慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

| | |
|---|---|
| Title | 新規株式公開タイミングが公開後のパフォーマンスに与える影響 |
| Sub Title | |
| Author | 川畑, 省悟(Kawabata, Shōgo)<br>村上, 裕太郎(Murakami, Yūtarō) |
| Publisher | 慶應義塾大学大学院経営管理研究科 |
| Publication year | 2020 |
| Jtitle | |
| JaLC DOI | |
| Abstract | |
| Notes | 修士学位論文. 2020年度経営学 第3699号 |
| Genre | Thesis or Dissertation |
| URL | https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002020-3699 |

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（　　2020　年度）

論文題名

# 「新規株式公開タイミングが公開後のパフォーマンスに与える影響」

| | |
|---|---|
| 主　査 | 村上　裕太郎　准教授 |
| 副　査 | 高橋　大志　教授 |
| 副　査 | 齋藤　卓爾　准教授 |

| | |
|---|---|
| 氏　名 | 川畑　省悟 |

# 論 文 要 旨

| 所属ゼミ | 村上　研究会 | 氏名 | 川畑　省悟 |
|---|---|---|---|

（論文題名）

**「新規株式公開タイミングが公開後のパフォーマンスに与える影響」**

（内容の要旨）

米国や中国と比較し貧弱と言われた日本でのスタートアップの資金調達環境が、近年非常に活発になってきている。日本で VC の投資環境が整い始めたのは、2000 年前後であり、東証マザーズやナスダック・ジャパン（現ジャスダック）といった新興企業向けの株式市場が開設され、ベンチャーキャピタルが新規上場によるエグジットを視野に入れられるようになっていった。2000 年代後半には、ライブドア事件やリーマンショックなどをきっかけに、ベンチャーキャピタル投資は縮小したものの、近年になって再び盛り上がりを見せ。ベンチャーキャピタルの投資額は 2012 年から右肩上がりである。

そのようなスタートアップの資金調達環境が整えられる中で、早期に上場を目指すのではなく、未上場で多くの資金調達が可能な環境を生かし、戦略的に上場を遅らせ、満を持して上場する企業も出現してきた。上場後の企業行動やパフォーマンスについての研究は数多く行われているが、環境が急速に変化した日本のスタートアップ企業の新規上場後のパフォーマンスを研究し解明することが本研究の目的である。

本研究は新規上場時のタイミングを、「早期の上場」を行った企業と、「遅らせた上場」を行った企業という二群に定義し、上場後のパフォーマンスを分析している。まず早期上場・遅らせた上場のメリット・デメリットを整理し、企業比較等から 1.「早期の上場を行った企業の方が規模を表す指標の成長率が高い」2.「遅らせた上場を行った企業の方が、株価・営業利益率・ROA といった株価・利益指標の成長率が高い」という仮説を立てた。パフォーマンスを図る指標として 1.株価リターン 2.従業員増加率 3.売上高増加率 4.営業利益増加率 5.ROA 増加率 6.総資産増加率を採用し、上場を早めたのか、遅らせたかの指標として「売上の質」を採用し分析を行った。

結論として、「早期の上場」と「遅らせた上場」によって、異なるパフォーマンス指標に影響を与えるという結果が判明し、今後のスタートアップの資本戦略・上場までの戦略に示唆を与えることができたと考える。

目次

1.序論 ..... 4
1.1 背景・問題意識 ..... 4
1.2 本論文の目的と定義 ..... 5
2.先行研究 ..... 6
3.日本における近年の同行 ..... 7
3.1 上場のタイミングにおける企業のメリット・デメリット ..... 7
3.2 企業比較 ..... 9
4.仮説設定 ..... 11
5.分析手法 ..... 12
5.1 リサーチ・デザイン ..... 12
5.2 指標の定義 ..... 13
5.3 サンプル・セレクション ..... 14
5.4 二軸に分けたパフォーマンス比較 ..... 15
6.分析結果 ..... 18
7.分析結果の評価 ..... 19
8.結論と本研究の限界 ..... 20
参考文献 ..... 22
謝辞 ..... 24

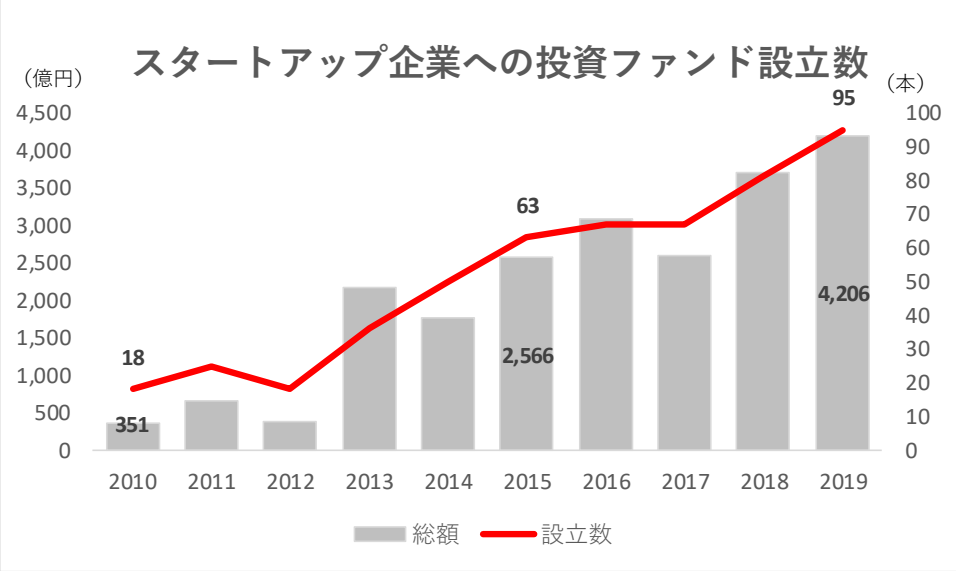
## 1.序論

### 1.1 背景・問題意識

本論文の研究上の問いは、新規上場する企業が上場時のタイミングによって上場後のパフォーマンスに違いがあるかを解明することである。

日本における国内スタートアップの資金調達額は、2019年度には4,970億円と2011年817億円の5倍以上に成長し、米国に比べ貧弱と言われていた投資環境が活発になってきている（株式会社 INITIAL 2020）。今までの日本では、時価総額50億円程度で上場できる「スモール IPO」が特徴であった。経済規模と比較すると小規模にとどまり、特に「レーター」と呼ぶ事業を安定的な成長軌道に乗せるフェーズとなると、米欧に比べての投資額は不十分であった。結果として小規模な IPO が増え、早期の黒字化を求める一般株主の声が成長を妨げてきた面がある。また、以前から日本のスタートアップ企業へは資金の出し手である VC（venture capital）の数も金額も不足しているとの問題点が叫ばれてきた。しかし、近年は VC の数ともに、多様化も進んでいる。過去の VC は、銀行や証券会社の子会社など、金融機関系 VC が主流であったが、2010 年以降は、独立の VC や CVC（事業会社の投資子会社）、大学系 VC などの存在感も高まり、資金の出し手も増えてきた。日本におけるスタートアップ企業へのファンド設立数は 2010 年には 18 本、金額は約 350 億円であったが、2019 年度にはファンド設立数が 95 本、総額が約 4,200 億円になり、資金環境が急速に拡大している（図表 1）。

図表 1 スタートアップ企業への投資ファンド設立数・総額




（出所）INITIAL https://initial.inc/articles/startup-finance-2020h1
『スタートアップファンド設立数と総額』図表から筆者作成

金融機関の融資とは違い、返済する必要のないファンドからの出資は、スタートアップにとって重要な資金であり、ファンドから出資を受けることで社会的信用度が高まり、ファンドから経営に対する助言を得られたり、多くのメリットを享受できる。最近では未上場企業への資金環境が充実し、起業家達にとって上場を急がなくても資金や人材が集まるようになり、2020 年 12 月 16 日時点で想定調達金額総額 500 億円以上の企業が 15 社となる等、多くの資金を調達した未上場企業が存在する[1]。

