

JASDAQ市場における新規株式公開の 長期パフォーマンス

阿 部 圭 司

The long-run performance of initial public offerings in JASDAQ market

Keiji ABE

Abstract

This article investigates the long-run performance of initial public offerings (IPOs) in Japanese market. Using a sample 835 IPOs that went to public in JASDAQ market during 1992 - 2002, the cumulative returns in three years after going public underperformed a benchmark index. With the price underperformance, in a post issue period, a significant decline in operating performance found out in IPO firms. We find a positive relation between post-IPO price and operating performance, but the relation has only a part of explanatory factor on a long-run phenomenon.

1 . はじめに

一般に企業は、少数の投資家から資本の供給を受けて設立される。この時、会社形態が株式会社であれば、出資資本の証書である株式には流動性がほとんどなく、投資家が株式を売却し、資金を回収・獲得することは困難な場合が多い。その後企業が成長し、さらなる資本の供給を受けることを望んだ場合、選択される手段の1つが、証券市場にて不特定多数の投資家に株式を売却し、資金調達を行う株式公開である。公開のためのコストやM&Aのリスクも存在するが、株式公開により株式は流動性を獲得し、投資家の資金運用、企業の資金調達双方に利便性をもたらす。

証券の価格形成という視点からみると、この新規株式公開 (Initial Public Offerings、IPO) に関して、観察される初期収益率 (initial return) が多くの場合、非常に高い水準となる事が経験的事実として知られている。この現象は、わが国はもとより、米国、欧州、さらにはアジア各国の証券市場において広く観察されている。同様にIPO銘柄に観察される現象として、公開後の長期的なア

ンダーパフォーマンスがあげられる。これは、公開後、3年から5年の期間にかけて、IPO銘柄からなるポートフォリオの収益率が、市場インデックスや比較対象のために作成されたポートフォリオよりも平均して低くなっている、というものである。取引高と初期収益率に周期性が存在する現象 (hot issue) を加えて、これらの現象が新規株式公開に関するアノミーとして知られている。

本稿では、わが国の主要な新規公開市場であるジャスダック市場 (以下JASDAQ) を対象に、IPO後の株価の長期パフォーマンスについて分析を試みる¹。本稿の構成は次のとおりである。次節では先行研究のレビューを行う。第3節ではJASDAQ市場における新規株式公開の長期パフォーマンスを検証する。本稿では1992年から2002年2月にかけてJASDAQ市場で新規公開した835社を対象とした分析を行う。第4節では、公開企業の公開前後の財務パフォーマンスについて分析した結果を示し、第5節では、この長期のアンダーパフォーマンスの要因を企業の財務状況に求めた分析結果を示す。最後に第6節では本稿でのまとめと今後の課題について述べる。

2. 新規公開株の長期パフォーマンスに関する先行研究

ここで簡単に新規公開株の長期パフォーマンスに関する先行研究を概観しておこう。多くの研究から、新規公開株式の収益率は、長期的には低下傾向にあることが各国の市場で観察されている。

Ritter (1991) は、1975年から1984年に米国市場で株式公開した1,526社を対象に分析を行った。産業と規模で揃えた既存企業の株価をベンチマークとした時、IPO銘柄は初値による初期収益率を除くと、公開後36か月で - 29.13%ものアンダーパフォーマンスを示したと述べている。市場インデックスなど他のベンチマークを用いた場合にも水準は異なるものの、同じ傾向が観察されていることが示されている。また、IPO銘柄を産業毎に分類した場合、公開年毎に分類した場合では、ほぼ区別なくアンダーパフォーマンスであったが、IPO企業の創業年数で分類したところ、創業間もない若い企業ほどアンダーパフォーマンスの傾向が強いことを報告している。米国以外では、Levis (1993) が英国で、Lee, Taylor and Walter (1996a, 1996b) がオーストラリア、シンガポールでそれぞれIPO銘柄の長期パフォーマンスが低いことを報告している。

わが国の市場については、忽那 (2001) が、1995年と1996年にJASDAQ市場で公開した242社を対象にベンチマークを複数用いて分析を行っている。分析から、公開後1年程度の間はIPO銘柄のパフォーマンスはベンチマークとした市場インデックスを上回っていたが、その後アンダーパフォーマンスするという結果を報告している。また、用いるベンチマークにより、観察されるパフォーマンスに違いがあることを述べている。

