九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

新規株式公開のタイミングとマーケット・コンディション : 新規株式公開前後における役員持株比率の変化を手掛かりに

松本, 守

https://doi.org/10.15017/3000366

出版情報：経済論究. 121, pp.73-83, 2005-03-31. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

KYUSHU UNIVERSITY

「新規株式公開のタイミングとマーケット・コンディション」

－新規株式公開前後における役員持株比率の変化を手掛かりに－

松　本　　守

1．はじめに
2．IPO時における売出とマーケット・コンディション
　2．1．IPO時における既発行株式の売出：先行研究のレビュー
　2．2．公開価格とマーケット・コンディション
3．分析方法
　3．1．変数の定義
　3．2．データとサンプル
4．実証結果
5．おわりに

要　旨

本稿では，ジャスダック（JASDAQ）市場にIPOを行った新規公開企業をサンプルに用いて，IPO前後の役員持株比率の変化とマーケット・コンディションの関係を分析している。本稿では，IPO前のマーケット・コンディションを表す代理変数として日経ジャスダック平均の日次リターンの累積値（マーケット・リターン）を用いた結果，IPO時の役員持株比率の低下が著しい企業ほど，マーケット・コンディションが良好な時期にIPOを行っているということを見出している。この実証結果は，オーナー経営者がより多くの創業者利得の実現を考慮してIPOを行っているということを示唆していると思われる。この実証結果はまた，企業がIPOを行う時期を見計らっているとする先行研究を支持するものである。

1．はじめに

新規株式公開（Initial Public Offering，以下IPO）は特定の第三者ではなく，一般の投資家から資金を調達する場であり，オーナー経営者等の創業者利得実現の場でもある。一般に，新規公開企業の経営者（多くはオーナー経営者）は，IPO時に多額の創業者利得を手にする[1)]。

本稿の目的は，新規公開企業の経営者がより多くの創業者利得を得るために，公開価格の決定要因の１つであるIPO前のマーケット・コンディション（market condition）が良好な時期を見計らって

1）IPO前に自社の株式の大半を保有しているオーナー経営者にとって，IPO時に持株を売却することは自身のポートフォリオを分散化することにもつながるので，創業者利得の実現だけでなく，ポートフォリオの分散化という側面も併せ持つと考えられる。

IPOを行っているかどうか分析することである。

これまでいくつかの先行研究では，IPOのタイミングとマーケット・コンディションの関係が分析されてきているものの，そこでは企業特性とマーケット・コンディションの関係は十分に分析されているとは言い難い[2)]。

本稿の特徴は，新規公開企業がIPOのタイミングを計っているかどうかを分析するにあたり，役員による既発行株式の売出割合とマーケット・コンディションの関係を分析している点である。これは，既発行株式の売出割合と長期株価パフォーマンスを分析することでIPOのタイミングを分析しているLjungqvist（1996）とは異なる点である。

このような分析はまた，オーナー経営者が創業者利得の実現をIPOの主要な目的と考えているかということを分析すると同時に，先行研究で指摘されているIPOのタイミングの議論を同時に分析することを可能にしていると考えられる。Pagano et al.(1998)が指摘しているように，多くのコーポレートファイナンスのテキストブックでさえ，IPOについては制度的な側面しか述べられているにすぎず，なぜ企業がIPOを行っているのかというIPOの意思決定（The decision to go public）に関する実証的な文献は世界的にもまだ少ないことに加えて，日本企業を対象としたIPOの意思決定に関する文献はまだないように思われる。したがって，こうした分析を行うことはIPOの意思決定を明らかにするのに役立つと考えられる[3)]。

本稿の主要な発見は以下の通りである。IPO時に役員持株比率の低下が著しい企業ほど，よりマーケット・コンディションが良好な時期にIPOを行っているということである。

本稿の構成は以下の通りである。2節では，まず先行研究をレビューし，ついで仮説を提示する。3節では，まずマーケット・コンディションを表す代理変数について説明し，サンプル企業の特性について説明する。4節では実証分析を行い，その解釈を述べる。最後に，5節では結論を述べ，今後の課題を検討する。

