

株式上場に伴う効果の計測

——イベントスタディによる統計的整理——

長 瀬 毅^{*)}

要 旨

本稿の目的は、株式上場によってどのような効果が企業にもたらされるかを統計的に把握することである。上場における効果やコストは様々なものが考えられ、それらが企業の上場行動に与える影響については理論的にも実証研究においても整合的な解説はなされていない。本稿では上場に伴う企業の資金調達行動の変化とそれに伴う金融機関との関係の変化、調達された資金がどのように運用されたか、および上場に伴う所有構造の変化についてイベントスタディを用いて検証する。主要な結論は以下の通りである。まず上場に伴って経営パフォーマンスや設備投資の低下がみられ、負債の返済とポートフォリオの拡大、借入制約の緩和と資金調達コストの低下、initial ownerによる企業売却行動といった事実が観察された。これらは先行研究で示唆された結論と整合的なものである。しかし、理論仮説や他の実証結果とは異なる事実も得られた。メインバンクなどの特定の金融機関との融資を通じた関係は上場後も維持されること、上場後は一般的業容が拡大し調達された資金は手元流動性として保持されたこと、上場によって適債基準をクリアしたあと社債の発行による大規模な資金調達が行われ、これが借入を代替した可能性のあること、などである。

目 次

はじめに

I. 先行研究の整理

1. 上場コスト
2. 上場の利益
3. 実証研究

II. イベントスタディによる日本企業のケースの分析

1. 理論仮説と事実の整合性

2. データ

3. 分析手法

III. 分析結果と解釈

1. 分析結果
2. 結果の解釈

IV. 結論と今後の課題

補論：主要経営指標の定義

はじめに**)

本稿の目的は、株式上場によってどのような効果が企業にもたらされるかを統計的に把握することである。海外での研究においては、上場後の企業のパフォーマンスの顕著な低下、上場によって調達された資金が必ずしも投資に回らず、負債の減少や金融資産投資などに充てられると結果が得られており、それに対する説得的な説明はなされていない。株式上場の効果については特に理論面で、株式市場からのモニタリングが上場の選択と上場後のパフォーマンスにどのような影響を与えるのかについて議論が分かれており、実証研究による整合的な説明も十分ではない。特に日本について上場の効果を扱った研究は少なく、実証研究による基本的な事実確認がなされているとは言い難い。本稿は日本における株式上場の効果を考察するための準備段階として、通説で述べられる事実が統計的に見出し得るかどうかを検証する。

上場における効果やコストは様々なものが考えられるが、本稿では上場に伴う企業の資金調達行動の変化とそれに伴う金融機関との関係の変化、及び調達された資金がどのように運用されたかについて注目する。特に資金調達と金融機関との関係の変化については、メインバンクなど情報生産と安定的な資金供給を行ってきた金融機関が、顧客企業が上場することによってその役割をどう変化させたのか、あるいはさなかったのかを解明することは重要な意味を持つと考える。本稿ではその手がかりとしての事実の整理を行う。

主要な結論は以下である。まず上場に伴って経営パフォーマンスや設備投資の低下、負債の

返済とポートフォリオの拡大、借入制約の緩和と資金調達コストの低下、initial ownerによる企業売却行動といった事実が観察された。これらは先行研究で示唆された結論と整合的なものである。しかし、理論仮説や他の実証結果とは異なる事実も得られた。特定の金融機関との融資を通じた関係は上場後も維持されること、上場後は一般的客層が拡大し調達された資金は手元流動性として保持されること、上場によって適債基準をクリアしたあと社債の発行による大規模な資金調達が行われること、などである。

本稿の構成は以下の通りである。まず先行研究を整理して上場に関する理論仮説を導出する。次にイベントスタディを用いて上場前後の各時点での企業の経営状態を明らかにし、上場の効果を抽出する。最後に理論仮説との整合性、および仮説で示唆されていない事実について論じる。

I. 先行研究の整理

企業の株式上場の決定問題に関する理論的研究は近年増加しつつあるが、上場の目的やその効果については体系的に一致した説明は未だなされていない。以下ではPagano et al (1998) のサーベイに基づいて、上場に伴う費用便益のトレードオフの観点から上場に関する研究の成果を簡単にまとめる。

1. 上場コスト

Chemmanur and Fulghieri (1995) は、新規株式上場に伴う情報の非対称性と逆選択を上場のコストととらえている。株式上場によって、それまで創業者や経営者、その一族などの企業の内部者によって所有されていた株式は外部の

一般投資家の購入するところとなるが、外部投資家は上場しようとする企業の真の企業価値について相対的に乏しい情報しか持っておらず、特に新規上場において企業の内部者と外部投資家との間に著しい情報の非対称性が存在する。この場合、新規上場企業プールの平均的な質にあわせて株価が決定されるため、相対的に低い株価に直面する優良企業は上場を回避することになり、これによって新規上場企業プールの質がさらに低下するという逆選択が生じうる¹⁾。こうした逆選択のコストは、収益性が低く企業年齢の若い小規模な企業が上場する際に重大な障害となるため、企業の上場可能性は企業年齢や企業規模と正の相関を持つと考えられる²⁾。

また上場の直接的なコストとして株式の引受手数料や情報開示義務遂行のための事務費用などの固定的費用が存在する。これらの費用は上場株式の規模に関わらず一定であることが普通なため、小規模の企業にとっては相対的に大きな負担となる。このことから、上場可能性と企業規模との正の相関が考えられる。

Yosha (1995) では上場に伴う情報開示義務がもたらす影響に着目している。投資家保護の観点から、証券取引所への株式上場に伴い有価証券報告書の提出が義務づけられるなどの継続的情報開示義務が制度的に企業に課されることになる。これは上述のような直接的な事務費用の負担増という側面の他に、進行中の研究開発プロジェクトやマーケティング戦略など、競争上秘匿されていた方が有利な企業情報が公開され、競争上の不利につながりかねない面を持つ。こうした情報に敏感なハイテク企業などの研究開発において成功の可能性の高い企業あるいは産業は、こうした情報の漏洩をコストととらえて上場を回避する傾向を持ちうると考えられる³⁾。

2. 上場の利益

(1) 資金調達に関する利益

上場によって資本市場からの資金調達が容易になるため、金融機関からの借入に依存していた企業にとっては資金調達源のバリエーションの増加が利益をもたらす可能性がある⁴⁾。有望な投資プロジェクトを持つ企業や成長率の高い企業などは、設備投資の原資として内部留保や銀行借入以外に株式を発行することで資本市場から大規模な資金調達を行うことが可能であり、企業の成長性や収益性といったパフォーマンスは上場可能性と正の相関を持ち、また上場後にパフォーマンスが上昇すると考えられる。

またPagano et al. (1998) の観察によれば、負債比率が高く流動性が逼迫している企業は上場によって負債を返済して資産を負債から資本にシフトさせる行動がみられた。さらに上場による資金のアベイラビリティの上昇や負債の圧縮に伴って、借入金利の引き下げなどの効果が観察された。Rajan (1992) によれば、当該企業と固有の取引関係にあった金融機関がdelegated monitorとして企業の情報生産を行い見返りとして高い貸出金利を徴求することでレントを獲得していたとすれば、上場に伴う情報開示義務によって銀行の情報生産における優越的地位は後退して金融機関との交渉力が改善されとしている。さらに他の金融機関が開示情報や株価等によってコストなしに当該企業の情報を取得できるので、当該企業に対する金融機関の融資競争が促進され、このことも借入金利の低下につながると考えられる。

(2) 所有構造の分散

上場に際しては上位の大株主の持株比率や、

企業内部者である少数特定者の持株比率を一定比率以下に制限し、所有の分散と株式の流通をはかる施策が行われているが、こうした制度の存在理由を証明する研究がある。Zingales (1995) では、上場をinitial ownerによる企業の売却ステージととらえ、initial ownerは株式に含まれている残余請求権 (cashflow rights) と経営参加権 (control rights) の比率を組み合わせ、企業価値を最大化すると考える。つまり上場に際してinitial ownerは創業者利潤を確保するために自らの所有株式を売却する。Pagano and Röell (1998) では、所有が少数の株主に集中している場合、新規の資金調達などの際に個々の大株主から重複したモニタリングを受ける過剰モニタリングが発生するため、所有の集中している企業ほど上場を選択して所有の分散をはかるとしている。

