

第3章 IPO とマイクロキャップ*

はじめに

2016年12月21日、東証一部上場会社数が2000社に達した。1983年に1000社、2003年に1500社という推移からペースを速めての増加となっている。背景には、東証マザーズ（以下、マザーズ）、大証ナスダック・ジャパン（当時）をはじめとする新興市場の相次ぐ創設、大証とジャスダック証券取引所の合併、東証と大証の経営統合による日本取引所グループの誕生など、上場会社の裾野を広げる試みや証券市場統合の流れがあった。

ところで、「一部上場会社2000社」は証券市場の歴史における一つの里程碑ではあるが、慶事として素朴に受け止めてよいのだろうか。新興市場創設によって、IPO 件数は2000年代前半に大きく増加した。ただ、新興市場創設の評価は単に IPO 件数のみではなく、「市場のねらい」が達成されているかどうかで測るべきではないだろうか。例えば、マザーズの東証における位置づけは「近い将来の市場第一部へのステップアップを視野に入れた成長企業向けの市場」とされている。そうであるなら、比較的緩やかな上場審査基準の下で、潜在力のある企業を証券市場にデビューさせ、その後の成長につなげることができているかどうか、という視点での考察が必要であろう。加えて、東証一部上場会社数が増加するとともに、時価総額の分布も50億円未満から10兆円以上まで非常に幅広くなっており、結果的に市場部門としての特徴が不明瞭になりつつあると考えられる（図表3-1参照）。

これまで、多くの先行研究が IPO 後の株価・業績の長期パフォーマンスが

図表3-1 東証上場銘柄の時価総額分布

	1 部	2 部	マザーズ	ジャスダック
50億円未満	18	156	51	301
50－100億円	132	138	67	194
100－300億円	493	168	89	185
300－500億円	263	32	24	43
500－1000億円	353	14	10	13
1000－5000億円	519	7	6	9
5000億円－1兆円	138	1	0	3
1－5兆円	129	1	0	0
5－10兆円	14	0	0	0
10兆円以上	3	0	0	0
銘柄数	2062	517	247	748

(注1) 時価総額分布は2017年12月末現在。

(注2) TOKYO PRO Market については50億円未満が22銘柄。

〔出所〕東京証券取引所。

低迷傾向にあることを明らかにしている。また、淵田〔2014〕は、時価総額が100億円に満たない銘柄、いわゆる「マイクロキャップ」が多数存在する問題を指摘している。これらの事実、IPOを機に証券市場からの資金調達が可能となり、企業の成長を反映して時価総額が増加するという、企業・投資家双方にとって本来望ましいと考えられるストーリーにはそぐわないものである。ただし、淵田〔2014〕は特定時点における時価総額状況に基づく分析であり、新興市場の「ねらい」の達成度を評価するには、新規上場時と一定期間経過後の比較を行い、成長性の視点を加味した分析を行うことも必要である。

そこで、本章ではIPOとマイクロキャップに関する問題を一時点において捉えるだけでなく、上場時と一定期間後の比較を通じた成長性の視点からも考察する。以下、第1節ではIPO後のパフォーマンス低迷と「マイクロキャップ」問題に関する先行研究を整理する。第2節では、近年の新規上場の状況について概観する。第3節では、新規上場時と上場後の時価総額の比較を通じて、成長性をふまえた視点からの検討を行う。

1. IPO 後の長期パフォーマンスと「マイクロキャップ」問題

新規公開株の価格形成に関しては、「短期のアンダープライシング」と「長期のアンダーパフォーマンス」が特徴的な事象として知られている。短期のアンダープライシング、すなわち公開価格から初値への上昇率が平均的に高いという現象は、国内外を通じて広く観察されている。本章で主に取り上げる後者の現象は、IPO 後の中長期にわたって、インデックス等と比較した新規公開株の株価パフォーマンスが概ね低迷する傾向である。

また、長期パフォーマンス低迷については、IPO サイクルとも呼ばれる新規公開市場における周期性や、投資家が新規公開企業の先行きに関して過度に楽観的であるというセンチメントを新規公開企業が利用している可能性も背景として考えられる。

アメリカにおける長期のアンダーパフォーマンスについては、例えば Aggarwal and Rivoli [1990] は、1974-87年の1435銘柄をサンプルとして IPO 後250営業日（約1年）のパフォーマンスを計測し、ナスダック指数に比べて平均値で13.7%、中央値で20.4%パフォーマンスが低いとの報告をしている。Ritter [1991] は、1975-84年の1526銘柄をサンプルとした3年間の長期パフォーマンス計測を通じて、新規公開株の長期パフォーマンスは様々なインデックスと比較して低迷していることを示している。加えて、高い初期収益率の IPO では、長期の株価パフォーマンスが悪いことも明らかにしている。注目すべき指摘としては、投資家は若い成長性のある企業について周期的に過度に楽観的になる点、企業は投資家の楽観的な評価を利用している点があげられる。Loughran and Ritter [1995] は、IPO 後5年間の収益率について、時価総額および時価簿価比率で分類した企業と比較して分析を行っている。その結果、時価総額でマッチングを行った企業との比較では新規公開株は3.5%パフォーマンスが悪く、時価総額と時価簿価比率の両方を用いてマッチングを

行った企業との比較では23%パフォーマンスが悪いことを明らかにしている。

アメリカ以外については、Levis〔1993〕がイギリスを対象にロンドン証券取引所でIPOを行った712銘柄をサンプルとした研究で、3年間の長期パフォーマンスを計測している。その結果、各種のインデックスと比較して8%から23%程度パフォーマンスが低いことを示している。

なお、株価の裏付けとなる新規公開企業の業績がIPO後に低下する傾向については、Jain and Kini〔1994〕が1976-88年にアメリカでIPOを行った682銘柄をサンプルとした分析で明らかにしている。また、彼らはIPO後も創業者が引き続いて株式を多く保有している場合には業績が良好であることを示している。