2．IPO時における売出とマーケット・コンディション

本節では，まず各国のIPO時における既発行株式の売出に関する先行研究をレビューしたうえで，我が国ジャスダック市場の状況を概観し，オーナー経営者等が創業者利得を実現しているが，依然として自社に対する経営コントロール権を維持していることを指摘する。ついで，公開価格とマーケット・コンディションの関係について説明し，そこから仮説を提示する。

2）例えば，年次のIPO数とマーケット・コンディションの関係を分析しているLoughran et al.（1994）やRydqvist and Hogholm(1995)，IPOを行った企業と非公開の類似企業をサンプルに用いて，株式公開の選択がマーケット・コンディションの影響を受けているかどうかを分析しているPagano et al.（1998）やHelwege and Packer（2003）などが挙げられる。

3）松本（2005）は，IPO前後における研究開発投資とIPO時におけるレバレッジの低下の関係を分析し，レバレッジの高い非公開企業がIPOを行うことでレバレッジを低下させ，過小投資問題を軽減している可能性があることを指摘している。

2.1. IPO時における既発行株式の売出：先行研究のレビュー

通常，IPOでは新規に株式が発行されるのと同時に，オーナー経営者等による既発行株式の売出が行われる。このことは，特にオーナー経営者に多額の創業者利得をもたらす一方で，自身の持株比率が低下することを意味している。すなわち，オーナー経営者はIPOを通じて，創業者利得の実現と持株比率の低下に伴う経営コントロール権の低下というトレードオフに直面することになると言える。

こうした企業の支配的な立場にある株主であるオーナー経営者等の持株比率がIPOを通じて低下することは世界各国で報告されている。イタリア企業を対象としたPagano et al.（1998）は，支配株主（controlling shareholder）の持株比率がIPO前の87.8%からIPO時には65.2%へとおよそ20%低下し，IPOから3年後にはさらに2%低下し63.2%となっていることを報告している。その他，イギリスでは41.97%から35.30%（Brennan and Franks (1997)），アメリカでは67.9%から43.7%（Mikkelson et al.（1997））に支配株主の持株比率が低下していることが報告されている。

これらに共通している点として，IPO時に既発行株式の売出により持株比率の低下が生じているものの（創業者利得実現），その規模は限定的であることが指摘できる。特にPagano et al.（1998）で示されているように，IPO時においても50%を超える株式を保有しているということは，オーナー経営者等を含む支配株主が依然として企業に対してかなりの利害を有していると考えられる[4]。

他方，我が国ジャスダック市場については，Kutsuna et al.（2002）がIPO前後の持株比率の推移を分析している。そこでは，1995年および1996年に店頭市場で行われた247社のIPOをサンプルに用いて，筆頭株主の持株比率が平均でIPO前の34.44%からIPO時に27.13%へと7.31%低下し，また上位10株主の持株比率が平均で78.89%から63.45%へと15.44%低下していることが報告されている[5]。

表1には，1997年から1999年までにジャスダック市場で行われた209社のIPO前後の役員持株比率の推移を示している。表1についてみると，役員持株比率はIPO後には8.95%低下していることが分かる。この低下の規模は，役員持株比率の大部分がオーナー経営者による持株比率であると考えれば，ほぼKutsuna et al.(2002)と類似していると言える。したがって，いくつかの国々と同様に，オーナー経営者等による持株比率の低下は小さいと言えるであろう。このことはまた，我が国ジャスダック市

表1　IPO前後の役員持株比率

	役員持株比率（IPO前）	役員持株比率（IPO後）	役員持株比率の変化	IPO前＝IPO後	サンプル数
平均値	38.16	29.21	−8.95	t＝−4.17***	209
中央値	37.30	27.10	−8.30	z＝−11.13***	

（注）　***：1%水準で有意。役員持株比率（IPO後）はIPOを行った期末の値である。IPO前＝IPO後は，IPO前後の役員持株比率に差がないという帰無仮説の検定結果（上段がt検定，下段がWilcoxon検定）を表している。

4）Pagano et al.（1998），pp.56.