所有の分散がポートフォリオの多様性と当該企業株式の流通や流動性を促進させ、これが企業にとって利益を生むとの研究もある。Bolton and Thadden (1998) ではinitial ownerが株式の取引者をinformalに探すことはコストがかかり、上場して株式の流動性の利益を確保するインセンティブが働くとしている。特に株式の流動性は取引高の増加関数であると考え、取引高の多い大規模な企業ほど株式流動性の恩恵を受けやすいため上場を選択する確率が高いと結論づけている。Holmström and Tirole (1993) では上場によって企業が資本市場からのモニタリングを受けることで経営の規律付けが向上する効果を取り上げている。資本市場からのモニタリングは株式の流動性に比例すると考え、流動性の高い株式ほど規律付けによって経営パフォーマンスが改善されやすいため、取引高の大きい大規模企業ほど上場を選択するインセンティ

ブが高いとしている。またPagano (1993) では、企業者が自社株に集中している資産所有を、上場によって多様化してリスクを分散させる行動に注目する。直接的には自己所有株式を売却して他社の株式に投資し、間接的には上場後の第三者割当増資によって自己の所有比率を低下させる行動を指す。

これらの研究によれば、上場に際して所有の分散が制度的に求められている効果をコントロールしても、企業は上場によって主体的に所有を分散させようとするインセンティブが存在することになる。

3. 実証研究

近年上場に関する実証研究が増えつつあるが、本稿の分析目的である、上場に伴う経営パフォーマンスの変化を明示的にとらえた研究としてはPagano et al. (1996) およびPagano et al. (1998) がある。本稿ではこれらの2研究を直接の参考とする。

Pagano et al (1996) はイタリアの事例について、イベントスタディの手法を用いて上場に伴う効果を統計的に検定している。イベントスタディは、あるイベントが発生した時点を基準にして、その前後で選択した変数が有意に異なっているかを検定して、イベントがどの変数に影響を与えているかを確定するものである。彼らの主要な結論は以下のように整理できる。

- ・上場後に企業のパフォーマンス、主として利益率が低下する。
- ・上場によって調達した資金は設備投資には向かわず、負債の減少や金融資産投資など、ポートフォリオの改善に充てられる。
- ・上場によって企業の借入金利コストは減少する。これは銀行間の競争促進と企業の信

頼度等の上昇によるものであろう。

Pagano et al. (1998) は以上の結論を回帰分析によってより詳細に確認したものである。ここでもイタリアの未上場企業を含んだ大規模なデータベースを用いて企業の上場可能性と上場後の効果について分析している。上場可能性については企業が上場したか否かを示す質的変数を被説明変数にプロビット分析を行い、上場可能性とそれに影響を与えるであろう説明変数との関連を調べている。それによると以下の主要な結論が得られる。

- ・ 企業規模と上場可能性には正の相関がある。
- ・ 既上場企業の子会社の上場可能性は、当該子会社の規模とは無相関である。
- ・ 子会社と独立企業とは上場の動機が異なる。子会社は親会社が子会社を売却するため子会社株価最大化行動を行うが、独立企業の場合は上場前に負債により大規模な投資を行っており、上場により負債を返済するのが目的である。

また、上場した企業が上場後にどのようなパフォーマンスの変化を経験しているかを、様々なパフォーマンス変数を上場後の経過年数ダミー変数に回帰することで調べている。この分析による主要な結論は以下である。

- ・ 利潤率の低下と設備投資および金融負債の減少⁵⁾。これらの効果は上場後3年間ほど持続する。
- ・ 独立企業の場合、上場後の金融機関からの借入コスト低下と借入金金融機関数の増加が観察される。これは前述の金融機関に対する交渉力の改善を示唆している。
- ・ 上場時にinitial ownerが多くの株式を売却し、また上場後3年間はcontrolling shareholdersの株式売却が多い。これは前述の上

場を企業の売却ステージととらえる研究と整合的である。

Ⅱ．イベントスタディによる 日本企業のケースの分析

1. 理論仮説と事実の整合性

(1) 資金調達とその使途

上場の目的が優良な投資プロジェクト資金の調達にあるなら、上場後に設備投資額あるいは設備投資率の上昇と、利潤あるいは利潤率の増加が観察されるはずである。また、企業が上場前に投資プロジェクトを負債で調達し、上場によって調達した資金で負債を返済しているとすれば、上場前の成長ないし利益の増加および上場後の負債比率の低下が観察されるはずである。さらに上場によって企業の資金調達コストが緩和されたのであれば、負債による資金調達コストである利子対有利子負債比率の低下と株式による資金調達コストである配当比率の低下のいずれかが、あるいは株主配当と有利子負債の合計の上場後の低下が観察されるはずである。

(2) 金融機関との関係

上場に伴う金融機関に対する企業の交渉力の増大については、借入金利である利子対有利子負債比率の低下が観察される必要がある。また金融機関の貸付競争の促進については融資第1位銀行の融資比率の低下等に現れるはずである。また日本の場合銀行が企業の株式を10%以上所有することが規制されているため、金融機関持株比率の上昇は当該企業にstakesを保持したい金融機関数の上昇であるともとらえられるので、金融機関の競争の代理変数とみることもできる⁶⁾。これと表裏の関係にあるが、融資第1位銀行等

の融資比率および長期借入金比率は企業が特定の銀行との融資を通じた関係の強さの代理変数と解釈できるので、delegated monitorである銀行の地位が上場後に後退したのであれば、これらの変数が上場後に低下を示すと思われる。

(3) 所有構造の分散

上場が企業の売却ステージであるとすれば、上場直後に内部者が所有している株式の売却が行われるはずである。具体的には少数特定者持株比率が上場直後に大幅な低下を見せると考えられる⁷⁾。ただ、上場に際して特定の主体の持株比率が厳しく制限されているため、その効果を考慮する必要がある⁸⁾。

またポートフォリオの分散が株式の流動性増大を通じて収益や経営規律付けに有効であるとすれば、投資有価証券比率の上昇と経営パフォーマンスの向上が同時に観察されると考える。ただ、本来であれば株式の市場流動性を明示的に示す変数を考慮する必要があるので、この仮説を本稿で検証するのは限定的な結論しか導くことができないと言わざるを得ない。

2. データ

使用するマイクロデータは、一橋大学情報処理センターから提供された日経NEEDS企業財務データである。分析対象は一般機械・電機産業の企業の中で1980年から1996年の間に証券取引所に上場した企業70社である⁹⁾。金融機関ごとの融資状況や株式所有の分布状況については、東洋経済「企業系列総覧」各年号より取得した。上場前の4年間、上場後の5年間のデータを用いるので、直近の数年が欠損している企業数社を含めて、1976年から2000年までの決算データを使用している。各数値はGDPデフレー

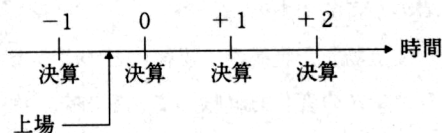
タによってデフレートして集計した。

上記のデータを元に、分析に使用する実績値とそれを加工した経営指標を作成する。実績値については以下に述べるイベントスタディの時点ごとに決算データをプールして平均値を算出し、各時点ごとに貸借対照表と損益計算書、利益処分計算書を再現した。また各時点でのネットの資金調達と所有構造を記し、これらを加工して経営指標を作成した。経営指標の定義については補論に譲る。

3. 分析手法

分析にあたっては、Pagano et al. (1996) で用いられているイベントスタディの手法を用いる。すなわち、企業が上場した直後の決算を時点0とし、以降の決算を順に1, 2, 3・・・とし、上場直後から5年目である時点5の決算までの情報を用いる¹⁰⁾。模式的には以下の図の

模式図：上場と時点計算



ようになる。

これらを時点ごとにプールして平均値を算出し、上場直後（0時点）の平均値と各時点の平均値の間に有意な差があるかを検定したのが表1である。また個別企業ごとに上場直後（0時点）の数値から各時点の数値を引いて差を取り、それを各時点ごとにプールして平均値を算出し、各時点の数値が有意にゼロと異なるかを検定したのが表2である。いずれも上場前後での変数に有意な差があるかを検証することによって、上場の効果を特定しようというものである¹¹⁾。また、各時点での変化分の情報を補うため、総

