最適資本構成の理論やガバナンス理論の文脈においても貴重な研究対象となろう。また、新規株式公開後の企業成長の決定要因を解明することは、成長分野の産業発展が期待されるわが国経済にとって重要な政策的課題である。新規株式公開に関する研究がより一層進展することが望まれる。