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

Title	日本におけるIPO時点およびIPO後のベンチャー・キャピタルの所有集中が投資先スタートアップ企業のパフォーマンスに与える影響
Sub Title	
Author	岩村, 宗一郎(Iwamura, Soichiro) 芦澤, 美智子(Ashizawa, Michiko)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2024
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2024年度経営学 第4217号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002024-4217

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（　　2024　年度）

論文題名

日本における IPO 時点および IPO 後のベンチャー・キャピタルの所有集中が投資先スタートアップ企業のパフォーマンスに与える影響

主　査	芦澤　美智子　准教授
副　査	岡田　正大　教授
副　査	高橋　大志　教授
副　査	

氏　名	岩村　宗一郎

論 文 要 旨

指導教員	芦澤　美智子	氏名	岩村　宗一郎

（論文題名）
日本における IPO 時点および IPO 後のベンチャー・キャピタルの所有集中が投資先スタートアップ企業のパフォーマンスに与える影響

（内容の要旨）

本研究は、日本におけるスタートアップ企業の IPO 時点および IPO 後のベンチャー・キャピタルの所有集中が、投資先スタートアップ企業のパフォーマンスにどのような影響を及ぼすかを検証したものである。近年、日本ではスタートアップ企業の IPO 件数が増加する一方、IPO 後のパフォーマンス低迷（いわゆる「上場ゴール問題」）が指摘されてきた。先行研究ではベンチャー・キャピタルは資金提供のみならず、公開市場投資家に向けたシグナリング効果や経営陣へのモニタリング効果によって投資先スタートアップ企業の市場パフォーマンスおよび収益パフォーマンスの向上に寄与する可能性が示唆されている。その一方で、ベンチャー・キャピタルの過度な所有集中が企業のパフォーマンスに悪影響を及ぼすというエントレンチメント効果についても指摘されてきた。これらの効果は国ごとの金融法制や投資家保護制度の違いによって異なり得る。本研究では歴史的にシビル・ロー系とコモン・ロー系の要素を併せ持つ日本の特殊性に着目し分析を行った。

分析の結果、第一に IPO 時点においても IPO 後においてもベンチャー・キャピタルの持株比率と本研究で対象とした投資先スタートアップ企業の市場パフォーマンスとの間には有意な関係が見られなかった。第二に IPO 時点のベンチャー・キャピタルの持株比率と収益パフォーマンス（ROA）のあいだに U 字型の関係が確認され、一定水準以下では負の相関がある一方、ある程度高い持株比率を超えると正の相関をもつことが示唆された。これは既存のエントレンチメント効果とは相反する結果となったが、日本においては一定水準まで所有集中度が高まらない場合にはベンチャー・キャピタルのモニタリングが実質的に機能していないことが示唆された。第三に IPO 後については、ベンチャー・キャピタルの所有継続が収益パフォーマンスの変化と逆 U 字型の相関を示し、一定比率まではベンチャー・キャピタルによるモニタリングが企業の収益性改善に有効である一方、過剰な所有集中はベンチャー・キャピタルと他株主との利害相反やベンチャー・キャピタルの大量売却リスクが高まり、企業パフォーマンスに悪影響を与える可能性が示された。

これらの知見は、日本のスタートアップ・エコシステムにおいて今後のスタートアップ企業の資本政策に応用ができるだけでなく、機関投資家の投資アングルに入りにくい IPO 直後の企業にベンチャー・キャピタルが一定程度株式を保有することや IPO 以前から投資をするグロース・ファンドの環境整備が重要であることを示唆している。

＜目次＞

1. はじめに 5
2. 理論的背景と仮説提示 8
2-1. 日本の金融法制とコーポレート・ガバナンス 8
2-2. IPO 時における所有構造とコーポレート・ガバナンス 9
2-3. IPO 後の所有構造とコーポレート・ガバナンス 11
3. 分析概要 13
3.1. 本分析における使用データ・定義 13
3.2. 分析手法とモデル 13
4. 分析結果 16
4.1. 記述統計 16
4.2. 分析結果 18
4.2.1. 日本での IPO 時点のベンチャー・キャピタルの所有が投資先スタートアップ企業のパフォーマンスに与える影響 18
4.2.2. 日本での IPO 後のベンチャー・キャピタルの所有が投資先スタートアップ企業のパフォーマンスに与える影響 20
5. 考察 22
5.1. 日本における IPO 時点および IPO 後のベンチャー・キャピタルの所有構造が投資先スタートアップ企業のパフォーマンスに与える影響 22
5.2. 今後の日本のスタートアップ・エコシステム設計への含意 23
7. 謝辞 25
8. 参考文献等 26