その様な状況で、上場のタイミングが議論されるようになってきた。これまで日本のスタートアップが IPO による資金調達を急いだのは、成長期の資金の出し手が少なかった為であり、新規上場にて株式を発行し、資金を調達することを重視してのことであった。しかし、上記で述べたように、VC や大企業の資金が未上場企業に集まり始める等、未上場企業への資金調達環境はかつてないほど充実をしてきている。

一方、未上場での資金調達の環境が充実した中でも、早期に上場をするというメリットも依然として大きい。内部統制の徹底で透明性が増し、企業の信用力が高まる。また、ライバル企業に先んじて上場する先行者利益も大きい等、新規上場を果たすことは様々なメリットをもたらすと言われている。

このように、近年の日本でのスターアップの盛況と、未上場企業の資金調達環境の充実により、未上場企業は今までよりも早期上場を目指すメリットが薄まっていると考えた。そこで本論文では、上場のタイミングが上場後の企業行動やパフォーマンスに影響を与えると考え、それを定量的に検証する。

## 1.2 本論文の目的

近年、日本におけるスタートアップの資金調達環境が充実をしていく中、上場するまでの資金調達手段が多様化しており、早期の上場を急がないと宣言する企業も増えてきている。その様な中で、上場のタイミングが上場後の企業パフォーマンスにどう影響を及ぼすのか、という点を定量的に分析し、解明することが本研究の目的である。

近年では主要経済紙でも、スタートアップ企業への新規上場のタイミングや資本政策について特集を組まれることも多くなってきている。例えば、日本経済新聞の「IPO は急ぎません」 起業家たちの懐事情　日本経済新聞（2018 年 2 月 16 日）によると、「大企業のスタートアップ投資額は 17 年に過去最高の 681 億円に達し、5 年前の 27 倍に増えた。上場をせずとも、リスクマネーを提供する投資家が増え、成長の為の資金調達手段が多様になっている」との記事があり、実際に上場できる規模でありながら、上場を急がず、未上場での資金調達を重ねると宣言する経営者も出現している。

[1] STARTUP DB「国内スタートアップ想定時価総額ランキング最新版（2020 年 12 月）」
https://media.startup-db.com/research/marketcap-ranking-202012

その一方、早期上場を果たすことのメリットも依然として根強い。そこで実際に早期に上場を果たした企業と、遅らせて上場を果たした企業のパフォーマンスを比較し、上場のタイミングによる上場後のパフォーマンスの結果を解明することが本研究の目的である。

## 2.先行研究

未上場企業の上場後のパフォーマンスについての先行研究では、忽那（2014）が1997～2010 年までの新規株式公開を果たした企業 1,517 社を対象に、業績パフォーマンスと株価パフォーマンスを分析している。IPO 後ほぼ一貫して株価リターンの中央値は右肩下がりであり、株価パフォーマンスはマイナス 28%となっている。つまり、IPO 後には平均的に企業はパフォーマンスがマイナスになることがわかる。パフォーマンス指標は従業員増加率、売上高成長率、売上高営業利益率、純資産営業利益率を採用し、インデックス数値からの超過で検証を行った。本研究の仮説として、経営者の年齢が関係あるのではないか、引受証券会社が大きければ関係があるのではないか（証券会社の目利きがよいのではないか)、ベンチャーキャピタルの投資の有無が業績に関係しているのではないか、という内容を設定したが、分析の結果、高パフォーマンス企業の共通点として、40 歳未満という若手経営者であること（若い経営者の情熱やエネルギーが高い業績パフォーマンスに表れていると筆者は述べている)、設立 10 年以内の若い企業であることが、関連性があると結論付けた。

新規株式公開を行う前の企業行動と、その後のパフォーマンスとの関連性については、DuCharme et al.（2001）が新規株式公開（IPO）を行う前に、企業による Earnings Management(利益調整）を分析した結果、IPO 前の abnormal accruals（異常な会計発生高）が初期の企業価値と正の関係にあることを解明した。これは IPO 前の abnormal accruals（異常な会計発生高）が初期の企業価値と正の関係にあることを示している。つまり起業家は、株式を公開する前に利益を意図的に操作することによって投資家を一時的に欺き、利益を増やすこと（現金収入を伴わない質の低い利益）を試みる可能性がある。さらに、abnormal accruals とその後の会社の業績との間に負の関係があることを意味していると結論づけている。また、重本（2011）は、日本においても同じような傾向が見られると述べている。日本国内で 1986 年から 2005 年までに IPO をした企業をサンプルに、長期の株価パフォーマンスを測定し、検証を行った。その結果、市場は IPO 時における経営者の利益増加型利益調整によって誘導され一時的に上昇するが、利益増加型の利益調整は持続が困難であり、また市場も利益調整による会計情報を修正し、株価に織り込んでいくため、長期的には株価パフォーマンスは定価するという傾向があることが確認された。また、利益調整行動と IPO

の失敗との関係についての研究も行われている。孫他（2019）は、日本の IPO 企業を対象とし、IPO 前後の利益調整の有無を検証した上、利益調整が IPO 企業の失敗やリスク及び継続確率へどのように影響を及ぼしているかを分析した。上場廃止企業と継続している企業に分けて検証した結果、上場廃止した企業は実体的裁量行動を行う傾向が見られた。

また、初値についての研究としては、足立(2011)が同日日に上場した 2 社の初値形成のメカニズム、その後のパフォーマンスについての検証を行っている。スタートアップ企業への資金の供給については、ベンチャーキャピタルが主な資金の供給者として君臨し影響が大きいとされる。ベンチャーキャピタルの研究については、岡室(2007)が実証研究を行っている。特にリード VC と呼ばれる、メインに資金を提供する VC にフォーカスをあて、リード VC の平均的な経営関与の程度が高い程、出資先企業の IPO 前後の売上成長率が高いが、リード VC の能力と経験は有意な効果を持たないことを明らかにした。そして宮生 (2015) は「売上の質」という指標を用いて企業が IPO をする際売上を先食していないかの検証を行い、その後の売上高成長率で企業ごとの比較を行った。本研究においても、初値からの株価をパフォーマンス数値とし、「売上の質」を採用することで企業の上場時のタイミングを検証する。

## 3.近年の企業動向（2 社のケースを通じて）

### 3.1 上場のタイミングによるメリット・デメリット

序論で述べたように、未上場企業への資金供給が日本においても充実する中で、企業によっては上場を急がない企業も増えてきている。freee の佐々木大輔社長は 2018 年 2 月時点にて「今は未上場企業にも資金や優秀な人材が集まる時代。上場は焦っていない」とのコメントを出した。同社はベンチャーキャピタルや事業会社からの出資により 96 億円を調達し、2017 年 9 月に東証マザーズに上場したライバル企業マネーフォワードの累計調達額を上回っている。またデリー社は日本では珍しい調達シリーズ D で総額 33 億 5,000 万円を調達した。同社の堀江裕介社長は未上場企業のうちに規模を大きくし「M&A も検討する」とコメントしている。

一方、上場時のメリットも大きい。上場企業としての内部統制の徹底で透明度が高まり、上場企業という信頼から取引が広がる等のメリットが考えられる。freee よりも早期に上場したマネーフォワードの辻社長は、「金融機関や商工会議所など、堅めの事業者との提携が進みやすくなった」と上場のメリットを語る。他にもクラウドソーシング大手で 2014 年 12 月に東証マザーズに上場したクラウドワークスの吉田浩一郎社長は、「数年遅れて起業していても上場で先行することを選んだ」と強調し、上場企業という信頼感が企業取引にも大きくプラスになっている日本経済新聞