新規公開株式のこうした長期アンダーパフォーマンスに関して、Ritter (1991) は機会の窓 (Window of opportunity) を唱えている。これは、IPO企業の成長性に関して投資家が楽観的であるタイミングを利用して株式公開が行われる、というものであり、投資家の公開会社への過剰な期待とその修正により長期の低収益率が生じるというものである。また、忽那 (2001) は長期パフォ

パフォーマンスと創業までの期間、株式保有構造（ベンチャーキャピタルによる投資の有無、筆頭株主の保有比率）、アンダーライターの名声といった属性との関連を検証している。

3．新規公開株の長期パフォーマンス

本節では1992年から2002年2月にかけて、JASDAQ市場で株式公開した企業を分析対象とする。1992年は1989年度から導入された入札方式による株式公開において、落札価格の高騰から初値が公開価格を下回る銘柄が続出し、一時新規公開が止まった後に、株式公開が再開された年である。また、この分析期間中には入札方式における公開価格のディスカウント制度の導入（1993年1月）、1997年9月公開分よりブックビルディング制度の導入がされている²。

IPOに関する条件、すなわち、公開日、公募株数、入札下限価格、仮条件価格、公開価格、初値などの情報は、「商事法務」の「増資白書」（1992年から1998年分まで）及び「株式店頭上場白書」（1999年以降）の各年版から採取した。

分析期間における新規株式公開の概要を表1にまとめた。調達額は公募株数に公開価格を乗じて求めている³。表1より、近年のJASDAQ市場では毎年平均してIPOによる初期収益率が正であることが分かる。最小値からは負の初期収益率となったIPOも存在しているが、一部の極めて大きい正の収益率による影響ではなく、公開全体として正の収益率となる傾向が存在する。

本稿が対象とする1992年から2002年2月にかけてのIPOでは全865件のうち、初期収益率が正で

表1：分析期間における新規株式公開の概要

年	公開数	調達総額（億円）	初期収益率		
			平均	最大	最小
1992	15	248	15.35%	63.49%	- 7.76%
1993	55	2,045	11.90%	54.62%	- 9.46%
1994	107	2,839	10.84%	70.27%	- 14.00%
1995	137	2,139	12.78%	103.39%	- 14.29%
1996	110	2,371	15.50%	98.54%	- 11.56%
1997	103	1,496	5.43%	185.71%	- 35.71%
1998	62	686	23.78%	271.43%	- 41.41%
1999	73	1,895	134.13%	809.09%	- 16.67%
2000	97	2,156	21.87%	300.00%	- 64.29%
2001	97	1,392	35.21%	275.00%	- 72.50%
2002	9	123	94.02%	420.31%	- 23.68%
合計	865	17,391	27.46%	809.09%	- 72.50%

「商事法務 増資白書」及び「株式店頭上場白書」より作成。1992年から2002年2月までの期間、JASDAQ市場において公開した企業をサンプルとした。

2002年全体の公開数は68社。初期収益率は新規株主に販売する際の公開価格と公開後市場で値付けられた初値から求められたもの。調達額は公募株数に公開価格を乗じて求めている。

あったものは703件と多く、この現象が近年、公開価格算出方法がめまぐるしく変更されたわが国市場においても観察されたことは興味深いといえよう。

次にIPO銘柄の長期パフォーマンスの分析を行う。分析対象期間中、株式公開を行った企業は865社であるが、公開後36か月の株価データが利用可能である835社を実際の分析対象とした。株価データは東洋経済新報社の「株価CD-ROM」、及び「株価チャートCD-ROM」から採取し、株式分割等の調整を行った。Ritter (1991) 他の研究では、初値からの変化率に基づく長期パフォーマンスを計測しているが、IPO銘柄の初期収益率が高いという現象と問題を分離するため、公開月の終値からの収益率を用いる。

各銘柄について各月の収益率 r_{it} からベンチマークポートフォリオの収益率 r_{mt} を控除したものを超過収益率 ar_{it} と定義する。

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

ベンチマークとする市場インデックスとして、TOPIX、日経平均株価、JASDAQ指数を用いた⁴。この超過収益率を公開後からTか月分 (T = 1, 2, 3, ..., 36) 累積したものを累積超過収益率CAR_iとする。

