

論文

店頭公開が企業の収益性に及ぼす影響の分析

佐山 展生*

長島 輝幸†

＜論文要旨＞

新規公開時に企業は、公募増資で資本市場から設備資金など必要な資金を調達し、業容拡大等企業の成長のための資金を使っているはずである。また企業が店頭公開し知名度や社会的信用が向上すれば、資金調達手段や顧客層が多様化し、優秀な人材も採用しやすくなる。このため、店頭公開によって企業は、豊富な資金や優秀な人材を獲得し、店頭公開前よりも収益性を向上させ更に企業を成長させていくことができるはずである。しかし、高成長を遂げた企業が店頭公開すると推測できようが、公開後にも高度な成長を続け、高収益性を維持するとは限らない。店頭公開すること自体が企業の収益性にどのような影響をもたらすかは、店頭公開を目指す企業および店頭公開した企業の将来の業績を予測する上で極めて重要なことである。

そこで本研究では、わが国企業の店頭公開前後の収益性を、各種財務データを用いて分析し、店頭公開と企業の業績との関係を示す。そのため、1986年から1991年の間に店頭公開した321社について店頭公開前後の各5年間の財務データを調べ、店頭公開後の企業の収益性が公開前とどのように変化するかを比較する。その結果を分析し、店頭公開し資本市場から資金調達した後、企業の収益性はむしろ低下する傾向にあることを示す。また、この収益性の低下の理由は、主に有形固定資産への投資が増大し、多大な減価償却費にあること、この店頭公開後の収益性の低下傾向は、製造業の方が非製造業よりも著しいこと、しかしながら、キャッシュフローは、非製造業の方の低下の方が著しいことを財務比率の変化等によって説明する。

＜キーワード＞

店頭公開、新規株式公開、財務分析、企業業績、収益性、人件費、設備投資、有形固定資産。

1998年10月 受付

1998年12月 受理

* ユニゾン・キャピタル(株)代表取締役社長

† 東京工業大学社会理工学研究科修士課程

1. はじめに

株式公開とは、株主が特定の少数者にのみ限られている企業が、広く一般の投資家の資本参加を求めることである。証券取引法のもとで株式公開する方法は、現在のところ証券取引所に上場する方法と日本証券業協会が管理運営する株式店頭市場に登録(以下「店頭登録」という)する方法がある。大企業グループに属していて規模が比較的大きい子会社が株式を公開する場合、いきなり証券取引所に株式公開することが多い。しかし、小規模の新しい事業を始め、徐々に業容を拡大し株式公開に至る企業は、店頭登録から始めることが多い。このように、証券取引所で上場する企業と店頭登録企業は企業規模等性格も異なるため、それぞれ別個に検討する必要がある。本論においては、初めて店頭株式市場に登録を行う企業に焦点を当てて考察を行う。

店頭株式市場では、1994年以降1997年まで年間100社を超える企業の新規公開が続き、1998年は長引く経済不況の中になお60社から80社程度の新規公開があるものと予想されている。

新規公開時によって創業者らオーナーがその持株を売り出して創業者利潤を確保するとともに、企業は公募増資で資本市場から設備資金など必要な資金を調達する。例えば、1996年に店頭公開した企業は110社(第二店頭を除く)で、公開時に実施した公募増資と売り出しによる調達額は3,674億円となっている。この公募増資による調達資金は直接企業に流入し、業容拡大等企業の成長のための資金に使われる。

企業が店頭公開し知名度や社会的信用が向上すれば、資金調達手段や顧客層が多様化し、優秀な人材も採用しやすくなる。このため、本来、店頭公開によって企業は、豊富な資金や優秀な人材を獲得して、店頭公開前よりも収益性を向上させ更に企業を成長させているように見える。確かに、店頭公開時までは高成長を遂げた企業が多く、成長が続くと推測できるかもしれない。しかし、公開後も成長を続け、高収益性を維持するとは限らない。本論は、1986年から1991年の間に店頭公開した321社について、店頭公開前後のそれぞれ5年間ずつの財務データの状況を分析し、店頭公開と企業の収益性の関係を調べその結果を示し、得られた結果から店頭公開が収益性に及ぼす影響とその理由を考察する。

これまで米国を中心に新規株式公開(Initial Public Offering: IPO)について多くの研究がなされているが、その大部分が公開株式の株価に関する研究である。例えば、Ibbotson[1]、Logue[5]、Loughran[6]やLoughran and Ritter[7]によって新規公開株式の低価格性が分析されている。わが国においても、新規株式公開した企業の株価推移をもとにした初期収益率の研究等が中心となってきた(国村道雄、小林繁[4])。神座保彦[3]は

ROEについて店頭公開直前にピークがあり、公開後に下落することを報告している。しかし、株価動向の検討が中心でROEに触れるに止まっているが、本論ではその原因の分析も行う。ほかに、Jani and Kini[2] が公開企業の1株当りの利益が公開前1年は非常な勢いで成長するのに対し、新規公開後最初の数年間は実際には減少するという分析結果を報告している。

このように過去の研究は、株式公開後の株価に関する研究が多い。確かに一般投資家の観点からは、店頭公開企業の株価の動向というものが、直接にその投資効率に影響を与えるので最も高い関心を呼ぶ。しかし、その株価動向を左右するのは企業の収益性を中心とした企業の業績である。ここで、収益性は、企業がその活動を通して獲得する成果の程度を指している。新規店頭公開した企業の一般投資家は、初期的には公開前の企業の業績を参考に、投資判断をすることになるが、果たして店頭公開した後の企業の業績は、店頭公開前のような優れた業績を維持発展させているのであろうか。そこで店頭公開企業の公開前後について財務データによる分析を行い、店頭公開自体が企業にどのような影響をもたらすかについての考察することにする。

一般に、企業の収益性を財務データによって観察する場合、総資本利益率や自己資本利益率などの資本利益率、売上高営業利益率や売上高経常利益率などの売上高利益率がよく用いられる。それに対し、本研究では、企業の収益性の変化は、売上高、営業利益、経常利益およびキャッシュフローの変化によってとらえることができるので、まず、それらの変化をみる(第2節第2項)。ついで、資本利益率や売上高利益率等の変化は、財務比率の変化として分析を行う(第2節第5項)。

本研究では、まずわが国における店頭公開企業の公開前後の業績を財務的側面から分析し、店頭公開することによって企業にどのような変化が現れるかを調べる。次に、その店頭公開前後の企業の変化がどのような要因によって起こるのかについて考察し、店頭公開自体の企業に及ぼす影響を解析する。

本論文の構成は以下の通りである。第2節では、店頭公開前後の業績の変化を調べ、財務的な側面からの分析を行う。つぎに第3節では、店頭公開前後の変化がどのような要因に起因するかを考察する。また、第4節では、製造業と非製造業で店頭公開前後の変化に違いがあるか分析し、第5節で、バブル期の影響について考察し、最後に第6節で結論と今後の課題を述べる。

2. 店頭公開が企業の業績に及ぼす影響

(1) 分析の方法

異なる時点の店頭公開を対象にし、その前後のデータを比較するため、公開前後それぞれ5年間の財務データを基準化して用いる。調査対象企業は、1986年から1991年の間に店頭公開した企業321社である(1986年20社、87年15社、88年47社、89年67社、90年77社、91年95社)¹。

基準化は次の手順で行う。本研究では、店頭公開と収益性の関係を分析することが目的であるため、企業規模が分析に影響を与えないよう、店頭公開直前の決算期を基準の数値とする。そのため、店頭公開直前財務データを1とし、他の決算期についてはその店頭公開直前期のデータで除した数値とする(例えば、公開直前の売上高が100億円で、次年度の売上高が130億円の場合、直前期とその次年度の売上高の基準化後の値は、それぞれ1と1.3である)。この基準化の手順を図示すると、図1のようになる。