日本における長期パフォーマンス低迷に関する初期の分析としては、福田〔1994〕による1977-88年に東証での新規公開企業84社を対象とした分析があげられる。公開価格を算定する際の類似会社に投資した場合の収益率をベンチマークとした場合に、3年後の新規公開株の収益率は負となっていると報告している。また、福田〔1995〕では、新規公開企業とベンチマークとしての基準企業（業種と時価総額に基づいて選定）の月次の投資収益率の差を累積投資収益率として計測している。その結果、IPOから7ヶ月後では累積投資収益率が負、すなわち新規公開企業に投資した場合の収益率は基準企業に投資した場合の収益率を下回っている、との結果を明らかにしている。

Cai and Wei〔1997〕は、1971-92年の間に東証でIPOを行った180社をサンプルとして1年から5年の株価パフォーマンスを分析している。さらに、公開年、企業規模、資金調達規模、時価簿価比率、初期収益率、新規公開制度、株式所有構造を考慮した分析を行っているが¹⁾、全般的にIPO後のアンダーパフォーマンス傾向が存在することを確認している。

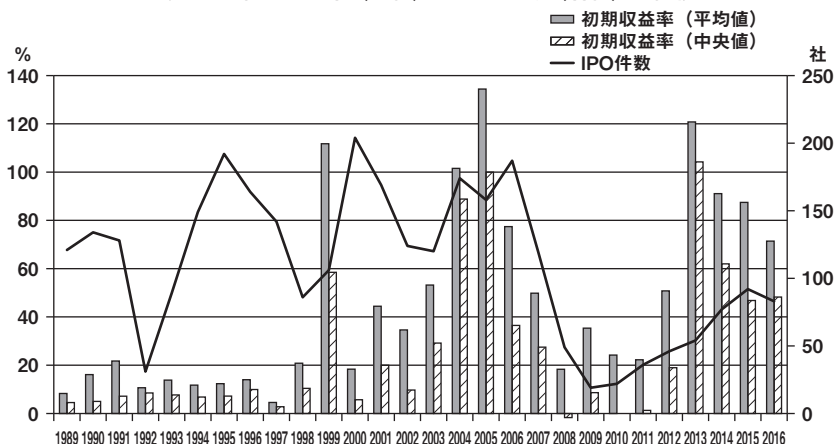
以降、新規公開株の長期パフォーマンス低迷については、多くの研究が指摘している。ジャスダック市場におけるIPOを対象として、忽那〔2001〕が1995-96年、松本〔2004〕が1997年、翟〔2009〕が2001-06年について確認している。また、忽那〔2008〕はジャスダック、マザーズ、ヘラクレスの新興3

市場について、平均値では一部の高騰した銘柄の影響で正の超過収益率であるものの、中央値ではベンチマークと比べて30%以上（ジャスダック）、50%以上（マザーズ）、70%以上（ヘラクレス）、それぞれパフォーマンスが低いことを報告している。

池田〔2013〕は、1997年9月－2007年11月にジャスダック市場でIPOを行った企業をサンプルとして、公開後3年間の株価パフォーマンスをBHAR（Buy-and-Hold Abnormal Return）の計測を通じて検証している。IPO企業と規模属性の近い企業をベンチマークとした場合や産業・市場全体からなるポートフォリオをベンチマークとした場合には、中央値および外れ値を除外した平均値に関する検定結果から、大多数の企業で平均的にアンダーパフォーマンスが観察されることを示している²⁾。

ところで、図表3-2に示されているように、新規公開企業数や平均初期収益率は時期によって大きく変動することが知られており、「IPO サイクル」と呼ばれている。IPO サイクルを引き起こす要因としては、新規公開企業の特徴、

図表3-2 初期収益率（左軸）とIPO 件数（右軸）の推移



(注) TOKYO PRO Market は除く。

〔出所〕各証券取引所 HP、『株式公開白書』（プロネクサス）、『旬刊商事法務（臨時増刊 増資白書）』（商事法務研究会）、『NPM 株式日次リターン』（金融データソリューションズ）から必要なデータを取得できた IPO をサンプルとして筆者作成。

新規公開制度、投資家のセンチメント、マクロ的な生産性ショックなどをあげることができる。

IPO サイクルに関する海外の先行研究に目を向けると、Ibbotson and Jaffe [1975], Ritter [1984], Lowry and Schwert [2002] などは、新規公開企業数と初期収益率の平均値に相関ないしは自己相関があることを明らかにしている。Ritter [1984] は高リスク企業が多く IPO を行った時期には初期収益率が大きくなると考え、リスク構成の変化が IPO サイクルの要因であるとの仮説を示している。Lowry and Schwert [2002] は米国の1985-97年のデータを用いた IPO サイクルに関する実証分析から、第一には類似タイプの企業が同時期に IPO を目指す傾向、より重要な点として、第二に IPO 申請・ブックビルディング・取引開始といった一連の流れがオーバーラップしていくなかで、他社が行う IPO の意思決定や公開価格の設定に影響を与えることを指摘している。

Lowry [2003] は、1960-96年のデータを用いた研究で、景気循環による資本需要の変化、ならびに投資家センチメントが IPO サイクルの主要な要因であることを示している。一方、Helwage and Liang [2004] は、1975-2000年のアメリカにおける6419社の IPO をサンプルとした研究で、市場の過熱は投資家センチメントが要因である可能性を示唆している。

Yung *et al.* [2008] は、外生的な生産性ショックが IPO サイクルを引き起こすと考えた。生産性への正のショックが資本需要を増加させ、新規公開企業数も増加する。新規公開市場が活況を呈している時期には限界的な新規公開企業の質が低下し、質のバラツキが大きくなるために逆選択問題が深刻になるため、アンダープライシングが大きくなると考えた。アメリカにおける1973-2004年の間の7056社の IPO をサンプルとした実証分析で、市場の活況期における IPO については収益率の分散が大きく、また上場廃止となる比率が高くなることから、仮説が支持されるとの解釈を示している。

日本の IPO サイクルに関する研究としては、比佐・比佐 [2015] をあげることができる。彼らは、1998-2012年の新興市場における IPO を対象とした

