

Title	新規株式公開前後の企業の成長性に関する考察：高成長企業と低成長企業の特徴について
Sub Title	
Author	宮生, 侑祐(Miyao, Yusuke) 磯辺, 剛彦(Isobe, Takehiko)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2015
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2015年度経営学 第3097号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002015-3097

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2015 年度）

論文題名

新規株式公開前後の企業の成長性に関する考察
—高成長企業と低成長企業の特徴について—

主 査	磯辺 剛彦
副 査	太田 康広
副 査	村上 裕太郎
副 査	

学籍番号	81431144	氏 名	宮生 侑祐
------	----------	-----	-------

論文要旨

所属ゼミ	磯辺剛彦 研究会	学籍番号	81431144	氏名	宮生 侑祐
(論文題名) 新規株式公開前後の企業の成長性に関する考察 －高成長企業と低成長企業の特徴について－					
(内容の要旨) <p>本研究は上場という企業にとっての大きなイベント前後でどのような成長過程を示しているのか、上場後に成長する企業と成長しない企業とでは何が違うのかについて調査を行っている。この研究テーマを選んだ理由は、私自身が KBS 卒業後にベンチャー企業で働きたいと考えていたからだ。どうせベンチャー企業で働くのであれば上場を目指したいし、上場後も成長するような企業にしたいと思っている。そのための教訓を一つでも得ることができればと思い、この研究に取り組むことにした。</p> <p>具体的な研究手順としては、まず 2015 年 10 月現在で東証マザーズに上場している企業を対象に財務データを取得し、その中から上場前 4 年間・上場後 3 年間のデータがある企業を抽出している。企業の成長指標としては売上高成長率を用いている。そして上場して最初の決算年を基準年として、その前後の各年数で対象企業の平均売上高成長率を算出し推移をみることで上場前後の企業の成長過程を調査している。また、上場後の売上高成長率で企業を高成長グループと低成長グループに分類し各グループの特徴の違いを明らかにしている。</p> <p>調査の結果、上場を果たした企業の多くは上場前から売上高成長率が低下しており、上場後も低下が止まらないことがわかった。また、上場後に高成長（平均以上に成長）している企業は低成長の企業に比べて、社長の年齢が若く、従業員の年齢も若く、社長が創業者である割合が高いことがわかった。</p> <p>今や上場は多くのベンチャー企業の目標となりつつあるが、現実には上場した企業の多くが上場前後において売上高成長率を低下させている。上場ゴールという言葉が流行している今こそ、もう一度上場の意義について考え直す必要があるのではないだろうか。</p>					

目次

内容

• はじめに.....	4
1. 問題意識.....	4
2. 新規株式公開について.....	5
3. 株式市場の種類について.....	7
4. 研究目的.....	10
• 研究の意義.....	11
• 先行研究.....	12
1. 新規上場に関する研究.....	12
2. 本研究において参考にした先行研究.....	13
3. 本研究の新規性.....	14
• 研究方法.....	15
1. 使用するデータベース.....	15
2. 対象とする企業の条件.....	15
3. 企業の成長を測る指標.....	15
4. 異常値の排除方法.....	17
• 上場前後の成長性に関する調査.....	18
1. 対象企業の業界内訳.....	18
2. 調査結果.....	19
• 上場後の成長パターンについての調査.....	28
1. 高成長企業と低成長企業の分類について.....	28
2. 調査結果.....	31
3. 結果分析.....	32
• 考察.....	33
• 謝辞.....	35
参照文献.....	36

・はじめに

1. 問題意識

2008年のリーマンショック以降、日本ではベンチャー企業への投資が活発になり、新規株式公開を果たす企業が増加している。図1にあるように、ベンチャーキャピタリスト（以下、VC）によるベンチャー企業への投資総額も年々増加傾向にあり、その影響もあって2014年の新規株式公開件数は70件を超えた。

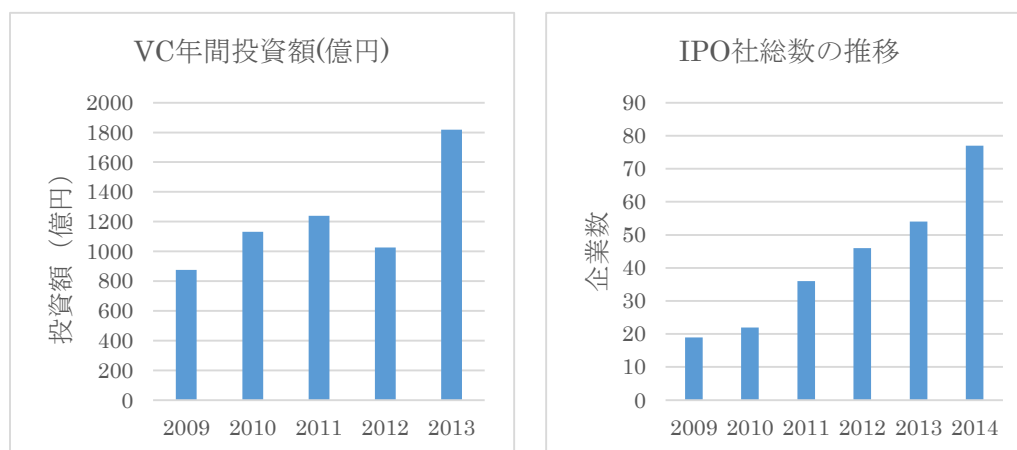


図1 ベンチャー企業への投資動向とIPO数推移

(出典：一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2014」)

この背景にはアベノミクスによる景気回復やベンチャー支援政策の整備、アントレプレナーシップの浸透など様々な要因が考えられるが、とにかくベンチャー企業にとって追い風が吹いているのは間違いないだろう。実際、この追い風に乗って新規株式公開までこぎつけ、そのまま成長し続けている企業も多い。しかし一方で新規株式公開までこぎつけたものの、その後衰退してしまう企業も多い。こちらは上場ゴールと言われるパターンである。どちらも新規株式公開までたどり着いているわけで、その時点では成長性があると見込まれていたはずである。しかし、結果的に両者には大きな差がついている。

これら企業にはどのような違いがあったのだろうか。もしそれらの違いが明らかになれば、上場ゴールを迎えるベンチャー企業を減らし、高成長ベンチャー企業を増やすことができるのではないかと思ひ、本テーマに取り組むことにした。

2. 新規株式公開について

そもそも新規株式公開とは企業にとってどのような意義があるのだろうか。日本取引所グループが発行している新規上場ガイドブックには上場の意義として以下の3点が挙げられている。

①資金調達の円滑化・多様化

上場会社は、取引所市場における高い流動性を背景に発行市場において公募による時価発行増資、新株予約権・新株予約権付社債の発行等、直接金融の道が開かれ、資金調達能力が増大することにより財務体質の改善・充実を図ることができます。

②企業の社会的信用力と知名度の向上

上場会社になることによって社会的に認知され、また将来性のある企業というステータスが得られ、取引先・金融機関等の信用力が高くなります。また、株式市況欄をはじめとする新聞報道等の機会が増えることにより、会社の知名度が向上するとともに、優秀な人材を獲得しやすくなることが期待できます。

③社内管理体制の充実と従業員の士気の向上

企業情報の開示を行うこととなり、投資者をはじめとした第三者のチェックを受けることから、個人的な経営から脱却し、組織的な企業運営が構築され、会社の内部管理体制の充実が図られます。また、パブリックカンパニーとなることにより、役員・従業員のモチベーションが向上することにもなります。

上記3点の意義を見ると、資金や社会的信用がなく社内管理体制も整っていないベンチャー企業にとって新規株式公開が目標になるのも納得できる。また上記3点の意義は株式市場側が定義したものであるが、ベンチャー企業側から見た意義もほぼ同じ内容になっている。新規株式公開を目指しているベンチャー企業にその目的を聞いたアンケートでも同様の回答が多くなっている。図2のアンケート結果がそれである。このアンケートは2014年に帝国データバンクが新規株式公開の意向があると答えた359社を対象に行ったものである。

アンケート結果を上位から見ると、「知名度や信頼度の向上」が74.7%、「人材の確保」が51.4%、「資金調達力の向上」が47.6%となっている。上場目的を「知名度や信頼度の向上」と答えた企業が多くなった背景には、ベンチャー企業の資金調達方法が多様化したことが考えられる。上場前であってもVCから資金調達することが容易になったし、銀行や政府機関からの借入も昔に比べれば容易