なお、調査対象としたのは、店頭公開前後の各5年間の貸借対照表、損益計算書を中心とした財務データである。調査対象を1986年から1991年の6年間に新規店頭公開された企業に限定したため、使用したデータはその前後5年間、1981年から1995年の15年間のデータである。

公開前後5年間としたのは、一般的な傾向はこの期間に現れると考えられるからである。

株式公開年度	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1986 (20社)	1	2	3	4	5	⑥	7	8	9	10					
1987 (15社)		1	2	3	4	5	⑥	7	8	9	10				
1988 (47社)			1	2	3	4	5	⑥	7	8	9	10			
1989 (67社)				1	2	3	4	5	⑥	7	8	9	10		
1990 (77社)					1	2	3	4	5	⑥	7	8	9	10	
1991 (95社)						1	2	3	4	5	⑥	7	8	9	10

株式公開年度の直前期を基準に全てのデータを基準化した。
 ■ : 株式公開直前期 ⑥ : 株式公開年度

株式公開年度	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1986-91					5	⑥				

図1 データの基準化

(2) 損益計算書(収益面)からの分析

基準年度を1とするとき、分析対象企業321社の店頭公開前後の収益性に関するデータの平均値は下表1のようになり、それを図示すると図2になる。

¹なお、1987年に日本エアシステムが店頭公開を行っているが、本論のサンプルでは、日本エアシステムは除外してある。その理由は、日本エアシステムの経営利益は、公開前後における増減が著しく、本論の分析のように、店頭公開時を基準としてその前後の比較を行う場合、特異な値を示すことになるからである。また、金融業についても財政データが他の業種と全く異なった特殊な数値を示すため分析対象から除外した。

表1 収益面のデータ推移

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
売上高	0.58464	0.64758	0.73588	0.84461	1	1.14237	1.25485	1.34871	1.41054	1.44807
営業利益	0.48304	0.54466	0.61869	0.73892	1	1.17227	1.17097	1.15602	1.06869	1.00930
経常利益	0.43864	0.51833	0.60434	0.74464	1	1.09328	1.16198	1.08715	0.96643	0.90004
キャッシュフロー	0.45519	0.53539	0.59145	0.73463	1	1.14371	1.21938	1.12179	0.97072	0.78074

まず、売上高は、株式公開以前の勢いはなくなるが、公開後も増加傾向にはある。しかし、営業利益、経常利益、キャッシュフローは、株式公開後1～2年で頭打ちになり、その後明らかに低下し始める。このことは、表1に示すように、店頭公開直前期のデータで基準化した売上高が公開後5年目の数値では約45%増加しているのに対し、営業利益が1%の増加に止まり、経常利益やキャッシュフローはそれぞれ、約10%、22%減少していることから明らかである。これだけ見れば、店頭公開することによって、その企業は、市場から潤沢な資金を調達し、また信用力を増すことによって優秀な人材を確保し、企業の収益体質を強固なものにしているはずであるという推測と相反する結果となっている。

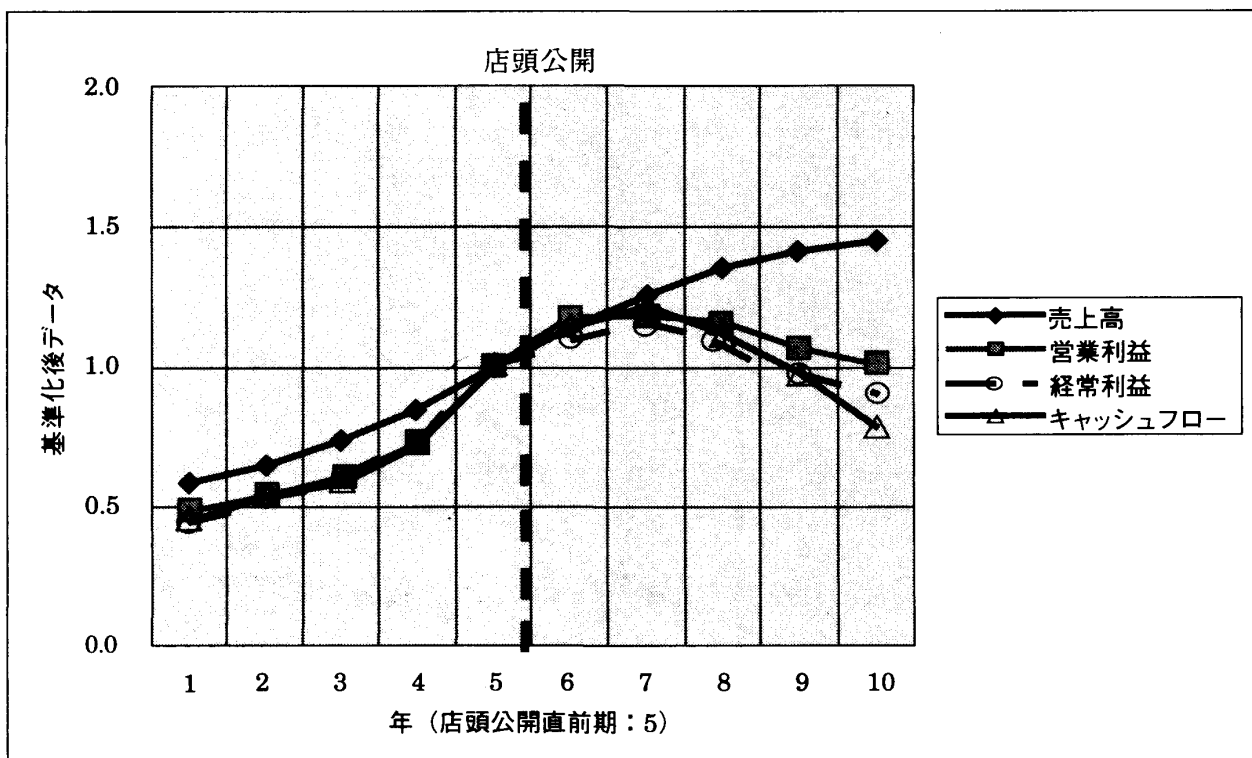


図2 店頭公開と財務データ（損益面）

(3) 貸借対照表(資産面)からの分析

上記損益面同様、321社の店頭公開前後の資産関連データの平均値を表2にまとめ、図3に図示する。

表2 資産面のデータ推移

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
総資産	0.51580	0.58628	0.69014	0.83690	1	1.33508	1.56487	1.74242	1.89884	2.00844
純資産	0.37490	0.44680	0.55938	0.74674	1	1.88924	2.24436	2.48167	2.81082	2.97129
有形固定資産	0.56637	0.62198	0.70655	0.84445	1	1.43227	1.86755	3.14460	3.55898	3.86687
期末従業員数	0.70820	0.76137	0.82299	0.90279	1	1.08801	1.16328	1.22460	1.26030	1.27879

上述の損益面のデータとは異なり，上記4項目全てが店頭公開後も増加を続けている．店頭公開直前期をもとに基準化した数値で比較すると，その増加の程度も上述の売上高が，公開後5年目で約45%であったのに対して，総資産が約2倍，純資産が約3倍，有形固定資産が約4倍近くになっている(図3参照)．また，従業員数もこれら資産に比べると増加の程度が少ないものの，増加を続けており，公開後5年目の基準化した数値では，公開直前期に対し約28%増加している．したがって，資産面から見れば，店頭公開した企業は，明らかに市場等から資金を調達し高い自己資本比率を維持しながら資産を高め，従業員も積極的に雇用していることが分かる．