隠れマルコフモデルを用いた分析で、初期収益率が景気循環的要因の影響を受けていることを確認している。岡村〔2015〕は、上場年別ならびに市場別・規模別に TOPIX をベンチマークとした BHAR を計測している。上場年による長期パフォーマンスについては、公開価格決定方式としてブックビルディング方式が導入された後の1997-98年、2000-03年、2010-11年の IPO については TOPIX を上回る傾向があること、また上場年により長期パフォーマンスに大きな違いがあることを指摘している。また、ブックビルディング方式導入後のジャスダック、ならびにマザーズにおいて、規模の小さな IPO（公開価格を用いた時価総額50億円未満）では、一部で TOPIX を上回るパフォーマンスが観察されることを明らかにしている。一方、相対的に規模の大きな IPO については、全般的に長期パフォーマンスが TOPIX を下回ることも示している。

このように新規公開株の長期パフォーマンスについては、国内外を通じて全般的な低迷傾向が特徴としてあげられる。また、IPO サイクルの存在や、岡村〔2015〕が明らかにした規模別のパフォーマンスの差異、長期パフォーマンス低迷とともに、淵田〔2014〕が指摘している多くの企業がマイクロキャップに止まっている問題などをあわせて認識しておく必要がある。

2. 新規上場の状況

（1）IPO 件数の推移

先出の図表3-2で示したように、IPO 件数は周期的に大きく変動している。1990年前後、1990代半ば、1999-2007年の IPO は年間100件を超える水準であった。一方、1992年、リーマンショックの発生後の2008-2012年などは50件未満という低水準であった。IPO 件数が変動する背景としては、先述のマクロ経済・市場環境、投資家行動などの変化に加え、新規公開に関わる制度改革を挙げることができる。例えば、図表3-3に整理されているように、日本の公開価格決定方式は1989-97年の間に数度の改正を経て、類似会社比準方式から入

図表3-3 公開価格決定方式の変遷

期間	方式	引受証券 会社の裁量	概要
1989年3月まで	類似会社比準 方式	大	引受証券会社が類似会社を選定し、純利益・純資産・配当の違いを考慮した上で、公開価格を決定する。
1989年4月～ 1992年3月	入札方式Ⅰ	小	「入札上限価格」＝「入札下限価格」×1.3 なお、入札下限価格は類似会社比準方式に近い算出方法。公開株式数の25～50%が入札に付され、非入札部分については、落札加重平均価格が公開価格となる。
1992年4月～ 同年12月	入札方式Ⅱ	小	入札方式Ⅰにおける入札上限価格撤廃。公開株式数の50%以上が入札に付される。入札下限価格は、入札方式Ⅰにおける入札下限価格×0.85。
1993年1月以降	入札方式Ⅲ	中	入札下限価格は入札方式Ⅱと同じ。落札加重平均価格を基準とし、引受証券会社の判断でディスカウントを行って、公開価格を決定することが可能となる。
1997年9月以降	ブックビル ディング方式	大	想定発行価格の提示、ロードショー、仮条件の提示、ブックビルディングの実施などのプロセスを経て、引受証券会社が公開価格を決定する。新規公開株の配分も引受証券会社の裁量に委ねられる。

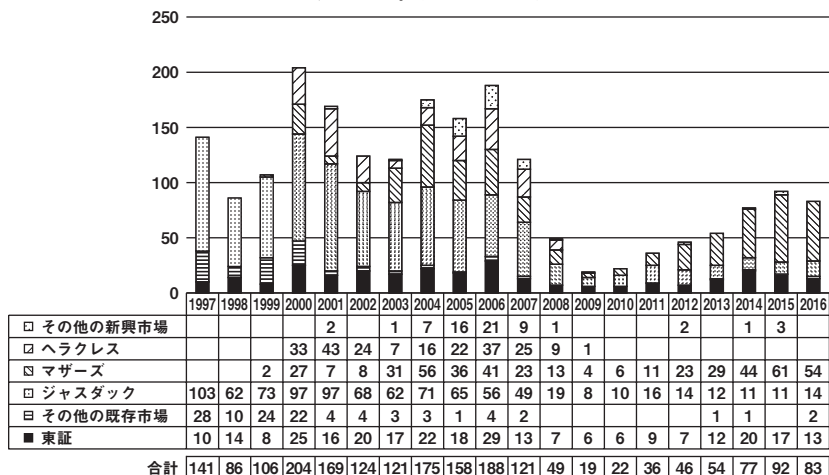
(注) 入札方式については、便宜上、数字を付して区別している。なお、入札方式Ⅲは1992年12月28日以降のIPOで採用されることになったが、同方式による最初の例は翌年であったため、期間欄には1993年1月以降と表記した。

〔出所〕岡村〔2013〕第4章表4-1に基づき筆者作成。

札方式、そして現行のブックビルディング方式となっている。

さらに、1999年のマザーズ、2000年のナスダック・ジャパン（後のヘラクレス）に代表される新興市場創設は、IPOのハードルを引き下げ、上場企業の裾野を広げることとなった。図表3-4には市場別のIPO件数が示されているが、新興市場創設ラッシュとなった2000年には204社もの企業が新規公開を果たし、その後もマザーズ、ヘラクレスと既存のジャスダックの新興3市場を中心に新規公開獲得競争が繰り広げられたことが分かる。だが、2008年のリーマン

図表3-4 市場別 IPO 件数



(注) TOKYO PRO Market は除く。

[出所] 各証券取引所 HP, 『株式公開白書』各年版 (プロネクサス), 『株式上場白書』各年版 (亜細亜証券印刷), 各社有価証券届出書から筆者作成。

ショックによって株式市場は低迷し、IPO 件数も急減した。2009年には近年では最も少ない19件にまで落ち込んだ。その後、経済・市場環境の改善とともに IPO 件数も回復し、2013年以降は50社を超える水準を維持している。また、2012年にはマザーズにおける IPO 件数が、長らくトップであったジャスダックを上回るようになっている。