資産と負債に対する寄与度を計算したものが図1から3である。

Ⅲ．分析結果と解釈

1．分析結果

(1) 上場の影響 (表1, 2)

(a) 貸借対照表

上場直後の大幅な増加をみているのが現金・預金、有価証券等の流動資産である。現金・預金と有価証券は上場直後の水準を3年後まで維持し、上場後4年時点でさらに増加している。固定資産の各項目は上場前後で傾向的な増加を示している。このことから上場によって調達された資金は設備投資にもコンスタントに振り向けられるが、上場後3年ほどは現金・預金などといった形で手元流動性として保持されることが示唆される。

負債項目では、負債がコンスタントに増加してはいるが、資産の増加ほどではない。短期借入金の上場直前に一時的に増加し、その後はほぼ上場直後と同水準を維持している。他の流動負債も傾向的な上昇ないし上場前後でほぼ同水準の維持という傾向だが、5年後に1年以内の社債・長期借入金が急激に増加している。固定負債の長期借入金などは流動負債と同じ傾向を示すが、社債については2年後に急激に増加し、高水準を維持していく。上場直後の資本の増加が著しい。このことから、上場直前は短期借入金によって必要経費を調達し、上場直後以降は増資によって継続的に資金調達し、上場2年後に社債発行によって大規模な資金調達を行っていると思われる。

(b) 損益計算書

まず売上高などの営業活動における収益は上

場時の増大がやや大きい。販売費・一般管理費などの営業費用がコンスタントに増加していくので、営業利益は上場直後の水準から大きくは上昇しない。他の利益についても同様な傾向的な上昇がみられる。利子費用は上場直後が前後に比して増大しているが、これは前述の短期借入金の利子負担と考えられ、それ以降は緩やかな上昇傾向を維持している。株主配当は上場直後にやや急増し、その後は緩やかな上昇傾向を持つが、他の項目はコンスタントな上昇傾向を一貫している。

(c) 資金調達と所有構造

上場直後の資本純増と、上場4年後の社債・転換社債の発行高の大きさが目を引く。長期借入金は上場直後に借入を抑制して返済が増加しているが、その後はコンスタントな借入と返済が続いている。株式数については、金融機関持株数が上場直前から急増し、この急激な上昇傾向はその後とも維持される一方、役員持株数と10大株主持株数は上場直前に、少数特定者持株数は上場2年前に大幅に増加、役員と少数特定者の持株数は上場直後に一反減少し、その後役員持株数はほぼ同水準を維持、少数特定者持株数は増加基調を維持する。10大株主持株数は一貫して増加を維持している。このことから上場直前に内部者に株式を割り当てて上場によって創業者利潤および売却益を確保し、その後は企業に対して一定の支配権を維持するinitial ownerの姿が読みとれる。

(d) 主要経営指標

設備投資額は上場直前にやや大幅に増加し、上場2年後、4年後にも増加するが上場2年後までの設備投資は有形固定資産純増の、上場3年後以降の設備投資は減価償却がそれぞれ寄与率が高い。設備投資率は上場3年後以降には

表 1 上場前後の各時点における実績値

表 1-1 貸借対照表

時点	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
資産合計	15,679 ***	17,656 ***	20,214 **	26,646	30,887	34,632 *	38,612 ***	42,988 ***	47,783 ***
流動資産合計	11,441 ***	12,469 ***	14,077 **	19,184	21,428	23,070	24,925 *	27,983 **	30,329 ***
現金・預金	2,552 ***	2,586 ***	2,800 ***	5,156	5,819	5,856	6,070	7,621 *	7,820 **
受取手形・売掛金	5,146 **	5,911 *	6,992	8,210	8,851	10,091	10,971 *	11,591 **	12,919 ***
有価証券	238 ***	236 ***	359 ***	1,118	1,420	1,400	1,664	2,300 **	2,602 ***
その他流動資産	3,579	3,809	4,004	4,786	5,431	5,825	6,325 *	6,581 *	7,114 **
固定資産合計	4,233 ***	5,183 **	6,134	7,455	9,445 *	11,552 ***	13,675 ***	14,993 ***	17,442 ***
有形固定資産	3,334 ***	3,974 **	4,858	5,811	6,959	8,272 **	9,155 ***	9,869 ***	10,942 ***
投資有価証券	457 ***	581 **	674	944	1,474 **	2,109 ***	2,801 ***	3,224 ***	3,928 ***
その他固定資産・繰延資産	447	631	604	707	1,026	1,181 *	1,732 ***	1,912 **	2,585 **
負債合計	11,237	12,184	13,693	13,938	15,052	17,194	19,459 **	22,050 ***	24,305 ***
流動負債合計	9,270	10,098	11,407	11,706	12,348	12,733	13,683	14,258	16,334 *
支払手形・買掛金	4,242 **	4,766	5,643	6,037	6,487	6,817	7,333	7,569	8,174 *
短期借入金	2,306	2,502	2,865	2,556	2,666	2,675	2,781	2,769	2,858
1年以内長期借入金・社債	407	421	446	441	446	383	522	486	1,549
その他の流動負債	2,316	2,408	2,454	2,672	2,750	2,859	3,047	3,434	3,753 *
固定負債合計	1,920	2,057	2,265	2,224	2,702	4,460 **	5,776 ***	7,792 ***	7,970 ***
社債・転換社債	327	295	240	314	760	2,242 ***	3,111 ***	5,069 ***	4,994 ***
長期借入金	1,062	1,098	1,212	1,092	1,069	1,206	1,498	1,527	1,583
長期支払手形・未払金	19	55	124	55	38	63	68	90	146
その他の固定負債	512	609	690	763	835	949	1,100	1,105	1,247 **
旧特定引当金合計	47 **	29 *	20	8	1	0 *	0 *	0 *	0 *
資本合計	4,443 ***	5,472 ***	6,521 ***	12,709	15,835	17,439 **	19,153 ***	20,939 ***	23,479 ***

表 1-2 損益計算書・利益処分

時点	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
売上高・営業収益	17,211 ***	20,160 *	23,428	26,241	27,856	30,075	32,422	34,962 *	37,778 **
売上原価・営業原価	13,082 **	15,268	17,808	19,841	21,129	22,953	24,798	26,869 *	29,437 **
売上総利益	4,110 ***	4,882 *	5,630	6,429	7,45	7,127	7,622	8,112	8,327 *
販売費および一般管理費	2,682 ***	3,193 *	3,709	4,159	4,587	5,062	5,451 *	5,735 **	6,054 **
営業利益	1,428 ***	1,688 **	1,921	2,271	2,158	2,064	2,171	2,376	2,272
利息費用	321	355	377	389	366	410	445	543	542 *
経常利益	1,284 **	1,566	1,810	2,016	2,126	2,119	2,129	2,397	2,355
税引前当期利益	1,233 **	1,532	1,797	1,981	2,095	2,072	1,946	2,277	2,249
内部留保	1,189 **	1,436	1,684	1,862	2,070	2,293	2,342	2,517 *	2,575 *
当期末処分利益金	811 *	972	1,099	1,200	1,251	1,265	1,204	1,320	1,288
減価償却実施額	459 ***	555 **	694	807	952	1,170 **	1,289 **	1,359 ***	1,462 ***
株主配当金	64 ***	68 ***	81 **	116	103	114	121	129	144 *
役員賞与	17 ***	23 *	28	29	29	29	30	33	30
期末従業員数 (単位 人)	660 *	733	800	861	934	985	1,017	1,036	1,107 *

注 1 : *** ** *は 0 時点と他の時点との平均値の差が 1 %, 5 %, 10 %水準で統計的に有意 (両側検定) である。

注 2 : 特に注記のない限り, 単位は100万円。

出所 : 日経NEEDS企業財務データベースより作成

表1-3 資金調達・所有構造

時点	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
資本純増	836 ***	1,030 ***	1,049 ***	6,188	3,126 ***	1,604 ***	1,715 ***	2,162 ***	1,901 ***
社債・ワラント債当期発行額	59 **	12	32	4	127	934	823 **	1,150 ***	548 **
社債・ワラント債当期償還額	36	34	78	33	28	92	66	136 *	27
転換社債当期発行額	49	0	103	116	434	767 **	417	1,203 ***	566
転換社債当期償還額	22	9	82	38	56	176	247 **	453 **	572 **
長期借入金当期借入額	444	524	583	521	469	612	774	639	600
長期借入金当期返済額	493	453	541	685	505	513	456	432	531
発行済株式数 (以下単位千株)	6,438 ***	7,453 ***	10,953 ***	15,738	19,725 *	21,769 ***	22,704 ***	23,932 ***	25,920 ***
金融機関持株数	715 ***	786 ***	1,135 ***	2,237	3,529 ***	4,337 ***	4,940 ***	5,400 ***	6,430 ***
役員持株数	1,059 ***	1,484 **	2,454	2,297	2,480	2,464	2,469	2,387	2,375
10大株主持株数	5,154 ***	6,058 **	8,743	9,585	11,539	12,335 *	12,877 **	13,509 **	14,577 ***
少数特定者持株数	6,503	8,535	9,773	9,067	11,697 *	12,476 **	12,931 ***	13,587 ***	14,762 ***