純資産の増加は，店頭公開直後がもっとも大きく，店頭公開した時点の資本市場からの資金調達による自己資本の充実のあとが伺われるが，その後も増加を続けている．また，総資産，従業員数共に単調に増加しているが，有形固定資産合計額に関しては，純資産の増加率をはるかに上回るペースで増加を続けていることが顕著に分かる．

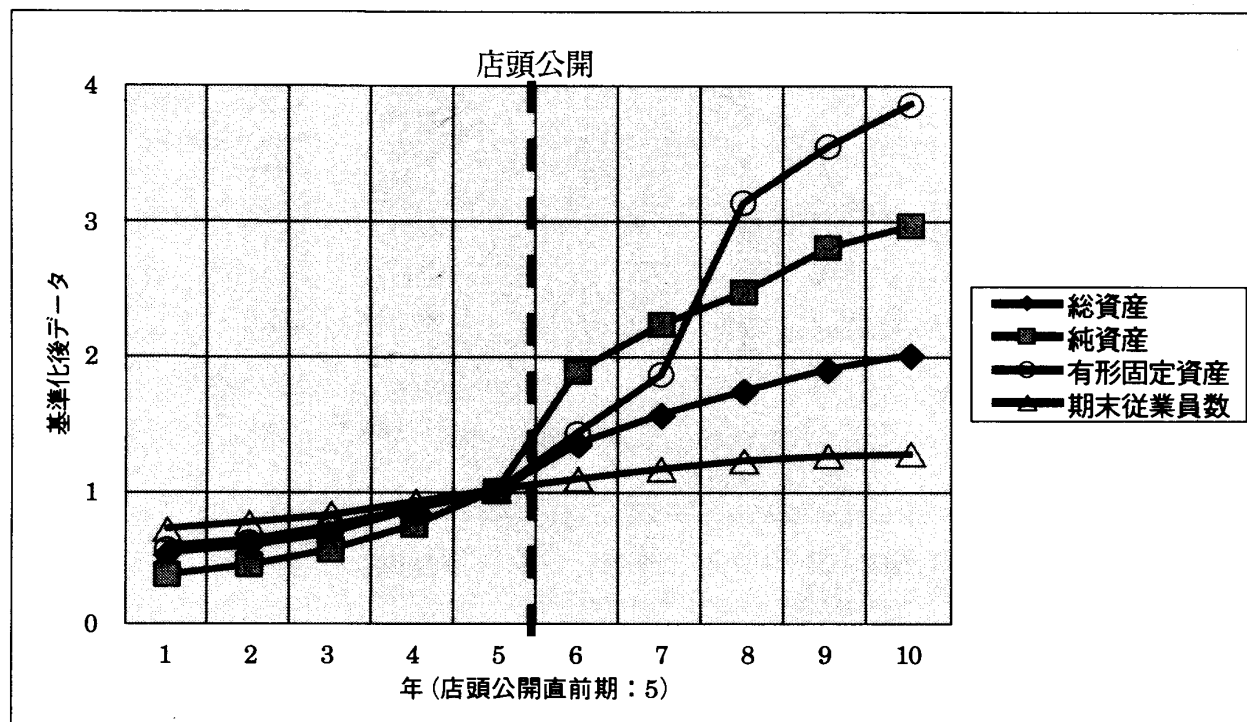


図3 店頭公開と財務データ資産面

このことは、店頭公開後の収益力の低下の一因が、過剰な設備投資にある可能性があることを示唆する。では、つぎに実際に減価償却費が収益力を圧迫しているかどうか経費面からの分析を行う。

(4) 経費面からの分析

上述のように有形固定資産合計額が明らかに増加しているが、従業員数も増加している。これらを費用のうち、経費について分析するため、人件費・労務費と減価償却費の平均値の推移を分析した結果を表3と図4に示す。

表3 経費面のデータ推移

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
売上高	0.58464	0.64758	0.73588	0.84461	1	1.14237	1.25485	1.34871	1.41054	1.44807
営業利益	0.48304	0.54466	0.61869	0.73892	1	1.17227	1.17097	1.15602	1.06869	1.00930
経常利益	0.43864	0.51833	0.60434	0.74464	1	1.09328	1.16198	1.08715	0.96643	0.90004
人件費・労務費	0.55295	0.61129	0.71148	0.87146	1	1.15949	1.30762	1.42380	1.52123	1.58464
減価償却費	0.64594	0.65746	0.72661	0.86073	1	1.26374	1.57392	1.91401	2.24615	2.45313

この結果から分かるように、人件費・労務費も売上高を上回る増加率を示している。しかしながら、減価償却費については、店頭公開直前期をもとに基準化した数値で見ると店頭公開後には約2.5倍にもなっている。この著しい増加の程度は図4をみればより明確である。

ここまでの考察で、店頭公開企業の収益を圧迫している原因が、有形固定資産に対する投資による減価償却費であることは明確である。つぎに、このことを財務比率の推移で検証する。