5）Kutsuna et al.（2002）ではまた，ベンチャーキャピタル間で最大の持株比率と銀行間で最大の持株比率のIPO前後の変化についても報告している。具体的には，前者については，4.08%から1.58%と−2.5%低下しているのに対し，後者については2.83%から3.29%と0.46%増加していることを報告している。同様に，1989年4月から1995年12月にかけてジャスダック市場にIPOを行った456社をサンプルに用いたHamao et al.（2000）によれば，IPO前の持株比率上位10位以内にある銀行間で最大の持株比率が平均で2.9%からIPO直後には3.3%まで増加している。

場においても，オーナー経営者がIPO後においても依然として自社に対する経営コントロール権を有していることを示唆していると考えられる。

2.2. 公開価格とマーケット・コンディション

一般に，新規公開企業の経営者にとって，株式の発行価格（公開価格）が高いほど，IPOを行うことから得られる便益は大きくなると考えられる[6]。例えば，公開価格が高いほど新株発行（primary offering）による資金調達額が増加することに加えて，オーナー経営者等の既発行株式の売出（secondary offerings）から得られる創業者利得も増加するからである。

基本的に，新規公開企業の公開価格は当該企業のIPO前の会計利益に依存していると考えられるが，マーケット・コンディションもまた公開価格の決定要因の１つとして挙げることができる[7]。例えば，アンダーライターである証券会社からすると，相対的にマーケット・コンディションが悪い時期には，引き受けリスクを嫌って公開価格を低く設定する可能性が高いであろう。

このように，新規公開企業の経営者は創業者利得の増加を達成するうえで，マーケット・コンディションが良好な時期にIPOのタイミングを計ることが効果的であると考えられる。実際，これまでIPOに関する先行研究では，企業は相対的にマーケット・コンディションが良好な時期を見計らってIPOを行っているという主張がある（Ritter (1991)，Loughran et al. (1994)，Lerner (1994)，Rydqvist and Hogholm (1995)，Pagano et al. (1998)，Helwege and Packer (2003) など）[8]。例えば，Loughran et al. (1994) は世界主要15ヶ国のIPOをサンプルに用いて，年次のIPO数とマーケット・インデックス間の関係を分析し，ほとんどの国で正の相関があり，その内のほぼ半数では有意に正の相関があるということを報告している。こうした事実からLoughran et al. (1994) は，「非公開企業は，外部株式の資本コストが他の時期よりも低いという機会の窓（Windows of opportunity）を利用してうまくIPOを見計らって行うことができる」[9]と主張している[10]。同様に，Ritter (1991) もまた，年次のIPO数とIPO後の株価パフォーマンスに負の関係があるという観察から，Loughran et al. (1994) と類似した機会の窓を指摘している。

このようなマーケット・コンディションが良好な時期にIPOを行うという議論と新規公開企業の経営者による既発行株式の売出を関連づけた議論を展開しているのがLjungqvist (1996) である。Ljung-

---

6）もちろん，ここで述べていること以外にも資金調達や新株発行による資本構成の改善といった財務的な便益や企業イメージの向上（Roell (1996)）といった非財務的な便益も存在するであろう。

7）松本 (2004ab) では，入札方式，ブックビルディング方式を問わず，IPO前の会計利益が公開価格決定の重要な要因となっていることを指摘している。一方，Kutsuna and Smith (2003) は，入札下限価格およびブックビルディングの仮条件（価格帯）がIPO前数週間のマーケット・コンディションに基づいて決定されていると指摘している。

8）他方，松本 (2004a) は，IPOにおける利益マネジメントと業績パフォーマンスの関係を分析し，新規公開企業の業績パフォーマンスがIPO前直近をピークにIPO後低下していることに加えて，IPO前直近では利益増加型の利益マネジメントが行われていないということから，新規公開企業は業績パフォーマンスが高い時期を見計らってIPOを行っている可能性があることを指摘している。

9）Loughran et al. (1994), pp.182.