表1-4 主要経営指標等

時点	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
設備投資額	1,041 **	1,194 *	1,578	1,760	2,100	2,483 *	2,172	2,469	2,101
有形固定資産純増	581	640	884	953	1,148	1,313	883	1,110	640
減価償却実施額	459 ***	555 **	694	807	952	1,170 **	1,289 **	1,359 ***	1,462 ***
総資産設備投資率	0.068	0.072	0.080 *	0.063	0.067	0.073	0.050	0.048 *	0.041 ***
有形固定資産設備投資率	0.297	0.305	0.306	0.276	0.283	0.286	0.211 ***	0.190 ***	0.170 ***
売上高成長率	0.236 **	0.255 **	0.188	0.136	0.083	0.121	0.066 **	0.109	0.038 ***
当期末処分利益対総資産	0.050	0.055 **	0.059 ***	0.045	0.038	0.030 **	0.025 ***	0.024 ***	0.022 ***
当期末処分利益対資本	0.189 ***	0.186 ***	0.190 ***	0.097	0.065 *	0.034 *	0.028 **	0.028 **	0.037 ***
経常利益対総資産	0.088	0.099 ***	0.104 ***	0.076	0.063 *	0.055 ***	0.049 ***	0.052 ***	0.044 ***
経常利益対資本	0.336 ***	0.334 ***	0.331 ***	0.162	0.114 **	0.107 ***	0.101 ***	0.106 ***	0.083 ***
営業利益対総資産	0.101	0.107 **	0.111 ***	0.087	0.064 ***	0.054 ***	0.051 ***	0.052 ***	0.043 ***
営業利益対資本	0.403 ***	0.373 ***	0.363 ***	0.190	0.120 ***	0.110 ***	0.110 ***	0.109 ***	0.085 ***
有利子負債	5,747	6,127	6,834	6,313	7,136	8,688 *	10,177 **	12,229 ***	13,729 ***
利子対有利子負債比率	0.056 **	0.059	0.056 **	0.068	0.055 **	0.046 ***	0.042 ***	0.043 ***	0.039 ***
長期プライムレートとの差	-0.016 ***	-0.011 ***	-0.012 ***	0.004	-0.006 *	-0.012 ***	-0.013 ***	-0.010 ***	-0.013 ***
負債資本比率	3.470 ***	2.950 ***	2.605 ***	1.408	1.340	1.402	1.343	1.336	1.324
借入金	3,368	3,601	4,076	3,648	3,735	3,881	4,279	4,296	4,441
借入金負債比率	0.315 **	0.295	0.299 *	0.253	0.230	0.226	0.227	0.208	0.192 **
社債負債比率	0.026	0.022	0.012	0.016	0.045 **	0.094 ***	0.117 ***	0.155 ***	0.164 ***
長期借入金比率	0.366	0.363	0.315	0.333	0.299	0.311	0.343	0.299	0.320
投資有価証券対総資産	0.030	0.033	0.033	0.037	0.047	0.058 ***	0.065 ***	0.065 ***	0.068 ***
配当比率	0.150	0.100	0.097	0.131	0.120	0.131	0.132	0.177	0.172
内部留保比率	0.075	0.081 **	0.087 ***	0.068	0.063	0.059	0.053 **	0.050 **	0.048 ***
金融機関持株比率	0.116 **	0.103 ***	0.105 ***	0.155	0.187 **	0.201 ***	0.216 ***	0.223 ***	0.242 ***
役員持株比率	0.398 **	0.277 ***	0.275 ***	0.188	0.151	0.138 **	0.130 **	0.115 ***	0.102 ***
10大株主持株比率	0.884 ***	0.762 ***	0.765 ***	0.584	0.574	0.562	0.562	0.557	0.561
少数特定者持株比率	0.940 ***	0.921 ***	0.867 ***	0.589	0.584	0.572	0.565	0.563	0.574
最大融資銀行のシェア			0.394	0.337	0.324	0.304	0.327	0.331	0.347

注1: ***, **, *は0時点と他の時点との平均値の差が1%, 5%, 10%水準で統計的に有意(両側検定)である。

注2: 比率以外, 及び特に注記のない限り, 単位は100万円。

出所: 日経NEEDS企業財務データベース及び東洋経済『企業系列総覧』各年号より作成

表2 上場直後（0時点）と各時点の差

表2-1 貸借対照表

時点	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
資産合計	-10,967 ***	-8,990 ***	-6,433 ***		4,241 ***	7,986 ***	11,966 ***	17,222 ***	21,129 ***
流動資産合計	-7,742 ***	-6,714 ***	-5,107 ***		2,244 ***	3,887 ***	5,741 ***	9,092 ***	10,581 ***
現金・預金	-2,603 ***	-2,569 ***	-2,356 ***		664	700	914	2,490 **	2,269 **
受取手形・売掛金	-3,064 ***	-2,299 ***	-1,218 ***		641 ***	1,880 ***	2,760 ***	3,591 ***	4,668 ***
有価証券	-881 ***	-882 ***	-760 ***		301	281	546 *	1,150 ***	1,499 ***
その他流動資産	-1,207 ***	-977 ***	-782 ***		645 ***	1,038 ***	1,539 ***	1,884 ***	2,180 ***
固定資産合計	-3,222 ***	-2,272 ***	-1,321 ***		1,990 ***	4,096 ***	6,219 ***	8,125 ***	10,542 ***
有形固定資産	-2,477 ***	-1,837 ***	-953 ***		1,148 ***	2,461 ***	3,343 ***	4,434 ***	5,377 ***
投資有価証券	-488 ***	-363 ***	-270 ***		530 ***	1,165 ***	1,856 ***	2,332 ***	3,088 ***
その他固定資産・繰延資産	-260 *	-76	-103 ***		319 ***	474 ***	1,025 ***	1,365 ***	2,084 **
負債合計	-2,701 ***	-1,754 ***	-245		1,115 **	3,256 ***	5,521 ***	8,662 ***	10,302 ***
流動負債合計	-2,436 ***	-1,608 ***	-298		643 *	1,027 **	1,977 ***	2,808 ***	4,323 ***
支払手形・買掛金	-1,795 ***	-1,271 ***	-394		450 **	780 **	1,296 ***	1,676 ***	1,972 ***
短期借入金	-250	-53	309 ***		111	119	225	224	174
1年以内長期借入金・社債	-34	-20	5		5	-59	81	96	1,189
その他の流動負債	-356	-264	-218		77	187	375 *	812 ***	988 ***
固定負債合計	-304 *	-167	41		478 **	2,236 ***	3,552 ***	5,863 ***	5,988 ***
社債・転換社債	13	-19	-74		447 **	1,928 ***	2,797 ***	4,980 ***	4,897 ***
長期借入金	-30	6	119		-23	114	406	444	502
長期支払手形・未払金	-36	0	69		-17 **	8	13	33	86
その他の固定負債	-251 ***	-154 ***	-73 ***		72 ***	186 ***	337 ***	406 ***	504 ***
旧特定引当金合計	39 **	21 **	12 **		-6	-8 *	-8 *	-8 *	-9 *
資本合計	-8,266 ***	-7,236 ***	-6,188 ***		3,126 ***	4,730 ***	6,445 ***	8,560 ***	10,827 ***