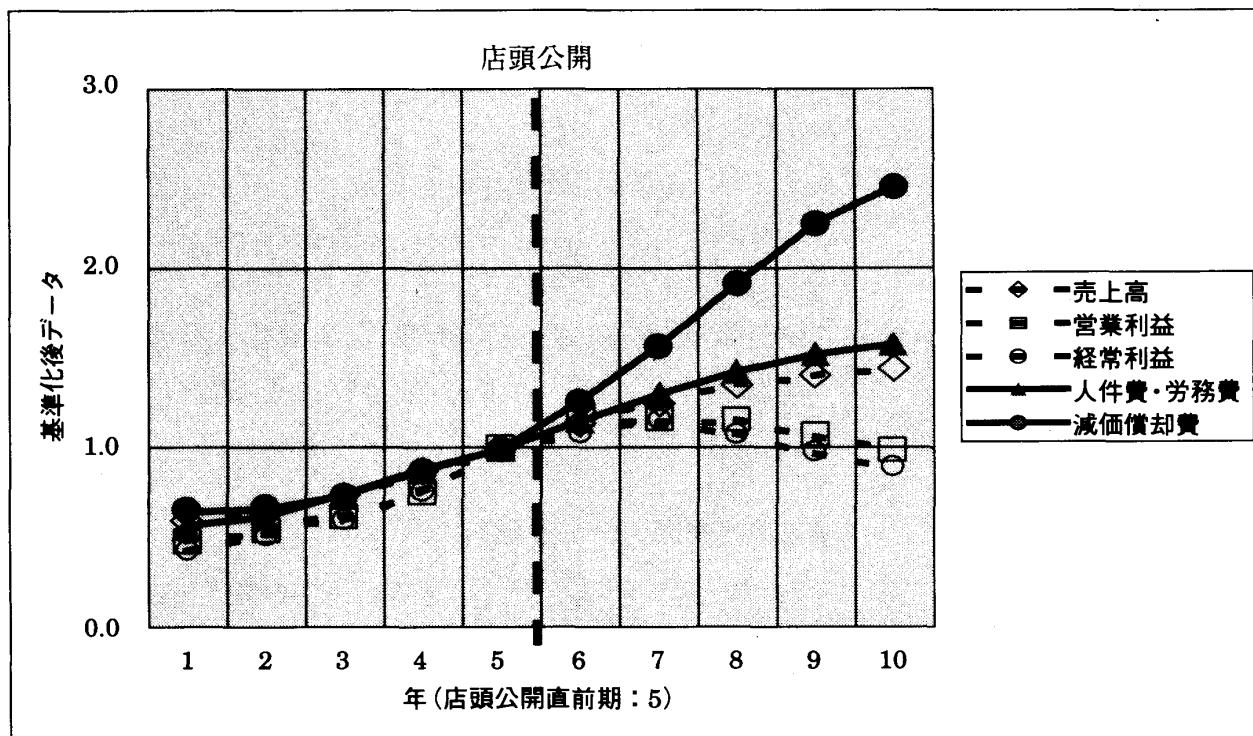


図4 店頭公開と財務データ（経費面）

(5) 財務比率面からの分析

売上高、従業員数および資産を中心にこれらに対する下表の財務比率を調べ、その傾向を分析する。

表4 財務比率の推移

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
営利/売上	0.80764	0.82928	0.81810	0.85162	1	1.01714	0.88568	0.74862	0.62426	0.59003
経常利益/売上	0.73603	0.80248	0.83131	0.86779	1	0.95163	0.87904	0.69492	0.55471	0.49485
減価償却費/売上	1.08447	1.18025	1.03342	1.02055	1	1.10728	1.28182	1.46012	1.61823	1.77312
有形固定資産/売上	1.28236	1.14462	0.99961	1.02202	1	1.23910	1.45994	3.15506	3.86654	4.47014
キャッシュフロー/売上	0.79322	0.87291	0.82286	0.87266	1	1.00016	0.92954	0.66963	0.46981	0.27253
売上高/人	0.91378	0.92881	0.94538	0.94362	1	1.05636	1.08372	1.09748	1.10578	1.11962
営利/人	0.73669	0.75702	0.78174	0.83859	1	1.08333	1.00093	0.89932	0.77739	0.72976
経常利益/人	0.86848	0.88312	0.88954	0.89313	1	0.87173	0.78504	0.62677	0.50890	0.45052
人件費・労務費/人	0.81073	0.82208	0.88809	0.97455	1	1.07255	1.12846	1.17047	1.21161	1.24493
キャッシュフロー/人	0.69455	0.74715	0.75415	0.82397	1	1.05750	1.04331	0.85113	0.60238	0.34980
有形固定資産/人	0.83359	0.84710	0.88296	0.94532	1	1.31126	1.57318	2.58650	3.14269	4.03750
経常利益/資産	0.90408	0.91869	0.91205	0.90627	1	0.84134	0.75010	0.59482	0.47666	0.42174
キャッシュフロー/資産	0.92703	0.94910	0.88183	0.89422	1	0.88103	0.77909	0.59827	0.43113	0.27686
有形固定資産/資産	1.17152	1.08815	1.02842	1.01296	1	1.06819	1.15775	1.68335	1.79708	1.96301

これらの動きを、図5～図7に示す。まず売上高関連の諸比率についてみると、店頭公開を境に、営業利益、経常利益、キャッシュフロー共に減少に転じている。一方で、有形固定資産、減価償却費は逆に上昇している(図5参照)。

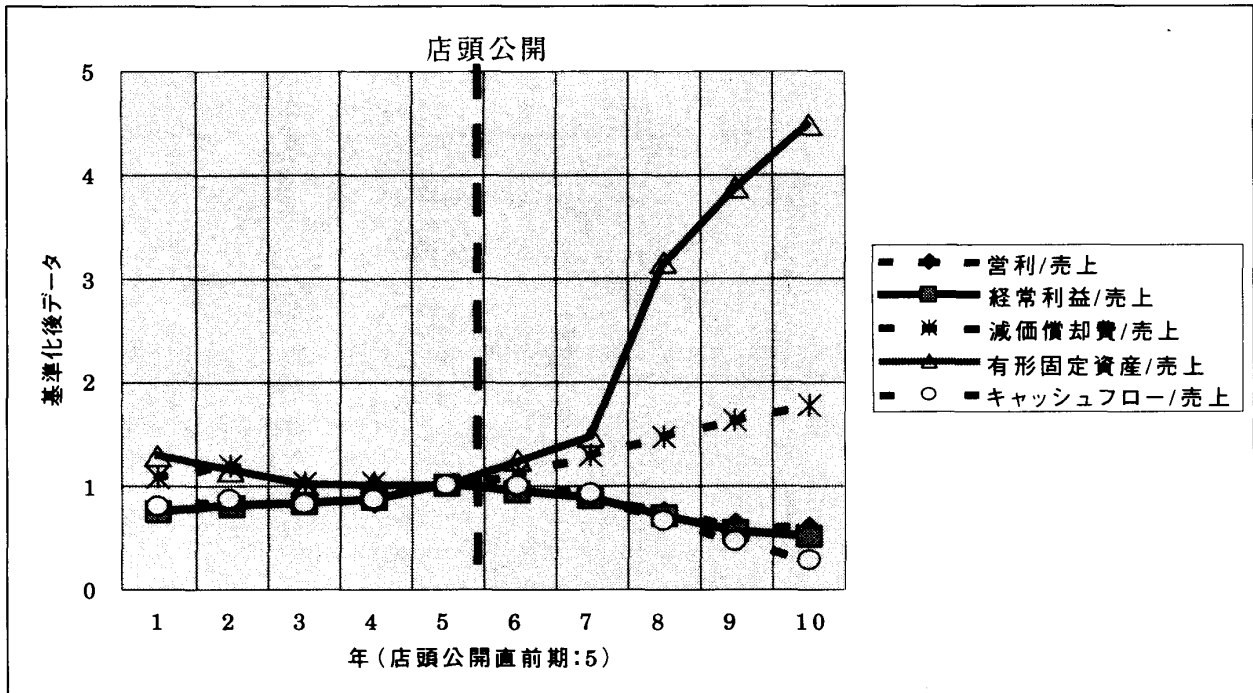


図5 店頭公開と財務データ (対売上高比率)

次に、従業員一人当たりの値についてみると、売上高の伸び以上に人件費・労務費は若干増加しているが、設備投資により有形固定資産が顕著な伸びを示していることが分かる(図6参照)。

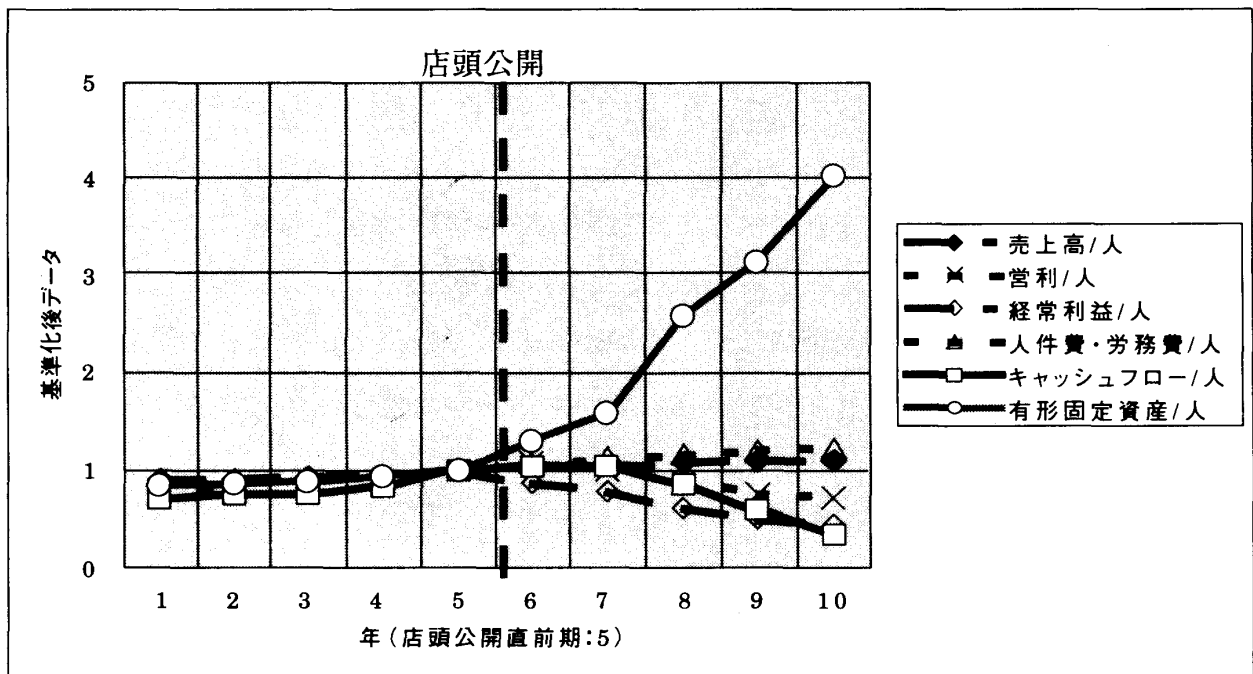


図6 店頭公開と財務データ (従業員一人当たり)