(2) 新規公開株のパフォーマンス

年間の平均初期収益率は公開価格決定方式に入札方式が用いられていた1989-97年は概ね10%台で推移していたが、ブックビルディング方式導入後、初期収益率の水準は上昇し、ジャスダックで50%超 (平均値)、マザーズでは100% (同)、ヘラクレスは92.3% (同) と極めて高い水準となっている (図表3-5参照)。

前項で取り上げたように、年別の IPO 件数は大きく変動する傾向がある。新規公開株のパフォーマンスについても周期的な変化は見られるのだろうか。図表3-6にはジャスダック、図表3-7にはマザーズにおける上場年別の初期収益

図表3-5 市場別初期収益率

既存市場²⁾

	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差	サンプル数
入札方式Ⅰ（1989年4月－1992年3月） ³⁾	11.1	3.8	▲23.1	100.0	19.3	123
入札方式Ⅱ（1992年4月－1992年12月） ³⁾	5.2	5.0	▲25.1	20.9	11.4	12
入札方式Ⅲ（1993年1月－1997年9月） ³⁾	11.5	6.5	▲33.8	106.9	17.2	206
ブックビルディング方式（1997年10月－2016年12月）	18.8	5.0	▲39.6	300.0	38.6	373

ジャスダック

	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差	サンプル数
入札方式Ⅰ（1989年4月－1992年3月） ³⁾	18.3	4.9	▲59.2	233.3	37.4	237
入札方式Ⅱ（1992年4月－1992年12月） ³⁾	15.3	9.3	▲7.8	63.5	20.9	14
入札方式Ⅲ（1993年1月－1997年9月） ³⁾	11.4	7.2	▲29.9	103.4	15.5	481
ブックビルディング方式（1997年9月－2016年12月） ⁴⁾	55.3	20.0	▲72.5	809.1	94.4	844

マザーズ

	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差	サンプル数
ブックビルディング方式（1999年12月－2016年12月）	105.6	88.2	▲46.2	602.5	103.5	473

ヘラクレス⁵⁾

	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差	サンプル数
ブックビルディング方式（2000年6月－2009年3月）	92.3	50.0	▲35.0	772.7	125.5	216

〔注1〕単位：％，期間についてはサンプルに用いたIPOが実施された年月を記載。

〔注2〕既存市場には，東京，名古屋，福岡，札幌に加え，新潟および（2000年に東証と統合），京都（2001年に大証と統合），大阪（2013年に東証と統合）の各証券取引所を含む。ただし，各証券取引所の新興企業向け市場部門は含まない。

〔注3〕入札方式は1992年4月と同年12月に改正されている。詳しくは図表3を参照。

〔注4〕ジャスダックのBB方式には，先行して同方式を採用した店頭特則銘柄である，エーティエルシステムズ（1996年12月9日上場），アクモス（1996年12月25日上場）を含んでいる。なお，移行期の1997年9月から10月については，入札方式とBB方式によるIPOが混在している。

〔注5〕2002年12月にナスダック・ジャパンからヘラクレスに改称した。また，大証とジャスダック証券取引所の合併に伴い，2010年10月にヘラクレス，NEO，（旧）ジャスダックの市場統合が実施され，（新）ジャスダックが誕生した。

〔出所〕『株式公開白書』（プロネクサス），『旬刊商事法務（臨時増刊 増資白書）』（商事法務研究会），『NPM 株式日次リターン』（金融データソリューションズ）から必要なデータを取得できたIPOをサンプルとして筆者作成（TOKYO PRO Market は除く）。

率（平均値），長期パフォーマンス（平均値）の状況が整理されている。ジャスダック，マザーズともに，上場年によって初期収益率の水準，長期パフォーマンスの推移が大きく異なっていることが分かる。ジャスダックの1997－2003年（1999年を除く），2008年，2010－11年，マザーズの2001年，2007－08年，2012年などについては，おおむねTOPIXを上回るパフォーマンスを示している。さらに，岡村〔2015〕でも指摘したように，初期収益率が相対的に高い場合に長期パフォーマンスが低迷しやすい傾向は，例えば，ジャスダックの2004

図表3-6 BHAR（平均値）【ジャスダック】

年	サン プル 数	初期取 益率 (%)	125 (営業日)	250	375	500	625	750	875	1000	1125	1250
1997年	28	3.9	25.9	41.3	158.3	514.2	248.2	167.1	229.0	215.2	220.6	153.8
1998年	62	23.8	46.6	195.7	192.8	128.0	112.5	109.7	95.3	68.5	66.5	94.9
1999年	73	134.1	0.3	▲17.9	▲20.8	▲23.2	▲22.1	▲21.4	▲17.2	▲20.4	▲12.9	▲21.6
2000年	97	21.9	9.5	30.2	41.3	33.1	37.9	50.1	91.1	101.5	128.6	210.8
2001年	97	35.5	25.8	7.0	▲0.9	13.5	55.3	65.8	75.8	102.6	90.8	49.7
2002年	68	29.8	3.4	42.5	162.4	164.2	242.8	235.7	195.6	155.6	99.5	39.9
2003年	62	36.1	104.8	102.5	144.7	164.8	169.1	151.7	107.6	4.1	▲15.2	▲12.9
2004年	71	95.0	▲2.9	▲14.8	▲30.1	▲46.5	▲72.8	▲77.6	▲75.0	▲57.0	▲49.3	▲46.5
2005年	65	107.8	▲22.4	▲47.1	▲63.7	▲73.7	▲70.0	▲64.0	▲52.0	▲43.7	▲44.5	▲42.0
2006年	56	59.8	▲26.6	▲43.0	▲40.6	▲34.9	▲32.6	▲22.9	▲22.8	▲20.8	▲18.1	▲14.8
2007年	49	51.3	▲24.2	▲28.2	▲27.0	▲20.2	▲14.8	▲11.0	▲3.8	3.2	5.9	18.5
2008年	19	2.5	▲2.6	2.4	12.4	8.9	13.6	23.4	36.8	38.7	49.0	76.6
2009年	8	26.3	21.5	▲1.2	▲16.1	▲19.5	▲16.4	▲13.6	48.7	115.5	104.1	10.3
2010年	10	8.4	▲18.6	2.9	14.7	23.9	75.7	76.4	102.5	86.7	408.1	239.1
2011年	16	▲5.9	25.7	93.7	145.6	118.5	168.2	212.1	238.8	234.7	231.2	304.2
2012年	14	14.6	▲16.2	▲5.2	▲10.1	▲19.0	1.2	5.7	24.5	18.6	73.4	-
2013年	12	162.9	▲39.4	▲51.6	▲66.6	▲66.7	▲58.0	▲67.4	▲113.2	-	-	-
2014年	11	66.8	11.2	▲9.0	▲3.8	▲4.6	▲14.9	-	-	-	-	-
2015年	11	128.3	1.7	▲2.7	7.4	-	-	-	-	-	-	-
2016年	14	82.2	▲5.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-