表2-2 損益計算書・利益処分

時点	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
売上高・営業収益	-9,030 ***	-6,081 ***	-2,813 ***		1,614 **	3,834 ***	6,181 ***	9,293 ***	11,036 ***
売上原価・営業原価	-6,758 ***	-4,572 ***	-2,032 ***		1,289 **	3,112 ***	4,957 ***	7,409 ***	9,066 ***
売上総利益	-2,319 ***	-1,548 ***	-799 ***		316	697 *	1,193 **	1,872 ***	1,922 ***
販売費および一般管理費	-1,477 ***	-965 ***	-449 ***		428 ***	904 ***	1,292 ***	1,715 ***	1,997 ***
営業利益	-842 ***	-582 ***	-350 ***		-112	-206	-100	157	-75
利子費用	-68 ***	-34	-12		-24	21	56	155 ***	127 **
経常利益	-732 ***	-449 ***	-205 **		110	103	113	432	285
税引前当期利益	-748 ***	-449 ***	-184 *		114	90	-35	352	224
内部留保	-673 ***	-426 ***	-178 ***		208 **	431 ***	480 **	797 ***	780 ***
当期末処分利益金	-389 ***	-228 ***	-101 **		50	65	4	234	154
減価償却実施額	-348 ***	-252 ***	-113 ***		145 ***	363 ***	482 ***	590 ***	666 ***
株主配当金	-52 ***	-48 ***	-35 ***		-13 **	-2	5	22 ***	39 ***
役員賞与	-11 ***	-6 ***	-1		0	0	1	5 *	1
期末従業員数 (単位 人)	-201 ***	-127 ***	-61 ***		74 ***	125 ***	156 ***	189 ***	229 ***

注1：*** ** *は他の時点の数値が1%，5%，10%水準で統計的に有意（両側検定）にゼロと異なるかを示す。

注2：特に注記のない限り，単位は100万円。

出所：日経NEEDS企業財務データベースより作成

表 2－3 資金調達・所有構造

時点	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
資本純増	-5,352 ***	-5,158 ***	-5,139 ***		-3,061 ***	-4,584 ***	-4,473 ***	-4,115 ***	-4,763 ***
社債・ワラント債当期発行額	55 **	8	27		123	929	819 **	1,145 ***	543 **
社債・ワラント債当期償還額	3	1	45		-5	59	33	126 **	16
転換社債当期発行額	-67	-116	-13		318	651 **	301	1,203 ***	566
転換社債当期償還額	-16	-28	45		18	138 *	209 **	453 **	572 **
長期借入金当期借入額	-77	3	62		-52	91	253	105	68
長期借入金当期返済額	-192	-232 **	-144		-181	-172	-230 *	-230 *	-132
発行済株式数 (単位千株)	-9,300 ***	-8,285 ***	-4,785 ***		3,987 ***	6,031 ***	6,967 ***	8,399 ***	9,723 ***
金融機関持株数	-1,658 ***	-1,516 ***	-1,129 ***		1,293 ***	2,101 ***	2,703 ***	3,210 ***	4,122 ***
役員持株数	-1,706 ***	-1,199 ***	-179 *		184 **	167	172	91	42
10大株主持株数	-4,444 ***	-3,699 ***	-1,299 **		1,954 ***	2,750 ***	3,292 ***	4,010 ***	4,619 ***
少数特定者持株数	-3,940 **	-4,205 **	-1,518		1,855 ***	2,716 ***	3,166 ***	3,759 ***	4,476 ***

表 2－4 主要経営指標等

時点	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	+4	+5
設備投資額	-719 ***	-565 ***	-182		340	723 **	412	786 *	305
有形固定資産純増	-371 **	-313 *	-69		195	360	-70	197	-362
減価償却実施額	-348 ***	-252 ***	-113 ***		145 ***	363 ***	482 ***	590 ***	666 ***
総資産設備投資率	0.005	0.010	0.017 ***		0.004	0.010	-0.013 **	-0.014 **	-0.023 ***
有形固定資産設備投資率	0.021	0.029	0.030		0.006	0.010	-0.066 ***	-0.086 ***	-0.120 ***
売上高成長率	0.100 **	0.119 ***	0.052 *		-0.053 **	-0.015	-0.069 **	-0.024	-0.113 ***
当期未処分利益対総資産	0.004	0.010 ***	0.014 ***		-0.007 ***	-0.015 ***	-0.021 ***	-0.020 ***	-0.023 ***
当期未処分利益対資本	0.092 ***	0.089 ***	0.093 ***		-0.032 **	-0.063 *	-0.069 **	-0.065 **	-0.060 ***
経常利益対総資産	0.013 *	0.024 ***	0.028 ***		-0.012 ***	-0.021 ***	-0.026 ***	-0.024 ***	-0.035 ***
経常利益対資本	0.174 ***	0.171 ***	0.169 ***		-0.048 ***	-0.055 ***	-0.061 ***	-0.056 ***	-0.088 ***
営業利益対総資産	0.014 **	0.020 ***	0.024 ***		-0.023 ***	-0.033 ***	-0.036 ***	-0.036 ***	-0.049 ***
営業利益対資本	0.213 ***	0.183 ***	0.173 ***		-0.070 ***	-0.080 ***	-0.080 ***	-0.080 ***	-0.115 ***
有利子負債	-566	-186	521 *		822 **	2,375 ***	3,864 ***	6,223 ***	7,472 ***
利子対有利子負債比率	-0.013 ***	-0.009 **	-0.013 ***		-0.013 ***	-0.022 ***	-0.026 ***	-0.028 ***	-0.036 ***
長期プライムレートとの差	-0.019 ***	-0.015 ***	-0.015 ***		-0.009 **	-0.016 ***	-0.016 ***	-0.013 **	-0.017 ***
負債資本比率	2.063 ***	1.543 ***	1.198 ***		-0.068	-0.006	-0.065	-0.072	-0.096
借入金	-280	-47	428 **		87	233	631	668	675
借入金負債比率	0.063 ***	0.043 ***	0.046 ***		-0.023 *	-0.027 **	-0.026	-0.049 ***	-0.059 ***
社債負債比率	0.010	0.005	-0.004		0.028 **	0.077 ***	0.101 ***	0.148 ***	0.156 ***
長期借入金比率	0.034	0.030	-0.018		-0.034 *	-0.022	0.011	-0.038	0.004
投資有価証券対総資産	-0.007 **	-0.004	-0.003		0.010 ***	0.021 ***	0.028 ***	0.029 ***	0.035 ***
配当比率	0.019	-0.031	-0.034 *		-0.011	0.000	0.002	0.045	0.036
内部留保比率	0.007 *	0.013 ***	0.019 ***		-0.005 **	-0.010 **	-0.015 ***	-0.016 ***	-0.020 ***
金融機関持株比率	-0.051 ***	-0.056 ***	-0.056 ***		0.032 ***	0.046 ***	0.061 ***	0.069 ***	0.084 ***
役員持株比率	0.173 *	0.062 ***	0.063 ***		-0.037 ***	-0.050 ***	-0.058 ***	-0.073 ***	-0.077 ***
10大株主持株比率	0.298 **	0.168 ***	0.166 ***		-0.011	-0.022	-0.022	-0.029 *	-0.026
少数特定者持株比率	0.306 ***	0.203 **	0.171 ***		-0.010	-0.022	-0.026	-0.031 *	-0.023
最大融資銀行のシェア			0.014		-0.008	-0.023 *	0.000	0.004	-0.001

注 1 : ***, ** は他の時点の数値が 1 %, 5 %, 10% 水準で統計的に有意 (両側検定) にゼロと異なるかを示す。

注 2 : 比率以外, 及び特に注記のない限り, 単位は 100 万円。

出所 : 日経 NEEDS 企業財務データベース及び東洋経済「企業系列総覧」各年号より作成

っきりとした低下傾向が読みとれる。売上高の成長率や各利潤率などの収益性の指標も上場後は概して低調である。

有利子負債は上場直前の増加と上場直後の減少、その後の恒常的増加という推移を示している。この傾向は内部留保比率も同様である。借入コストである利子対有利子負債比率は上場直後に増加するがその後は明瞭な低下傾向にある。負債資本比率などは上場を境に減少し、その後はその水準を維持してゆくが、社債負債比率が上場2年後以降大きく上昇し、長期借入金比率

はほぼ一定である。最大融資銀行シェア、配当比率も同様である。投資有価証券比率は上場後顕著に増加している。

各持株比率は上場までは徐々に低下してゆき、金融機関持株比率以外は上場直後に大きく低下してその水準を維持ないし漸減、金融機関持株比率は年々増加してゆく。

(2) 寄与度 (図1, 2, 3)