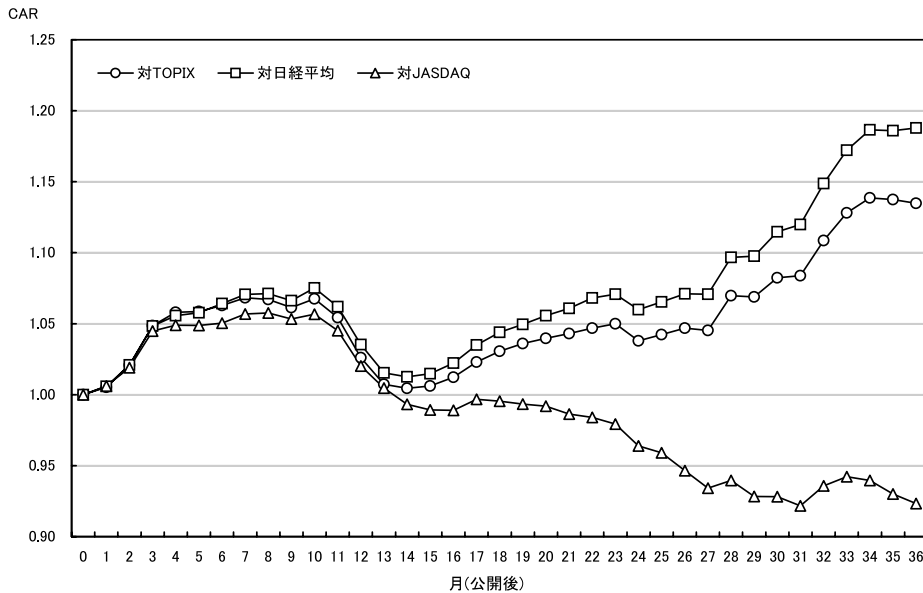
$$CAR_i = \prod_{t=1}^T (1 + ar_{it})$$

CARはIPO銘柄を公開月の終値で購入し、Tか月後に売却したときの収益率を表している。したがって、CARが1を超えていれば、ポートフォリオはベンチマークを超えるパフォーマンスであることを意味し、逆に1を下回っていれば、アンダーパフォームしていることを意味している。

図1は公開後1か月から36か月後までの長期パフォーマンスについて、累積超過収益率CARの平均を3つの市場インデックスによるベンチマーク毎にプロットしたものである。3つのベンチマーク共通の傾向として、公開後から12か月までは累積超過収益率は1以上を維持しているが、公開後10か月後付近から下落を始め、12から14か月後では、公開直後と変わらないパフォーマンスにまで低下する。TOPIXと日経平均をベンチマークに用いたポートフォリオでは、その後上昇に転じ、36か月後にはそれぞれが10%以上の超過収益を獲得していることが分かる。

一方、JASDAQ指数をベンチマークに用いたポートフォリオは12か月後以降も下落を続け、36か月後には累積で8%近くアンダーパフォームしていることが分かる。この結果から、わが国の代表的な新規公開市場である、JASDAQ市場において、IPO銘柄の長期パフォーマンスは平均して低下しているというアノマリーの存在が確認された。加えて、用いるベンチマークにより累積超過収益率が異なるという結果は、先行研究のもと一致する。TOPIXと日経平均は共に東証一部銘柄を対象とし、その動きもほぼ一致しているが、JASDAQ指数は1999年から2000年、及び2003年以降に

図1：新規公開株式の長期パフォーマンス



1992年から2002年2月にかけてJASDAQ市場で株式を新規公開した835銘柄。TOPIX、日経平均、JASDAQ指数をベンチマークとし、これとの超過収益率を累積した累積超過収益率。

かけて、先の2つのインデックスとは明らかに異なる動きをしており、東証とは別の、JASDAQ市場固有の動向を見せていたと考えられる。分析対象となるIPOがJASDAQ市場で行われたものであることから、以降の分析はJASDAQ指数をベンチマークとしたものに限って述べてゆくこととする。

表2はIPO銘柄の長期パフォーマンス分析の結果を示している。表には3つの市場インデックスをベンチマークとした累積超過収益率と、公開年毎にポートフォリオを作成し、JASDAQ指数をベンチマークとした場合の累積超過収益率を示している。また、表中にはJASDAQ指数をベンチマークとした場合の累積超過収益率について、1を超える（下回る）数も示している。

公開直後は累積超過収益率が1を下回る数がやや多いが、公開後3か月までは1を超えるものが増加している。4から8か月後まではほとんど変化はないが、12か月以降は一転して、1を下回る数が増加し、公開後36か月では70%以上の銘柄がベンチマークを下回るパフォーマンスとなっている。累積超過収益率が低下してゆく傾向は少数の外れ値ではなく、4分の3あまりのIPO銘柄でパフォーマンスが低下していることに由来しているといえよう。