10）同様な主張をしている実証研究として，例えば，ヨーロッパ諸国を対象としたRydqvist and Hogholm (1995) が挙げられる。こうした議論とは別に，投資家が過去の成長から誤って評価し，新規公開株に対して払いすぎていることを示す研究としてJain and Kini (1994)，Teoh et al. (1998)，や松本 (2004ab) などがある。

11）Ljungqvist (1996), pp.217.

qvist (1996) は，Ritter (1991) やLoughran et al. (1994) の主張を，「IPO市場がfadsになりやすいだけでなく，企業もそうしたfadsを見抜くことができ，fadsを利用してIPOを見計らって行うことができる[11]」と解釈したうえで，新規公開企業が(投資家が楽観的になっている可能性が高い)マーケット・コンディションが良好な時期を見計らってIPOを行っているとすれば，投資家が新規公開株式に過大に支払いすぎていたことに気付き，その後の長期株価パフォーマンスが悪くなるという仮説を検証している。

特筆すべきは，すでに指摘したように，他国と同様にわが国においてもIPO時にオーナー経営者等が既発行株式を売り出すことで創業者利得を実現しているが，その規模は限定的であり，依然として自社に対してかなりの経営コントロール権を維持していることである。マーケット・コンディションが良好な時期に発行される株式が過大評価される傾向があるということを前提とすると，もし新規公開企業の経営者がIPOのタイミングを計っているのであれば，自社の株価がIPO後低下することになるため，結果的に株価の低下に苦しむことになると言える(Ljungqvist(1996))。すなわち，新規公開企業の経営者は新規公開株式（公開価格）に対して投資家に過剰に支払わせることによって利益を得る一方で，新規公開企業の経営者自身が保持する株式がIPO後低下することから被る損失のトレードオフに直面することになる (Ljungqvist (1996))。したがって，新規公開企業の経営者がマーケット・コンディションが良好な時期に自身の保有する既発行株式をより多く売り出すほど，IPO後の株価の低下から被る損失を小さくすることが出来るため，Ljungqvist (1996) は新規公開企業の経営者がIPO時に売り出す既発行株式の程度を，間接的にマーケット・コンディションを表す代理変数として用いて，上述の仮説の検証を行っている。こうしたLjungqvist (1996) の議論は，IPO時における既発行株式の売出の程度とマーケット・コンディションの間に正の相関関係を仮定していると考えられる。

本稿では，新規公開企業の経営者がマーケット・コンディションが良好な時期にIPOを見計らって行うことができるという仮説を，IPO時における既発行株式の売出の程度とIPO後の長期株価パフォーマンスの関係を分析することで検証しているLjungqvist (1996) とは異なり，IPO時における既発行株式の売出の程度とマーケット・コンディションの関係を分析することでIPOのタイミング仮説を検証する。

3．分析方法

本節では，まず実証分析に用いる変数について説明し，ついでサンプルの抽出方法とデータ・ソースについて述べる。

3.1．変数の定義

本稿では，新規公開企業の経営者がより多くの創業者利得を実現するために，マーケット・コンディションが良好な時期にIPOを行っているかどうかを分析する。具体的には，マーケット・コンディションを表すマーケット・リターンを従属変数とし，経営者による既発行株式の売出割合を表す3つの変数を独立変数とした回帰分析を行う。回帰分析の際に用いられる変数は以下の通りである。