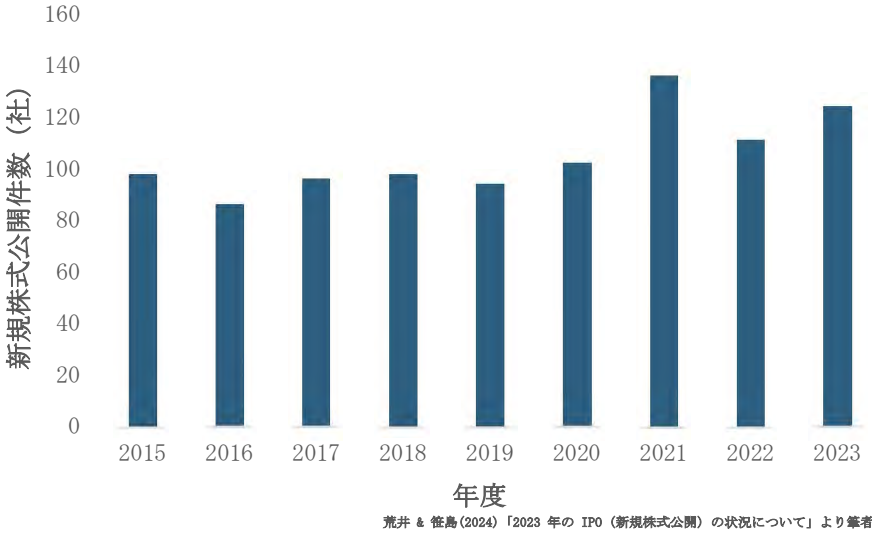
＜図表目次＞

図表 1：IPO 件数の推移 5
図表 2:変数の定義 15
図表 3：＜モデル 1-1＞および＜モデル 1-2＞の記述統計量 16
図表 4：＜モデル 2-1＞、＜モデル 2-2＞および＜モデル 2-3＞の記述統計量 16
図表 5：＜モデル 1-1＞および＜モデル 1-2＞の分析結果 18
図表 6：IPO 期末の ROA(ROA_IPO)に対する IPO 時点のベンチャー・キャピタルの持株比率(VC_Ownership_IPO)の単回帰分析の二次回帰曲線 18
図表 7：＜モデル 2-1＞、＜モデル 2-2＞、および＜モデル 2-3＞の分析結果 20
図表 8：IPO から 2 年間の ROA 変化量(ROA_CR)に対する IPO から 2 年後のベンチャー・キャピタルの持株比率 (VC_Ownership_PostIPO)の単回帰分析の二次回帰曲線 20

1. はじめに

近年、日本国内におけるスタートアップ企業の新規株式公開(Initial Public Offering: IPO)が増加傾向にある。2023 年の IPO 件数は 124 社であり、これは直近 10 年間でみると 2021 年の 136 社に次いで 2 番目に高い水準である(荒井 & 笹島, 2024)。特に日本のスタートアップ企業が IPO することは、リスクテイクに積極的な投資家からの資金獲得や認知度や社会的信用の向上を可能にする一方、IPO 後に業績パフォーマンスが落ちる現象、いわゆる「上場ゴール問題」が散見される(伊藤, 2023)。鈴木 & グロース・キャピタル株式会社(2021)によれば、日本の新興市場に IPO した企業のうち全体の 4 分の 1 以上は、IPO 後 3 年間で売上と営業利益においてはほぼ成長が見られず、約半数の企業は時価総額も横ばいである。新興市場における成長要因及び成長阻害要因は複合的に絡み合っているが、スタートアップ経営者・関係者へのヒアリングでは、ベンチャー・キャピタルをはじめとする外部投資家など経営者を取り巻くエコシステム関係者の影響があることが示唆されている(東京証券取引所, 2024)。経営者自身からも、上場後はベンチャー・キャピタルが株式売却をし、かつ機関投資家の投資アングルに入らない中で、外部投資家によるガバナンスが機能せず経営に打ち込むモチベーションを維持することが難しいという意見が提供されていた(東京証券取引所, 2024)。この「上場ゴール問題」を解決するために、単なる資金調達面の議論に留まらず、IPO 後におけるコーポレート・ガバナンスのあり方、特に外部投資家によるモニタリングやガバナンス機能を検討することが求められる。

図表 1：IPO 件数の推移



荒井 & 笹島(2024)「2023 年の IPO（新規株式公開）の状況について」より筆者作成

非上場時にはベンチャー・キャピタルなどのプライベートエクイティ投資家が、経営者が投資家の利益に沿った行動を取るようインセンティブを調整することを目的として柔軟な契約を策定することや、企業活動を定期的に監視して経営に関与することでモニタリングを果たすことによってエージェンシー問題を軽減する機能を果たしている(Kaplan & Strömberg, 2001)。しかし、IPO は非上場企業が公開株式市場へ参入する際のイベントであり、これによりスタートアップ企業と投資家との関係性は大きな変化を迎える。IPO はスタートアップが経験する最初の「流動性イベント」であるためベンチャー・キャピタルは投資回収のために株式売却を通じて利益を確定する傾向がある(Gompers & Lerner, 2001)。この行動はベンチャー・キャピタルにとって合理的ではあるものの、特に IPO 後に新規に参加する公開市場投資家は、プライベートエクイティ投資家と比べると、経営陣との情報の非対称性が拡大する。そのため、経営者が自己の利得を優先することで株主利益と乖離する（エージェンシー問題）が生じる可能性が高まる。さらに、国内機関投資家は時価総額 200 億円以上、海外機関投資家は 800 億円以上を投資対象の目安(宝印刷 D&IR 研究所, 2024)とされており、それ以下の時価総額の上場スタートアップにはガバナンスの空白期間が生まれてしまっている。こうした問題は、個人投資家を含む少数株主保護の観点で問題視されており、上場後の業績パフォーマンスや企業価値評価に影響を及ぼしうるため、その軽減策として所有構造や特定投資家の関与が注目されている。