公開年毎のポートフォリオにおける長期パフォーマンスでは、分析対象となる11か年のうち、一部のサンプルとなる2002年を除くと、10か年のうち、1998年と2000年公開のポートフォリオのみがベンチマークを超えるパフォーマンスとなり、残りの8か年では全体の傾向と同様、長期的にはアンダーパフォーマンスであったことを示している。

表2：新規公開株式の長期パフォーマンス

	月（公開後）								
	1	2	3	6	12	18	24	30	36
対TOPIX	1.01	1.02	1.05	1.06	1.03	1.03	1.04	1.08	1.13
対日経平均	1.01	1.02	1.05	1.06	1.04	1.04	1.06	1.11	1.19
対JASDAQ	1.01	1.02	1.04	1.05	1.02	1.00	0.96	0.93	0.92
CAR 1	378	401	414	403	364	307	274	240	220
CAR < 1	457	434	421	432	471	528	561	595	615
1992年	0.98	1.02	1.07	0.96	0.78	0.76	0.66	0.68	0.62
1993年	1.00	1.00	1.02	1.01	0.99	0.96	0.90	0.84	0.87
1994年	1.00	0.99	1.02	1.05	0.97	0.89	0.90	0.89	0.83
1995年	1.00	1.02	1.04	1.04	1.03	0.98	0.91	0.86	0.87
1996年	0.99	0.98	1.00	1.00	0.92	0.90	0.88	0.86	0.75
1997年	1.01	1.05	1.07	1.09	1.14	1.17	1.05	0.72	0.77
1998年	0.98	1.02	1.07	1.14	1.07	0.84	0.85	0.98	1.10
1999年	0.88	0.78	0.77	0.71	0.62	0.69	0.69	0.67	0.69
2000年	1.09	1.17	1.24	1.26	1.53	1.66	1.59	1.58	1.49
2001年	1.09	1.13	1.15	1.16	1.02	0.94	0.92	1.01	1.06
2002年	0.95	0.96	1.12	1.04	0.97	1.26	1.91	2.76	2.43

1992年から2002年2月にかけてJASDAQ市場で株式を新規公開した835銘柄。TOPIX、日経平均、JASDAQ指数をベンチマークとし、これとの超過収益率を累積した累積超過収益率。CAR 1、CAR < 1の行にある数値は、全サンプル中、累積超過収益率が1以上（1未満）となった企業数。

4．公開前後の財務パフォーマンス

前節にて、1992年から2002年2月にかけてのJASDAQ市場において、IPO後の長期パフォーマンスがベンチマークとして用いた市場インデックスに劣るという現象を確認した。本節では、このアンダーパフォーマンス要因の1つとして、公開企業のIPO前後における収益性の変化を検討する。

企業が株式公開を果たすには、証券取引所が設ける上場基準を満たす必要がある。上場基準は取引所により異なるが、概ね共通している項目として、発行済み株式数や株主数といった流動性を保障する項目と、利益や株主資本といった財務項目が挙げられる。上場審査は直前期の財務諸表を対象とするため、当該期における新規公開企業は高い収益性・成長性を誇るが、公開後も同様なパフォーマンスを挙げるとは限らない。日米の市場を対象とした先行研究によれば、公開後の企業の収益性は低下傾向にあるという。

Jain and Kini (1994) は、1976年から1988年にかけて米国市場で公開した682社を対象に分析し、公開直前期の業績と比較して、公開直後から3会計年度の業績は、売上高は成長する一方で、総資産利益率、総資産営業キャッシュフロー率、総資産回転率の収益性を示す指標が低下傾向にあることを示している。また、佐山・長島(1998)は、1986年から1991年にかけてJASDAQ市場で公開し

た321社を対象に分析し、IPO後の総資産、有形固定資産、従業員数といった資産、規模の面での拡大と売上高の向上が観察される一方で、経費の拡大とそれに伴う収益性の悪化が観察されたと述べている。さらに佐山・長島（1998）では、収益性の低下は主に有形固定資産への投資とそれに伴う減価償却にあり、業種毎では設備投資を必要とする製造業に顕著であったと報告している。

いうまでもなく、現代のファイナンス理論では、株価は将来の収益性を反映して定まるのであるから、公開前後の収益性の変化は、長期パフォーマンスの傾向を説明する要因の1つと考えてよいだろう。