また、総資産に対する比率についても、経常利益、キャッシュフロー共に店頭公開を機に減少しはじめているが、有形固定資産は急速に上昇している(図7参照)。

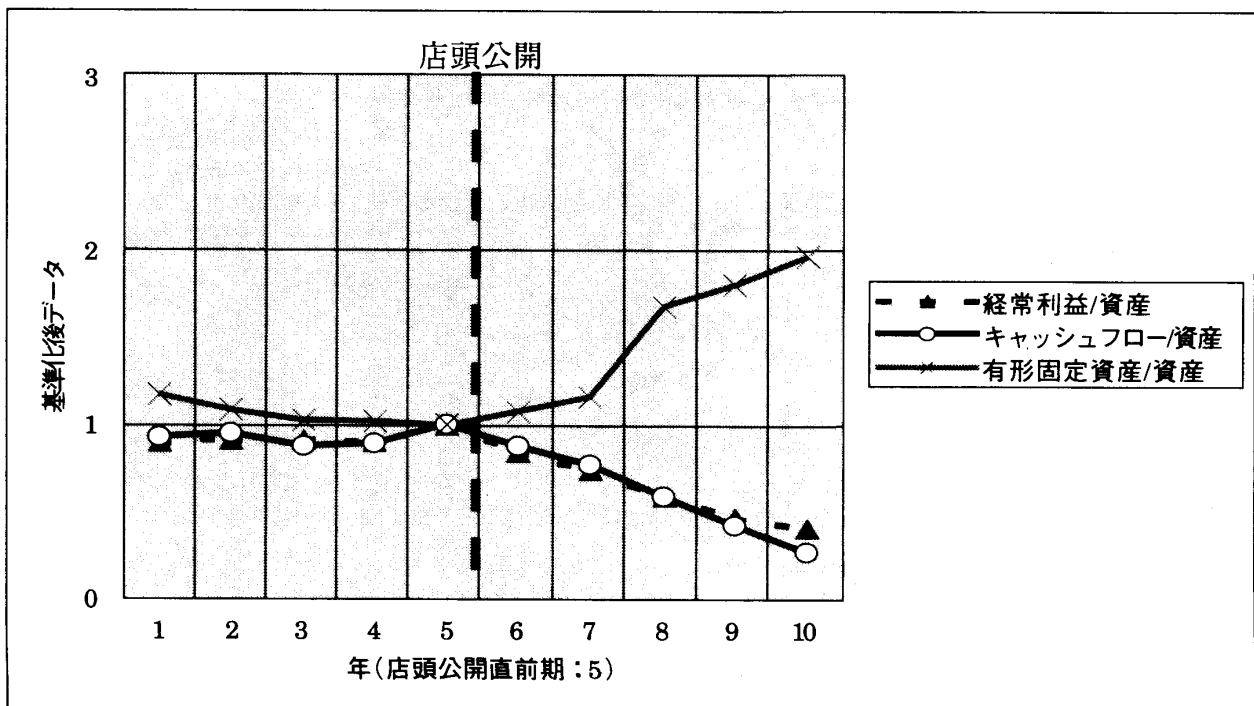


図7 店頭公開と財務データ (対総資産額)

3. 店頭公開による企業の変化とその原因

上述のように、店頭公開することにより売上高、純資産、従業員数が増加する。しかし、営業利益、経常利益、キャッシュフローは頭打ちになり、次第に減少しはじめる。また、売上高、従業員一人当たり、総資産に対する営業利益や経常利益の比率をみると、明らかに低下傾向にある。

店頭公開することによって、企業は資本市場から多額の資金を調達することができ、社会的信用も増すことになる。しかし一方で、店頭公開に向け種々経費削減に努め企業収益力の向上を図ってきた企業は、店頭公開することによって多額の資金を調達し、従業員の処遇改善や新規設備投資にその資金を充てることになる。その結果、売上高の増加以上に人件費・労務費、設備投資額が膨らみ、企業の収益力の低下を招くことになるものと考えられる。中でも、有形固定資産の増加は顕著であり、店頭公開を機に豊富になった資金を設備投資に向けていることが予想される。店頭公開により資金的制約が緩和され、事業拡大意欲が有形固定資産への投資に向けられた結果とみられる。

店頭公開するまでの企業は、収益をあげるため原価を管理し、販管費の低減に努めていたはずであるが、資金的制約から多額の設備投資は困難なことが多い。しかし、店頭公開

した企業が潤沢な資金を獲得し、これまでとはスケールの違った設備等の有形固定資産に対する多額の投資ができるようになる。この際の投資は、必ずしも投資現在価値を考慮したものとなっていない可能性が強く、そのため上述のような収益力の低下傾向を示すものと思われ、投資から将来得られる収益を考慮した上で投資の意思決定する必要がある。

4. 製造業と非製造業との店頭公開前後の変化の相違

次に製造業と非製造業の違いについて検証する。上述の店頭公開前後の収益性の違いが、製造業と非製造業によって異なるかどうかについて各々の平均値を表5および図8に示す。

表5 製造業と非製造業の比較

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
売上高（製造業）	0.66938	0.70570	0.77356	0.86912	1	1.11368	1.19190	1.23037	1.25124	1.30023
営業利益（製造業）	0.58537	0.64175	0.68957	0.72590	1	1.11624	1.09586	1.01816	0.87836	0.90470
経常利益（製造業）	0.53265	0.61612	0.67161	0.74513	1	1.06293	1.08168	0.94945	1.79492	0.83257
期末従業員数（製造業）	0.79272	0.82341	0.86639	0.93881	1	1.08184	1.14275	1.18314	1.21187	1.22407
人件費・労務費（製造業）	0.61971	0.65739	0.74792	0.89570	1	1.12740	1.24510	1.33096	1.39228	1.43708
減価償却費（製造業）	0.68433	0.74024	0.81090	0.93484	1	1.19427	1.43424	1.55630	1.67426	1.79299
キャッシュフロー（製造業）	0.55176	0.64984	0.68943	0.78210	1	1.11796	1.16311	1.03267	0.99230	1.02568
有形固定資産（製造業）	0.61037	0.68572	0.75990	0.86810	1	1.26946	1.51332	1.83520	2.40261	2.48141
損益分岐点売上高（製造業）	0.72552	0.75491	0.82145	0.90167	1	1.10472	1.22777	1.31104	1.36597	1.42404
限界利益（製造業）	0.74191	0.78841	0.83269	0.85556	1	1.12127	1.19654	1.23093	1.23795	1.28873
売上高（非製造業）	0.51827	0.60205	0.70637	0.82541	1	1.16485	1.30417	1.44141	1.53532	1.56387
営業利益（非製造業）	0.40288	0.46860	0.56317	0.74912	1	1.21616	1.22980	1.26401	1.21778	1.09123
経常利益（非製造業）	0.36499	0.44172	0.55164	0.74425	1	1.11705	1.22487	1.19502	1.10078	0.95289
期末従業員数（非製造業）	0.64199	0.71277	0.78900	0.87457	1	1.09284	1.17936	1.25708	1.29825	1.32166
人件費・労務費（非製造業）	0.50066	0.57519	0.68293	0.85247	1	1.18462	1.35660	1.49653	1.62224	1.70022
減価償却費（非製造業）	0.60980	0.59262	0.66058	0.80268	1	1.31815	1.68334	2.19421	2.69413	2.97025
キャッシュフロー（非製造業）	0.37912	0.44573	0.51470	0.69744	1	1.16387	1.26345	1.19160	0.95382	0.58888
有形固定資産（非製造業）	0.53189	0.57205	0.66475	0.82592	1	1.55980	2.14502	4.17030	4.46480	4.95215
損益分岐点売上高（非製造業）	0.55787	0.63297	0.74844	0.84796	1	1.15102	1.31168	1.46705	1.65897	1.74776
限界利益（非製造業）	0.54572	0.63287	0.76461	0.84772	1	1.16664	1.30878	1.42410	1.48056	1.50346