（2018/2/16）。このように早期上場、上場を遅らせることのメリットには様々なものが有り、勿論デメリットも存在するそれらを図表 2 に定性面から記載する。

図表 2 早期上場・遅上場のメリット・デメリット比較

| | プラス要因 | マイナス要因 |
|---|---|---|
| 早期上場 | ■ 知名度向上による取引拡大<br>■ 優秀な人材の確保<br>■ 内部統制の徹底で透明性が増し、企業の信用力が高まる<br>■ 競合への先行者利益 | ■ 早期黒字のプレッシャー<br>■ 内部統制へのリソース増加<br>■ 投機目的株主が増加の恐れ<br>■ 従業員の保守化 |
| 遅上場 | ■ 未上場であれば、ステークホルダーが限定されており、集中して経営ができる<br>■ 成長のための投資や顧客拡大への集中が可能 | ■ 上場のメリットが利用できない<br>■ 良い市場環境を逃すと、悪化した際に今後上場が可能か<br>■ 先行者利益不可 |

（出所）デロイト トーマツ 「IPO（株式上場）のメリット・デメリット」
https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/finance/articles/ipo/ipo-merit.html
日本経済新聞（2018/2/16）『「IPO は急ぎません」起業家たちの懐事情』
https://www.nikkei.com/nkd/company/article/?ba=1&c=DNX&ng=DGXMZO26954780V10C18A2X11000&scode=3900 から筆者作成

早期上場のプラス要因としてよく語られるものとして、「知名度向上による取引先拡大」がある。特に法人向けの商材を扱う企業にとっては、取組先に保守的な企業が多い中では上場企業という信用力は大きなものとなる。また「優秀な人材の確保」の為ということも取り上げられている。上場企業という信頼があることは、人材の採用にも有利になるという意見がある。特に、新卒採用の際、上場企業であるということは学生の両親にとって安心を与える。ガバナンスについてのメリットとしては、「内部統制の徹底」が挙げられる。上場企業は四半期の決算が求められているので、未上企業よりも内部統制が求められる。その結果、ガバナンスが向上し、経営者の暴走を防ぐ効果があり、信用力が高まる。更には、スタートアップ企業にとって大きな議題である「競合に対する先行者利益」についてもメリットがある。早期に上場を果たすことにより、競合よりも上記に挙げたプラス要因をいち早く享受することができる。特に、スタートアップ企業では、AI（artificial intelligence）、FinTech（Finance

Technology）等トレンドとなる業種があり、同じようなビジネスモデルの企業が複数存在する。その中でいち早く抜け出し市場のパイを奪うために、早期上場は有効であると考える。

一方、早期上場のマイナス要因として取り上げられるものに「早期黒字のプレッシャー」がある。上場企業として早期に黒字にならなければというプレッシャーから、成長よりも費用の削減にリソースを割き中長期的な意思決定ができなくなり、結果的に将来の成長率の鈍化に悩むことになる。日本経済新聞（2018 年 2 月 16 日）によると、日本では時価総額 50 億円程度で上場できる「スモール IPO」が多く、企業規模が小さい内から黒字を求められ、成長のアクセルを踏むべき時点で投資ができずに、小粒のままで停滞している企業も多い。更には、黒字化のプレッシャーに加え、「内部統制へのリソース増加」もある。上場を維持するためには管理コストが必要であり、企業規模などによって異なるものの、1 億円程度かかるとも言われており資金の少ないスタートアップ企業にとっては大きな負担である[2]。また、「投機目的株主の増加の恐れ」という問題もある。小刻みに売買する投資家の存在は売買の流動化を高めるというメリットもあるが、投機目的の対象とされてしまえば、安定的な経営ができなくなってしまう。更には、「従業員の保守化」という問題もある。上場企業と言う肩書のみを評価する従業員が増え、挑戦をしないマインドが大企業病の要因になってしまう可能性もある。

遅上場のプラス要因としては「ステークホルダーが限定されており、経営に集中できる」という点が挙げられる。特に株主が基本的には顔の見える存在である為、経営方針を理解してもらえれば、経営に手中ができ、株主に対するコミュニケーションコストも少なく済む。また、「成長の為の投資や、顧客の拡大へ集中が可能」というメリットがある。ステークホルダー（主に株主）の理解が有り、経営結果が出ていれば調達金額の多くを売上や顧客拡大に使用することができ、成長を妨げるような早期の黒字化要請も防げる。

対して、遅上場マイナス要因としては、当たり前ではあるが「上場のメリットが享受できない」という点が大きい。上場時のメリットである、上場企業であるという信頼性・安心感が得られず、銀行との取引に関しても信用力という点でマイナスである。

更には、「良い市場環境を逃すと、環境が悪化した際上場が困難」という点も見逃せない。2020 年 1 月から 3 月の 3 か月間では、新型コロナウイルスの影響により、東京証券取引所で過去最多の上場承認が取り消された[3]。新規上場は市場環境に左右さ

---

[2] りそな Collaborare「IPO のメリット・デメリット」
https://resonacollaborare.com/value/18101701/
[3] 日本経済新聞（2020 年 3 月 18 日）「東証での上場延期相次ぐ　年間過去最多に並ぶ」
https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL18HTE_Y0A310C2000000

れ、タイミングを逃すと上場の延期や新規上場自体を逃すことにも繋がる。そして「先行者利益不可」という点もスタートアップ企業にとっては大きい。資本力のある大企業であれば先行者の分析を行い、改善をしたのちサービスを投入することも可能であるが、スタートアップ企業では時代のニーズに合った事業を行競合企業が、同時期に複数誕生する。競合企業が先に上場をすれば上場企業との比較を常に問われ、大胆な戦略が取り難くなる・市場のパイを取られてしまうという点で不利になる。

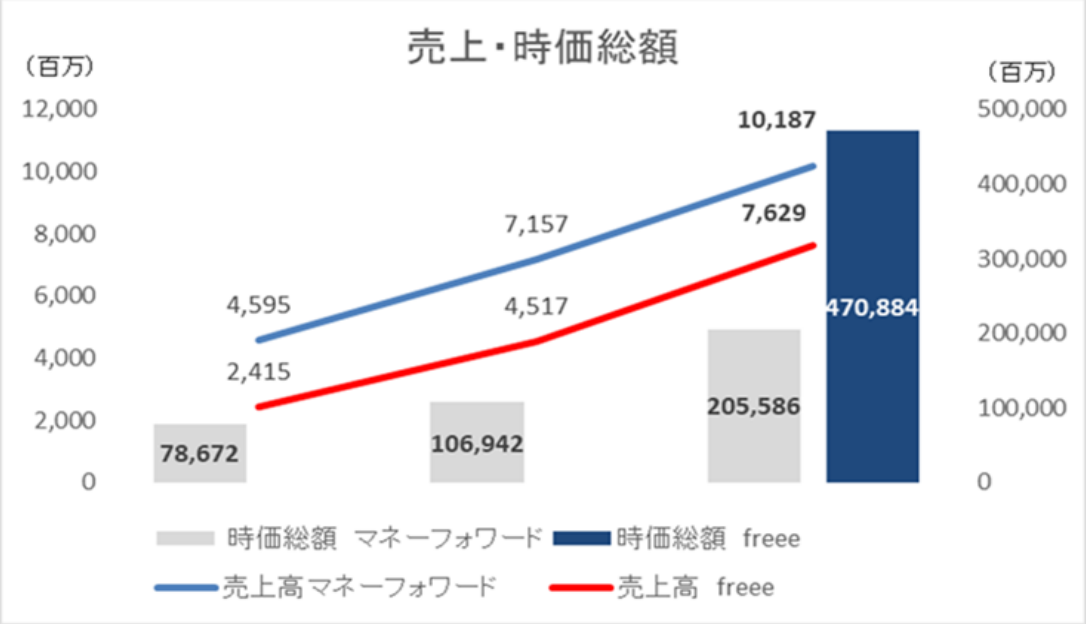
以上挙げたように、早期上場・遅上場にはそれぞれメリット・デメリットが存在し、早期上場は知名度や先行者利益による取引の拡大、遅上場はステークホルダーが少ない未上場期間の内に、じっくりと顧客やサービス・プロダクトへ集中ができる、という点が大きなメリットだと考える。