本節では、複数期に渡る財務データの利用可能性から、公開前後6会計年度の財務諸表が利用できる798社を分析対象とした。これは、1992年から2001年にかけて実際に公開した企業の93.2%に相当する。6会計年度は、公開月を含む年度を0年とし、前2年（-2、-1期）、後3年（+1期、+2期、+3期）とした。ただし、2001年公開企業においては、+3期の財務データが入手できないサンプルがあり、これを欠損値として扱ったため、+3期のデータのみ、703社が分析対象となった。分析に用いる財務データは日本経済新聞社の「日経NEEDS財務データ」より採取したものを利用した⁵。

表3はIPO銘柄の公開前後の収益水準と傾向を798社の中央値で示したものである。売上高は公開前からの増加傾向が公開後も維持されているが、営業利益、経常利益、当期利益の数値は、公開前までの増加傾向から反転、公開後は減少している。公開直前（-1）期に経常損失、当期損失を

表3：IPO銘柄の公開前後の収益水準と傾向

	決 算 期					
	- 2	- 1	0	+ 1	+ 2	+ 3
売上高	10,450	11,752	12,811	13,417	13,773	14,468
営業利益	648	773	838	799	740	698
経常利益	577	723	791	768	721	730
当期利益	237	342	395	373	344	330
[単位 百万円]						
経常損失	8	1	10	43	52	51
当期損失	19	1	13	61	92	80
[単位 社]						
増収増益		587	502	389	365	310
減収増益		78	52	42	59	90
増収減益		72	153	153	170	124
減収減益		61	91	214	204	179
[単位 社]						

1992年から2001年にかけてJASDAQ市場で株式公開した798社。2001年公開企業の公開後3期目のみ703社。公開月を含む会計年度を0期とした。売上高他4つの利益数値は中央値。経常損失、当期損失の数値は会社数。増（減）収、増（減）益はそれぞれ売上高、当期利益の増減であり、表中の数値は企業数。

表4：IPO銘柄の公開前後の財務比率

	決算期					
	- 2	- 1	0	+ 1	+ 2	+ 3
売上高営業利益率	6.18%	7.14%	7.12%	5.81%	5.02%	4.88%
売上高経常利益率	5.45%	6.58%	6.51%	5.75%	4.97%	4.84%
売上高当期利益率	2.31%	3.12%	3.31%	2.72%	2.30%	2.13%
総資本経常利益率	24.82%	25.37%	17.94%	14.93%	12.98%	11.71%
総資本当期利益率	10.11%	12.22%	8.75%	7.31%	6.12%	5.18%
総資本回転率	4.36	3.94	2.74	2.48	2.39	2.25
流動比率	120.54%	125.11%	146.12%	147.91%	149.53%	147.06%
固定比率	119.45%	105.72%	79.63%	81.14%	82.98%	84.87%
自己資本比率	31.36%	35.45%	46.21%	47.55%	48.40%	49.17%

1992年から2001年にかけてJASDAQ市場で株式公開した798社。2001年公開企業の公開後3期目のみ703社。公開月を含む会計年度を0期とした。売上高他4つの利益数値は中央値。

計上しているのがわずかに1社である。これは、実際の株式公開における審査が公開前の財務諸表を対象としているためであろう。しかし、公開後、特に+1期以降では経常損失、当期損失を計上する企業数は増加している。

単年度ではなく、前年度と比較したものが、売上高、当期利益の増(減)収増(減)益に関する項である。公開後、増収減収に関わらず減益となった企業数は、+1期から+3期にかけて300社以上にのぼる。これに合わせ、増収増益と売上高、当期利益ともに順調に成長している企業数も公開前、公開時には500社以上であったものが、300社台と減少している。

同じ分析データを対象に公開前後の財務比率を求めたものが表4にある。流動比率、固定比率、自己資本比率で示された財務面では、いずれの数値も公開前後において水準の変化が観察されるものの、公開後における変化はわずかであり、財務面においては公開後も安定していると判断できるが、収益性、資本効率性を示す指標では、公開後水準の低下が観察できる。

5. 新規公開株の長期パフォーマンスと財務パフォーマンスの関連

これまでに、わが国公開市場において、新規公開株式の長期のアンダーパフォーマンスと公開企業の財務パフォーマンスが公開後、収益性を低下させている傾向を観察した。本節では、財務パフォーマンスの悪化がIPO銘柄の長期パフォーマンスに与えた影響を分析する。