になった。そのため、上場目的を「資金調達力の向上」ではなく「知名度や信頼度の向上」と答えた企業が多くなったと考えられる。

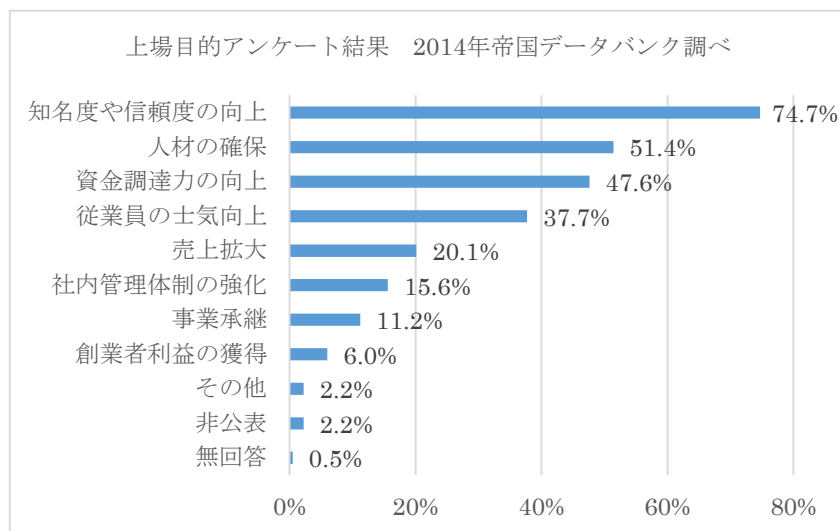


図2 上場目的アンケート結果

(出典：帝国データバンク「新規株式上場意向に関するアンケート調査」)

3. 株式市場の種類について

ベンチャー企業はどのような株式市場に公開を果たすのだろうか。現在、東京証券取引所（以下、東証）には5つの株式市場がある。市場第一部（以下、東証一部）・市場第二部（以下、東証二部）・マザーズ・JASDAQ・TOKYO PRO Marketである。このうちベンチャー企業向けの市場は、マザーズと JASDAQ である。各市場の位置づけは以下の図3の通りである。

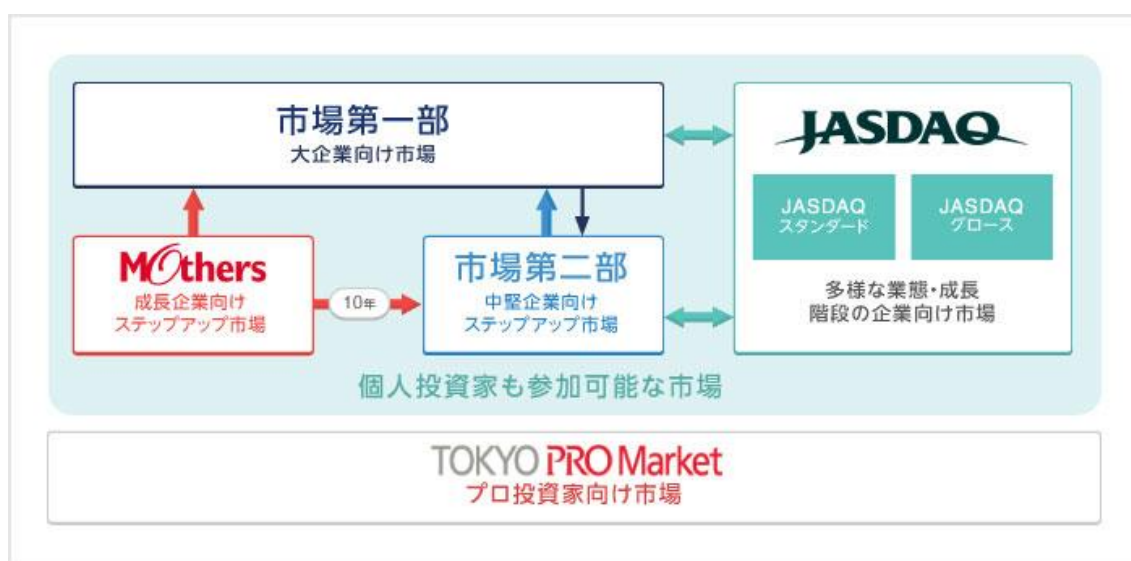


図3 証券市場の関係図

（出典：<http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/index.html>）

本研究では対象企業をベンチャー企業としているため、東証マザーズと JASDAQ に絞ってそれぞれの市場の特徴を確認し、どの株式市場を研究対象とするかを定める。まずは市場の概要を確認する。

<東証マザーズの概要>

1999年11月に大阪証券取引所のヘラクレスなどに対抗するため東京証券取引所が開設した市場である。市場第一部・市場第二部よりも上場審査基準が緩く、上位市場へのステップアップを目指す企業向けの市場となっている。

<JASDAQの概要>

1963年に日本証券業協会が創設した店頭登録制度の流れをくむ市場である。創設後は運営会社の経営統合により他市場との統合を繰り返したが、現在は信頼性・革新性地域・国際性の3つのコンセプトを掲げた市場となっている。一定

の規模と実績を有する企業を対象とした「JASDAQ スタンダード」と、より将来の成長可能性に富んだ企業を対象とした「JASDAQ グロース」の二つに分かれている。

東証マザーズ、JASDAQ とともにベンチャー企業向けの株式市場ということで共通しておりどちらも東証一部や二部に比べて上場要件は比較的緩くなっている。そのためほとんど売上や利益に関する要件は記述されていない。唯一 JASDAQ スタンダードについてのみ、利益に関する要件が記述されているが、時価総額の要件が満たされていれば利益の要件は満たす必要がない仕組みとなっている。どちらも上場時の財務状態よりも、企業の将来性を意識した上場要件となっている。

また市場規模については東証マザーズが 212 社、JASDAQ が 824 社と上場企業数では JASDAQ が圧倒的に多くなっている（2015 年 6 月 18 日現在）。しかし、出来高や売買代金では東証マザーズが圧倒的に大きくなっている。これは東証マザーズの方が JASDAQ に比べて大型株が多いということを意味している。JASDAQ は地域性を重視した市場であるため、地方のニッチ市場で戦っている企業の上場も多く、そのため小型株も多くなっていると考えられる。以下に上場要件の違いをまとめる。

		マザーズ	JASDAQ	
			スタンダード	グロース
株主数		200人以上	200人以上	
流通株式	流通株式数	2,000単位以上	-	
	流通株式時価総額	5億円以上	5億円以上	
	流通株式比率	25%以上	-	
公募又は売出し等の実施		公募500単位以上	①1,000単位以上 ②上場株式10%以上 上記①、②のうちいずれか多い数の公募・売出し	
時価総額		10億円以上	-	
事業継続年数		1年以上	-	
純資産額		-	2億円以上	正
利益の額又は時価総額		-	直前期1億円 又は 時価総額50億円	-
上場会社数(2015年6月18日現在)		212社	779社	45社
出来高(2015年6月18日)		5,371.29 万株	13,742.4 万株	1,073.49 万株
売買代金(2015年6月18日)		123,102 百万円	78,243 百万円	9,338 百万円

図4 東証マザーズと JASDAQ の上場要件の違い

(出典： <http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/01.html>)

次に、市場の将来性を判断するため直近5年間の新規上場会社数を確認する。この5年間の市場統合などの大きな動きとして以下のものがある。

- ・2010年10月 大阪証券取引所「ヘラクレス」とジャスダック証券取引所「JASDAQ」「NEO」の統合
- ・2013年7月 東京証券取引所と大阪証券取引所の統合により運営母体が東証に引き継がれる

これらの動きがあったためか、JASDAQでは2011年を境に新規上場会社数が減少している。一方、マザーズは開設から安定した運営を行い、近年は右肩上がりで新規上場会社数を増やしている。