マーケット・リターン（MR）＝IPO日前40日における日経ジャスダック平均の日次リターンの累積値：すでに述べたように，これまでIPOに関するいくつかの先行研究では，IPOのタイミングとマーケット・コンディションの関係が分析されており，そこでは企業が相対的にマーケット・コンディションが良好な時期を見計らってIPOを行っているという主張がなされている。Loughran et al.（1994）およびRydqvist and Hogholm（1995）は年次のIPO数とマーケット・コンディションの関係を分析し，またLerner（1994）はベンチャーキャピタルからの投資を受けているかどうかでIPOのタイミングが異なるかどうかを分析するために，IPO前後のマーケット・コンディションの比較分析を行っている。これらの分析では，いずれもマーケット・コンディションを表す代理変数として，マーケット・インデックスの日次リターンの累積値が用いられており，上記の主張を支持している[12]。一方，Ljungqvist（1996）はドイツ企業をサンプルに用いて，IPO前のマーケット・コンディションとIPO後の長期株価パフォーマンスの関係を分析しており，マーケット・コンディションを表す代理変数の１つとしてIPO前におけるマーケット・インデックスの日次リターンの累積値であるマーケット・リターンを用いて分析を行っている[13]。

本稿では，これら先行研究をふまえ，IPO前のマーケット・コンディションを表す代理変数として，日本経済新聞社が公表する日経ジャスダック平均を用い，IPO前40日における日次リターンの累積値（マーケット・リターン）を算出し分析を行う[14]。

IPO前後の役員持株比率の変化（YAKUIN1）＝IPO後役員持株比率－IPO前役員持株比率：この変数は，IPO後の役員持株比率からIPO前の役員持株比率を差し引くことで，IPO時にどれだけ既発行株式を売り出しているかを表している。すなわち，役員による既発行株式の売出が多いほど値は小さくなる。したがって，マーケット・コンディションとは負の相関があると考えられる。

IPO前の役員持株比率に占める売出株式の割合（YAKUIN2）＝（IPO前の役員持株比率－IPO後の役員持株比率）／IPO前の役員持株比率：この変数は，IPO前後の役員持株比率の変化（YAKUIN1）には十分に反映されない，IPO前における役員持株比率の水準を考慮したものであり，上記変数を補足するためのものである。したがって，予想される符号は正である。

IPO時における既発行株式の売出割合（SO）＝IPO時の売出株式数／店頭上場承認時の発行済株式総数：IPOは３つのタイプ，すなわち，公募株式発行のみを行うタイプ（以下，公募タイプ），既発行株式の売出のみを行うタイプ（売出タイプ）と公募・売出の両方を行うタイプ（以下，公募・売出タイ

12）これらの分析では，その他に基準化したマーケット・インデックスを用いた分析も行っている。
13）Ljungqvist（1996）はまた，マーケット・コンディションを表す代理変数として，IPO前におけるマーケット全体の時価簿価比率（Market to Book ratio）やPER（Price Earnings Ratio）を用いて分析を行い，相対的にマーケット・コンディションが良好な時期に行われたIPOほど長期株価パフォーマンスが良いということを見出している。
14）公開価格決定方式（入札方式とブックビルディング方式）とIPOのコスト（直接的コストと間接的コスト）の関係を分析しているKutsuna and Smith（2003）は，IPO前のマーケット・コンディションを考えるうえで，一般的な慣行からIPO前40日をIPOを行う決定を下す期間であるとし，IPO前40日のマーケット・インデックスの変化をその分析に用いている。

プ）がある。特に，公募タイプでは調達した資金は企業内に流入するのに対し，売出タイプで得られた資金はオーナー経営者等の創業者利得となる。つまり，創業者利得を実現できるのは売出タイプと公募・売出タイプである[15]。このように，各タイプの特徴を考慮すると，IPOのタイプは株式公開の動機を反映していると考えられる（Nancy and Cynthia (2002)，Kim et al. (1993)，忽那 (1998)）。したがって，IPO時により多くの既発行株式の売出を行っている企業ほど，株式公開の目的として創業者利得の実現を重要視していると考えられる。こうしたことから，予想される符号は正である。