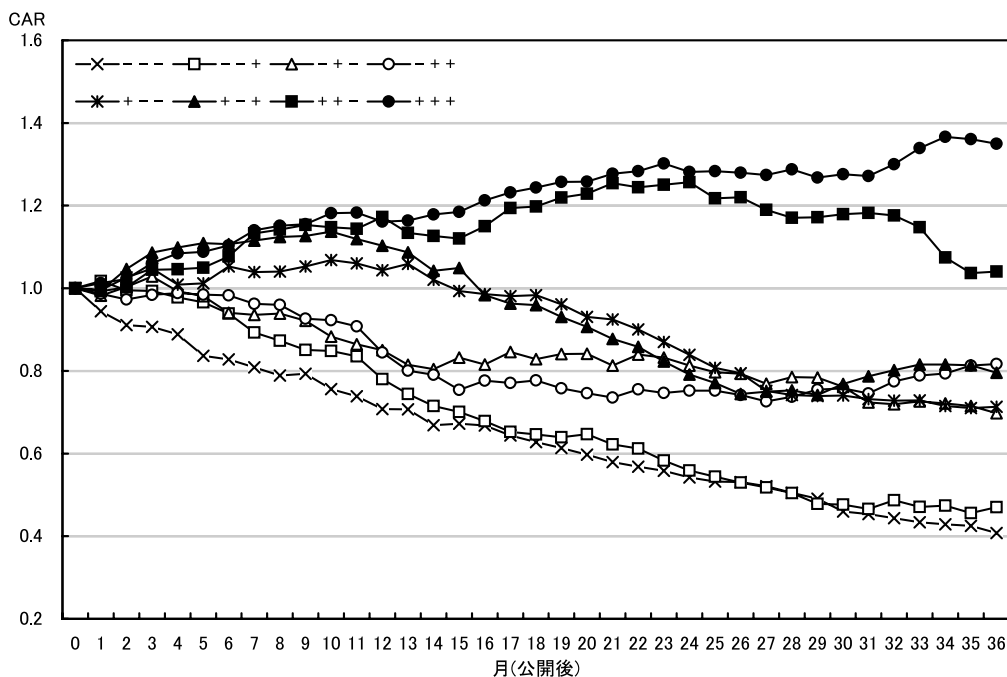
ここでの分析データは、1992年から2000年にかけてJASDAQ市場で新規株式公開を行った企業のうち、公開後36か月の株価が「株価CD-ROM」から入手でき、かつ、公開時点を含む会計年度を0期とし、以降、連続3会計年度の決算情報が「日経NEEDS財務データ」から入手可能なものとした。この基準により、分析に用いたデータは実際の公開数の91.8%に相当する697社となった。

分析対象となった697社は、0期から+3期までの各期の当期利益の増減により「+++」(増益、

増益、増益)、「+ - -」(増益、減益、減益)等のように、8つのグループに分類される。この8グループについて、JASDAQ指数をベンチマークとして超過収益率を求め、公開後から36か月間の累積超過収益率を求めた。図2及び表5はこの結果を示したものである。公開後36か月で、ベンチマークを超える収益率を獲得したグループは2つであった。公開後3期連続して増益を果たしているグループは、サンプル数が252社と最も多い。公開直後から正の超過収益率を獲得し、その後も低下傾向はほとんどなく、最終的に36か月後にはベンチマークを35%も上回るパフォーマンスを獲得している。公開後2期連続して増益、+3期目に減益となったグループは、公開後24か月付近までは上昇傾向にあるが、それ以降は低下傾向にあり、企業の収益性を反映した動きをしているように思われる。公開直後の期には増益であったが、+2期目に減益を記録している2つのグループは、12か月付近までは上昇傾向にあり、ベンチマークを上回っているが、それ以降は下落傾向にあり、累積超過収益率は共に+2期目途中でベンチマークを下回る。2つのグループは+3期目に増益が減益かに分かれるが、これを反映してか、+3期目に増益に復帰するグループでは、結果的には1を下回って入るものの、累積超過収益率の向上が観察される。

公開直後は減益であったものの、翌期に増益に転じた2つのグループは、公開直後から超過累積収益率が1を下回り、12か月目にかけてさらなる低下傾向が観察される。増益に転じた期からは、

図2：新規株式公開企業の損益パターン別長期パフォーマンス



1992年から2000年にかけてJASDAQ市場で新規株式公開した759社のうち、公開後36か月間の株価データ及び公開期から後、3会計年度の財務データの入手が可能であった697社。図中の正負の符号は当期利益が前期から増益であるか、減益であるかを示す、例えば、「- - -」は「減益、減益、減益」、「+ - -」は「増益、減益、増益」を示す。

3期目が増益、減益に関わらず、累積超過収益率に目立った変化は認められず、公開直後から低下した水準が維持される傾向が観察される。最後に公開直後から2期連続して減益を記録した2つのグループの累積超過収益率は、公開直後から低下傾向にあり、その後も一貫してベンチマークを下回るパフォーマンスとなった。中でも3期連続して減益となったグループでは、36か月後ではベンチマークを60%近くも下回る水準となった。