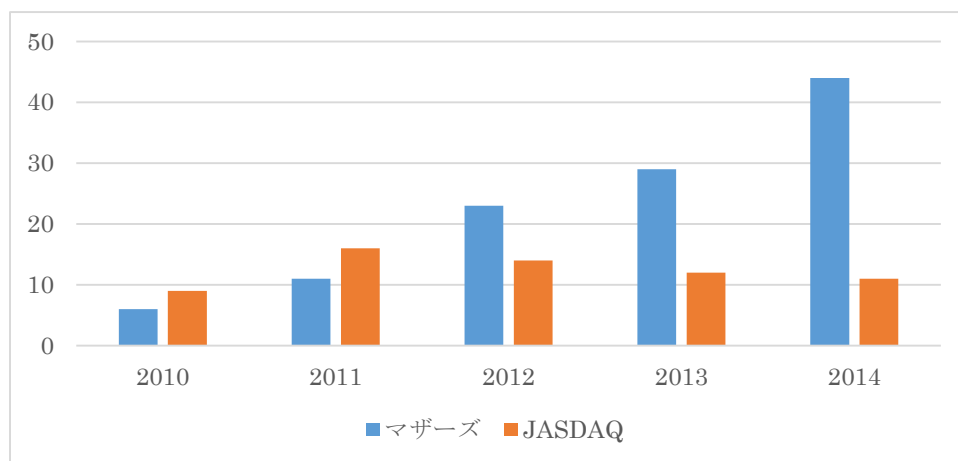


図5 新規上場会社数推移

(出典：会計情報 2015年3月号「2014年IPO市場の動向」、2013年3月号「2012年IPO市場の動向」)

東証マザーズ、JASDAQともにベンチャー企業向けの株式市場であるため上場要件には大きな違いは見られなかったが、売買金額ベースでの市場規模と直近の上場件数推移から東証マザーズの方が、将来性が大きい市場と判断して本研究では東証マザーズを対象とした。

4. 研究目的

本研究は、上場という特別なイベントの前後で成長を続ける企業とそうでない企業の違いを明らかにすることを最終目的としている。そのためには、まず現状分析を行い、企業の平均的な成長過程を知る必要がある。そして、その後に平均的な成長過程より高成長している企業とそうでない企業の特徴を分析する必要がある。以上を踏まえて、本研究では研究目的を2つ設定する。

- ①上場前後における企業の成長過程を明らかにする
- ②上場後の成長率で企業を分類しその特徴の違いを明らかにする

・ 研究の意義

本研究はベンチャー企業の成長性に関する研究であり、その詳細が明らかになれば企業を取り巻く内部・外部のステークホルダーにそれぞれメリットがある。

フリーマンが唱えたステークホルダーアプローチという考えに沿えば、ステークホルダーは大きく企業の内部と外部に分類できる。内部のステークホルダーとしては従業員・経営者・オーナーが挙げられ、外部のステークホルダーとしてはサプライヤー・地域社会・株主などが挙げられる。本研究ではそれらの中心となる企業の成長性をテーマとしており、その成長過程が明らかになれば研究意義は全てのステークホルダーにある。

内部のステークホルダーにとっては、まさに企業経営の最前線にいるわけであり、企業の戦略策定に役立つ。また、外部のステークホルダーにとってはベンチャー企業の将来性・信頼性を測定する新たな基準作りに役立つ。

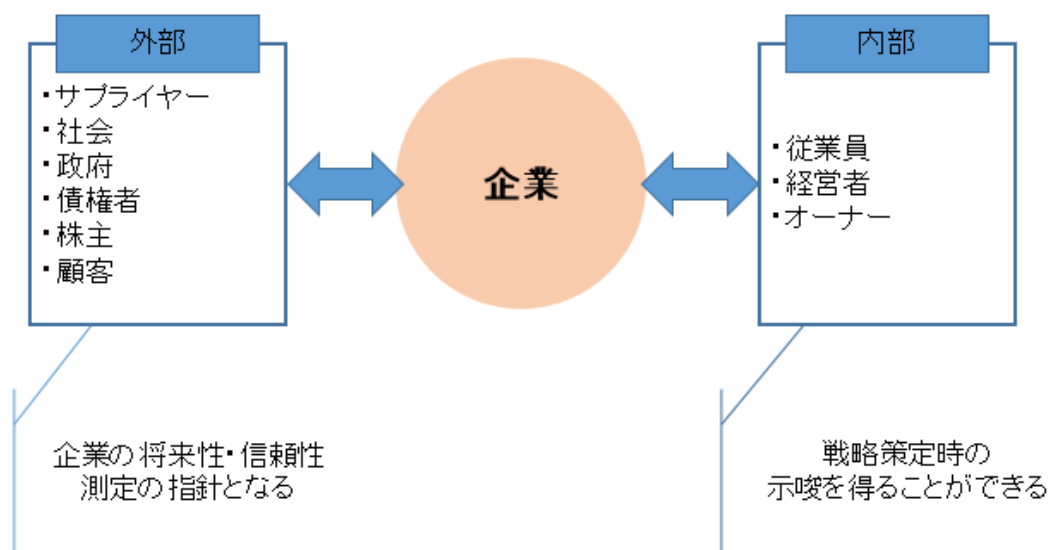


図 6 ステークホルダーアプローチ

(出典 : R. Edward Freeman, “Strategic Management: A Stakeholder Approach”)

・ 先行研究

1. 新規上場に関する研究

ベンチャー企業の新規株式公開に関する研究は様々な分野で行われている。株価の推移に関するものから、売上高や利益などの財務データに関するものまで多岐にわたる。また研究手法についても個別企業の事例を調べたものから大規模データを用いて統計的な処理をしている研究まである。本研究は企業の成長性を測定する指標として売上高という財務データを用いている。また、その成長性を一般化するため複数の企業を扱い統計的な処理を行っている。そのため図7のマップでは本研究領域は第2象限に該当する。

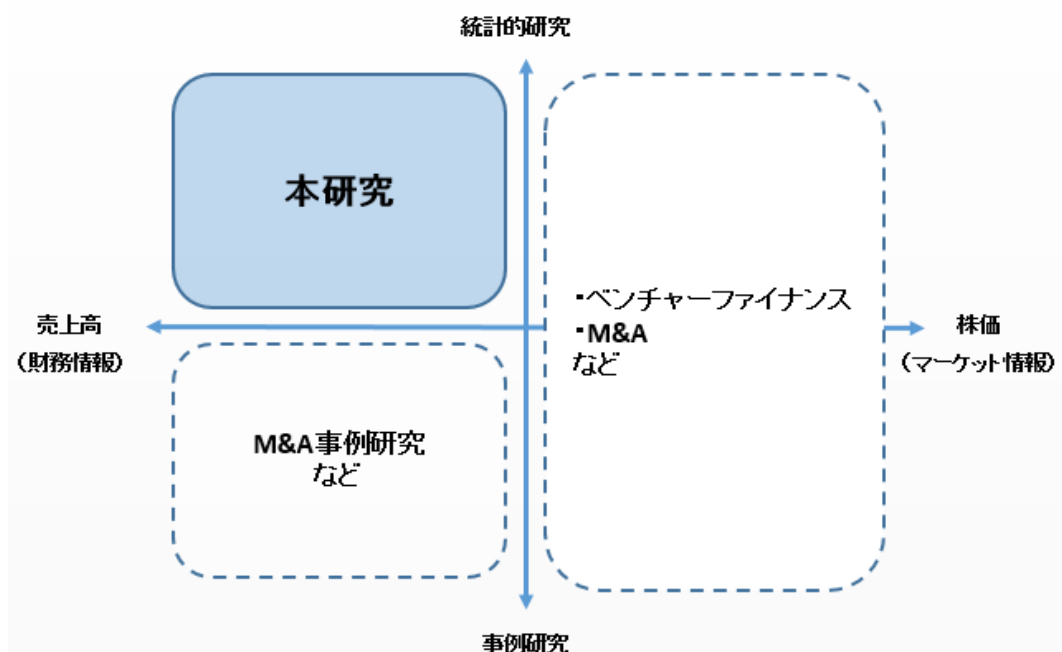


図7 新規株式公開企業に関する研究領域

2. 本研究において参考にした先行研究

「IPO 後の高成長企業と低成長企業」

(出典：忽那憲治 「IPO 後の高成長企業と低成長企業」 『一橋ビジネスレビュー』 第 62 巻第 2 号、2014 年)

< 先行研究の内容 >

この論文では 1997 年以降に新規株式公開を果たした企業を対象に、上場前後における企業の成長性の推移を調査している。企業の成長性を測定する指標としては、売上高・売上高営業利益率・従業員人数・総資産営業利益率・株価を用いている。それらの指標が上場前後でどのような推移を示すのかを観察することによって上場前後の企業の成長過程を明らかにしようとしている。またその後、上場前後の 5 期分の指標の平均をとり、数値の高い順に企業を 10 のカテゴリーに分類し、それぞれの特徴を分析している。