### 3.2 企業比較

3.1 節で取り上げたように、上場を早めるか・遅らせるかによってそれぞれメリット・デメリットが存在する。そこで実際に企業のパフォーマンスを比較し、定量的に検証する。今回の比較として、マネーフォワード社と freee 社を採用したい。両社はクラウド会計ソフトを提供する企業であり、日本の FinTech 企業として取り上げられることが多く、更に、両社は設立時期が同年であり（マネーフォワード社 2012 年 5 月設立、freee 社 2012 年設立）、比較には適していると考えられる。

上記記事で述べたようにマネーフォワードの上場は 2017 年であり、freee の上場は 2019 年 12 月である。この約 2 年の差を念頭に置いて、両社の財務データを読み解く。

図表 3　マネーフォワード社・freee 社比較




（出所）SPEEDA　マネーフォワード・freee　詳細財務データから筆者作成

売上高および時価総額を比較すると、売上高はマネーフォワードの方が上回っている。これは、早期上場により取引先の拡大に加え、上場後の M&A による規模の拡大が大きい[4]。しかし、時価総額においては freee が 2 倍以上の差をつけている。図表 4-1、図表 4-2 を見ると、両社とも EBITDA、当期純利益ともに赤字であり、成長途中の企業である。そこで、ここでは PSR の評価に着目をする。PSR とは Price to Sales Ratio の略称で和訳は株価売上高倍率と言い、時価総額を年間売上高で割ったものである。これまでは、株価収益率(PER)、株価純資産倍率(PBR)、株主資本利益率(ROE)などの株価の水準をみるための指標が存在していたが、主に PSR は新興成長企業の株価水準をはかる指標として用いられる。

例えば、売上高が同等の 2 社を比較した場合に、この倍率が高いほど、株価は割高と判断される[5]。freee は PSR が LTM で 61%とマネーフォワードの 3 倍近くあり、割高、言い換えれば株式市場からより高い成長を期待されている。

図表 4-1 マネーフォワード財務情報（上場後の 2017 年度から 2020 年度 LTM まで）

| 単位（百万円） | 2018/11期 | 2019/11期 | 2020/8期LTM |
|---|---|---|---|
| 売上高 | 4,595 | 7,157 | 10,187 |
| EBITDA | −1,805 | −3,034 | −1,805 |
| 当期純利益 | −815 | −2,572 | −2,091 |
| ROA | −10.15 | −20.60 | −11.58 |
| 資産合計 | 8,660 | 16,313 | 21,455 |
| 時価総額 | 78,672 | 106,942 | 205,586 |
| PBR | 23.93 | 13.49 | 19.45 |
| PSR | 17.12 | 14.94 | 20.18 |

（出所）SPEEDA　マネーフォワード　詳細財務データから筆者作成

図表 4-2freee 財務情報（20182 年度から 2020 年度 LTM まで）

| 単位（百万円） | 2018/06期 | 2019/06期 | 2020/09期LTM |
|---|---|---|---|
| 売上高 | 2,415 | 4,517 | 7,629 |
| EBITDA | −3,380 | −2,781 | −2,252 |
| 当期純利益 | −3,406 | −2,778 | −2,753 |
| ROA | −140.98 | −37.64 | −22.32 |
| 資産合計 | 2,416 | 7,381 | 17,859 |
| 時価総額 | NA | NA | 470,884 |
| PBR | NA | 17.04 | 34.56 |
| PSR | NA | 34.23 | 61.72 |

（出所）SPEEDA　freee　詳細財務データから筆者作成

[4] MARR online（2020/12/15）「M&A で急成長するマネーフォワードの成長戦略とシナジー効果を高める PMI https://www.marr.jp/marr/category/marr_report/entry/25702
[5] 野村証券 HP「証券用語解説集」https://www.nomura.co.jp/terms/english/p/psr.html

freee 社の佐々木 CEO は、未上場の企業であることをこのように語っている。「私は上場のメリットが明確にならない限り、未上場のままでいるべきだと思っていました。未上場であれば、ステークホルダーが限定されており、集中して経営ができるからです。株主は少数の VC をはじめとするや投資家であり、基本的に経営方針は私達で決められますし、管理コストも低い。これが未上場のメリットです」[6]。このコメントにあるように、佐々木社長は意図的に未上場の期間を長くし、管理コストの低さ、成長への集中といったメリットを享受した。その選択は、上場後の時価総額で資本市場から評価されている。freee 社は上場を遅らせた企業の成功例と言えよう。

4.仮説設定

早期上場・遅らせた上場でのメリット・デメリットを整理した結果、「早期上場は知名度や先行者利益による取引の拡大、遅らせた上場はじっくりと顧客やサービス・プロダクトへ集中ができる」という点が大きなメリットではないかと分析し、2 社の企業比較を行った結果、早期上場は売上や規模の拡大に有効であり、遅らせた上場は企業価値の向上により関連性がある、と考える。よって以下の仮説を設定する。

仮説 1

「上場を早めた企業の方が、上場後の売上や総資産等の規模の成長率が高い」

仮説 2

「上場を遅らせた企業の方が、上場後の株価リターンと営業利益率・ROA 等の利益指標の伸びが高い」

当初は上場を遅らせることによって、ステークホルダーが限定され成長の為に集中して経営ができ、上場を遅らせた企業は規模である売上高や総資産、そして株価といった経営指標全体をより高めることができると考えていた。しかし、上場を早めた企業は元々の規模や売上が小さいので上場後の成長率が高く、早期上場を行いライバル企業よりも先行者優位で取引先を広げることができるというメリットを考慮し、仮説 1 を設定した。一方、上場を遅らせたことによりサービスの質を高め、既存顧客の支持を固めることができる企業が多いため、結果的に収益指標や株価は、上場を遅らせた企業の方が評価をされると考え、仮説 2 を設定する。

[6] 株式会社 INITIAL（2019/12/17）「会計 SaaS の先駆者、freee の資本政策。素早い成長を支えた海外投資家」https://initial.inc/articles/2hicK7mqfUOSfyWS2ToQEw

## 5.分析手法

### 5.1 リサーチ・デザイン

仮説を検証するため、被説明変数を企業のパフォーマンス、説明変数を売上の質、有利子負債依存度、上場時規模、コントロール変数を経営者の上場時年齢、上場イヤーダミー、産業ダミー、 t -1 期総資産として、以下の回帰式を定式化する。

$$\boldsymbol{Y_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 * manipulation_{i,t} + \beta_2 \left(\frac{debt_{i,t-1}}{TA_{it-1}}\right) + \beta_3 LnTA_{it-1} + \beta_4 * \mathrm{A}ge + Industry_i + ListedYear + \varepsilon_{i,t}}$$

企業のパフォーマンス指標については、次の 6 つを取り上げる。それらは、株価リターン（初値から 3 年後)、従業員増加率（上場前決算から 3 期後)、売上高増加率（上場前決算から 3 期後)、総資産増加率（上場前決算から 3 期後)、営業利益率（上場前決算から 3 期後)、ROA（上場前決算から 3 期後)、である。説明変数について、$manipulation_{i,t}$は売上の質であり、(売上高－受取手形・売掛金－昨年の受取手形・売掛金)）/売上高によって求められ、数値が低ければ上場を早めている、高ければ上場を遅らせているとする。こちらは 5.2 で詳しく説明する。$LEV_{i,t-1}$は上場直前期の有利子負債依存度（有利子負債を総資産で除したもの)、$LnTA_{it-1}$は企業規模で、上場直前期の総資産の自然対数を用いる。コントロール変数は忽那（2014）を参考に、Age 経営者の上場時の年齢、企業規模をコントロールするため TA_(it-1)=企業規模として前期の総資産を用いる。更に上場年と産業による影響をコントロールするために、上場年度ダミー変数 $ListedYear$及び産業ダミー変数 $Industryi$ をモデルに加える。