最後に，コントロール変数として，営業年数（AGE），株価純資産倍率（PBR），情報技術関連企業ダミー（IT）の3つを加えている。

3.2. データとサンプル

本稿では，1997年から1999年までにジャスダック（JASDAQ）市場にIPOを行った企業をサンプルに用いている。しかしながら，1997年度には店頭管理銘柄経由の企業が2社IPOを行っており，これら企業は通常のIPOとは異なることに加えて，募集・売出を行っていないことから，これら企業をサンプルから除外している。さらに，IPO時に既発行株式の売出を行っていない企業は創業者利得の実現を目的としていないと考えられるため，これら企業もサンプルから除外している。加えて，IPO前の役員が株式を所有していない企業（2社）を除外している。この結果，209社（240社中）がサンプルとして残った。

サンプル企業のIPO前の役員持株比率については，ディスクロージャー実務研究会編『株式店頭公開白書』の各年版から入手している。IPO後の役員持株比率については日経NEEDSから入手している。マーケット・コンディションを推定するために必要な日経ジャスダック平均については，日経NEEDSから入手している。

表2にはサンプル企業の記述統計を示している。営業年数については，平均値で25.26年であり，ジャスダック市場を対象としたKutsuna et al. (2002) やKutsuna and Smith (2003) と同様に，成熟企業が多いと言えるであろう。

表3にはサンプル企業の業種別内訳を示している。各年度を通じて，製造業・商業・サービス業といった成熟業種がサンプルの70%を占めている。

15) 本稿のサンプルでは，売出タイプは1社のみであり，大部分が公募・売出タイプである。

表2　サンプル企業の記述統計

	平均値	中央値	標準偏差	最大値	最小値
営業年数	25.26	25	12.50	56.04	2.05
公開時資金調達額（百万円）	2681.37	1234	4813.35	38140	177
公募	1541.06	614	3360.50	30390	0
売出	1140.25	520	1859.06	15750	21
公開株式数（千株）	1188.12	1000	818.05	6000	0.7
公募	662.18	500	553.99	4570	0
売出	525.94	450	403.93	3500	0.05
IPO前役員持株比率（%）	38.16	37.30	0.24	87.4	0.1
株価純資産倍率（倍）	3.79	2.29	4.87	40.28	0.39
マーケット・リターン（%）	−0.20	−1.10	0.15	40.96	−21.63

（注）『株式店頭公開白書平成10・11・12年版』から作成。株価純資産比率＝公開価格／一株当たり純資産。
なお，一株当たり純資産の算出については直前期の純資産を店頭上場承認時における発行済株式数で除している。マーケット・リターンはIPO日前40日における日経ジャスダック平均の日次リターンの累積値である。

表3　サンプル企業の業種別内訳

業種	1997	1998	1999	サンプル数
製造業	30	19	16	65 (31.1)
商業	33	16	22	71 (34.0)
金融・保険	2	1	1	4 (1.9)
不動産	1	3	3	7 (3.3)
情報・通信	6	3	6	15 (7.2)
運輸・倉庫	2	0	1	3 (1.4)
サービス	14	9	9	32 (15.3)
建設	3	5	4	12 (5.7)
サンプル数	91	56	62	209 (100.0)

（注）　日本経済新聞社の業種分類より作成。

4．実証結果

本節では，IPOに際して役員による既発行株式の売出割合が大きい企業ほど，より多くの創業者利得を実現するために，マーケット・コンディションが良好な時期にIPOを行っているかどうかを検証する。

実証結果は表4に示されている。表4の(1)〜(3)式では，いずれもIPO前のマーケット・コンディションを表すマーケット・リターン（MR）が従属変数となっているが，IPO時における役員による既発行株式の売出割合を表す変数，すなわち，IPO前後の役員持株比率の変化（YAKUIN1），IPO前の役員持株比率に占める売出株式の割合（YAKUIN2）とIPO時における既発行株式の売出割合（SO）の3つの独立変数が各推定式で用いられている点が異なる。