そこで、本研究では以下のリサーチクエスチョンを設定する。

「IPO 時点のベンチャー・キャピタルの持株比率はコーポレート・ガバナンスにどのような効果を与えるのか？さらに、IPO 後にベンチャー・キャピタルが保有株式を維持し続けることはエージェンシーコストを軽減するのか？」

IPO 時点におけるベンチャー・キャピタルの持ち株比率がコーポレート・ガバナンスに与える影響を明らかにすることで、スタートアップ企業の資本政策に関する実務的な示唆を提供することができる。さらに、「ベンチャー・キャピタルが IPO 後も一定の所有比率を維持し、引き続きモニタリングや経営支援を行うことは、スタートアップ企業におけるエージェンシー問題を軽減し、企業価値を向上させる有効な戦略となり得る」という示唆をスタートアップ・エコシステムに提供することができるかもしれない。

また、ベンチャー・キャピタルがエージェンシー問題を軽減し、スタートアップ企業のパフォーマンスを改善する効果は、必ずしも一様ではない。これまでベンチャー・キャピタルが支援する IPO に関する実証研究は主に米国に焦点をあてられてきた(Bruton et al., 2010)が、ここで用いられた理論モデルが異なる法制度を有する他国でも同様に成立するとは限らない。制度的理論とエージェンシー理論を組み合わせた先行研究は、国ごとの制度の差異がコーポレートガバナンスのステークホルダーに与える影響を示している(Aguilera & Jackson, 2003; La Porta et al., 1999; La Porta et al., 2000)。一般的にコモン・ロー系の諸国では、投資家が訴訟などの法的救済手段を通じて経営陣を監視できるため、投資家はリスクテイクに積極的であり、アームズ・レングス（arms-length）なガバナンスが有効に機能しやすいとされる(Bruton et al., 2010)。一方、シビル・ロー系の諸国では、法的救済手段が限定的であるため、投資家は所有集中の傾向や企業関係者との信頼構築を通じて経営をコントロールする傾向が強まる(Porta et al., 1998)。Bruton et al.(2010)の英国とフランスの IPO 企業を対象とした実証研究は、コモン・ロー系の国家とシビル・ロー系の国家の比較を通じて、同じベンチャー・キャピタル投資であっても、その効果が制度によって大きく変化することを示した。英国のような強固な投資家保護や明確な法制度が整備された環境では、ベンチャー・キャピタルによる厳格なモニタリングによるエージェンシーコストの低減が有効に機能しやすい一方、フランスのようなシビル・ロー系の国家では、ベンチャー・キャピタルの関与が必ずしも同様の成果を生むとは限らないことが示唆されている。このような国際比較的な知見は、日本におけるベンチャー・キャピタルの支援を受けている IPO の効果検証に一層の意義を与える。特に歴史的に日本の金融法制はドイツ法型のシビル・ロー系とコモン・ロー系の双方の影響を受けており(Porta et al., 1998; 藤倉, 2014)、この日本の制度下で、ベンチャー・キャピタルによるエージェンシー問題の軽減効果がどのように現れるのか、あるいは異なるパターンを示すのかを検証することは、今後の日本のスタートアップエコシステム設計について示唆を与えることができる。

2. 理論的背景と仮説提示

2-1. 日本の金融法制とコーポレート・ガバナンス

Porta, R. L. et al.(1998)は投資家保護に関する法制度を、コモン・ロー系（英米法系）とシビル・ロー系（大陸法系）に大別して分析しており、コモン・ロー系諸国は最も強力な投資家保護を有し、フランス法型のシビル・ロー系諸国は最も弱い投資家保護を、ドイツおよびスカンジナビア法型のシビル・ロー諸国はその中間に位置していることを示した。これらの投資家保護に関する法制度はコーポレート・ガバナンスのステークホルダーに影響を与えており、コーポレート・ガバナンスの効果は一様ではない(Aguilera & Jackson, 2003; La Porta et al., 1999; La Porta et al., 2000)。

日本の金融法制はドイツ法型のシビル・ロー系の影響を受けているものの、特に会社法の分野においては第二次世界大戦後にアメリカ占領軍が一部「アメリカ化」、すなわちコモン・ロー系の影響を日本の金融法制に与えたと指摘されている(Porta, R. L. et al., 1998)は。のちに藤倉(2014)は日本の金融法制の変遷を整理し、1927 年の旧銀行法制定以降は護送船団方式の政策によってシビル・ロー系の金融法制が強化されたものの、1990 年代以降は金融システム改革によって市場型金融システムの導入に力点が置かれ、金融商品取引法の制定によりコモン・ロー系の金融法制も取り入れてきたことを論証した。