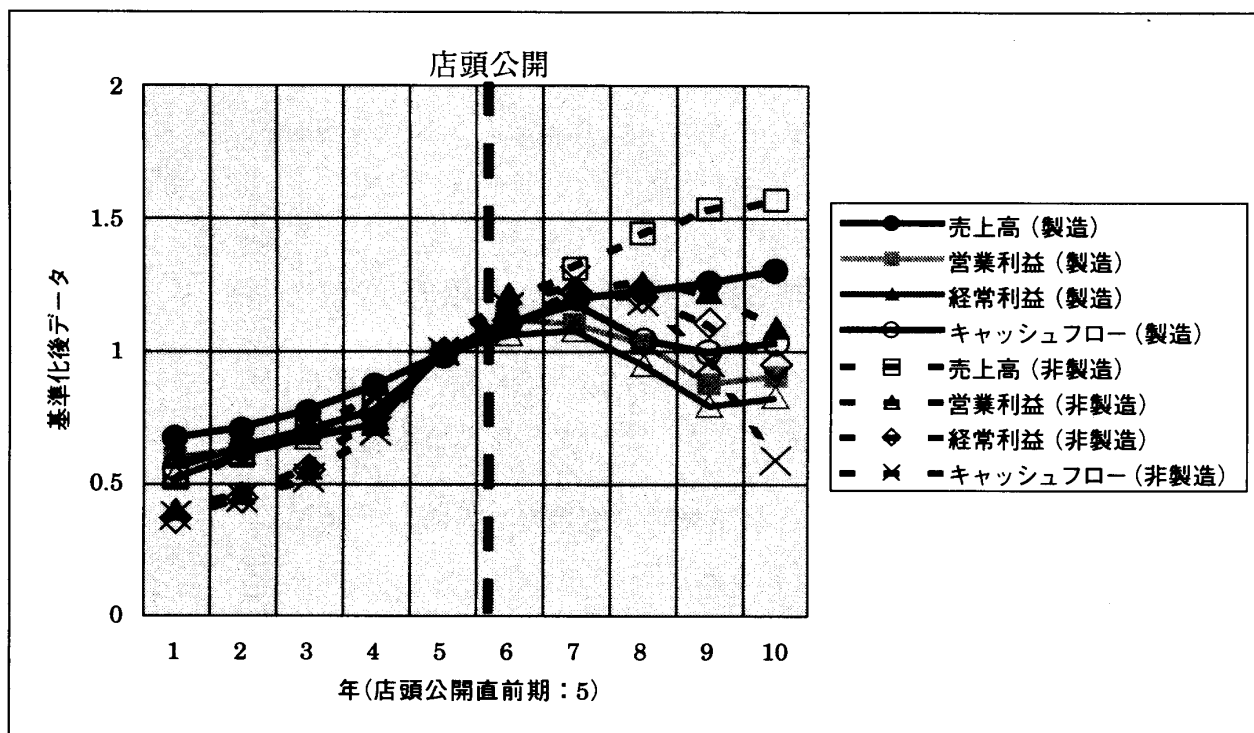


図8 店頭公開と財務データ（製造と非製造比較）

このように、製造業と非製造業を比較すると明らかに違った動きを示す(図8参照)。まず、売上高は株式公開後、製造業の方が伸びが鈍く、営業利益、経常利益共に低下するのが早い。非製造業の方が売上高の伸びが大きい理由は、非製造業の方がリテールに近く、店頭公開による信用力の向上が売上高を高めるのに寄与しやすいためではないかと考えられる。

また、営業利益、経常利益、の落ち込みが製造業の方が大きい。非製造業のキャッシュフローは店頭公開後4年目以降より大きく落ち込んできている。

この製造業と非製造業との差を検証するために、基準化後の製造業の値を非製造業の値で除した数値(これを「製造対非製造比率」とする)の変化をグラフ化すると両者の違いがより明確になる(図9参照)。これをみると明らかに売上高、営業利益、経常利益は右肩下がり傾向があり、上述のように、非製造業の方が、店頭公開後のこれら数値の上昇率が大きいことが分かる。また、キャッシュフローについては、営業利益、経常利益共に公開後4年目頃より落ち込んでいるのが顕著に現れている。

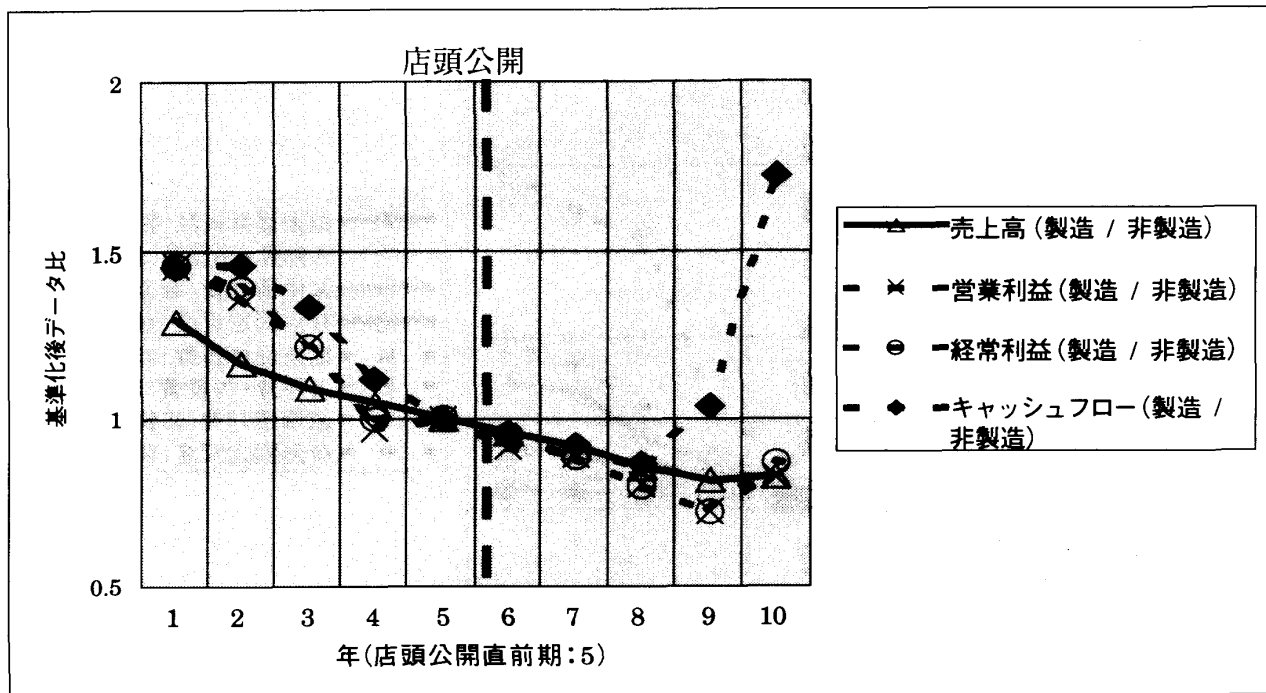


図9 店頭公開と財務データ（製造/非製造比率）

この理由としては、非製造業の方が売上高が増加しているため、増加運転資金が製造業より多額に必要になってきていることがひとつの要因であると考えられる。もうひとつの要因は、非製造業の方が、有形固定資産に多くの投資をしている可能性が示唆される