〔注1〕BHARは初日終値を基準とし、TOPIXをベンチマークとして算出している（単位：%）。

〔注2〕1997年については公開価格決定方式としてブックビルディング方式を用いたIPOのみをサンプルとしている。

〔注3〕表中の「-」は欠損値であることを示す。

〔注4〕松本〔2004〕、忽那〔2008〕等の指摘に従い、極めて大きな値をとっているヤフー（1997年）をサンプルから除外している。

〔出所〕図表3-5に同じ。

－07年、マザーズの2003－06年などで読み取ることができる。

ところで、淵田〔2014〕が指摘しているようなマイクロキャップはパフォーマンス面で何らかの特徴があるのだろうか。図表3-8には、市場別・規模別の長期パフォーマンス（BHAR 平均値）が示されている。ジャスダックについては、公開価格に基づいた時価総額が100億円未満のIPOはいずれもTOPIXを上回るパフォーマンスとなっている。マザーズにおいても、同100億円未満については500営業日（約2年）まではおおむねTOPIXを上回っている。一方、100億円以上300億円未満（マザーズ125営業日を除く）ならびに300億円以上のIPOについては、いずれもTOPIXを下回っており、新規公開時の企業規模による長期パフォーマンスの差が顕著であることが分かる。

図表3-7 BHAR（平均値）【マザーズ】

年	サン プル 数	初期収 益率 (%)	125 (営業日)	250.00	375	500	625	750	875	1000	1125	1250
2000年	29	8.7	▲31.60	▲30.67	▲31.49	▲35.26	▲33.91	▲28.29	1.96	22.43	90.71	53.19
2001年	7	84.2	95.40	12.32	5.22	43.55	69.27	104.27	84.50	112.47	34.98	21.54
2002年	8	24.2	▲1.28	▲14.48	28.68	▲26.57	▲7.29	▲22.03	▲59.90	▲94.43	▲109.04	▲90.34
2003年	31	97.4	51.93	75.42	46.87	54.75	11.34	▲35.96	▲51.36	▲68.61	▲93.34	▲67.41
2004年	55	136.9	38.17	13.72	▲14.74	▲20.20	▲57.51	▲60.47	▲63.61	▲67.28	▲58.42	▲58.34
2005年	37	162.4	3.97	▲30.80	▲63.78	▲68.14	▲62.41	▲45.38	▲38.99	▲45.02	▲39.63	▲28.66
2006年	40	106.2	▲24.43	▲45.59	▲47.37	▲44.82	▲36.61	▲30.52	▲31.28	▲32.26	▲30.78	▲28.55
2007年	22	88.6	▲2.74	4.13	21.41	14.89	11.64	13.78	16.36	27.87	16.85	9.55
2008年	12	60.2	4.06	53.87	52.65	15.15	23.68	28.88	24.93	23.92	26.97	126.91
2009年	4	62.8	▲51.17	▲24.74	▲42.24	▲40.90	▲43.72	▲34.48	▲39.53	▲14.43	▲8.25	5.43
2010年	6	73.0	▲14.85	▲12.21	▲20.66	▲4.18	▲10.09	▲31.73	▲23.84	▲34.15	▲24.76	12.61
2011年	11	74.1	▲9.35	40.53	79.03	58.85	▲1.99	▲21.74	▲71.69	▲71.29	▲51.39	▲58.41
2012年	23	90.8	80.71	92.76	98.75	129.56	84.49	49.09	37.31	23.27	227.46	-
2013年	29	147.2	21.43	▲14.76	▲49.73	▲52.90	▲38.54	▲11.45	▲77.44	-	-	-
2014年	44	141.7	7.50	1.51	24.99	9.77	▲25.52	-	-	-	-	-
2015年	61	100.8	27.50	46.56	20.71	-	-	-	-	-	-	-
2016年	54	87.6	▲4.23	-	-	-	-	-	-	-	-	-

〔注1〕BHARは初日終値を基準とし、TOPIXをベンチマークとして算出している（単位：%）。

〔注2〕2000年のサンプルには、1999年12月にIPOを実施したリキッドオーディオ・ジャパンならびにインターネット総合研究所の2社を含んでいる。

〔注3〕表中の「-」は欠損値であることを示す。

〔出所〕図表3-5に同じ。

図表3-8 市場別・規模別長期パフォーマンス（BHAR 平均値）

市場	企業規模分類 (公開価格× 上場時株式数)	企業規模 (億円) (平均値)	初期収 益率 (%)	125 (営業日)	250	375	500	625	750	サン プル 数	構成 比
ジャス ダック	50億円未満	28	49.7	6.3	18.4	50.1	49.6	69.8	74.4	321	49%
	50億円以上										
	100億円未満	71	57.8	11.4	2.0	6.3	2.5	18.4	15.7	171	26%
	100億円以上										
	300億円未満	160	46.5	14.2	▲1.3	▲5.1	▲0.3	▲0.5	▲3.7	124	19%
マザーズ	300億円以上	1,012	25.3	▲4.6	▲9.5	▲16.3	▲11.8	▲14.0	▲8.2	39	6%
	50億円未満	27	129.8	15.3	20.8	19.3	8.3	▲5.7	▲18.2	143	40%
	50億円以上										
	100億円未満	69	114.7	26.6	11.3	▲4.0	6.1	▲9.9	▲13.3	90	25%
	100億円以上										
	300億円未満	163	90.7	8.2	▲10.1	▲25.1	▲40.0	▲47.3	▲44.7	82	23%
	300億円以上	728	63.5	▲15.0	▲30.8	▲31.3	▲38.0	▲34.3	▲26.4	43	12%