図2や表5からは、IPO銘柄の長期アンダーパフォーマンスは、公開企業の増益、減益といった収益性を反映したもののようによく映る。IPO銘柄の長期パフォーマンスに対しては、企業の収益性がその一因となっていることは明らかだろう。しかし、公開企業の収益性だけで、長期パフォーマンスを説明することについては、やや疑念が残る。

表5：新規株式公開企業の損益パターン別長期パフォーマンス

利益変化	標本数	月（公開後）								
		1	2	3	6	12	18	24	30	36
- - -	56	0.94	0.91	0.91	0.83	0.71	0.63	0.54	0.46	0.41
- - +	50	1.02	1.00	0.99	0.94	0.78	0.65	0.56	0.48	0.47
- + -	46	0.98	1.00	1.03	0.94	0.85	0.83	0.81	0.76	0.70
- + +	71	0.99	0.97	0.98	0.98	0.84	0.78	0.75	0.76	0.82
+ - -	68	1.00	1.03	1.05	1.05	1.04	0.98	0.84	0.74	0.71
+ - +	57	0.99	1.05	1.09	1.11	1.10	0.96	0.79	0.77	0.80
+ + -	97	0.99	1.00	1.04	1.08	1.17	1.20	1.26	1.18	1.04
+ + +	252	1.01	1.02	1.06	1.10	1.16	1.24	1.28	1.28	1.35

1992年から2000年にかけてJASDAQ市場で新規株式公開した759社のうち、公開後36か月間の株価データ及び公開期から後、3会計年度の財務データの入手が可能であった697社。表中の正負の符号は当期利益が前期から増益であるか、減益であるかを示す、例えば、「- - -」は「減益、減益、減益」、「+ - +」は「増益、減益、増益」を示す。表中の数字は、JASDAQ指数をベンチマークとした累積超過収益率。

表6は、損益パターンで分類した8グループの公開後36か月目における累積超過収益率がベンチマークを超えた（下回った）数をまとめたものである。3期連続して増益であったグループにおいては、252社中、累積超過収益率がベンチマークを超えたものは103社に留まり、149社と過半数がベンチマークを下回った。また、公開後2期連続して増益であったグループでは、97社中、これも半数以上の70社がベンチマークを下回った。

これら2グループは平均してベンチマークを超えるパフォーマンスを記録してはいるが、比較的少数のサンプルの高いパフォーマンスによって得られたものと解することができる。本稿で用いた増益であるかの判断基準は、前期と比較して同額の利益であっても増益としたので、市場における評価からすると、楽観的な評価であり、結果的に3期連続増益であってもベンチマークを超えるパフォーマンスとはならない原因であることは十分に予想できる。IPO銘柄の長期パフォーマンスの原因を企業の収益性に求めるのであれば、単に増益、減益であったかどうかだけではなく、詳細な収益性の評価基準に基づいた分析を行う必要があるだろう。

表6：損益パターン別公開後36か月後の対ベンチマーク成績

	利益変化							
	- - -	- - +	- + -	- + +	+ - -	+ - +	+ + -	+ + +
CAR 1	3	2	8	16	13	12	27	103
CAR < 1	53	48	38	55	55	45	70	149
合計	56	50	46	71	68	57	97	252

1992年から2000年にかけてJASDAQ市場で新規株式公開した759社のうち、公開後36か月間の株価データ及び公開期から後、3会計年度の財務データの入手が可能であった697社。表中の正負の符号は当期利益が前期から増益であるか、減益であるかを示す、例えば、「- - -」は「減益、減益、減益」、「+ - +」は「増益、減益、増益」を示す。表中の数字は各グループ中、累積超過収益率が1以上、あるいは1未満であった企業数。

6．おわりに

本稿では、わが国を始め、各国の証券市場で観察されているIPO企業の公開後の長期アンダーパフォーマンスというアノマリーについて、1992年から2002年2月にかけてJASDAQ市場にてIPOを行った865社をサンプルとして分析を行った。ベンチマークによる差はあるものの、JASDAQ指数をベンチマークとした場合、公開後36か月で累積超過収益率はベンチマークを下回り、このアノマリーが本稿で扱った分析期間においても存在していることを確認した。また、公開年別にポートフォリオを作成した場合においても、いくつかの例外を除いてアンダーパフォーマンスの傾向があることを確認した。