次に、製造業と非製造業の経費面での数値を比較分析する。図10に、期末の従業員数、人件費・労務費、減価償却費、有形固定資産合計額を図示する。これをみると、非製造業の従業員数の伸びに比して人件費・労務費の伸びが大きくなっている。それにも増して有形固定資産合計額の上昇が顕著である。この傾向は、製造対非製造比率で示した図11をみればより明らかである。有形固定資産の数値は、特に店頭公開後3年目の上昇が顕著で、店頭公開後に資本市場等から調達した豊富な資金を有形固定資産に投資しているものと思われる。

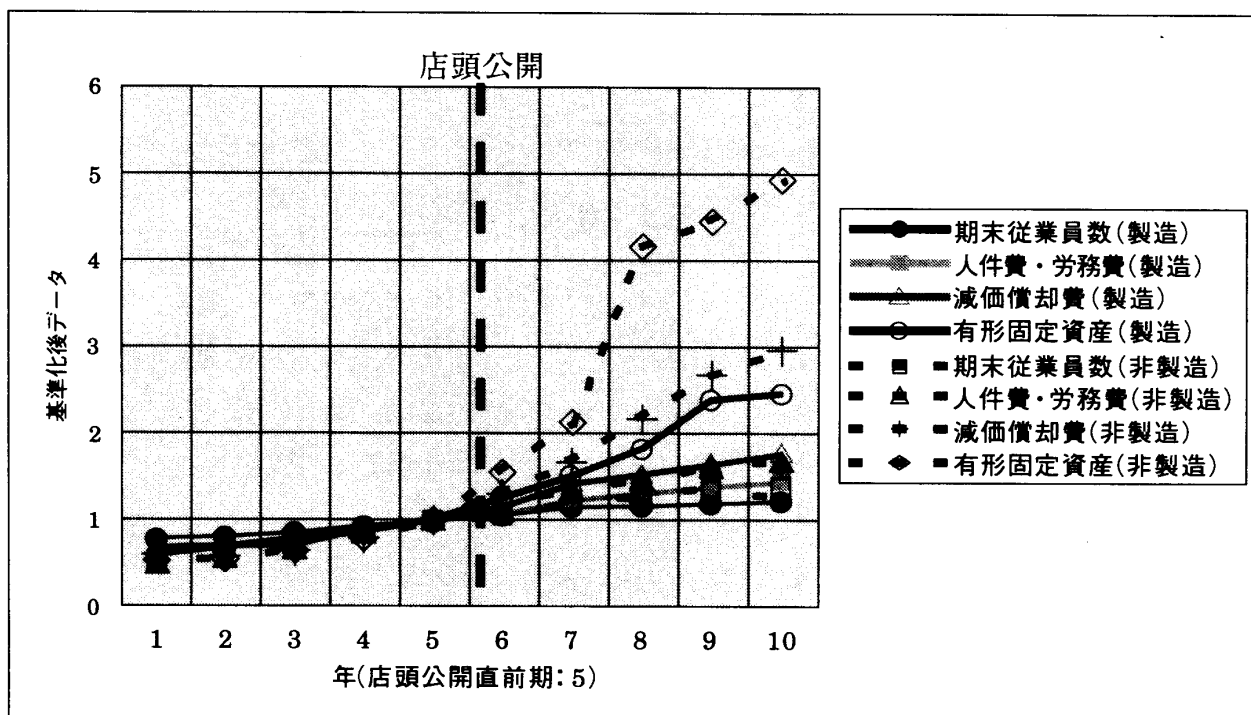


図10 店頭公開と財務データ（製造と非製造比較）

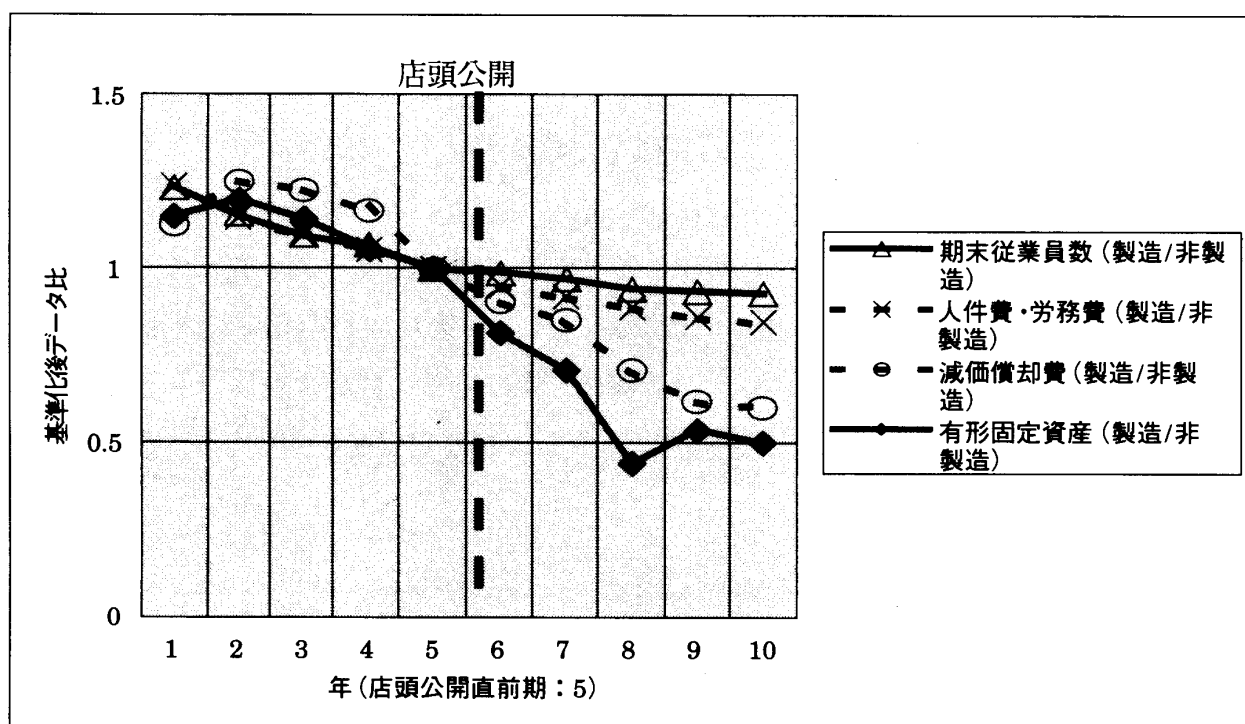


図11 店頭公開と財務データ（製造/非製造比率）

5. いわゆるバブル期の影響について

本研究で取り上げたサンプルは1988年以降が多く、バブル期の店頭公開が多く含まれることになる。本論では、店頭公開直前の期間の数値を1とする基準化を行うことによって景気の波の影響をある程度排除しているはずである。しかし、それでもなお本論の結果が、いわゆるバブル期の特質に左右されている可能性がある。そこで、企業業績が特異な値を示したバブル期の影響を受けていないことを確認するため、まず、同じ期間の東証上場企業の業績平均の変化も同様の方法で調べた(図12参照)。この図12は、東証上場企業の業績も、全体的には店頭公開企業と同様の傾向にあることを示している。