(a) 総資産に対する寄与度

まず、資産項目の寄与度については、上場直

図1 総資産に対する寄与度 (1)

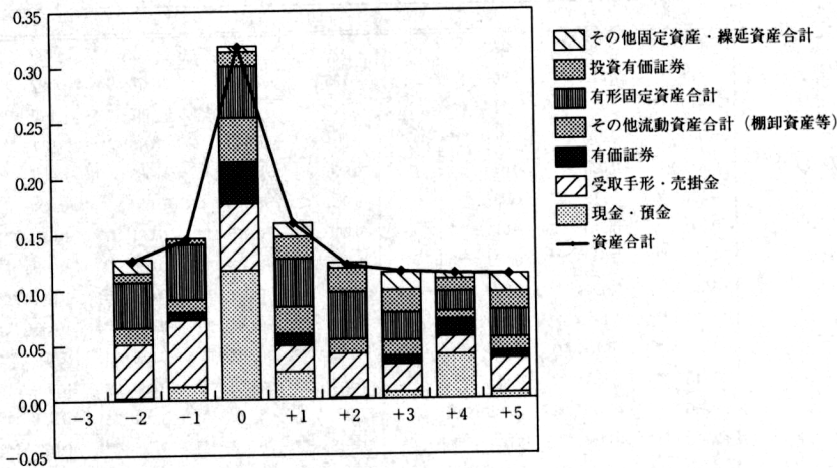


図2 総資産に対する寄与度 (2)

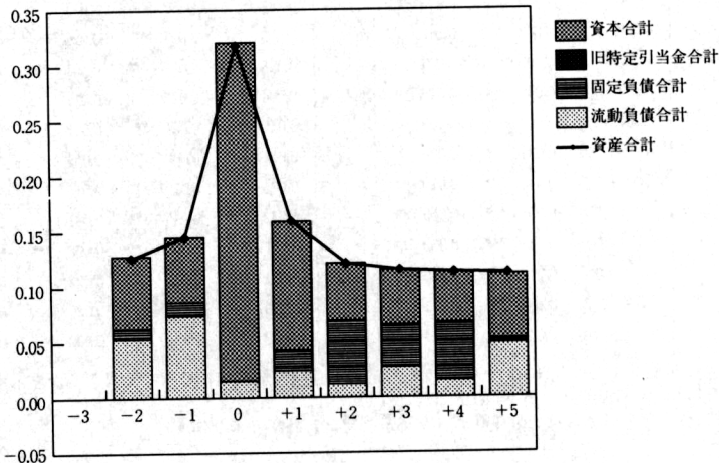
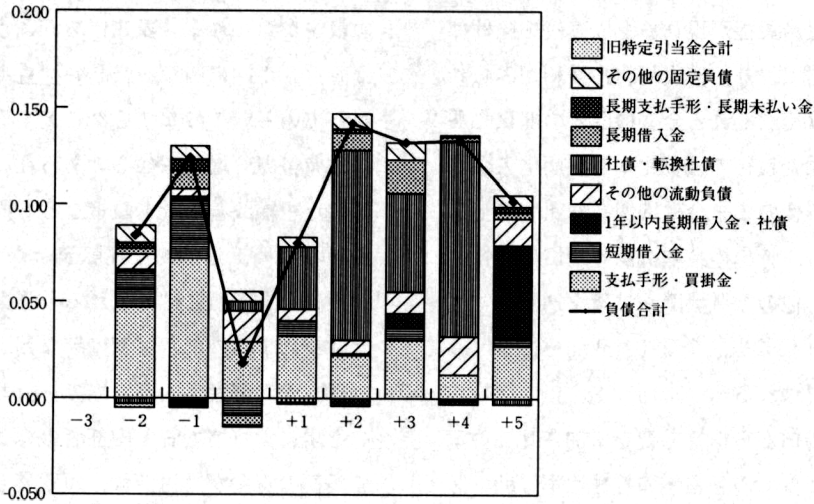


図3 負債に対する寄与度



後の現金・預金および有価証券の寄与度が非常に大きくなっている。これは上場4年後にもあてはまる傾向である。有形固定資産は上場3年後は小さくなるものの、ほぼ毎時点コンスタントな寄与度を維持している。負債、資本項目の寄与度については上場直後の資本の寄与度の大きさが目を引くが他の時期もほぼコンスタントな寄与度を維持している。流動負債は上場後は寄与度を減少させており、固定負債は上場2年後から4年後にかけて大きな寄与度を持つ。

(b) 負債に対する寄与度

短期借入金が上場直前の大きなプラスの方向から、上場直後は一転してマイナスに大きく効いている。長期借入金や支払手形なども上場直後はマイナスになっている。上場2年後から4年後にかけて社債・転換社債のプラスが大きいが、5年後には1年以内の長期借入金・社債項目が大きくプラスになっている。

2. 結果の解釈

(1) 理論仮説の検証

上場の目的が投資プロジェクトのファイナ

スであるのかどうかについては、上場2年後の設備投資額の上昇がみられるものの、有形固定資産の総資産に対する寄与度が全時点で大きな変化はないことや、上場直前に設備投資がみられること、上場後に成長性や収益性は比率・実績の双方でみても良化しているとは言い難いことから、優良なプロジェクトをファイナンスすることが上場の短期的な目的であったとは言い難い。また上場直前に短期資金の借入と設備投資が目立っており、上場直後に短期・長期借入金の寄与度が負債に対してマイナスになっているので、上場直前に負債で資金調達をしてプロジェクトに投資を行い、上場に伴う増資で負債を返済しているという仮説に一応は適合するが、運転資金として使用される短期資金をどの程度投資に利用できたかは疑問である。むしろ上場2年前までは売上高の成長率などが上昇していた時期であり、営業から得た内部留保や増資などを用いて投資を行い、短期資金は売上高の向上や設備投資に関わる事務費用などの追加的に必要となる運転資金に充てられたと考える方が自然であると思われる。

資金調達コストである利子対有利子負債は、短期資金の返済負担が現れる上場直後を除けば有意に低下しており、借入制約の緩和がみられたと考えられる。それと金融機関との関係であるが、最大融資銀行の融資比率や長期借入金比率がほぼ不変のまま金融機関持株比率が上昇しているため、特定の金融機関の地位は維持されたままで、他の金融機関が負債を通じてではなく資本を通じて当該企業のstakesを得るべく行動したと思われる¹²⁾。

企業は上場前から株式発行を増加させているため、比率としての各主体の持株比率は低下しているが、少数特定者や役員は上場直前に株式の割当を受けており、しかもそれを上場時に売却している可能性が高く、上場を創業者利潤確保の企業売却ステージの一環とみることができると考えられる。controlling shareholdersの株式売買行動を逐一追わなければならないことではあるが、少数特定者は一定の持株比率を維持し続けているので、企業支配権をある程度留保しており、Zingales (1995) のモデルに沿えば、initial ownerはcashflow rightsのみをdispersed shareholdersに売却し、ライバルに対してはcontrol rightsは留保しているとも考え得る。

また投資有価証券比率は上場後顕著に増大しており、上場によって調達した資金が金融投資などのポートフォリオの多様化に使われた可能性を示唆しているが、経営パフォーマンスは向上してはいないため、間接的ながらポートフォリオの拡大による資本市場からの経営規律付けの効果については観察されなかった。

(2) 企業の資金調達および運用サイクルの仮説

これまでみてきた事実から、上場を挟んだ企

業の資金調達および資金運用サイクルについての仮説が導かれる。表3にあるように、上場には直近3年間に関わる厳しい利益水準が必要になっている。この基準をクリアするため上場前は営業努力を増加させるであろう。また上場に必要な組織改善や資本政策なども同時に進行していくため、追加的な運転資金が必要となり、短期資金を多額に借り入れる。通常の設備投資は営業による内部留保や増資などを充てる。また株式の内部者への割り当ても行われる。

上場によって増資と内部者の株式売却を通じて多額の資金が調達され、短期資金の返済や創業者利潤、投資有価証券の購入などの金融資産投資などに使用されるが、上場の目的は特定の投資プロジェクトのための資金調達ではないと思われるため、上場によって株式で調達した資金は現金・預金や有価証券といった手元流動性として保持される。このことから上場の目的あるいは効果は一般的な業容の拡大であると考えられる。