### 5.2 指標の定義

今回の分析においては、上場のタイミング（上場を急いでいるのか、遅れているのか）の指標として、企業規模に加え、「上場後の売上の先食い」を行っているかを判断し、その指標として「売上の質」を用いる。以下の式で表す。

売上の質=（売上高－(受取手形・売掛金－昨年の受取手形・売掛金)）/売上高

この式では売上債権の増分をみることで、キャッシュを伴わない売上である売上債権が大きいほど、売上調整をしていると推察できる。キャッシュを伴わない質の悪い売上を計上するほど数値が低くなるため、数値が低いほど上場を急いでいる、との定義を行う。

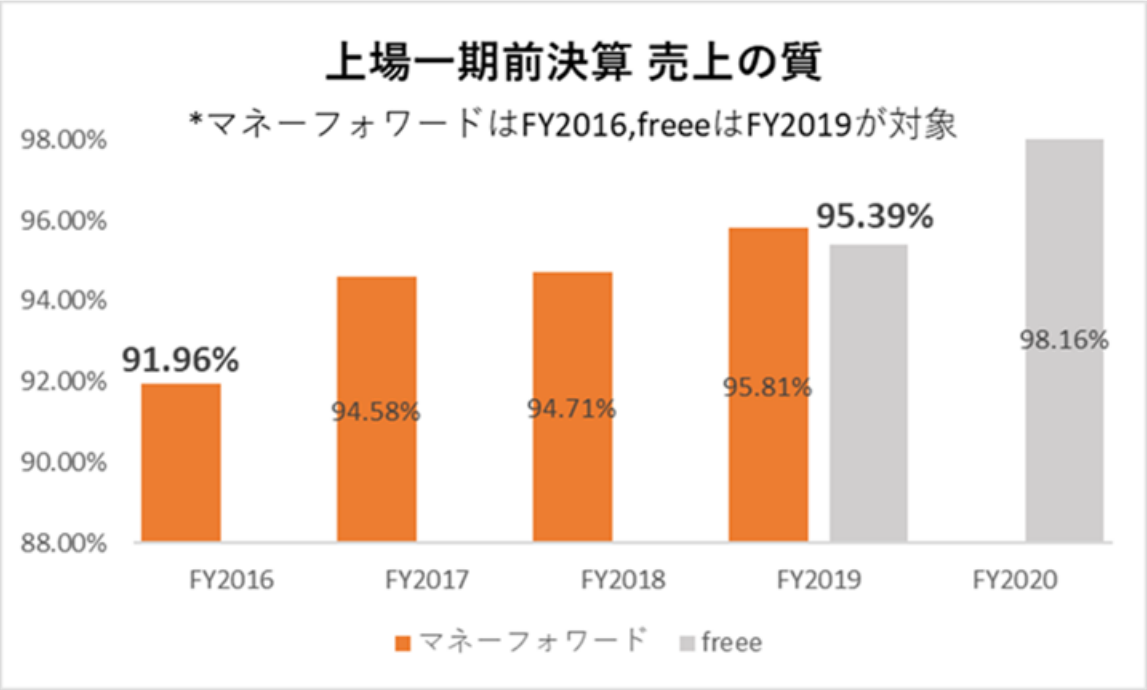
一般的に企業の利益調整行動として頻繁に議論されるのは「利益の質」であり、指標として主にアクルーアル（利益とキャッシュフローの差額）が用いられる。利益が

現金収入を伴う「質」の高い利益かを検証するための指標で、一般に特別損益を除いた税引き後利益から営業キャッシュフローを引いて算出する。質の高い利益を上げる企業は通常マイナスで、プラス傾向が続くと現金創出が遅れていると判断出来る。

しかし、今回の分析においては、創業間もないスタートアップ企業が対象であり、近年赤字上場が増加しているように、マザーズ市場では利益に対して投資家はそれほど重きをおいておらず、企業側にとっても、上場後すぐに利益を増やすインセンティブはそれほど高くないと考えられる。

したがって、スタートアップ企業に重要視される成長指標として売上高の数値に着目する。上場一期前の「売上の質」を見ることにより、対象企業が上場を急いだのか、遅れているのかを判断する。以下に「売上の質」を用いることが適切であるかを、上場を急いだ・送らせた企業の代表例であるマネーフォワード社・freee 社の数値で検証する。

図表 5 上場を早めたマネーフォワードと、上場を遅らせた freee の上場一期前の「売上の質」を比較




（出所）SPEEDA　マネーフォワードと freee の詳細財務データから筆者作成

上場直前期決算における売上の質は、マネーフォワードが 91.96%、freee が 95.39%となった。この結果から、売上の質をもとに上場のタイミングを判断することは理に適うと考える。

5.3 サンプル・セレクション

分析方法としては、公表連結財務諸表データを用いて SPSS による重回帰分析を行う。分析対象企業は以下の順でスクリーニングを行った。

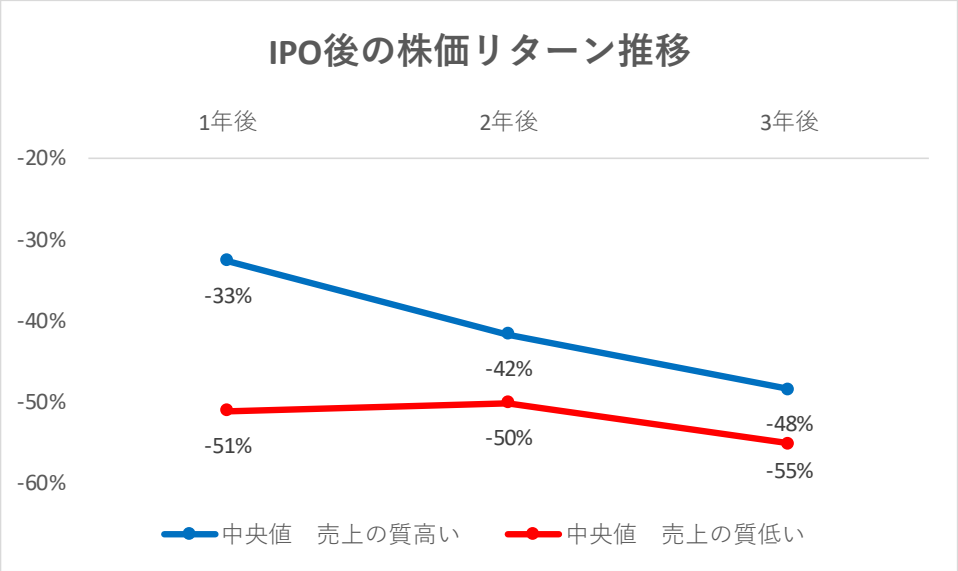
1. 2014 年～2019 年度に上場した企業の中で、新規上場後データが公開されている企業
2. 親子上場、上場企業子会社、金融機関を除外
3. 東証 1 部上場企業を除外
4. 上場後 3 年後のデータを取得できる企業
5. 被説明変数および説明変数が取得できる企業