〔注1〕ジャスダックは2000年～2014年、マザーズは1999年12月～2014年のIPOをサンプルとしている。

〔注2〕BHARは初日終値を基準とし、TOPIXをベンチマークとして算出している（単位：%）。

〔注3〕構成比は企業規模別サンプル数が各市場の全サンプルに占める割合である。

〔出所〕岡村〔2015〕図表7に基づき一部修正。

3. 上場後の「成長」

前節で明らかになったように、新規公開株のパフォーマンスは上場年、公開規模による差が顕著である。本節では、新規公開企業の成長性を検討するために、BHAR に代えて上場日終値を1として基準化して計測した累積リターンを用いて検討を行う³⁾。加えて、新規公開時の時価総額と上場後の時価総額の比較を通じて、新規公開後の成長の状況を確認する。

(1) ジャスダックにおける状況

図表3-9には1997年から2016年のジャスダックにおけるIPOの累積リターンの計測結果が整理されている。1997年から2003年（1999年を除く）、ならびに2010年から2012年のIPOについては大半が1を上回っており、上場初日終値と比較して株価が上昇していることが分かる。中には3から6といった極めて高いリターンを示している箇所もある。一方、2004年から2007年および2013年については押し並べて低迷している。累積リターンが低迷している上場年の初期収益率は相対的に高い水準にあり、新規公開市場における過熱現象がその後のパフォーマンス低迷を招くことを示唆している。もちろん、2008年のリーマンショック以降の株式市場低迷が新規公開株の長期パフォーマンス悪化をもたらした大きな要因の一つである。ただし、リーマンショック発生前の時点でも、既に上場時の株価を下回る傾向を示している点には留意する必要がある。

(2) マザーズにおける状況

図表3-10には1999年から2016年のマザーズにおけるIPOの累積リターンの計測結果が整理されている。⁴⁾ 2001年から2003年、ならびに2010年から2012年のIPOについては大半が1を上回っている。一部には2から3程度の比較的高いリターンを示している箇所もあるが、ジャスダックに比べるとやや小さな値となっている。ナスダックと同様に2004年から2007年のIPOについては、

図表3-9 累積リターン（平均値）【ジャスダック】

年	サンプル数	初期収益率 (%)	125 (営業日)	250	375	500	625	750	875	1000	1125	1250
1997年	28	3.9	1.21	1.27	2.66	6.42	3.76	2.77	3.35	3.00	3.08	2.24
1998年	62	23.8	1.51	3.24	3.34	2.56	2.28	2.10	1.88	1.51	1.43	1.84
1999年	73	134.1	1.11	0.87	0.74	0.57	0.54	0.45	0.44	0.49	0.67	0.60
2000年	97	21.9	0.98	1.07	1.12	0.96	0.96	1.14	1.66	1.79	2.08	3.06
2001年	97	35.5	1.18	0.90	0.76	1.00	1.54	1.68	1.81	2.30	2.37	2.02
2002年	68	29.8	0.95	1.43	2.79	2.85	3.67	3.84	3.67	3.35	2.88	2.18
2003年	62	36.1	2.24	2.28	2.72	3.14	3.39	3.41	3.01	1.93	1.54	1.21
2004年	71	95.0	1.00	1.06	1.10	1.02	0.84	0.73	0.57	0.46	0.38	0.38
2005年	65	107.8	0.97	0.84	0.72	0.63	0.50	0.36	0.28	0.30	0.34	0.36
2006年	56	59.8	0.77	0.60	0.51	0.38	0.29	0.33	0.37	0.38	0.39	0.39
2007年	49	51.3	0.65	0.43	0.33	0.33	0.42	0.47	0.51	0.56	0.55	0.71
2008年	19	2.5	0.92	0.85	1.00	0.99	1.00	1.04	1.16	1.23	1.54	2.03
2009年	8	26.3	1.29	1.07	0.87	0.77	0.78	0.87	1.75	2.68	2.60	1.74
2010年	10	8.4	0.79	0.96	1.06	1.17	1.89	2.17	2.51	2.41	5.91	4.36
2011年	16	▲5.9	1.24	1.96	2.77	2.75	3.33	3.90	4.48	4.53	4.21	4.97
2012年	14	14.6	0.99	1.44	1.49	1.48	1.96	2.19	2.18	2.07	2.64	-
2013年	12	162.9	0.70	0.67	0.69	0.77	0.71	0.66	0.35	-	-	-
2014年	11	66.8	1.26	1.21	1.15	1.11	1.09	-	-	-	-	-
2015年	11	128.3	0.93	0.84	0.98	-	-	-	-	-	-	-
2016年	14	82.2	0.98	-	-	-	-	-	-	-	-	-

（注1）累積リターン：上場日を1とした累積収益率（終値ベース）。

（注2）1997年については公開価格決定方式としてブックビルディング方式を用いたIPOのみをサンプルとしている。

（注3）表中の「-」は欠損値であることを示す。

（注4）松本〔2004〕、忽那〔2008〕等の指摘に従い、極めて大きな値をとっているヤフー（1997年）をサンプルから除外している。

〔出所〕図表3-5に同じ。

上場後のパフォーマンス低迷傾向が顕著である。

（3）時価総額別の状況

図表3-11は、公開価格で計測した公開時の時価総額（公開価格×上場時株式数）と上場後時価総額の比較を公開時時価総額別に行ったものである。ジャスダック、マザーズのいずれの市場においても、50億円未満の小型のIPOが最も多く、50億円以上100億円未満のIPOとあわせると、いわゆる「マイクロキャップ」がジャスダックで4分の3、マザーズで3分の2程度を占めている。