< この研究でわかっていること >

上場をしたからといって、売上高・売上高営業利益率・従業員人数・総資産営業利益率の成長指標が伸びるわけではない。

< この論文の課題 >

①企業の成長を測る指標の一つとして売上高を用いている。具体的には対象企業の売上高の総和をとり、その後企業数でその総和を割ることで売上高の算術平均を出している。しかし、対象企業の中に売上高が他企業と比較にならないほど大きな企業が入っていた場合、全体の平均値がその大企業に引っ張られる可能性がある。そうすると平均値は全体を表す値ではなく大企業の動きを表す値となり、対象企業全体の動きとは乖離したものになってしまう。

②上場を挟んだ上場前後 5 期の平均値を用いて企業の成長性を評価しているため、上場前に急成長しているのか、上場後に急成長しているのかが考慮されていない。そのため上場ゴールを迎えていても高成長企業として評価されている可能性がある。

3. 本研究の新規性

本研究では先行研究の課題を踏まえ、以下の工夫を行っている。

①成長の指標として前年比の売上高成長率を用いている。この指標を用いることで、例え売上高が1000億円を超えるような大企業が対象企業に入っていたとしても平均値が引っ張られることなく対象企業全体の動きを調べることができる。

②上場後3年間の財務データを用いて企業の成長性を評価している。上場前の財務データは考慮しないため、上場ゴールを迎えている場合は低成長企業として評価することになる。

・研究方法

1. 使用するデータベース

本研究では、以下のデータベースを使用している。

日経 NEEDS・明治以降本邦主要経済統計 (<http://stat.keio.ac.jp/ssi/page/nfsi>)

2. 対象とする企業の条件

以下の条件で、上記データベースから企業を抽出した。

①2015年9月18日現在、東証マザーズに上場していること

②上場前4年間、上場後3年間の財務データがあること

上記条件で企業を抽出したところ96社が該当した。

3. 企業の成長を測る指標

本研究では企業の成長を測る指標として対前年比の売上高成長率を用いている。その理由は、売上高は企業のビジネス規模をもっともよく表す指標であり、その売上高の成長率を用いることで企業の売上規模を気にすることなく調査を進めることができるからである。以下、その計算例を記載する。

<売上高成長率の計算例：オイシックスの場合>

まず、前述データベースよりオイシックスの上場前4年間と上場後3年間の売上高を取得する。データを時系列にならべたのが下の表である。

年数	-4	-3	-2	-1	0 上場後初 決算	+1	+2
売上高(百万円)	6,096	6,971	8,210	12,609	14,575	15,909	18,060

図 8 売上高の時系列表示

上場して最初の決算を0として時系列に売上高をならべている。年数が-1とは上場1年前の売上高ということになる。ここで上場4年前から上場3年前にかけて売上高が6,096百万円から6,971百万円に増加していることが分かる。これは単純に売上高が前年比で14.4%増加していることになる。本研究では、この売上高成長率を毎年算出し企業の成長の指標として用いる。

年数	-4	-3	-2	-1	0 上場後初 決算	+1	+2
対前年比 売上高成長率(%)	-	14.4%	17.8%	53.6%	15.6%	9.2%	13.5%

図 9 売上高成長率の時系列表示

対象企業の売上高成長率を算出した後は、年数ごとに各社の売上高成長率の平均値を算出し、対象企業全体の成長の推移を調査している。

年数	-4	-3	-2	-1	0 上場後初 決算	+1	+2
A社:売上高成長率	-	14.4%	17.8%	53.6%	15.6%	9.2%	13.5%
B社:売上高成長率	-	27.3%	86.1%	56.2%	42.3%	13.0%	3.4%
C社:売上高成長率	-	-3.6%	6.8%	14.7%	10.1%	1.5%	-2.2%
…社:売上高成長率	-	…	…	…	…	…	…
平均売上高成長率	-	XX	XX	XX	XX	XX	XX

平均売上高成長率の推移をグラフ化して推移を調べる

図 10 平均売上高成長率の算出方法

4. 異常値の排除方法

ベンチャー企業では製品やサービスが完成するまでは売上がたらず、完成した途端に売上が計上されるケースがある。その場合、前年の売上がほぼゼロであるため、少額の売上でも売上高成長率が大きくなってしまふ。本研究では、そのように例外的に急成長をした企業を異常値としてサンプルから排除している。排除方法は以下の通りである。

- ①年数ごとに売上高成長率でヒストグラムを作成する
- ②上位 2.5%を異常値として定義する
- ③異常値を出している企業をサンプルから排除する

この作業を年数ごとに実施し、異常値を示した企業を排除する。以下に、上場3年前を例にとって実際に異常値を排除した結果を記載する。

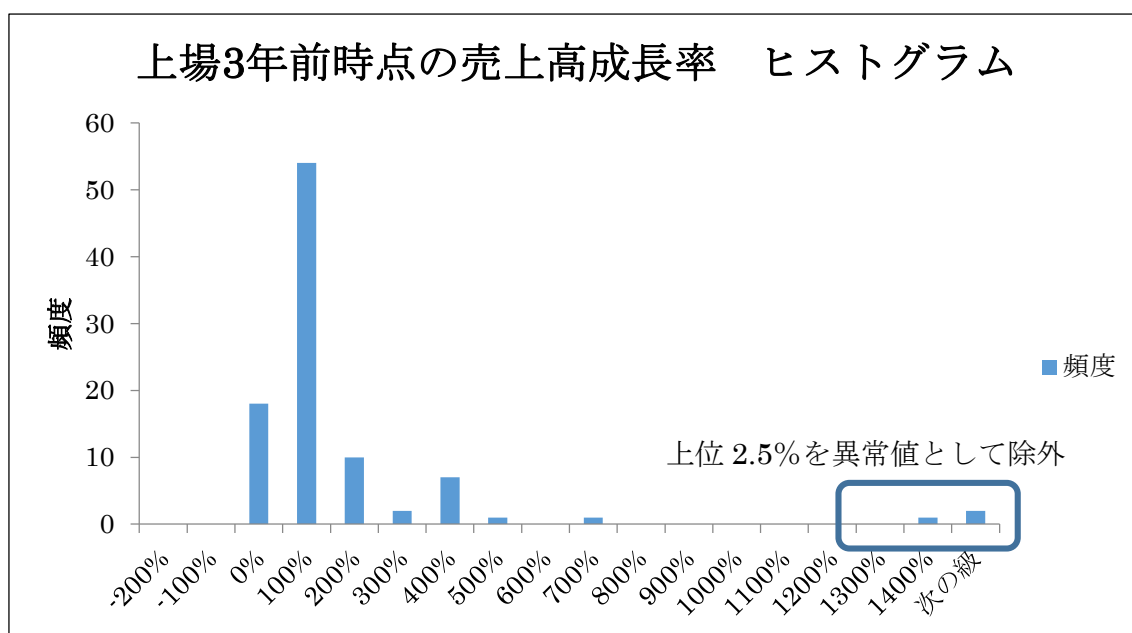


図 11 異常値の排除方法

年数ごとに異常値を示した企業を排除した結果、合計で 12 社を排除することになった。

異常値排除前：対象企業 96 社 ⇒ 異常値排除後：84 社

※異常値排除前後で統計的な有意な差はないことは確認済み。(有意水準 5%)

・ 上場前後の成長性に関する調査

1. 対象企業の業界内訳

本研究における対象企業 84 社の業界内訳は図 12 の通りである。企業数の多い業界を上位から見ると、情報通信業が 32 社、サービス業が 21 社、小売業が 9 社となっており、その後不動産業や卸売業が続いている。