ベンチャー・キャピタルに関する議論については、日本においてはシビル・ロー系の法整備の影響を受け、主に銀行や証券会社に関連する株式会社で構成されており、投資契約についても普通株式やシンプルな構造の契約が多く、米国型の高度な契約（転換可能優先株式や希薄化防止条項条項）は一般的でないとされてきた(Mayer et al., 2005; Kaplan et al., 2007)。しかし、1998 年の「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」の制定以降は、より多様な契約体系が可能になった。2014 年から 2023 年に至るまで独立系のベンチャー・キャピタルが金融機関系のベンチャー・キャピタルやコーポレート・ベンチャー・キャピタルを上回る投資額を記録していることや(株式会社 ユーザベース, 2024)、日本における優先株の 97%が参加型優先株式である(Coral Capital, 2019)ことからもコモン・ロー系の影響を受けていることが推察される。このように日本はドイツ法型のシビル・ロー系を起源としつつも、近年はコモン・ロー系の影響を受けているという特異的な金融法制を築いており、日本以外の国々におけるコーポレート・ガバナンスの研究がそのまま当てはまるわけではない。それゆえに、日本における IPO 及び IPO 後の所有構造が業績パフォーマンスに与える影響について研究することは、日本の金融法制上の独自性や特異性を考慮した新たな知見を提供

する可能性がある。

2-2. IPO 時における所有構造とコーポレート・ガバナンス

本節では、IPO 時におけるスタートアップ企業の所有構造が、コーポレート・ガバナンスを通じて企業パフォーマンスに影響を及ぼすメカニズムについて理論的・実証的な先行研究に基づき整理する。特に、本研究が焦点をあてるベンチャー・キャピタルによる IPO 時点の持株比率が、いかにエージェンシー問題の軽減および企業価値向上に寄与するかについて、先行研究を概観した上で仮説を提示する。

エージェンシー理論に関する研究では、所有と経営の分離が進んだ現代企業において所有構造が企業パフォーマンスに大きな影響を及ぼすことが理論的・実証的に示されてきた(Barry et al., 1990; Jensen & Meckling, 1976)。Jensen & Meckling(1976)は、分散所有が経営陣と株主間の利害対立（エージェンシー・コスト）を増大させることや、所有集中度が高まると大株主は経営者の行動を監視しやすくなりエージェンシー問題の軽減を通じて企業価値向上が期待されることを理論的に示した。特に IPO のプロセスは、流動性イベントであるため経営陣、プライベート・エクイティ投資家（ベンチャー・キャピタルを含む）、公開市場投資家との間にマルチプルなエージェンシー・コンフリクトが存在すると考えられる。経営者が自己の利得を優先することで株主利益と乖離するという逆選択の問題が潜在的に存在しており(Bruton et al., 2010)、IPO するスタートアップ企業の多くは浅い経営歴から業績実績を信用できず、企業の健全性や成長の可能性を判断することが難しい(Brav & Gompers, 2003)。

Bruton et al.(2010)は、プライベート・エクイティ投資家による所有集中は、上記の問題を軽減または増幅させる重要な要因であり、結果として IPO 企業のパフォーマンスに影響を与える可能性があると主張している。まず、第一にベンチャー・キャピタルによる所有集中は公開市場投資家へのシグナリングとして機能することで情報の非対称性を軽減し、間接的にエージェンシー・コストを軽減するかもしれない(Barry et al., 1990; Megginson & Weiss,1991; Leland & Pyle, 1977)。このシグナリングの効果は公開市場投資家に向けたものであるため市場パフォーマンスの向上に寄与すると考えられる。第二に、上場時点までにベンチャー・キャピタルが投資先企業に対して行うモニタリング活動により、経営者の利益追求行動を抑制し、株主利益を保護する組織体制が構築される（Hellmann & Puri, 2002; Florin & Simsek, 2007)。このモニタリングの効果は経営陣に向けたものであるため、まず収益パフォーマンスの向上に寄与すると考えられる。そ

して、結果としてベンチャー・キャピタルの所有集中によって情報の非対称性が軽減されることで市場パフォーマンスを高めることが示唆されている(Megginson & Weiss,1991)。Kaplan & Strömberg(2003)は、ベンチャー・キャピタルのモニタリングについての国際比較を実証しており、シビルロー系の諸国ではベンチャー・キャピタルのモニタリング効果が限定的になりやすい一方で、コモン・ロー系諸国においてはフォーマルな契約設計がエージェンシー・コストの削減やガバナンス強化において有効であることが示されている。本研究では前段で記述した通り、日本はベンチャー・キャピタルの保護法制としてはコモン・ロー系の影響を受けているため、先行研究からベンチャー・キャピタルのシグナリング効果やモニタリングが十分に有効であり、収益パフォーマンスと市場パフォーマンスの向上に寄与することができると考えることができる。