上場2年後から4年後まで大規模な社債の発行による資金調達が行われてる。上場によって起債のための財務制限条項をクリアして適債基準を満たすことができたからと思われる。これを通じて借入から社債へ負債構成がシフトするが、上場5年後には1年以内に償還される社債が急増していることから、これらの社債は1年から3年で償還される比較的短期の資金需要を満たすために調達されたものが多いと考えられる。特に上場4年後に現金・預金の総資産に対する寄与度が大きく上昇していることから、上場後の社債発行による調達は特定の投資プロジェクトに対する投資を目的とした調達というより、一般的な業容拡大に対応する手元流動性の確保を目的とした調達の可能性が高い。

表3 東証2部上場基準

上場審査基準				1987年末現在	1992年4月1日現在	1996年1月末現在	1999年3月現在				
上場株式数		東京周辺		600万株以上		400万株以上		400万株以上			
		それ以外		2000万株以上							
株式分布状況（上場までに次の数値が見込まれること）		少数特定者持株数	大株主上位10名及び特別利害関係者の持株数	上場株式の70%以下		上場株式の75%以下					
			（当分の間）	80%，上場後最初の決算期に70%以下		80%，上場後最初の決算期に75%		80%，上場後最初の決算期に75%			
			上場株式数6000万株以上1億株未満						上場株式数の87.5%から750万株を減じた数以下		
			上場株式数1億株以上						上場株式数の80%以下		
		株主数（少数特定者は除く）	1000万株未満	1000人	800人						
			1000万株以上2000万株未満	1500人	1200人						
			2000万株以上	2000人＋1000万株ごとに100人（上限3000人）							
営業活動（1996年以降は設立経過年数）				設立後5年以上営業活動を継続		3年以上（分社化の場合は2年以上）	3年以上				
株主資本（純資産）額		最近事業年度末日（1996年より「直前事業年度」）		10億円以上							
				1株あたり100円以上				規定なし			
利益の額	適合条件			①のみを満たす	①あるいは②のいずれかに適合		①と②を統合	①の修正規定、又は③のいずれかに適合すること			
	①	最近3年間の利益の額	最初の1年	2億円以上		1億円以上					
			次の1年	3億円以上		1億円以上					
			最近の1年	4億円以上		4億円以上					
			3年間の利益の合計			6億円以上					
		1株当たりの利益の額	最近3年間	平均発行株式数につき15円以上							
	最近1年		期末発行株式数につき20円以上								
	②	最近3年間の利益の額			各1年間について4億円以上						
		1株当たりの利益の額	最近3年間の最初の1年又は次の1年		平均発行株式数につき15円以上						
			最近1年間の各事業年度の利益の額		期末発行株式数につき20円以上						
			③		最近2年間の利益の額	次の1年					1億円以上
		最近の1年			4億円以上						
	利益配当			上場前1年間	有配						
東京周辺の未公開会社の特例				なし		無配でも可					
上場後（見込み）				1株あたり5円以上継続							
財務諸表の虚偽表示			「虚偽記載なし」	最近3年間				最近2年間			
			監査意見が「適性」	最近1年間				最近2年間（①に適合しない場合は3年間）			
			「無限定」	最近1年間				最近1年間			
その他				特になし		株式事務代行機関の設置，株券の様式，株式の譲渡制限	加えて，連結財務諸表での提出が原則となる				

出所：東京証券取引所「証券」各巻号

東京証券取引所「東証年報」各巻号

(3) その他の事実の解釈

利潤率や成長率など、経営パフォーマンスが上場後に低下することが観察された。総資産利益率などの場合、総資産の成長が大きいために相対的に利潤率が低下しているように解釈される危険性があるが、実績値でみても営業利益や経常利益の成長は上場後に低くなっている。この解釈であるが、上場後の設備投資のあり方と関連するものと考えられる。寄与度の分析から、設備投資は上場前後ではほぼ一定のペースで行われているが、上場2年後までは有形固定資産純増が総資産増分に対して大きな寄与度を持っていたのに対し、それ以後は減価償却が大きな寄与度を持つ。またこの時期の社債による資金調達が比較的短期に償還が行われている可能性から勘案すると、上場5年後までの企業の資金調達は、借入から株式、社債へのシフトという事実が散見されながらも、その目的は一貫して一般的業容拡大のための短期の運転資金と手元流動性の調達であったと考えられる。大幅な設備投資が行われないまま業容の拡大に伴って稼働率が上昇するため販売費・一般管理費が増大し、営業利益を圧迫していると思われる。減価償却の完了と大規模な設備投資がいつ行われるかについては、もっと長いタイムスパンを取った分析が必要になるとと思われる。

IV. 結論と今後の課題

上場に伴う効果の中で先行研究の結論と整合的であるのは以下である。

- ・ 経営パフォーマンスや設備投資の低下
- ・ 負債の返済とポートフォリオの拡大
- ・ 借入制約の緩和と資金調達コストの低下
- ・ initial ownerによる企業売却行動

先行研究の結論と異なるものとして、以下の結論が得られた。

- ・ 特定の金融機関との融資を通じた関係は上場後も維持される¹³⁾
 - ・ 上場後は一般的業容が拡大し、調達された資金は手元流動性として保持される
 - ・ 上場によって適債基準をクリアし、社債の発行による大規模な資金調達が行われる
- 特に金融機関が上場後の企業に対してどのような役割を果たしているのかは重要な問題である。社債の起債においても、社債受託制度の存在を通じてメインバンクなど金融機関の影響力は強く、上場後の社債発行に際しても金融機関が相当のプレゼンスを持っていたと思われる。また融資を通じた関係が継続しているとはいえ、その内実も不明である。特に資本市場を通じたモニタリングが有効に機能していたとすれば、特定の金融機関が個別のモニタリングを継続していれば過剰モニタリングの非効率性が発生するであろう。資本市場を通じたモニタリングが十分に機能していないとすれば、金融機関がモニタリングを継続する必要性はあるといえる。しかしながら、平均的にみて上場後の経営パフォーマンスは悪化しており、資産の減価償却が一巡していない間の稼働率に依存した一般的業容の拡大に伴う営業費用の増大と、それがために上場によって調達した資金が手元流動性として残され効率的に利用されていないことがその原因であるとするれば、優良な設備投資プロジェクトがない段階で上場を決定したメカニズム自体に問題があるといえる。

この点を解明するためには、上場の目的を短期的なものとしてと長期的なものに分けて考える必要がある。短期的には上場によって業容を拡大し、企業イメージの定着と資産の償却を進め、

長期的には大規模な設備投資の実行と優秀な人材の獲得による生産性の向上などによって利潤率の改善をはかるということも考えられる。特に上場に伴う労働生産性の改善など、一般的に上場の目標といわれるものについては本稿では検討できなかったし、長期的な上場目的を扱うのであれば上場5年後のスパンでは充分ではない。

また個別の金融機関や株主ごとの各時点における融資や持株比率の変化をより詳細にとらえ、フローデータとして分析する必要がある。

補論：主要経営指標の定義

- ・ 設備投資額 = (有形固定資産純増 + 減価償却額)
- ・ 総資産設備投資率 = 設備投資額 / 総資産
- ・ 有形固定資産設備投資率 = 設備投資額 / 有形固定資産
- ・ 当期末処分利益対総資産 = 当期末処分利益 / 総資産
- ・ 当期末処分利益対資本 = 当期末処分利益 / 資本合計
- ・ 経常利益対総資産 = 経常利益 / 総資産
- ・ 経常利益対資本 = 経常利益 / 資本合計
- ・ 営業利益対総資産 = 営業利益 / 総資産
- ・ 営業利益対資本 = 営業利益 / 資本合計
- ・ 有利子負債 = 短期借入金 + 長期借入金 + 社債・転換社債 + 長期支払手形・未払金 + その他固定負債 + 割引譲渡手形
- ・ 利子費用 = 支払利息・割引料 + 社債発行費・差金償却
- ・ 利子対有利子負債 = 利子費用 / 有利子負債
- ・ 長期プライムレートとの差 = 利子対有利子負債 - 長期プライムレート
- ・ 負債資本比率 = 負債総額 / 資本総額
- ・ 借入金負債比率 = (短期借入金 + 長期借入金) / 負債
- ・ 社債借入金比率 = 社債・転換社債 / 負債
- ・ 長期借入金比率 = 長期借入金 / (短期借入金 + 長期借入金)
- ・ 投資有価証券対総資産 = 投資有価証券 / 総資産
- ・ 配当比率 = 株主配当 / 当期末処分利益金
- ・ 内部留保 = 当期末処分利益金 + 減価償却額 - (株主配当 + 役員賞与)
- ・ 内部留保比率 = 内部留保 / 総資産
- ・ 金融機関持株比率 = 金融機関持株数 / 発行済株式数
- ・ 役員持株比率 = 役員持株数 / 発行済株式数
- ・ 10大株主持株比率 = 10大株主持株数 / 発行済株式数
- ・ 少数特定者持株比率 = 少数特定者持株数 / 発行済総株式数
- ・ 融資第1位行融資比率 = 融資第1位行融資額 / 総融資額