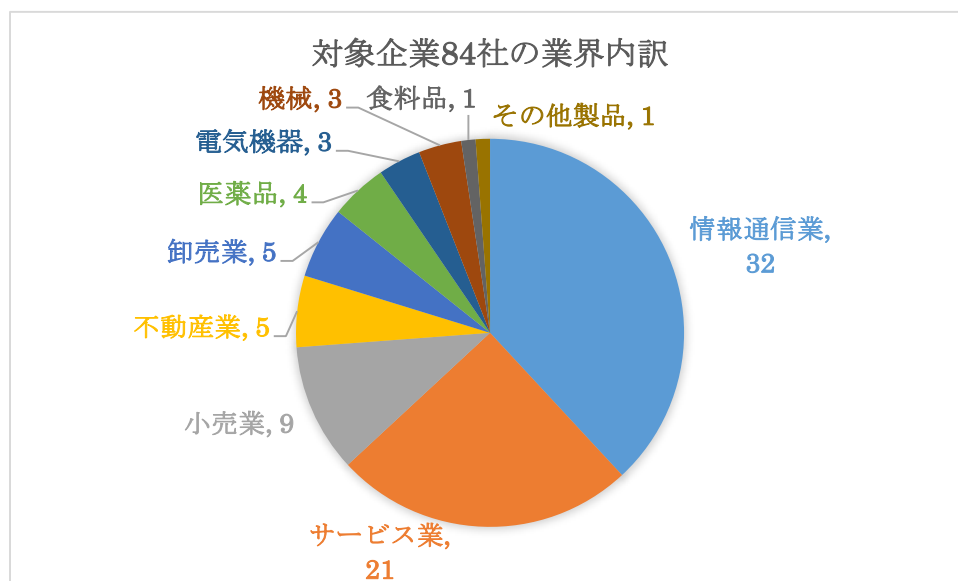
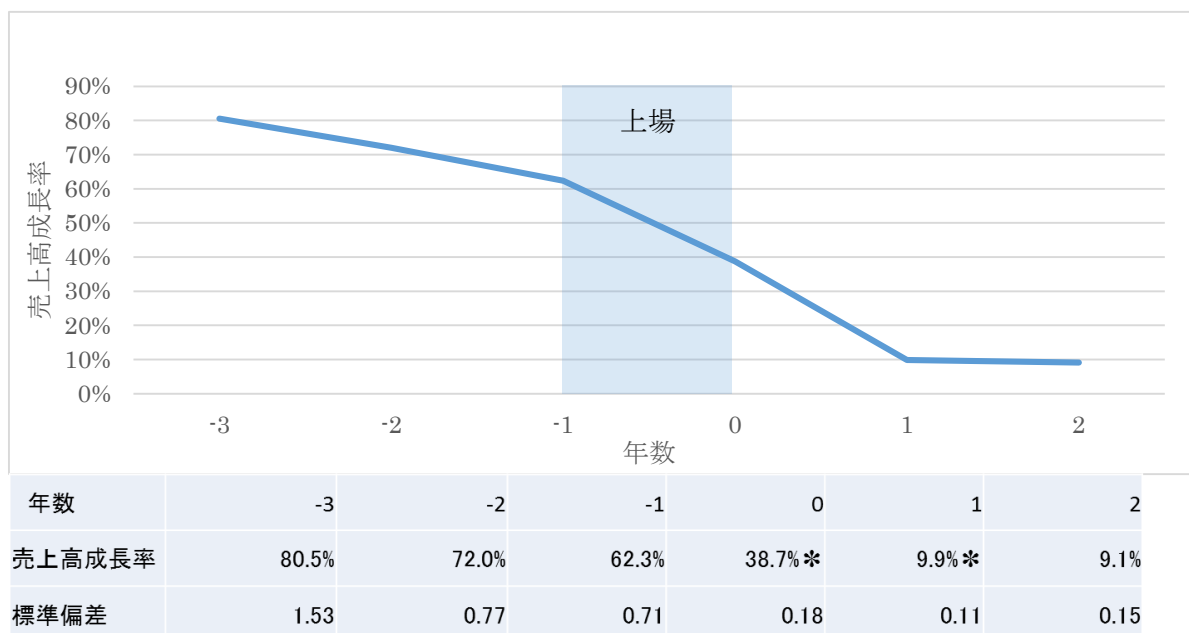


図 12 調査対象企業の業界内訳

2. 調査結果

対象企業の平均売上高成長率の推移を示したのが、図 13 のグラフである。



*は前年との差が有意であることを示す。有意水準 1%

図 13 上場前後の成長性に関する調査結果

3. 結果分析

調査結果をみると平均売上高成長率は上場前から低下し始め、上場後もさらに低下していることが分かる。また標準偏差も平均の低下に合わせて小さくなっている。ここで上場前後の売上高成長率の違いをみるために、上場の前と後で期間を分けて分析を行う。期間を上場前3年間と上場後3年間に分けてそれぞれ3年間の平均売上高成長率を算出し、期間ごとにヒストグラムを作成する。図14が上場前3年間の平均売上高成長率のヒストグラムで、図15が上場後3年間の平均売上高成長率のヒストグラムである。

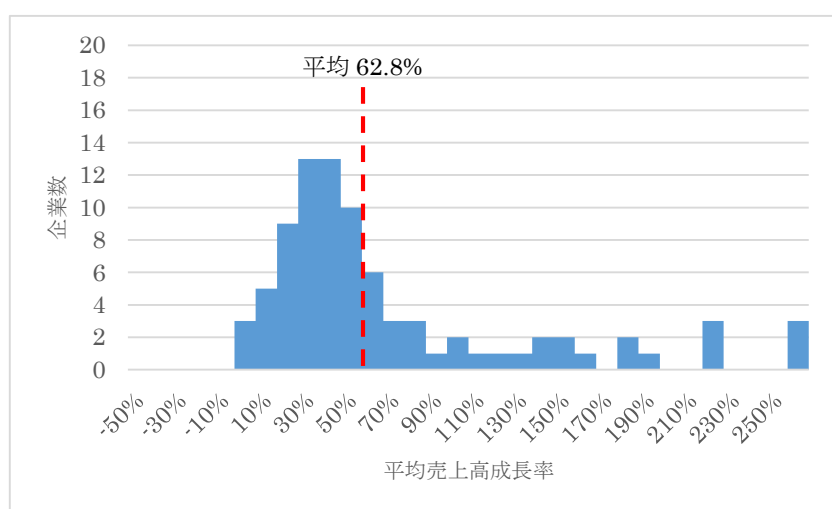


図14 上場前3年間の平均売上高成長率

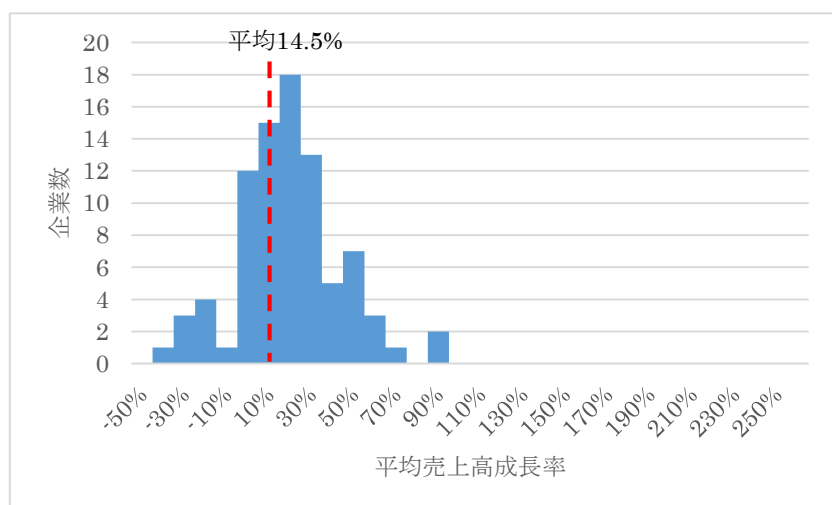


図15 上場後3年間の平均売上高成長率

<ヒストグラム比較からわかること>

上場前のヒストグラムは上場後に比べて、分散が大きく、平均売上高成長率も62.8%と大きいことが分かる。特に上場前はプラス側への分散が大きく、マイナス側への分散が小さくなっている。これは企業が上場要件をクリアしようと努力した結果だと考えられる。一方で、上場後のヒストグラムは全体的に分散が小さくなり、平均売上高成長率も14.5%と小さくなっている。上場することにより、何らかの環境変化が起こり、その影響を受けたと考えられる。

<上場後、なぜ売上高成長率が低下するのか>

本来上場は更なる成長を目指して行われるものであるが、実際には企業の売上高成長率は低下している。ここからはこの売上高成長率という現象の背景で起きていると考えられる可能性を3点挙げ、検証を行うことにする。以下にその3点を記載する。

- ①上場前に売上を先食いしている
- ②従業員が増えて組織が機能しなくなった
- ③事業への投資が売上につながっていない

①上場前に売上を先食いしている

ここではベンチャー企業が上場要件をクリアするため、本来は将来に計上すべき売上を先食いして計上している可能性を検証する。検証方法としては、「売上の質」と「売上債権回収期間」の二つの指標を用いて、その推移を時系列に分析する。各指標の計算方法は次の通りである。