しかし、過剰な所有集中は企業のパフォーマンスに悪影響を及ぼすというエントレンチメント効果の存在も指摘されている(Thomsen & Pedersen, 2000)。Thomsen & Pedersen(2000)は、最大株主の持株比率は市場パフォーマンスと収益パフォーマンスに対して正の効果をもたらすが、一定の水準を超えて高くなるとその効果は頭打ちになるという非線形な逆U字型(ベル型)の関係にあることを示した。エントレンチメント効果は主に経営陣の所有集中について議論されることが多いが、ベンチャー・キャピタルといった外部の大株主についてもファンドのエグジット戦略上、企業の長期的成長戦略よりも短期的リターンを優先するといった少数株主との利益相反が起こる可能性は否定できない。

これらのことを踏まえ、以下の仮説を設定する。

仮設1:日本におけるIPO時点のベンチャー・キャピタルの所有集中は投資先スタートアップ企業のパフォーマンスを向上させるが、所有集中が一定の水準を超えるとパフォーマンスを低下させる。

2-3. IPO 後の所有構造とコーポレート・ガバナンス

本節では、前節で論じたエージェンシー理論および投資家によるガバナンス効果に関する先行研究を、IPO 後の文脈へと拡張し、仮説を提示する。一般的に、企業は IPO 後に機関投資家を含む新たな公開株投資家を株主として迎え入れる。このような所有構造の変化が、企業パフォーマンスおよびコーポレート・ガバナンスにどのような影響を及ぼすのかを考察するため、本節では関連する先行研究を精査・整理する。

Thomsen & Pedersen（2000）は、欧州企業 435 社を対象とし、所有構造（所有集中度および保有者の属性を含む）と企業パフォーマンス（株主価値および収益性指標）との関係を分析した。その結果、機関投資家による株式保有が一定の範囲内において企業価値と収益性の向上に寄与することが示され、機関投資家は効果的なガバナンス・メカニズムとして機能しうることが確認された。また、Cornett et al.(2007）は、機関投資家を企業との潜在的な事業関係の有無に着目して「プレッシャーに影響されやすい投資家」と「プレッシャーに影響されにくい投資家」とに区別したうえで、それぞれの所有比率が収益パフォーマンスに及ぼす影響を検証した。その結果、企業との関係を維持する必要があるため、経営陣への監視能力が制約される「プレッシャーに影響されやすい投資家」の株式保有と収益パフォーマンス指標との統計的有意な関係が認められなかった。一方で、企業とは独立した立場で経営陣を監視し、必要に応じて批判や改善要求を行える「プレッシャーに影響されにくい投資家」の株式保有は企業の ROA を有意に向上させる効果が確認された。これらの結果は、機関投資家によるモニタリング機能が、企業内での資源配分の効率化やコスト管理改善を通じてパフォーマンス向上をもたらす重要なガバナンス効果を有することを示唆している。さらに、日本における分析としては、伊藤（2023）は東証マザーズ市場出身の企業を対象に機関投資家を含む国内金融機関の株式所有シェアが企業価値に与える影響を確認している。本研究では全体としては国内金融機関の持株比率と企業価値との間には統計的有意な関係が認められない一方で、東証グロース市場に上場している企業グループについては国内金融機関持株数割合と企業価値に有意な正の関係が見られた。このことからより未成熟な企業ステージにおいては機関投資家のモニタリング効果が高まることが示唆された。

このように「プレッシャーに影響を受けにくい投資家」が未成熟なスタートアップ企業に対してモニタリング機能を発揮することで投資先企業のパフォーマンスを向上させるというコーポレート・ガバナンスのメカニズムについて確認することができたが、IPO 後に株式保有を継続するベンチャー・キャピタルもまた投資先企業と直接的な事業関係に依存しない「プレッシャーに影響を受けにくい投資

家」として経営陣に対するアクティブなモニタリング機能を発揮しうると考えられる。米国において IPO 後も多くのベンチャー・キャピタルは株式保有や取締役会への参加を通じてモニタリングや支援を続けることを確認した。さらに、ベンチャー・キャピタルの IPO 後の継続的な保有は、情報劣位にある外部投資家に対して品質シグナルを送る役割を果たすことができ、その結果として IPO 後も企業価値やパフォーマンス維持、ひいては改善に寄与しうる可能性を示している (Barry et al., 1990; Megginson & Weiss, 1991)。これらの研究は、VC が短期的な利益を狙って早期にエグジットせず、一定期間株式を保有し続けることで、投資先企業へのモニタリング機能を継続的に発揮し、コーポレート・ガバナンスを強化するというメカニズムの存在を示唆しているが、金融法制が異なる日本のベンチャー・キャピタルについては株式保有やモニタリングについて異なる現象が確認される可能性がある。さらに、日本においては IPO 直前期のベンチャー・キャピタルの持株比率の影響に関する研究はこれまでもされてきた(岡室 & 比佐, 2007)ところであるが、日本において IPO 後にベンチャー・キャピタルが保有し続けることの効果については筆者の関知する限りいまだに存在しない。