また、各パネルの上段には、公開時時価総額を上場後の時価総額が上回っている銘柄数、下段には公開時時価総額を上場後の時価総額が下回っている銘柄

図表3-10 累積リターン（平均値）【マザーズ】

年	サンプル数	初期収益率 (%)	125 (営業日)	250	375	500	625	750	875	1000	1125	1250
2000年	29	8.7	0.59	0.47	0.40	0.30	0.27	0.39	0.79	1.03	1.72	1.53
2001年	7	84.2	1.89	0.96	0.81	1.22	1.63	2.02	1.84	2.26	1.68	1.69
2002年	8	24.2	0.99	1.00	1.62	1.06	1.30	1.61	1.28	1.05	1.01	0.81
2003年	31	97.4	1.70	1.97	1.72	2.04	1.82	1.48	1.38	1.11	0.66	0.58
2004年	55	136.9	1.41	1.32	1.26	1.27	0.97	0.90	0.67	0.37	0.28	0.27
2005年	37	162.4	1.19	0.89	0.64	0.53	0.44	0.36	0.30	0.26	0.30	0.42
2006年	40	106.2	0.82	0.57	0.42	0.25	0.23	0.27	0.29	0.27	0.27	0.25
2007年	22	88.6	0.84	0.77	0.78	0.69	0.68	0.69	0.72	0.80	0.66	0.61
2008年	12	60.2	0.97	1.33	1.40	1.02	1.06	1.07	1.00	1.05	1.17	2.42
2009年	4	62.8	0.55	0.80	0.59	0.54	0.50	0.57	0.75	1.32	1.40	1.61
2010年	6	73.0	0.80	0.79	0.66	0.94	1.04	1.09	1.28	1.27	1.60	2.01
2011年	11	74.1	0.93	1.44	2.20	2.21	1.65	1.61	1.47	1.43	1.40	1.34
2012年	23	90.8	2.07	2.47	2.59	3.02	2.86	2.56	2.22	2.14	4.04	-
2013年	29	147.2	1.27	0.99	0.84	0.85	0.84	1.17	0.65	-	-	-
2014年	44	141.7	1.26	1.21	1.30	1.20	0.95	-	-	-	-	-
2015年	61	100.8	1.19	1.36	1.10	-	-	-	-	-	-	-
2016年	54	87.6	1.04	-	-	-	-	-	-	-	-	-

〔注1〕 累積リターン：上場日を1とした累積収益率（終値ベース）。

〔注2〕 2000年のサンプルには、1999年12月にIPOを実施したリキッドオーディオ・ジャパンならびにインターネット総合研究所の2社を含んでいる。

〔注3〕 表中の「-」は欠損値であることを示す。

〔出所〕 図表3-5に同じ。

数が示されている。すなわち、上段は上場後に時価総額が「成長」した銘柄数ということができる。

例えば、「パネル（A）ジャスダック（2000－2016年）」の公開時時価総額「50億円未満」と上場後の日数（営業日ベース）「250日」の交わる欄は、上段は187銘柄、下段は145銘柄となっている。つまり、上場後250日営業日（約1年）時点において、公開時時価総額「50億円未満」の銘柄は上場時よりも時価総額が増加しているものの方が多いこと、言い換えれば上場後に「成長」している銘柄の方が多いことが分かる。

なお、図表3-11のイタリックになっている箇所は、同じ公開時時価と期間の組み合わせにおいて、上場後に「成長」している銘柄の方が多いことを示している。ジャスダック（2000－2016年）における公開時時価総額50億円未満については、いずれの期間においても上場後に「成長」している銘柄の方が多いこ

図表3-11 「公開価格×上場時株式数」と上場後時価総額の比較

パネル (A) ジャスダック (2000-2016年:ブックビルディング方式)

「公開価格時価総額<時価総額」

公開価格時価総額	250日	500日	750日	1000日	1250日
50億円未満	187	183	181	182	160
50億円以上100億円未満	90	71	70	64	61
100億円以上300億円未満	64	55	46	38	41
300億円以上	15	9	13	14	13

「公開価格時価総額>時価総額」

公開価格時価総額	250日	500日	750日	1000日	1250日
50億円未満	145	130	120	99	121
50億円以上100億円未満	80	96	87	90	86
100億円以上300億円未満	60	69	72	76	66
300億円以上	24	30	24	19	17

パネル (B) マザーズ (1999-2016年)

「公開価格時価総額<時価総額」

公開価格時価総額	250日	500日	750日	1000日	1250日
50億円未満	120	93	48	53	31
50億円以上100億円未満	73	48	24	18	12
100億円以上300億円未満	58	32	19	17	16
300億円以上	18	14	10	9	9

「公開価格時価総額>時価総額」

公開価格時価総額	250日	500日	750日	1000日	1250日
50億円未満	52	43	43	46	50
50億円以上100億円未満	33	38	49	46	45
100億円以上300億円未満	34	47	48	48	45
300億円以上	29	28	28	26	24

(注) イタリックは当該期間(上場後の日数:営業日ベース)における「公開価格時価総額<上場後時価総額」のサンプル数が「公開価格時価総額>上場後時価総額」のサンプル数を上回っていることを示す。

〔出所〕図表3-5に同じ。

とが分かる。マザーズにおいても公開時時価総額50億円未満の場合、250営業日から1000営業日(約4年)については「成長」している銘柄の方が多い。一方、ジャスダック、マザーズともに、公開時の企業規模が大きくなるにつれて、上場後に時価総額が減少する傾向が強まっている。