＜売上の先食いを測定する指標＞

- ・ 売上の質 = (売上高 - 売上債権増加額) / 売上高
- ・ 売上債権回収期間 = 売上債権 / 売上高

最初に、「売上の質」について検証を行う。今回の調査対象である 84 社の売上の質を計算し、その平均推移を示したのが下の図 16 である。

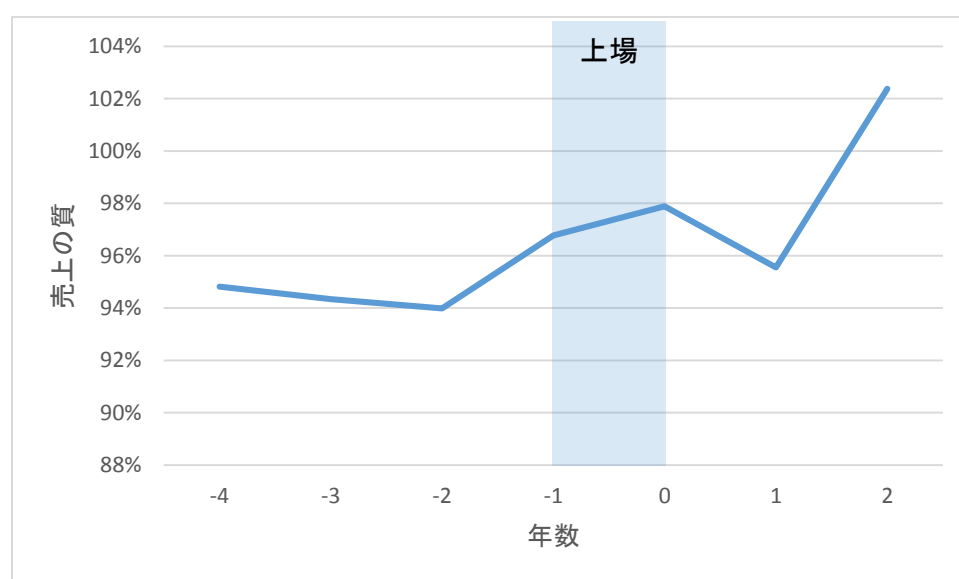


図 16 売上の質の推移

売上の質は 100%に近ければ、高い質となり売上の先食いはしていないと解釈することができる。逆に言えば、将来の売上を売上債権で計上している場合は売上の質が低下することになる。図 16 を見てみると上場 2 年前にかけてはやや低下しているものの上場直前から直後にかけては、むしろ質は向上している。この結果から会計的には売上の先食いはしていないと言える。

次に「売上債権回収期間」について検証を行う。ここでは、売上債権の回収期間を伸ばす代わりに、将来の売上を先食いしている可能性を検証する。こちらも先ほどと同様に調査対象 84 社の平均の推移を分析する。その結果が下の図 17 である。

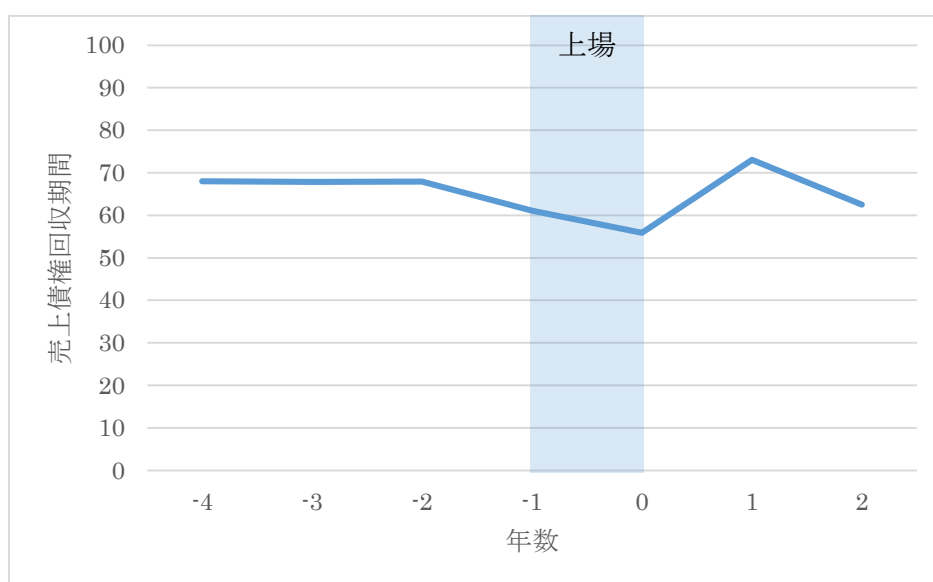


図 17 売上債権回収期間の推移

こちらも「売上の質」と同様に上場の直前、直後で数値が改善されている。そのため、会計的には売上の先食いは認めらなかった。

②従業員が増えて組織が機能しなくなった

次に組織の面から検証を行う。上場目的の1つに人材確保がある。実際、上場を機に採用を増やす企業も多い。しかし、増えた従業員を束ねて組織として機能させるのは非常に難しい。ここでは、上場による従業員の増加が組織の機能低下を招いている可能性を検証する。

<組織の機能低下を測る指標>

$$\text{従業員1人あたりの売上高} = \text{売上高} / \text{従業員数}$$

組織が大きくなり機能しなくなると、従業員が増えた割に売上が伸びないという現象が起きる可能性が高い。その場合、従業員1人あたりの売上高は低下する。

<調査結果>

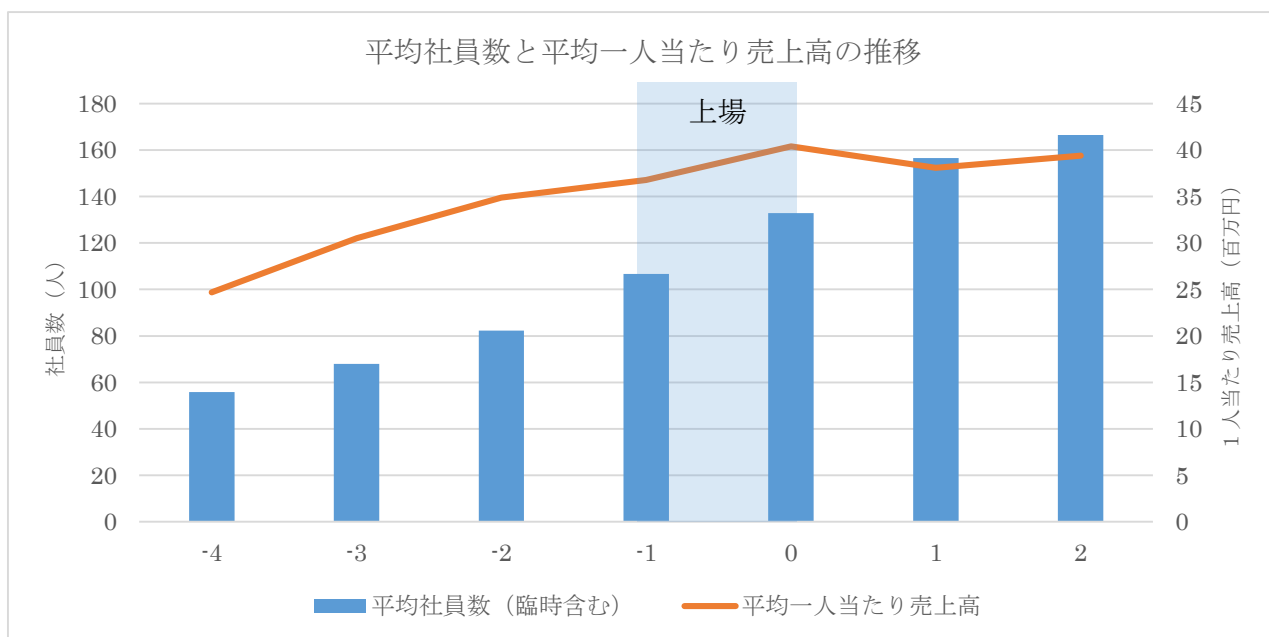


図 18 平均社員数と平均1人当たり売上高の調査結果

調査結果より従業員数は上場前後で増加し続けているが、1人あたり売上高は上場後一定になっていることが分かる。もし1人あたり売上高が低下していれば組織の機能低下の可能性が高まるが、この状況からは組織の機能低下は認められない。

③調達した資金の投資が売上につながっていない

上場により調達した資金は、事業投資に使われることになる。ここではその事業投資が売上につながっていない可能性を検証する。

<事業投資が売上につながっているかを測る指標>

総資産回転率 = 売上高 / 総資産額

総資産にはその企業が事業を行うために必要な資産が入っている。上場により総資産額は増加するが、増加した分は何かしらの事業投資に使われている。この事業投資の効果が低下していれば、そのまま総資産回転率が低下することになる。