次いで公開企業の公開前後の業績を分析した。先行研究と同様、公開企業の財務パフォーマンスは、公開直前では高い収益性を示しているものの、公開後はそれが低下する傾向が観察された。この事実を基に、本稿では公開企業の収益性と長期パフォーマンスとの関連性の検証を試みた。分析からは、公開直後の2期連続で当期利益が増益であったグループがベンチマークを超える高い収益率を獲得していること、2期連続で減益であったグループがベンチマークを下回る結果となったことから、企業の収益性というファンダメンタル的な要因が、長期パフォーマンスを説明する一因となっていると考えた。

本稿では、単に増益、減益という視点のみから長期アンダーパフォーマンスの解釈を試みたが、連続して増益であっても、実際にはベンチマークを下回るサンプルが多く、この要因だけでは、IPO企業の長期パフォーマンスを説明しきれない。収益性や他の財務内容についてさらに詳細な分析を加え、長期パフォーマンスとの関連を検討するべきであろう。また、先行研究が取り上げた公開企業の財務面以外の属性と長期パフォーマンスの関連、公開市場別のパフォーマンス分析についても、追加的な検証を行う必要があるだろう。これらについては今後の課題としたい。

（あべ けいじ・本学経済学部助教授）

* 本稿は文部科学省科学研究費補助金（2004～2005年）からの助成を受けて行われた研究の一部である。

注

- 1 JASDAQ市場は2001年7月より、従来の店頭市場という名称を改めている。また、株式公開についても、従来の「店頭登録」から「上場」と表現を改めている。
- 2 入札方式との選択制であり、入札による公開価格決定も可能であるが、導入後は2004年度末現在ですべてブックビルディング方式が選択されている。
- 3 新規株式公開は公募と売出という2つの方法により行われる。公募は新規に株式が発行されるもので、企業に資金が流入するが、売出は既存株主の持分が販売されるもので、企業に資金が流入するものではない。また、公開に際して企業は公募価格より低い価格で証券会社に株式を売却しているので、実際に調達された額は表の金額よりも少ない。
- 4 JASDAQ指数の変化率は1992年12月28日から公表されているため、それ以前の期間については、日経店頭平均の変化率で代用した。
- 5 決算期変更の企業については、損益計算書項目を12か月分に修正（損失の場合はそのままとした）した。したがって、決算月と公開月の時間差は企業により最大で12か月存在する。このことから、企業により0年の決算情報が公開直後の株価に織り込まれる程度に差が生じる可能性がある。

参考文献

- [1] Aggarwal, R., Leal, R. and Hernandez, L., 1993, "The After-Market Performance of Initial Public Offerings in Latin America", *Financial Management*, 22, pp.42-53.
- [2] Jain, B.A. and O. Kini, 1994, "The post-issue operating performance of IPO firms", *Journal of Finance*, 49, pp.1699-1726.
- [3] Lee P., Taylor S. and Walter, T., 1996, "Australian IPO pricing in the short and long run", *Journal of Banking and Finance*, 20, pp.1189-1210.
- [4] Lee P., Taylor S. and Walter T., 1996, "Expected and realised returns for Singaporean IPOs: Initial and long-run analysis", *Pacific Basin Finance Journal*, 4, pp.153-180.
- [5] Levis, M., 1993, "The Long-run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988", *Financial Management*, 22, pp.28-41.
- [6] Ritter, J.R., 1991, "The long-run performance of public offerings", *Journal of Finance*, 46, pp.3-27.
- [7] Ritter, J.R. and I. Welch, 2002, "A review of IPO activity, pricing, and allocations", *Journal of Finance*, 57, pp.1795-1828.
- [8] 阿部圭司、2001、「店頭市場における新規公開株の価格形成について - 算定方式変更による価格形成への影響 - 」、『高崎経済大学論集』、44、pp.79-96。
- [9] 石塚博司編著、1987、『実証 会計情報と株価』、同文館。
- [10] 佐山展生・長島輝幸、1998、「店頭公開が企業の収益性に及ぼす影響の分析 」、『管理会計学』、6、pp.75-90。
- [11] 忽那憲治・岡村秀夫、1999、「新規店頭公開企業の業績パフォーマンスと株式保有構造 」、『証券アナリストジャーナル』、37、pp.60-80。
- [12] 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 」、『金融グローバリズム』、東大出版会、pp.139-168。
- [13] 山分佐知子、2003、「日本における株式新規公開に関する実証分析 」、『現代ファイナンス』、14、pp.47-78。