一方で、IPO 後のベンチャー・キャピタルによるエントレンチメント効果について考えてみると、エグジットの期限があるベンチャー・キャピタルと長期的なリターンを求める公開市場投資家の間で利益相反が起こる可能性があるだけでなく、ベンチャー・キャピタルによる大量売却のリスクによる市場パフォーマンス低下も起こりうる。

これらのことを踏まえ、以下の仮説を設定する。

仮設 2:日本における IPO 後のベンチャー・キャピタルの保有継続は投資先スタートアップ企業のパフォーマンスを向上させるが、所有集中が一定の水準を超えるとパフォーマンスを低下させる。

3. 分析概要

3.1. 本分析における使用データ・定義

本研究では、中小企業創造活動促進法の施行年である 1995 年 4 月以降に創業をし、かつ 2021 年 3 月までに上場した東証 33 業種の情報通信銘柄計 269 社を対象とした。使用するデータはユーザベース社のスピーダ、フォースタートアップス社の STARTUP DB、ミンカブ・ジ・インフォノイド社のみんかぶ、各社が発行する新株式発行並びに株式売出届出目論見書及び有価証券報告書における大株主の状況欄から財務情報（公募価格、BPS、ROA、時価総額、有利子負債額、総資産額、創業年、ベンチャー・キャピタルの持株比率）から取得した。株主がベンチャー・キャピタルか否かはフォースタートアップス社の STARTUP DB での投資家属性および各社のホームページに基づいて判断した。

3.2. 分析手法とモデル

本研究では重回帰分析分析を用いて、日本における IPO 時点および IPO 後のベンチャー・キャピタルの所有による投資先スタートアップ企業のパフォーマンスへの寄与を明らかにする。投資先スタートアップ企業のパフォーマンスの代理変数としてパーセンテージ価格プレミアム（IPO 時点の市場パフォーマンス指標）、トービンの Q（IPO 後の市場パフォーマンス指標）、ROA（収益パフォーマンス指標・変化量を含む）の 3 つを設定し、目的変数とする。パーセンテージ価格プレミアムは、会計上の価値と株価から導き出される市場価値の差を示すものであり、IPO 企業の将来価値に対する投資家の楽観的な見方を評価することができる（Nelson T. 2003;Bruton et al.,2010)。また、トービンの Q は市場価値が資産の代替コストをどの程度上回るかを測定するものであり、成長機会や企業の将来の見通しを市場価値への影響を反映する(Cornett et al.,2007)。本研究でのパーセンテージ価格プレミアム及びトービンの Q の導出方法はそれぞれ下記の通りである。

パーセンテージ価格プレミアム＝（公募価格 - BPS）/ 公募価格

トービンの Q＝（時価総額 + 有利子負債）/ 総資産

また説明変数としては、ベンチャー・キャピタルの持株比率、ベンチャー・キャピタルの持株比率の二乗を設定する。ここでベンチャー・キャピタルの持株比

率の二乗を説明変数として設定している理由としては、過剰な所有集中が負の効果を与えるエントレンチメント効果(Thomsen & Pedersen, 2000)の可能性を想定するためである（ベンチャー・キャピタルの持株比率の係数が正、ベンチャー・キャピタルの持株比率の二乗の係数が負の場合は逆 U 字型(ベル型)の関係が確認される）。

さらに、企業規模の制御変数として総資産の対数、企業年齢の制御変数として設立年から IPO または IPO2 年後までの年数の 2 つを設定した。業種固定効果については本研究においては東証 33 業種の情報通信銘柄についてのデータを扱うことで制御する。またモデルにおいて欠損値がないもので回帰分析を実施する。

＜モデル 1-1＞
パーセンテージ価格プレミアム
=β_0+β_1 ベンチャー・キャピタルの持株比率+β_2 ベンチャー・キャピタルの持株比率の二乗+β_3 総資産の対数+β_4 企業年齢

＜モデル 1-2＞
上場期末の ROA
=β_0+β_1 ベンチャー・キャピタルの持株比率+β_2 ベンチャー・キャピタルの持株比率の二乗+β_3 総資産の対数+β_4 企業年齢

＜モデル 2-1＞

上場から 2 年後期末の Tobin’s Q
=β_0+β_1 ベンチャー・キャピタルの持株比率+β_2 ベンチャー・キャピタルの持株比率の二乗+β_3 総資産の対数+β_4 企業年齢

＜モデル 2-2＞

上場から 2 年後期末の ROA
=β_0+β_1 ベンチャー・キャピタルの持株比率+β_2 ベンチャー・キャピタルの持株比率の二乗+β_3 総資産の対数+β_4 企業年齢

＜モデル 2-3＞

上場から 2 年間の ROA 変化量
=β_0+β_1 ベンチャー・キャピタルの持株比率+β_2 ベンチャー・キャピタルの持株比率の二乗+β_3 総資産の対数+β_4 企業年齢