<調査結果>

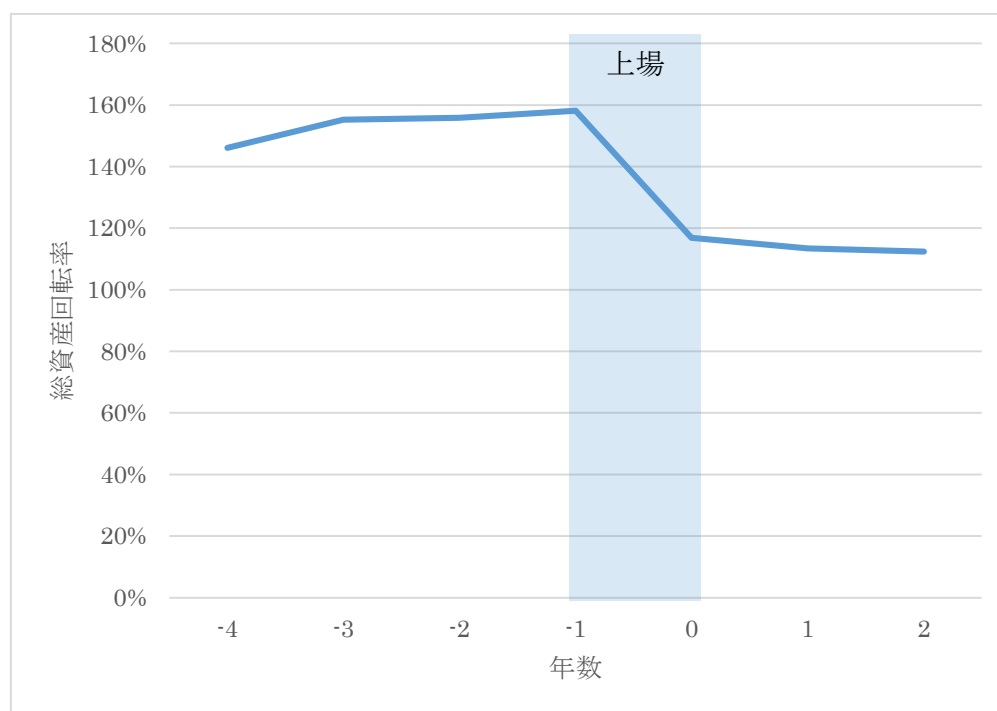


図 19 総資産回転率の調査結果

調査結果を見る限り上場後、明らかに総資産回転率が低下していることが分かる。この差が統計的に有意な差であるかを検定するため、期間を上場前 3 年間と上場後 3 年間に分けて平均総資産回転率を算出し比較する。比較結果を図 20 に示す。

	上場前	上場後
平均総資産回転率	1.5639	1.1424

※1%水準で有意差あり

図 20 上場前後で総資産回転率を比較

上場前後で総資産回転率を比較したところ 1%水準で有意な差があった。つまり、上場で資金調達をした後の投資効率が低下していることが分かった。

<分析結果のまとめ>

ここまで、上場前後で売上高成長率が低下する背景として下記 3 点の可能性を検証してきた。

- ①上場前に売上を先食いしている
- ②従業員が増えて組織が機能しなくなった
- ③事業への投資が売上につながっていない

すべての項目の検証を行った結果、「③調達した資金の投資が売上につながっていないので上場後成長しない」という可能性が高いと分かった。ではなぜ、事業投資が売上につながらないのだろうか。その原因の 1 つとして、上場目的の上位に「企業の知名度・信頼度の向上」が挙げられている点を指摘したい。つまり資金調達の必要に迫られて上場するというよりも、企業のプレゼンスを向上させるために上場するケースが多いということである。この状況では、調達した資金の運用方法についての議論が後回しになるのも当然だろう。企業として上場後も成長するためには、まずは調達した資金の投資方法についての議論が必要なのではないだろうか。

・ 上場後の成長パターンについての調査

ここまでは上場前後における企業の平均的な成長過程について調査を行ってきたが、ここからは上場後の企業の成長性についての調査を進める。

1. 高成長企業と低成長企業の分類について

<分類方法>

上場後 3 年間の平均売上高成長率を用いて企業を高成長グループと低成長グループに分類する。具体的には上場後の平均売上高成長率が対象企業全体の平均値より高い企業を高成長企業とし、低い企業を低成長企業として分類を行う。

上場後の成長パターンについての調査

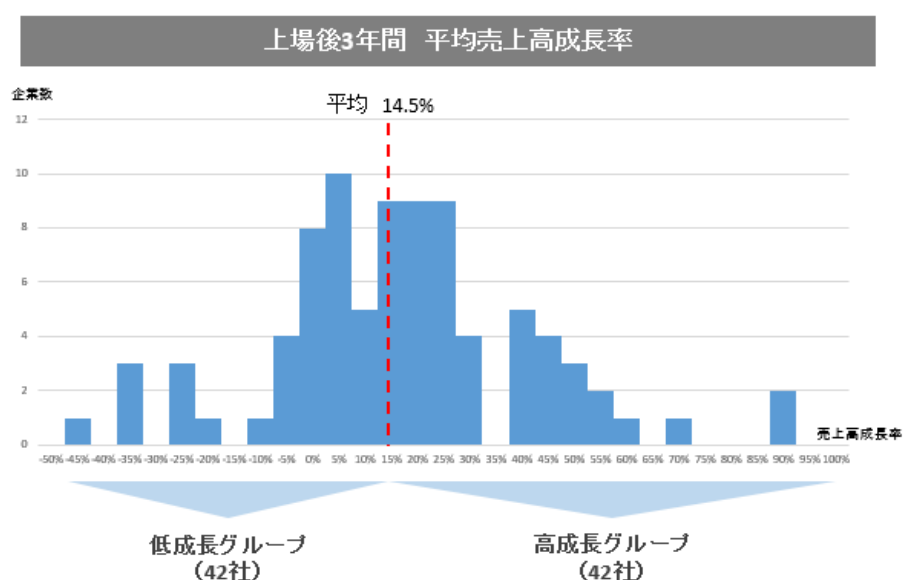


図 21 高成長グループと低成長グループの分類について

対象企業の上場後の平均売上高成長率は 14.5%となり、それより高い成長率を示した高成長企業は 42 社ありこれらを全部高成長グループとする。また 14.5%以下の成長率だった企業も 42 社ありこれらは低成長グループとする。

＜高成長グループと低成長グループの業界内訳＞

高成長グループ(42社)

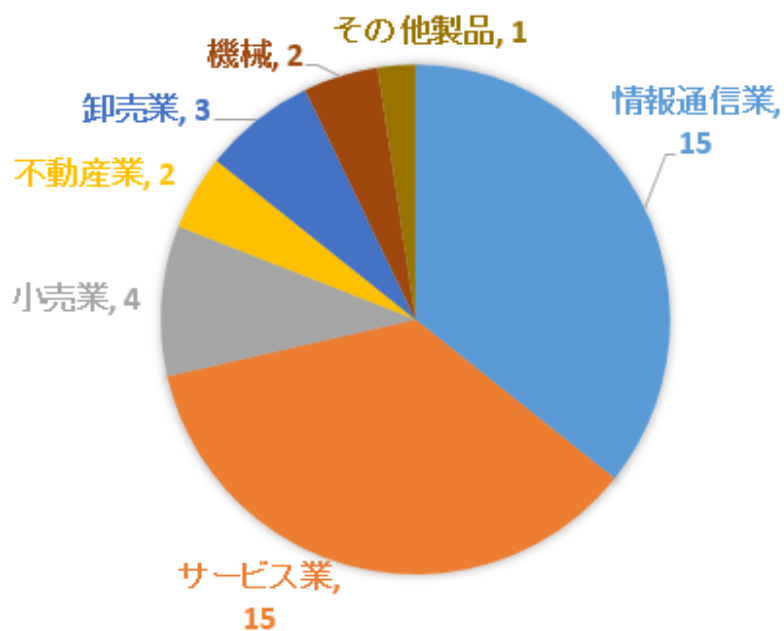


図 22 高成長グループ 業界内訳

低成長グループ(42社)