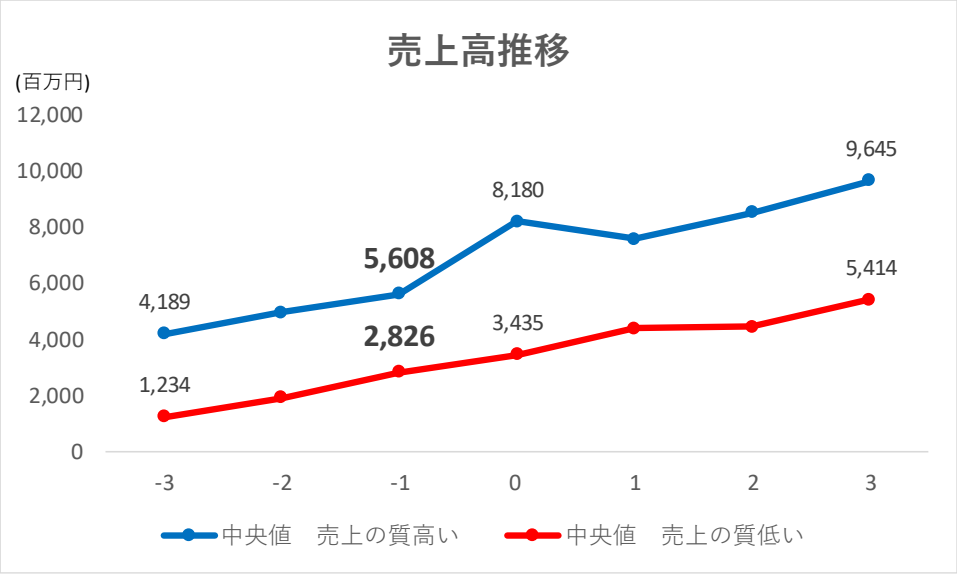
上記に該当した 127 社の企業データを「日経 NEEDS･明治以降本邦主要経済統計」から使用した。また、異常値の分析結果への影響を緩和するために、説明変数・被説明変数の数値について上下 1%水準でウィンソライズ（winsorize）を行った。これは上位・下位 1%以内の各変数の数値を、上位・下位 1%以内に該当する企業のものに置き換える異常値処理の手法である。

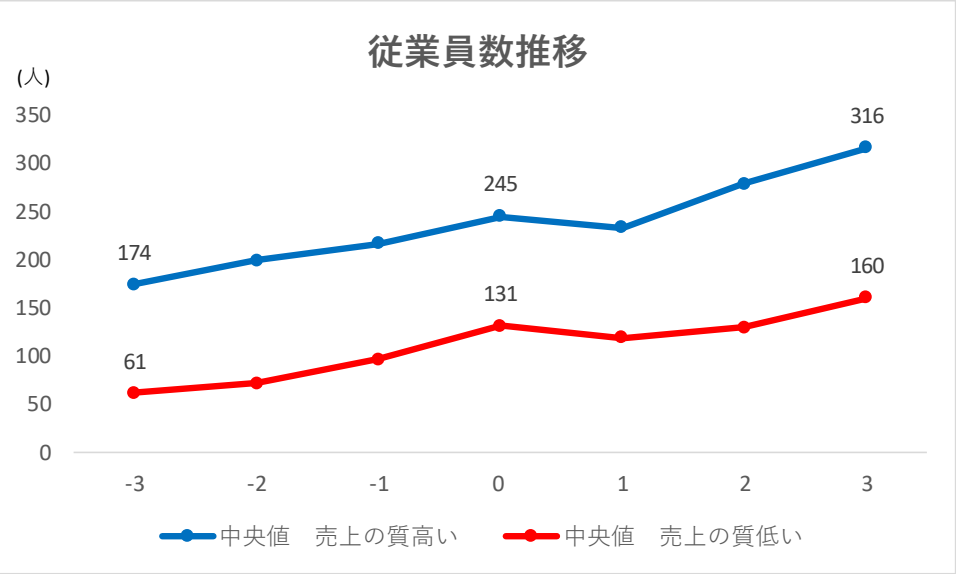
5.4 上場タイミングとパフォーマンス

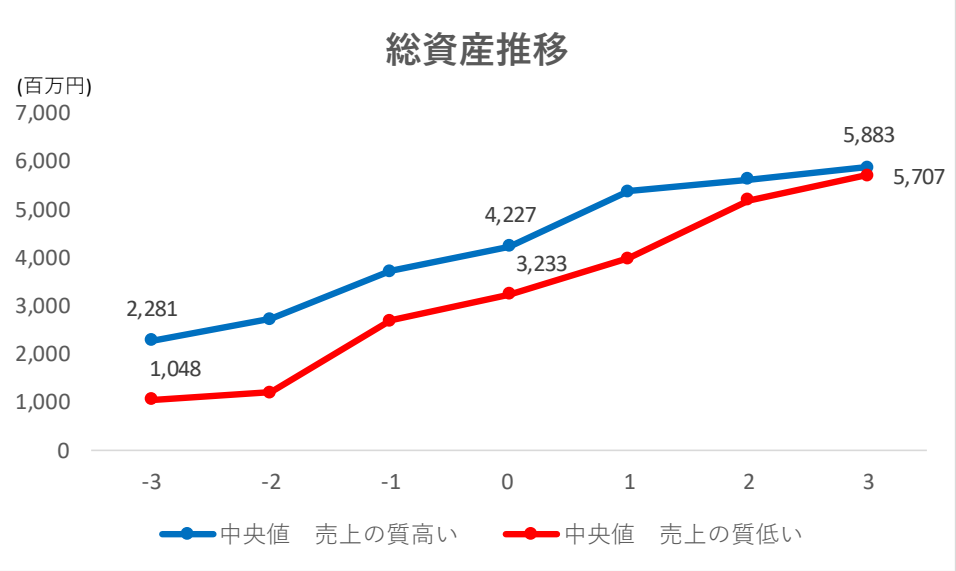
回帰で分析を行う前に、実際に上場を早めた企業と上場を遅らせた企業のパフォーマンス数値の比較を行う。株価については IPO 後の初値からのリターンを、それ以外の指標については上場年度を 0 とし、それぞれ上場前の年数を-、上場後の年数を+で表示し、パフォーマンスを計測した。上場のタイミング（早めたか、遅らせたか）を判断する為、先程の 5.2 で定義した「売上の質」で今回の企業群の「売上の質」の値を中央値で高い企業と低い企業に分け、両企業群のパフォーマンスを比較した。