図表 2:変数の定義

PPP_IPO	パーセンテージ価格プレミアム（OfferingPrice_IPOからBPS_IPOを引いたものをOfferingPrice_IPOで除して算出）
BPS_IPO	IPO前年期末のBPS
OfferingPrice_IPO	公募価格
ROA_IPO	IPO期末のROA
ROA_PostIPO	IPOから2年後のROA
ROA_CR	IPOから2年間のROA変化量（ROA_PostIPOからROA_IPOを引いて算出）
Tobin’sQ_PostIPO	トービンのQ（MarketCap_PostIPOとDebt_PostIPOを足したものをFirmAge_PostIPOで除して算出）
MarketCap_PostIPO	IPOから2年後の時価総額
Debt_PostIPO	IPOから2年後の有利子負債
VC_Ownership_IPO	IPO時点のベンチャー・キャピタルの持株比率
VC_Ownership_PostIPO	IPOから2年後のベンチャー・キャピタルの持株比率
Log_FirmSize_IPO	IPO期末の総資産の対数
Log_FirmSize_PostIPO	IPOから2年後の総資産の対数
FirmAge_IPO	IPO時点での企業年齢
FirmAge_PostIPO	IPOから2年後の企業年齢

4. 分析結果

4.1. 記述統計

図表 3：＜モデル 1-1＞および＜モデル 1-2＞の記述統計量

	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
サンプル数	132	-	-	-	-
PPP_IPO	132	0.82	0.23	1.19	0.16
ROA_IPO	132	6.94%	-60.76%	38.14%	13.57%
VC_Ownership_IPO	132	15.42%	0.00%	92.54%	19.34%
VC_Ownership_squared_IPO	132	6.10%	0.00%	85.64%	14.13%
Log_FirmSize_IPO	132	8.12	6.67	12.66	1.07
FirmAge_IPO	132	9.13	2	22	4.97

図表 4：＜モデル 2-1＞、＜モデル 2-2＞および＜モデル 2-3＞の記述統計量

	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
サンプル数	132	-	-	-	-
Tobin’sQ_PostIPO	132	3.35	0.42	22.73	2.92
ROA_PostIPO	132	-1.58%	-80.90%	29.32%	17.95%
ROA_CR	132	-8.52%	-78.97%	33.87%	19.15%
VC_Ownership_PostIPO	132	1.69%	0.00%	24.69%	3.99%
VC_Ownership_squared_PostIPO	132	0.19%	0.00%	6.10%	0.73%
Log_FirmSize_PostIPO	132	8.44	6.04	12.99	1.24
FirmAge_PostIPO	132	11.13	4	24	4.97

＜モデル 1-1＞および＜モデル 1-2＞の記述統計量（図表 3）によれば、ROA_IPO は平均約 6.94%（標準偏差約 13.57%）であり、IPO 時点では多くの企業がプラスの営業利益率を確保している一方で、分散は大きく、企業間の収益性には大きなばらつきがあると考えられる。＜モデル 2-1＞、＜モデル 2-2＞および＜モデル 2-3＞の記述統計量（図表 4）によれば、ROA_PostIPO は平均約-1.58%（標準偏差 17.95%）、ROA_CR は平均約-8.52%（標準偏差 19.15%）と上場から 2 年後における収益性が低下傾向であることが確認された。ただし、最大値は 33.87%まで及ぶことから、上場後に収益性を大幅に改善する企業も存在する。さらに、VC_Ownership_PostIPO は平均 1.69%（標準偏差 3.99%）と IPO 時よりも所有比率は

大幅に低下している傾向がうかがえる。このことから日本のベンチャー・キャピタルが IPO 後に持株を大幅に売却することが伺え、米国におけるベンチャー・キャピタルの保有継続の傾向と態様が異なることが確認された。

4.2. 分析結果

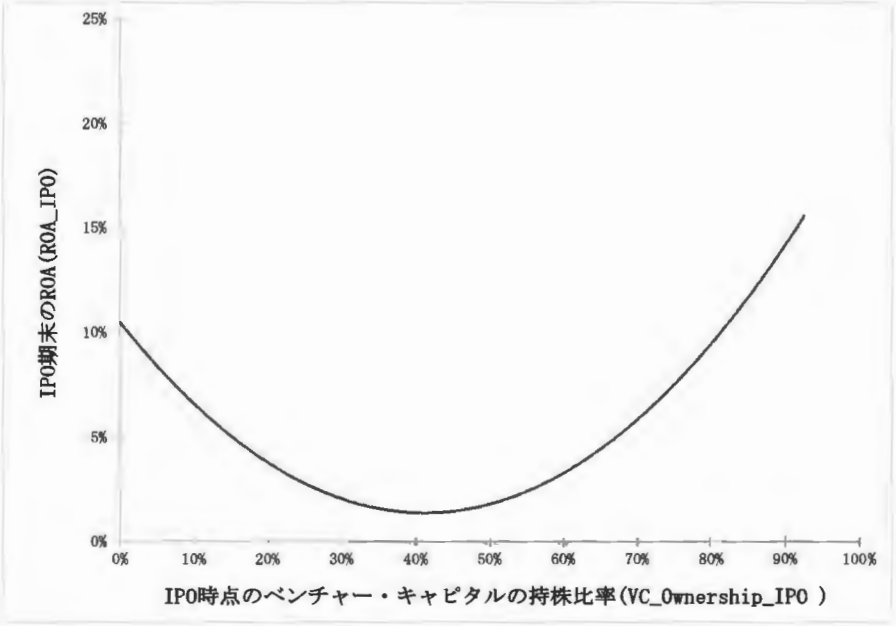
4.2.1. 日本での IPO 時点のベンチャー・キャピタルの所有が投資先スタートアップ企業のパフォーマンスに与える影響