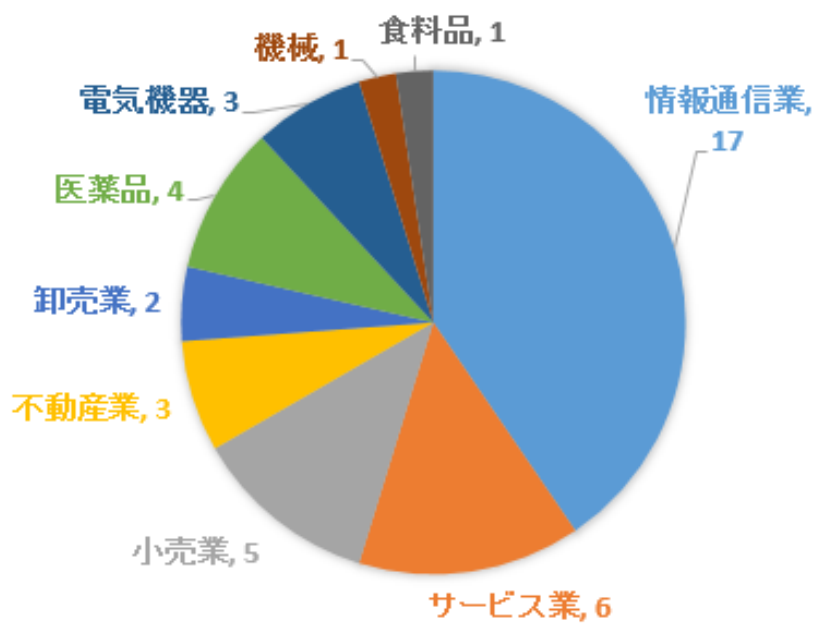


図 23 低成長グループ 業界内訳

<分析の方法>

業界を越えて企業を分析するため、今回は企業の事業・経営者・組織の3つの切り口から分析を行う。具体的には以下のデータを用いることにする。

・事業

- ①上場時売上高：上場した時の売上高
- ②操業年数：会社設立から上場までの年数

・経営者

- ③社長年齢：上場時の社長年齢
- ④社長が創業者の割合：上場時の社長が創業者である割合

・組織

- ⑤従業員数：上場時の従業員数
- ⑥従業員年齢：上場時の従業員の平均年齢
- ⑦勤続年数：上場時の従業員の平均勤続年数
- ⑧1人あたり売上高：上場時の売上高 / 上場時の従業員数

2. 調査結果

	事業		経営者		組織			
	上場時 売上高	操業年数	社長年齢	社長が 創設者	従業員数	従業員 年齢	勤続年数	一人当たり 売上高
高成長 グループ	35.9億円	8.7年	42.7歳	76.2%	91.0人	31.6歳	2.3年	36,993千円
低成長 グループ	35.2億円	12.1年	49.4歳	52.4%	69.9人	34.2歳	3.2年	44,258千円
有意差 (水準1%*) (水準5%**)	—	**	*	**	—	*	—	—

図 24 高成長グループと低成長グループの特徴の調査結果

3. 結果分析

有意水準 1%の結果をみると、高成長グループの企業は低成長グループの企業に比べて「社長が若く」、「社員も若い」ことが分かる。また、有意水準を 5%まで引き下げると高成長グループの企業は「設立から上場までの年数が短く」「上場時の社長が設立者である割合が高い」ということが分かる。

これらの情報をまとめると高成長グループの企業は、30 代半ばで若いメンバーと起業し、10 年以内に社長が交代することなく上場している企業となる。特に 30 代半ばという年齢から想像されることは、若い人の固定概念にとらわれない発想力と、それまでに培ってきた実務経験の二つがうまくマッチしているということである。

また、もう 1 つ注目する点として、上場時の売上高を挙げたい。一般的には大きな会社ほど成長しないと思われているが、ここでは高成長グループと低成長グループには差は生まれなかった。どちらも約 35 億円の売上高での上場となっており、上場時の売上高はその成長には関係ないということが分かった。

・考察

＜本研究でわかったこと＞

- ①上場前後において企業の売上高成長率は年々低下している
- ②それに合わせて上場後、総資産回転率が低下している
- ③上場後高成長する企業は、低成長企業に比べて「社長が若い」「従業員も若い」「設立から上場までの期間が短い」「創設者が社長である割合が高い」という特徴がある。

本研究ではさまざまな調査・分析を行い、上場前後における企業の成長過程を明らかにしてきた。その結果多くの企業が上場後に伸び悩んでいることが分かった。ある意味、上場ゴールという言葉は正しいのかもしれない。しかし一方で上場後に高成長する企業の特徴も明らかになった。この情報は多くのステークホルダーにとって有意義なものになるはずである。外部のステークホルダーにとっては投資先・取引先として相手企業を評価する基準となり、内部のステークホルダーにとっては自分の企業を客観的に評価する基準となる。仮に、「社長が高齢」などの低成長企業の特徴があったとしても、その情報が持っている意味が分かれば事前に準備をすることができる。例えば、若い社長にならってフットワーク軽く現場を見回することもできるし、社長自身が率先して従業員とコミュニケーションをとるなどの若い社長の特徴を真似ることができるのではないだろうか。これらの対策が進めば、上場ゴールを迎える企業を減らすことにつながるのではないだろうか。

＜本研究の課題＞

本研究では上場前後の売上高成長率の推移をみるため、上場前 4 年間で上場後 3 年間の財務データがあることという条件を付けて企業を抽出した。市場もベンチャー向けの市場で年々上場企業数が伸びている東証マザーズに限定した。東証マザーズ自体 1999 年に開始された歴史の浅い市場であるため上場企業数が少なく、研究対象企業数が 84 社と少なくなってしまった。

また 2008 年に起きたリーマンショックの影響も排除できていない。対象企業が 84 社と少ないため、リーマンショック直前に上場した企業が上場後成長しておらず、全体の推移がその影響を受けている可能性がある。

<本研究の今後について>

2015年に東証マザーズに上場した企業数は61社と過去最高の数字になった。しかし、海外のベンチャー市場に比べるとまだまだ数も規模も小さい。これからさらにベンチャーを育成し、かつてのホンダやソニーのような企業を輩出する必要がある。そのためには、まずベンチャー企業の現状を知る必要がある。本研究はベンチャー企業が上場前後でどのような成長過程を示し、上場後も高成長する企業にはどのような特徴があるのかを示している。上場前後という特殊な期間ではあるが、これらの情報は企業の育成に役に立つはずである。正しく現状を認識し、高成長を遂げている企業の特徴を学ぶ姿勢が、今後の日本のベンチャー市場を活性化させるために何よりも大事なのではないだろうか。

・謝辞

本論文作成にあたり、ご指導・ご協力いただいたすべての方々に心から感謝申し上げます。

特に担当教授である磯辺剛彦先生には細部にわたり御指導いただきました。戦略分野はもちろんのこと、それ以外にも聞き手を納得させるプレゼンテーション方法など社会人の大先輩としても熱く御指導いただきました。

副査を担当していただいた太田康広先生ならびに村上裕太郎先生からも貴重なご指導をいただきました。心から感謝申し上げます。

また研究を通して飽きることなく議論に付き合ってくれ、アドバイスを与えてくれた磯辺ゼミの澤中茂樹氏、船戸遼史氏、そして M37 の皆様に感謝いたします。

最後に、2年間の KBS 生活を支えてくれた家族に心から感謝いたします。

2016年2月26日

宮生 侑祐

参考文献

- [1] Market 株式市場 透視眼鏡 Stock. (2007.05.19). 週刊ダイヤモンド, 24.
- [2] R.E.Freeman. (1984). Strategic Management:A Stakeholder Approach.
- [3] ダイヤモンド社. (2008.07). 売上が止まる時. ハーバードビジネスレビュー.
- [4] 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター. (2014). ベンチャー白書 2014. ベンチャーエンタープライズセンター.
- [5] 忽那 憲治. (2014). IPO 後の高成長企業と低成長企業. 一橋ビジネスレビュー.
- [6] 三品 和広. (2006). 経営戦略を問い直す. 筑摩書房.
- [7] 三品 和広. (2007). 戦略不全の因果. 東洋経済新報社.
- [8] 山本 一彦 大久保 亮. (2014). ベンチャー企業の価値評価. 一橋ビジネスレビュー.
- [9] 帝国データバンク. (2014). 新規株式上場意向に関するアンケート調査. 帝国データバンク.
- [10] 東京証券取引所. (2015). 新規上場ガイドブック マザーズ編.
- [11] 日本取引所グループ. (2016年01月05日).
上場審査基準. 参照先: 日本取引所グループ:
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/01.html>