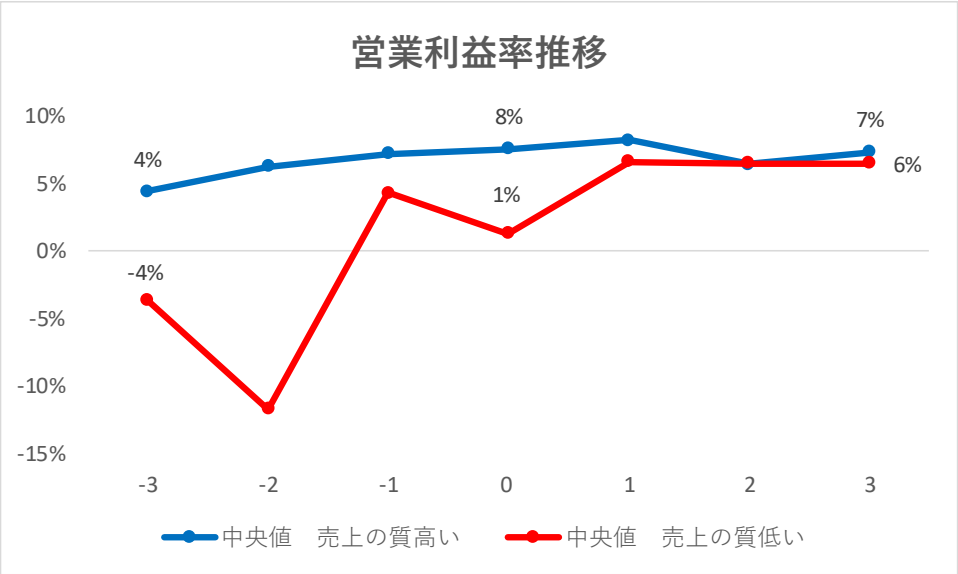
図表 5　各パフォーマンスの推移

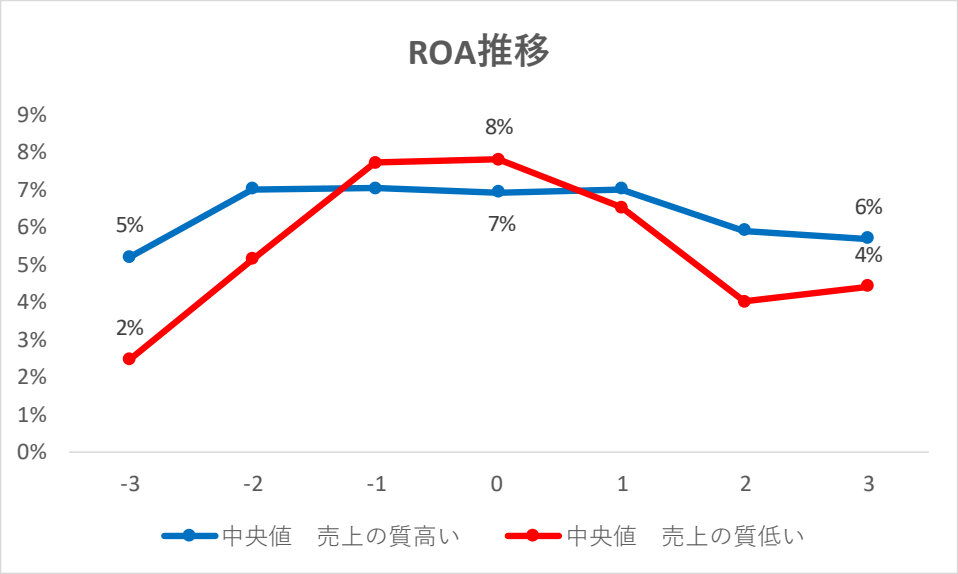



売上高推移
(百万円)
12,000
10,000
8,000
6,000
4,000
2,000
0
4,189
5,608
8,180
9,645
1,234
2,826
3,435
5,414
-3
-2
-1
0
1
2
3
中央値　売上の質高い
中央値　売上の質低い


従業員数推移
(人)
350
300
250
200
150
100
50
0
174
245
316
61
131
160
-3
-2
-1
0
1
2
3
中央値　売上の質高い
中央値　売上の質低い


総資産推移
(百万円)
7,000
6,000
5,000
4,000
3,000
2,000
1,000
0
2,281
4,227
5,883
1,048
3,233
5,707
-3
-2
-1
0
1
2
3
中央値　売上の質高い
中央値　売上の質低い


営業利益率推移
10%
5%
0%
-5%
-10%
-15%
4%
8%
7%
6%
1%
-4%
-3
-2
-1
0
1
2
3
中央値　売上の質高い
中央値　売上の質低い


ROA推移
9%
8%
7%
6%
5%
4%
3%
2%
1%
0%
8%
5%
7%
6%
4%
2%
-3
-2
-1
0
1
2
3
中央値　売上の質高い
中央値　売上の質低い

## 6.分析結果

図表 6　仮説推定結果

| | 株価リターン | | 従業員増加率 | | 売上高増加率 | | 総資産増加率 | | 営業利益率 | | ROA | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 係数 | t 値 | 係数 | t 値 | 係数 | t 値 | 係数 | t 値 | 係数 | t 値 | 係数 | t 値 |
| (定数) | 159.544 | 1.447 | 185.797 | 1.125 | 525.759 | 3.949*** | 484.477 | 2.415** | -182.961 | -3.852*** | -40.754 | -1.886* |
| $manipulation_{i,t}$ | -2.142 | -1.833* | -0.044 | -0.27 | -3.024 | -2.143** | -5.047 | -2.374** | 2.146 | 4.261*** | 0.328 | 1.432 |
| $LnTA_{it-1}$ | 12.065 | 2.090** | -15.473 | -1.948* | -25.098 | -3.600*** | 14.320 | 1.363 | -1.015 | -0.408 | 0.23 | 0.020 |
| $LEV_{i,t-1}$ | -12.805 | -0.456 | 70.954 | 1.887* | 15.107 | 0.446 | 35.738 | -0.700 | -3.409 | -2.82 | -10.473 | -1.903* |
| *Age* | -1.210 | -1.981* | -1.090 | -1.223 | 0.119 | 0.152 | -0.830 | -0.704 | -0.243 | -0.870 | 0.251 | 1.979** |
| *ListedYear*2014 | -21.105 | -1.350 | 73.785 | 3.432*** | 58.653 | 3.107*** | 49.194 | 1.730* | -1.996 | -0.296 | 3.939 | 1.286 |
| *ListedYear*2016 | -7.855 | -0.430 | -2.359 | -0.094 | 19.899 | 0.903 | 15.614 | 0.470 | -2.111 | -0.268 | 4.084 | 1.142 |
| *Industry* | Yes | | Yes | | Yes | | Yes | | Yes | | Yes | |
| *adjusted R^2* | 0.314 | | 0.189 | | 0.296 | | 0.194 | | 0.344 | | 0.065 | |
| *observations* | 127 | | 127 | | 127 | | 127 | | 127 | | 127 | |

備考）***、**、*印は、それぞれ 1%、5%、10%水準で統計的に有意なことを示す。

7.比較・分析結果の評価

まず図表 5 の比較を見ると、株価パフォーマンスに関しては売上の質が高い企業群の方が、わずかにパフォーマンスが良いが、売上の質が高い企業群・低い企業群共に大きくマイナスであることが分かる。辰巳・桂山（2005）によると、IPO 後の長期（36 ヵ月）株価パフォーマンスが悪い現象はアンダープライシングと対にしたオーバープライシングという言葉で語られ、アノマリーの 1 つになっていると述べられているが、今回も株価パフォーマンスはマイナスとなった。次に売上高の項目について、売上高に関しては、-1 の年と 0 の年の差額に着目をする。この上場直前期の「売上の質」の数値で上場を急いでいるか、遅らせている企業を判断するが、売上の質が低い企業群は、上場直前期に売上を先食いしていると考えられる為、その反動として 0（上場時）の年には売上の伸びが鈍い。対して、売上の質が高い企業は、上場前に売上の先食いをあまり行っていないので、上場年度の売上高が大きく伸びている。しかし、3 年後トータルの成長率で見ると、売上の質が低い企業の方が伸びは大きい。また他の項目で規模の成長を示す従業員数、総資産の移行も順調に伸びている。収益性を示す営業利益率・ROA については売上の質が低い企業は上場前の数値が低く、売上の質が高い企業は上場前から安定した数値を保っている。

この比較を踏まえた上で回帰の分析結果を見ると、株価リターンについて $manipulation_{i,t}$ は 10%の有意でマイナスであった。また、$LnTA_{it-1}$ が 5%の水準で有意にプラスであり、上場 1 期前の企業規模が大きい企業はリターンとプラスの相関がある。$Age$ も 10%の有意でマイナスであり、経営者の年齢の大きさもリターンとマイナスの関係があった。従業員増加率に関しては、$manipulation_{i,t}$ は相関は見られず、$LEV_{i,t-1}$ が 10%の優位、$LnTA_{it-1}$ が 10%の有意でマイナスであり、$ListedYear2014$ がプラスの有意であった。売上高増加率に関しては、$manipulation_{i,t}$ が 5%水準で有意にマイナスであった。仮説通り、当初の売上が少ないこともあり、売上の質が低い企業の方が、上場後の成長率は高いことがわかる。$LnTA_{it-1}$ も有意でマイナスであり、当初の想定通り規模が小さい企業程売上の増加率が高いと言える。総資産増加率について、$manipulation_{i,t}$ は 5%水準で有意にマイナスであった。こちらは仮説通りであり、上場を早めた企業の方が規模の成長率が高いという結果になった。また、経営者の上場時年齢が有意であり、経営者の年齢が高い方が企業の規模成長が大きいという結果となった。