表4についてみると，IPO時における役員による既発行株式の売出割合を表す3つの変数がいずれ

表4　推定結果

	定数項	YAKUIN1	YAKUIN2	SO	AGE	PBR	IT	Adj.R^2	F値	サンプル数
(1)	−0.108***	−0.232*			0.002**	0.008***	0.014	0.058	4.190***	209
	(−3.429)	(−1.958)			(2.424)	(2.937)	(0.273)			
(2)	−0.084***		0.025		0.002**	0.008***	0.018	0.043	3.317**	209
	(−2.940)		(0.931)		(2.085)	(2.763)	(0.371)			
(3)	−0.107***			0.322	0.002**	0.008***	0.017	0.047	3.546***	209
	(−2.946)			(1.210)	(2.196)	(2.955)	(0.334)			
(4)	−0.127***	−0.212*	0.002	0.218	0.002**	0.009***	0.012	0.051	2.865**	209
	(−3.309)	(−1.723)	(0.071)	(0.798)	(2.510)	(3.077)	(0.233)			

(注)　***：1％水準で有意，**5％水準で有意，*10％水準で有意。(　) 内はt値。
(1)〜(4)式の従属変数はMR（マーケット・リターン）である。
t値については，White（1980）のheteroskedastic-consistent standard errorsを用いて計算している。
MR＝IPO日前40日における日次リターンの累積値
YAKUIN1＝IPO後（IPO期末）の役員持株比率−IPO前の役員持株比率
YAKUIN2＝（IPO前の役員持株比率−IPO後の役員持株比率）／IPO前の役員持株比率
SO＝IPO時の売出株式数／店頭上場承認時の発行済株式総数
AGE＝営業年数
PBR（株価純資産比率）＝公開価格／一株当たり純資産（なお，一株当たり純資産の算出については直前期の純資産を店頭上場承認時における発行済株式数で除している）
IT＝情報技術関連企業であれば1，そうでなければ0となるダミー変数

も予想した通りの符号を示していることが分かる。

まず，IPO前後の役員持株比率の変化（YAKUIN1）の係数についてみると，予想した通りに負であり，10％水準で有意にゼロと異なっている。この結果は，役員持株比率の低下割合が大きいほどよりマーケット・コンディションが良好な時期にIPOを行っているということを示唆しており，仮説と整合的である。次に，IPO前の役員持株比率に占める売出株式の割合（YAKUIN2）とIPO時における既発行株式の売出割合（SO）の係数についてみると，予想した通りに正であるが，有意にゼロとは異なっていない。

最後に，上述の3つの変数を全て含めた(4)式についてみると，IPO前後の役員持株比率の変化（YAKUIN1）の係数のみが10％水準で有意にゼロと異なっている。以上の結果から，特にIPO前後の役員持株比率の変化（YAKUIN1）がマーケット・コンディションと関係していると言えよう。

5．おわりに

本稿では，IPO前後の役員持株比率の変化とマーケット・コンディションの関係を分析した。その結果，本稿では，IPO時に役員による既発行株式の売出割合が大きい企業ほど，マーケット・コンディションが良好な時期にIPOを行っているということを見出している。この実証結果は，IPOに際して，新規公開企業の経営者が創業者利得の実現を株式公開の動機の1つとして考慮していることを示唆していると思われる。

本稿の実証結果はまた，新規公開企業がIPOのタイミングを計ることができるという先行研究の主

張と整合的であると言える。本稿では，IPO前後の役員持株比率の低下が著しい，すなわち，より多くの創業者利得を得ようとしている企業ほど，マーケット・コンディションがより良好な時期にIPOを行っているということを示唆していた。しかしながら，より多くの創業者利得を得ようとしている企業だけがIPOのタイミングを計ることができるというよりも，IPOから得られる便益の中でもとりわけ創業者利得を主眼においている企業がマーケット・コンディションを重視し，そうではない企業は創業者利得以外の便益を得ようとしてIPOを行っていると解釈するのが適切であろう。