注

- *) 一橋大学大学院経済学研究科後期博士課程在学 (gem5508@srv.cc.hit-u.ac.jp).
- **) 本論文は2001年度日本経済学会秋季大会における報告論文を加筆修正したものである。本論文の執筆にあたり、一橋大学経済研究所の寺西重郎教授、花崎正晴助教授からご指導頂いた。また2001年度日本経済学会秋季大会報告に際し、横浜国立大学経営学部の米澤康博教授、神戸大学大学院経済学研究科の地主俊樹教授、大阪大学大学院国際公共政策研究科のコーリン・マッケンジー教授、龍谷大学経済学部の村瀬安紀子助教授より貴重なコメントを頂いた。また西南学院大学経済学部の永隆文講師、東京大学経済学部横山和輝研究員からも多くのコメントを頂いた。記して深く感謝を申し上げたい。なお当然のことながら、本論文に見出さる全ての誤りは筆者に帰する。
- 1) 先駆的な文献としてLeland and Pyle (1977) を参照。またこれに関連した株価のunderpricing問題に関しては多くの研究蓄積があり、上場のタイミングと株価との関連性についての研究が盛んであるが、本稿では株価が上場

- 選択に対して与える影響については分析せず、上場と株価の関係性を長期的に織り込んだ数値として決算時の財務データを用いた分析に限定して議論を進める。
- 2) この議論はPagano et al. (1998) のサーベイに基づいている。
 - 3) 近年のNASDAQにおけるハイテク関連企業の上場ブームなどは、この結論とは逆の現象である。たとえば同一産業に属する企業が短期間に集中的に上場する現象を「hot issue」と呼ぶが、これは成長産業が株価の上昇を期待できる局面で同時的に上場を行うもので、日本においても過去に昭和30年代後半（建設、精密機器等）、40年代後半（流通、金融、不動産等）、60年代後半（情報関連等）の3回のブームがあった。上場の主体的選択問題を扱うにはこうしたマクロ経済要因や株価要因の考察が不可欠であろう。
 - 4) 情報の非対称性や法人税が存在する場合、モディリアーニ＝ミラーの定理の成立が制限されるからである。
 - 5) これらの観察はアメリカにおける実証研究とも整合的である。詳細はJain and Kini (1994)、Mikkelsen et al. (1997) を参照のこと。
 - 6) 厳密には個別企業ごとの1銀行当たりの融資比率の分布をコントロールする必要がある。
 - 7) ここで扱う比率は発行済株式数に占める各主体の持株数なので、実際の株式売却行動はとらえきれていない。厳密には上場時に株式の売却があったかなどの追加的な情報を用いてコントロールする必要がある。
 - 8) 上場基準は表3にまとめたが、東京証券取引所2部上場基準の場合、少数特定者および10大株主の持株比率を上場後最初の決算までに70～80%にする規定が設けられている。平均では上場直後の時点でこの数値はクリアされている。
 - 9) 当該期間中には他に23社の同一産業の企業が上場を行っているが、これらは既に店頭市場に登録の経緯を持つ企業であり、証券取引所の機能と店頭市場の機能が明確に区別されていない現段階では分析対象から除外した。なお、同期間中には当該産業で67社が店頭登録を行った。
 - 10) 時点の配列に際していくつか注意すべき事項がある。まず、上場直後の決算日を時点0としているため、真の上場日と時点0との間に最大で1年近くの差が生じる可能性がある。実際は最大で8ヶ月のずれがあったが、4ヶ月以内のずれのものが多く、それを上回るずれを持つサンプルは5つであった。また、決算日の変更により以前の決算日から1年以上の間隔が開いた場合には、時点を一つ飛ばしてカウントしている。例えば時点1以降に決算日が変更され1年以上の間隔が開いた場合、次の決算日は時点3にカウントされる。
 - 11) 上場の効果だけを抽出して議論するためにはこれだけでは不十分であり、上場以外の要因をコントロールするために、当該産業の年平均値の乖離を求めるといった工夫が考えられる。本稿では上場企業と同じ一般機械・電機産業に属する未上場企業及び既上場企業の変数との差を取ることによって、この問題に対処した。結果は掲載していないが、上場企業だけのものとはほぼ同様であった。

- 12) そうであれば、第2位以下の融資銀行のシェアの分布の変化が上場に境に有意に変化したかを検定する必要がある。ただ、上場に際してdelegated monitor以外の金融機関が資本市場を通じたモニターとして行動するのは合理的であるし、企業の側でも上場直後に負債を返済して当該金融機関からの借入枠を確保しておくといった行動をとった可能性がある。
- 13) これについてはメインバンクとの関係の上で解釈することが必要と思われる。メインバンクの役割としてdelegated monitorとしての情報生産機能があるが、上場によって企業が情報開示義務を課され、株価を通じた資本市場からモニターを受けるようになった場合、メインバンクの持つ情報生産機能の重要性は相対的に低下すると考えられる。しかし日本の株式市場が市場を通じたモニタリング機能が限定的にしか作用していないとすれば、メインバンクが融資関係や人事関係を通じて企業との関係を維持し情報生産機能を発揮する余地が存在する。また金融機関持株比率の上昇から鑑みれば、株主として企業と関係を持つという金融機関の行動の側面がうかがわれ、資本市場における情報生産に金融機関が一定の役割を果たしている可能性があると考えられる。

参考文献

- Bolton, Patrick and Ernst-Ludwig von Thadden [1998], "Blocks, liquidity, and corporate control", *Journal of Finance*, vol.53, pp.1-26.
- Chemmanur, T and P. Fulghieri [1995], "Information production, Private equity financing, and the going public decision", Working paper, Columbia University.
- Holmström, B and J. Tirole [1993], "Market liquidity and performance monitoring", *Journal of Political Economy*, vol.101, pp.678-709.
- Hirota, S [1999], "Are corporate financing decision different in Japan?", *Journal of the Japanese and International Economies*, vol.13, pp.201-229.
- Jain, B. A and O. Kini [1994], "The post-issue operating performance of IPO firms", *Journal of Finance*, vol.49, pp.1699-1726.
- Mikkelsen, W. H, M. Partch and K. Shah [1997], "Ownership and operating performance of companies that go public", *Journal of Financial Economics*, vol.44, pp.281-308.
- Leland, H. E and D. H. Pyle [1977], "Informational asymmetries, financial structure, and financial

- intermediation, *Journal of Finance*, vol.32, pp.371-387.
- Pagano, M [1993], "The flotation of companies on the stock market: A coordination failure model", *European Economic Review*, vol.37, pp.1101-1125.
- Pagano, M and A. Röell [1998], "The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring and decision to go public", *Quarterly Journal of Economics*, vol.113, pp.187-225.
- Pagano, M, F. Panetta and L. Zingales [1996], "The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy", *European Economic Review*, vol.40, pp.1057-1069.
- Pagano, M, F. Panetta and L. Zingales,[1998], "Why do companies go public? An empirical analysis", *Journal of Finance*, vol.53, pp.27-64.
- Rajan, R. G [1992], "Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt", *Journal of Finance*, vol.47, pp.1367-1400.
- Yosha, O [1995], "Information disclosure costs and the choice of financing source", *Journal of Financial Intermediation*, vol.4, pp.3-20.
- Zingales, L [1995], "Insider Ownership and Decision to Go Public", *Review of Economic Studies*, vols.62, pp.425-448.

(一橋大学経済研究所非常勤講師)