つぎに、店頭公開企業の売上高、営業利益、経常利益を東証1部、2部上場企業のそれらで除した比を求めてみる。その結果が図13に示されている。この図の黒線の売上高はほぼ線型になっている。このことは、店頭公開企業の売上高が、東証上場企業の売上高と比例的に増加あるいは減少したことを意味している。しかし、営業利益と経常利益はそうではない。店頭公開企業の営業利益や経常利益は、店頭公開直後には、東証上場企業のそれらを上回っているが、9、10期には大幅に小さくなっている。このことは、われわれの用いた基準化の方法で、バブルという特異な状況の影響が緩和されるだけでなく、本論の結果をバブルの影響を切り離して解釈できることを示していると考えられる。なお、東証上場企業に対しては、本論が対象にしている店頭公開企業数に年毎の差があることも考慮に入れている。

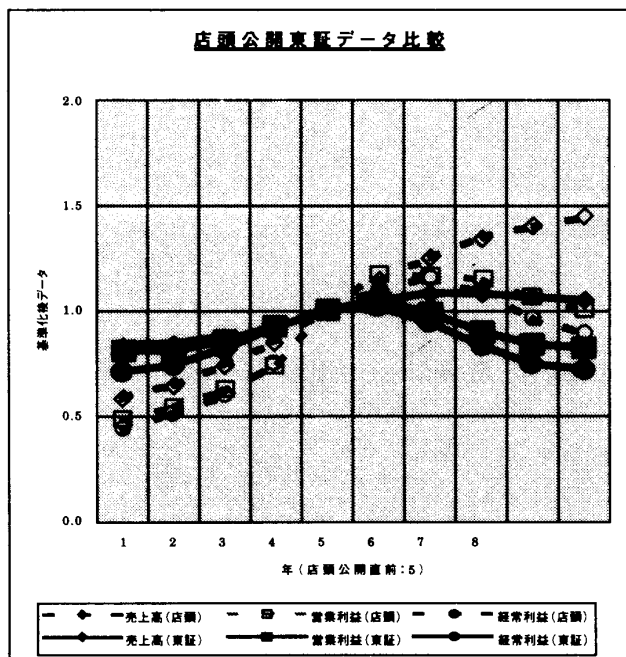


図12 東証との比較図

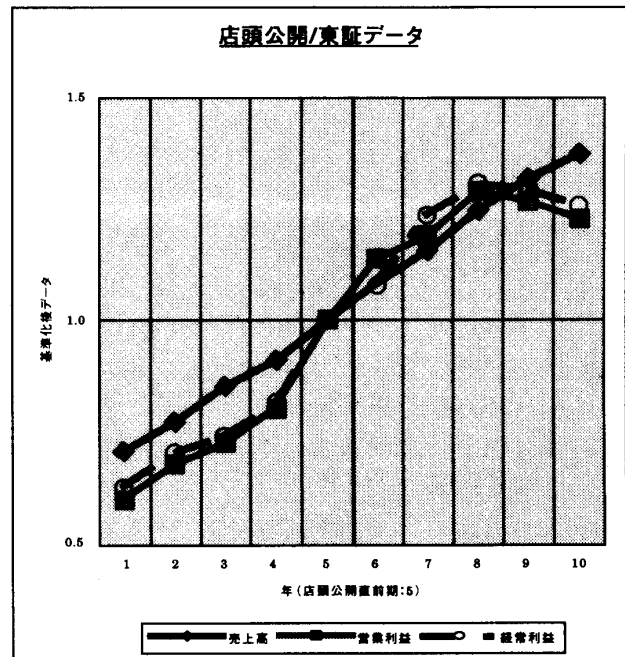


図13 東証上場企業業績変化率補正後の値

6. むすび

本研究では、1986年から1991年の間に新規店頭公開した企業の業績を調査し、店頭公開前後の財務分析をすることによって、わが国において店頭公開した企業の収益性が低下することを示した。また、この収益性の低下の最も重要な要因は多額の有形固定資産への投資であることも示した。

本論では、新規店頭公開企業に焦点を当て各種解析を行い、製造業と非製造業での収益性への影響の違いについても考察した。今後、店頭公開すること自体の収益性への影響の分析を、更に詳細の業種毎、企業規模毎、大企業の子会社かどうか等、企業の性格による収益性への影響度の違いについても考察する価値はあると考える。また、この他に新規株式公開においては、東証等他の証券市場への新規上場がある。東証等その他の証券市場への新規株式公開に関しても同様の分析を行う価値もあると思われる。長期景気低迷を続ける日本経済の活性化のためには、新たに株式を公開する若く勢いのある企業が少しでも多く現れ、株式公開後も高収益性を維持できるよう財務分析的な手法を考慮に入れた経営に努め、日本経済全体を押し上げていくことを期待したい。

謝 辞

本論文の作成に際して、東京工業大学大学院社会理工学研究科の古川浩一教授に懇切なご指導賜りました。また、同研究科の蜂谷豊彦助教授、今井潤一助手、並びに青山学院大学経営学部池田昌幸助教授、さらに、レフェリーの先生方にも貴重なご意見を頂戴致しました。ここに感謝の意を表します。

参考文献

- [1] Ibbotson, R.G.: "Price performance of common stock new issues," *Journal of Financial Economics* Vol.2, pp.235-272, 1975.
- [2] Jain, B.A. and O. Kini: "The post-issue operating performance of IPO Firms," *Journal of Finance* Vol.49, pp.1699-1726, 1994.
- [3] 神座保彦:「株式店頭公開市場の株価形成と諸問題について」, 証券アナリストジャーナル, Vol.3, pp.2-12, 1995年.
- [4] 国村道雄:「わが国株式収益率での入札情報と初期収益率」, 小林繁, 日本経営財務研究学会編, 経営財務研究双書, 第18巻, pp.31-62, 1998年.
- [5] Logue, D.: "On the pricing of unseasoned equity issues," *Journal of Financial Quantitative Analysis* Vol.8, pp.91-103, 1973.
- [6] Loughran, T.: "NYSE vs NASDAQ returns: Market microstructure or the poor performance of IPOs?," *Journal of Financial Economics* Vol.33, pp.241-260, 1993.
- [7] Loughran, T., and J.R. Ritter: "The new issues puzzle," *Journal of Finance* Vol.50, pp.23-51, 1995.

The Effect of Initial Public Offerings (Tentou-koukai) on Corporate Profitability in Japan

Nobuo Sayama*, and Teruyuki Nagashima†,

Abstract

Through Tentou-koukai, companies have access to significant liquidity from the capital market, which can be used for the company's growth. Because companies' names will be more familiar in the market and their credibility will grow after Tentou-koukai, such companies should be able to enhance their growth and hire good human resources after Tentou-koukai. Therefore, such companies should be more profitable and grow after Tentou-koukai by taking advantage of increased liquidity from the capital market and good human resources. In fact, companies usually have been growing before Tentou-koukai. However, do companies continue the growth trend and sustain high profitability after Tentou-koukai? It is important to know the effects of Tentou-koukai with respect to companies considering Tentou-koukai and to analyze the results after Tentou-koukai.

In this article, we will show the effect of Tentou-koukai towards companies' profitability by analyzing various financial data before and after Tentou-koukai. We investigated 321 companies that conducted Tentou-koukai from 1986 to 1991. We analyzed their financial data 5 years before and after Tentou-koukai and examined the difference in profitability. The data shows that profitability decreases after Tentou-koukai. The reason for the decrease in profitability is primarily high depreciation resulting from high post-Tentou-koukai investments in fixed assets. This tendency of decreasing profitability after Tentou-koukai is more significant for manufacturers compared with than non-manufacturers. However, decreasing cash flow is more significant for non-manufacturers.

Key words

Tentou-koukai, Initial public offering, Financial analysis, Profitability, Human Overhead, Investment

Submitted October 1998.

Accepted December 1998.

* Managing Director, Unison Capital, Inc.

† Division of Decision Science and Technology, Tokyo Institute of Technology