本稿では，マーケット・コンディションを表す代理変数としてマーケット・インデックスを用いた日次リターンの累積値（マーケット・リターン）を用いた。しかしながら，Ljungqvist (1996) が行っているように，例えばマーケット全体のPER（株価収益率）や時価簿価比率なども含めて頑健性を高める分析が今後の課題として挙げられよう。

最後に，本稿の分析はIPOの意思決定（The decision to go public）に関して，とりわけオーナー経営者等による創業者利得の実現に焦点を当てた分析であった。しかしながら，先行研究で指摘されているように，IPOの意思決定には複数の要因が存在していると考えられるため，その他の要因についても今後分析する必要があろう。

参 考 文 献

Brennan, M.J. and J.Franks (1997), "Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK," *Journal of Financial Economics*, Vol.45, pp.391-413.

Hamao,Y., F.Packer, and J.R.Ritter (2000), "Institutional Affiliation and The Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.8, pp.529-558.

Helwege, J. and F.Packer (2003), "The Decision to Go Public: Evidence from Mandatory SEC Filings of private Firms," working paper

Jain, B. and O.Kini (1994), "The post-issue operating performance of IPO firms," *Journal of Finance*, Vol.49, pp. 1699-1726.

Kim, J.B., I.Krinsky and J.Lee (1993), "Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.20, No.2, pp.195-211.

Kutsuna, K., H.Okamura and M.Cowling (2002), "Ownership structure pre- and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.10, pp.163-181.

Kutsuna, K. and R.Smith (2003), "Why does Book Building Drive Out Auction Methods of IPO Issuance ? Evidence from Japan," *Review of Financial Studies*, forthcoming.

Lerner, J. (1994), "Venture capitalist and the decision to go public," *Journal of Financial Economics*, Vol.35, pp. 293-316.

Ljungqvist, A.P. (1996), "Can Firms Outwit the Market? Timing Ability and the Long-Run Performance of IPOs," *Empirical Issues in Raising Equity Capital*, in M.Levis (ed), North-Holland, pp.215-244.

Loughran, T., J.R.Ritter and K.Rydqvist (1994), "Initial Public Offerings: International insights," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.2, pp.165-199.

Mikkelson, W.H., M.M.Partch and K.Shah (1997), "Ownership and operating performance of companies that go public," *Journal of Financial Economics*, Vol.44, pp.281-307.

Nancy, H. and V. H. Cynthia (2002), "Structuring the IPO: Empirical evidence on the primary and secondary portion," Unpublished Working Paper, *SSRN Working Paper Series*.

Pagano, M., F.Panetta and L.Zingales (1998), "Why do companies go public ? An Empirical Analysis," *Journal of*

Finance," Vol.53, pp.27-64.

Roell, A. (1996), "The decision to go public: An overview," *European Economic Review*, Vol.40, pp.1071-1081.

Rydqvist, K. and K.Hogholm (1995), "Going public in the 1980s: Evidence from Sweden," *European Financial Management*, Vol.1, pp.287-315.

Teoh, S.H., I.Welch and T.J.Wong (1998a), "Earnings Management and the Long-term Underperformance of Initial Public Stock Offerings," *Journal of Finance*, Vol.53, pp.1935-1974.

White, H. (1980), "Heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity," *Econometrica*, Vol.48, pp.817-838.

忽那憲治 (1998),「新規店頭公開企業の「低成長性」と市場改革に向けての課題—「補完市場としての店頭市場」が意味するもの—」, 数阪孝志編『日本型金融システムの転機』, 東京大学出版会, 219-244頁。

松本守 (2004a),「新規公開株式の公開価格決定方式と利益マネジメント—裁量的会計発生高を用いた実証分析—」,『経済論究』(九州大学大学院), 第119号, pp.97-113.

松本守 (2004b),「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』(九州大学大学院), 第119号, pp.115-131.

松本守 (2005),「新規株式公開, 研究開発投資とレバレッジ—研究開発投資とレバレッジの関係を中心に—」,『経済論究』(九州大学大学院), 第121号