終りに

「マザーズという良くも悪くも簡単にIPOをできてしまう環境が日本にはあ

る。IPOが多い背景には、マザーズ市場の使い良さ（＝ハードルの低さ）も挙げられよう。」⁵⁾ という指摘もある日本の新規公開市場において、大半を占めるマイクロキャップの成長の如何は市場を評価する一つの尺度ともいえるだろう。本章で行った分析から、新規公開時の企業規模が50億円未満の銘柄については、上場後に時価総額が増加する傾向が明らかとなった。いわば、「小さく産んで大きく育てる」という視点からは、市場のねらいが一定程度達成されたとの評価を行うことができる。比較的小規模な企業においては、IPOによって資本市場へのアクセスが可能となり、資金調達環境の改善を成長に活かしている可能性が示唆される。だが、公開時の企業規模が大きくなるほど、上場後の時価総額が新規公開時を下回る傾向もあわせて明らかになった。このことは、企業規模の拡大やライフサイクルのピークを乗り越えての成長が難しいことを表しているとも考えられる。

IPO件数や新規公開株のパフォーマンスには年により大きな変動があり、ある種のブームが周期的に生じやすい。投資家の注目を集める高い初期収益率は、一方で長期パフォーマンス低迷を招きやすい。また、大型のIPOほど長期パフォーマンスは低迷しやすい。ベンチャー投資等の「出口」(Exit)がIPOに偏っている日本において、「上場ゴール」の企業が多数を占めるようになれば、投資家の市場離れや株式市場の機能低下をもたらす恐れがある。今後の課題として、新規公開後のパフォーマンスに与える企業属性等を多面的に分析することを通じて、上場後に成長をもたらす要因を明らかにする必要があると考える。

*本研究はJSPS 科研費 JP16K03838の助成を受けたものです。また、本稿作成過程において、証券経営研究会をはじめとする研究会等で行った報告に対して、数々の有益なコメントを頂戴しました。ここに記して感謝します。

<注>

1) 業種やベンチマークの影響を指摘した Hwang and Jayaraman [1995] をふまえ、8種類のベ

- ンチマークを用いるとともに、業種別の計測も行っている。
- 2) なお、時価簿価比率の効果をコントロールした場合には、少なくともアンダーパフォーマンスは観察されないとしている。一方、1997年9月-2010年12月をサンプル期間としたカレンダータイムポートフォリオ・アプローチによる分析では、全市場のIPOを対象とすると、むしろ有意にオーバーパフォーマンスしているとの結果を報告している。
 - 3) 本節で計測している累積リターンは、上場初日終値で新規公開株を取得し、当該営業日まで保有した場合のリターンとなる（上場初日終値を1として基準化）。新規公開企業自身の成長性を検討するために、以下ではベンチマークとの比較を行わず、累積リターンを用いている。
 - 4) 2000年のサンプルには、1999年12月にIPOを実施したリキッドオーディオ・ジャパンならびにインターネット総合研究所の2社を含んでいる。
 - 5) 『ベンチャー白書2016』I-42ページ。

<引用・参考文献>

- 池田直史〔2013〕「IPO後の長期株価パフォーマンス」『現代ファイナンス』No.33, 23-52.
- 岡村秀夫〔2013〕『日本の新規公開市場』東洋経済新報社.
- 岡村秀夫〔2015〕「IPO市場の環境変化と新規公開株のパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』第53巻第5号, 25-37.
- 忽那憲治〔2001〕「ベンチャー企業向け証券市場間競争のグローバル展開と成長企業の輩出一わが国新規店頭公開企業の長期株価パフォーマンス分析」, 中尾茂夫編『金融グローバルイズム』第6章, 大阪市立大学経済研究所.
- 忽那憲治〔2008〕「IPO市場の価格形成」, 中央経済社.
- 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』第47巻第2号, 81-92.
- 比佐優子・比佐章一〔2015〕「新規公開市場のアンダープライシングと景気循環の関係—隠れマルコフモデルによる分析—」『商経論叢』第51巻第1号, 49-68.
- 福田司文〔1984〕「新規上場株式の価格パフォーマンス」『商学論究』, 第32巻第1号, 83-105.
- 福田司文〔1994〕「新規公開株の価格問題」『企業会計』, 1994年1月, 104-108.
- 福田司文〔1995〕「公開価格収益率の決定要因と公開後のパフォーマンス」『流通科学大論集』第7巻2号, 43-61.
- 淵田康之〔2014〕「日本のマイクロキャップ市場」『野村資本市場クォーターリー』2014Winter, 63-78.
- 松本 守〔2004〕「新規株式公開における利益マネジメントと長期パフォーマンス」『経済論究』第119号, 115-131.
- Aggarwal, R. and Rivoli, P., [1990], Fads in the Initial Public Offering Market?, *Financial Management* 19(4), 45-57.
- Cai, J. and Wei, K.C.J., [1997], "The Investment and Operation Performance of Japanese Initial Offerings," *Pacific-Basin Finance Journal*, 5, 389-417.
- Helwage, J. and Liang, N., [1996], Is There a Pecking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms, *Journal of Financial Economics* 40, 429-458.
- Hwang, C. Y. and Jayaraman, N., [1995], Long-Run Performance of IPOs and Non-IPOs: Evidence from the Firms Listed on the Tokyo Stock Exchange, *Advances in Pacific Basin financial markets*, Vol. 1, 317-337.
- Ibbotson, R. and Jaffe, J., [1975], 'Hot Issue' Markets, *Journal of Finance* 30, 1027-1042.
- Jain, B.A. and O. Kini, [1994] "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms," *Journal of Finance* 49, pp.1699-1726.
- Levis, M., [1993], The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience

- 1980-1988, *Financial Management* 22(1), 28-41.
- Loughran, T. and Ritter, J., [1995], The New Issues Puzzle, *Journal of Finance* 50, 23-51.
- Lowry, M., [2003], Why Does IPO Volume Fluctuate So Much?, *Journal of Financial Economics* 67, 3-40.
- Lowry, M. and Schwert, G., [2002], IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?, *Journal of Finance* 57, 1171-1200.
- Ritter, J., [1984], The Hot Issue Market of 1980, *Journal of Business* 57, 215-240.
- Ritter, J., [1991], The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 46, 3-27.
- Yung, C., Colak, G. and Wang, W., [2008], Cycles in the IPO Market, *Journal of Financial Economics* 89, 192-208.