利益指標の項目について、営業利益率は $manipulation_{i,t}$ が有意でプラス（1%水準）であった。これは売上の質が高い企業ほど、利益パフォーマンスが良く、当初の仮説通りであった。また、従業員増加率と同じく $ListedYear2014$ が有意になり、2014 年度に上場した企業は従業員・売上高成長率が高いという結果になった。ROA に関し

ては$manipulation_{i,t}$が有意とならず、これにより上場を遅らせた企業ほど上場後の利益指標が良いという仮説は一部支持されなかった。

したがって、仮説 1 については支持がされた。規模の成長率という面で見れば、企業規模や売上が小さくとも、早期の上場を目指し、上場後のメリットである信用力や先行者利益によって取引を拡大し、上場時からの大きな成長を目指すという戦略は理に適っており、企業行動として合理的である。

仮説 2 は利益指標に関しては営業利益が有意にプラスになり、支持がされた。上場を遅らせ未上場の内に規模を大きくし、満を持して上場をするという戦略は、営業利益率には良いパフォーマンスを発揮できることがわかった。一方が株価リターンについては「売上の質」は有意にマイナスであるが、「企業規模」は有意にプラスでありこの項目だけを見ると上場を早めた方が良いのか、遅らせた方が良いのか判断が難しい。そこで株価リターンの変数で他に唯一有意となっている $Age$ の項目に焦点を当てる。$Age$ は有意にマイナスの結果になっており年齢が低い経営者の方がパフォーマンスが良い。この結果に有意が影響され、$manipulation_{i,t}$が有意にマイナスになってしまった可能性がある。よってここでは$LnTA_{it-1}$がプラスで有意であることを重要視し、上場を遅らせた方が株価・利益指標が良いという仮説 2 は支持された、と定義する。

## 8.結論と本研究の限界

本研究では上場時のタイミングによって、企業のパフォーマンスにどのような影響があるか、ということを実証分析によって明らかにした。自身で仮説 1「上場を早めた企業の方が、売上や総資産等の規模の指標の成長率が良い」、仮説 2「上場を遅らせた企業の方が株価・利益率・ROA 等の利益指標の伸びが良い」という仮説をたて、仮説 1 については支持され、仮説 2 も検証の結果同様に支持される結果となった。

この結果から、早期上場は上場後の売上高・規模の拡大に有効であり、上場を遅らせることは株価や利益指標の向上に繋がる可能性があると提言したい。規模の早期拡大を目指すのであれば、競合よりも早く上場を果たし、上場を早める際のメリットで挙げた「知名度向上による取引先拡大」、「競合への先行者利益」という果実を得るという戦略もスタートアップにとっては有効ではないかと考える。また、3.1 で挙げたように、上場のタイミングによるメリット・デメリットを踏まえた上で自身のビジネスモデルモデルに相性の良い資金調達の規模や上場のタイミングを行うことの重要性を提言したい。スタートアップ企業の顧客が法人か個人か、中小企業向けか大企業向けかによって、上場メリットが自社ビジネスにとって非常に重要な要因であることもあれば、大きなメリットにならない場合もある。自社のビジネスモデルによって、戦略的に早期上場か遅らせての上場を選べば、上場後のパフォーマンスに好影響を与

える事ができるのではないか。

最後に本研究の限界を示す。今回の分析においては、上場後 3 年間の財務情報がある企業が対象な為、近年の日本でもトレンドとなってきた赤字上場や上場を遅らせる企業のパフォーマンス全体像を測れたとは言い難い。後数年も経過すればこれらの企業の分析も可能となり、その際、上場を早めるべきか、遅くするべきかの議論に有意義な研究結果が出せるであろう。加えて、今回は上場のタイミングを「売上の質」で定義を行ったが、これには厳密性という点で限界がある。当然ながらビジネスモデルによって売上の質の数値は各社異なっており、数値が低いからといって上場を急いでいる企業だとは言い切れず、そもそも意図的な上場タイミングだったのか・全く上場タイミングを意識していなかったのか、という判断は難しい。また、P7 の 3.近年の企業動向に記載した経営者インタビューのように、定性的な面を数値としてモデルに落とし込むことや、パフォーマンスにおける売上の質以外の項目の影響力の定量化等も求められると考える。

参考文献


- 忽那 憲治(2014)「IPO 後の高成長企業と成長企業」『一橋ビジネスレビュー 2014 年 09 月』,pp.6-21.
- 孫 乃立・城下 賢吾・杜 賽娟(2019)「日本における利益調整行動と IPO の失敗リスク」『証券経済学会年報』,第 53 別冊 2019 年 pp.1-14.
- 足立 光生(2011)「新規上場企業の市場効率性」『同志社政策研究』,5 号,pp.1-19.
- 岡室 博之(2007)「ベンチャーキャピタルの関与と IPO 前後の企業成長率」『証券アナリストジャーナル 2007.9』,pp.68-78.
- 宮生 侑祐(2015)「新規公開前後の成長性に関する考察：高成長企業低成長企業の特徴について」『慶應義塾大学大学院慶應義塾大学研究科 修士論文』,pp.1-36.
- 重本 洋一(2010)「IPO 企業における利益調整と経営者の株式保有」『広島経済大学経済研究論集第』,33 巻第 4 号,pp.43-53.
- 辰巳 憲一・桂山 靖代（2005）「IPO リターン・リバーザル——初取引日前後 IPO パフォーマンスのアノマリー分析——」『学習院大学 経済論集』,第 42 巻第 3 号, pp.197-208.
- LarryL DuCharme, and Paul H.Malatesta, and Stephan E.Sefcik (2001) ”Earnings management: IPO valuation and subsequent performance” *Journal of Accounting*、*Auditing and Finance*, pp.1-36.
- 株式会社 INITIAL(2019/12/17)『会計 SaaS の先駆者、freee の資本政策。素早い成長を支えた海外投資家』 https://initial.inc/articles/2hicK7mqfUOSfyWS2ToQEw
- 株式会社 INITIAL （2020 年 9 月 2 日）『コロナ禍でもスタートアップ資金調達は社数・総額共に増加』https://initial.inc/articles/startup-finance-2020h1
- 日本経済新聞（2018/2/16）『「IPO は急ぎません」起業家たちの懐事情』 https://www.nikkei.com/nkd/company/article/?ba=1&c=DNX&ng=DGXMZO26954780V10C18A2X11000&scode=3900
- MARR online（2020/12/15）『2021 年 1 月号 315 号』「M&A で急成長するマネーフォワードの成長戦略とシナジー効果を高める PMI」 https://www.marr.jp/marr/category/marr_report/entry/25702

- 株式会社 INITIAL（2019/12/17）「会計 SaaS の先駆者、freee の資本政策。素早い成長を支えた海外投資家」）
  https://initial.inc/articles/2hicK7mqfUOSfyWS2ToQE

陳謝

本研究の作成にあたり、多くの方々からご支援・ご指導をいただきました。この場を借りて深く御礼申し上げます。

まずは本修士論文のテーマについてのご相談から分析方法、感性に至るまで常にご指導下さいました担当指導教官の村上裕太郎准教授に心より感謝申し上げます。

高橋大志教授、齋藤卓爾准教授にはお忙しい中、副査を快くお引き受け頂き、また、論文の内容を深める大変貴重なご指摘を頂きましたことに、心より御礼申し上げます。

また、データ分析の際に分析手法を基礎から教えて下さり、論文への有効な御示唆を頂きました黄耀偉さんにも感謝申し上げます。

そして村上ゼミの同期であるシ ウトウさん、コウ ショヨウさんに感謝の意を示します。貴重で有意義な時間を過ごすことができ、このゼミメンバーで本当に良かったと心より感謝しております。

最後に、1 年次から共に過ごし、多くの刺激を与えてくれた M42 の同級生の皆さん、慶應義塾大学大学院経営管理研究科で学ぶことに反対をせず、応援してくれた家族に心よりから御礼いたします。