図表 5：＜モデル 1-1＞および＜モデル 1-2＞の分析結果

モデル	1-1	1-2
目的変数	PPP_IPO	ROA_IPO
(定数)	0.775 (0.121) ***	3.367 (9.846)
VC_Ownership_IPO	0.004 (0.002) *	-0.439 (0.150) ***
VC_Ownership_squared_IPO	-0.005 (0.003) **	0.510 (0.208) **
Log_FirmSize_IPO	0.000 (0.014)	0.949 (1.138)
FirmAge_IPO	0.003 (0.003)	-0.051 (0.241)
R	0.202	0.264
R^2	0.041	0.070
Adjusted R^2	0.01	0.041
F-value	1.345	2.388
p-value	0.257	0.054
N	132	132

有意水準: *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1
(括弧内は標準誤差)

図表 6：IPO 期末の ROA(ROA_IPO)に対する IPO 時点のベンチャー・キャピタルの持株比率(VC_Ownership_IPO)の単回帰分析の二次回帰曲線



仮説 1 を検証するために、IPO 時点のパフォーマンス指標として PPP_IPO を目的変数としたモデル 1-1 および IPO 時点の収益パフォーマンス指標 ROA_IPO を目的変数としたモデル 1-2 を分析した結果をそれぞれ図表 5 に示す。

モデル 1-1 についてはモデル全体の有意性（p=0.257）が高くなく、統計的に強い結論を導くには限定的である。

一方、モデル 1-2 ではモデル全体として 10%水準でモデル全体の有意性が確認され（p=0.054）、VC_Ownership_IPO は負(β=-0.627, p=0.004)、VC_Ownership_squared_IPO は正(β=0.531, p=0.015)で共に有意となった。また各変数についてのいずれの VIF 値も 10 未満であり、顕著な多重共線性の問題は認められなかった。この結果は、低水準のベンチャー・キャピタルの保有比率では ROA が低下する可能性がある一方、ベンチャー・キャピタルの所有集中が一定水準を超えると再び ROA が改善する U 字型の関係を示す。この非線形的な関係は、先行研究における過剰な所有集中が負の効果を与えるエントレンチメント効果(Thomsen & Pedersen, 2000)とは相反する結果であり、過剰な所有集中が正の効果を与えるということが確認された。

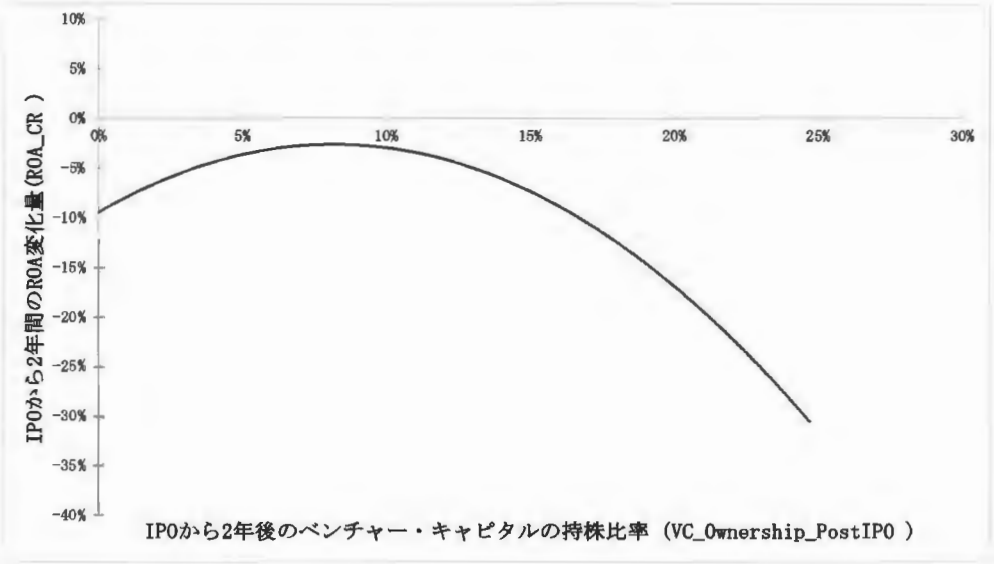
4.2.2. 日本での IPO 後のベンチャー・キャピタルの所有が投資先スタートアップ企業のパフォーマンスに与える影響

図表 7：＜モデル 2-1＞、＜モデル 2-2＞、および＜モデル 2-3＞の分析結果

モデル	2-1	2-2	2-3
目的変数	Tobin’sQ_PostIPO	ROA_PostIPO	ROA_CR
(定数)	-0.406 (2.036)	-37.753 (12.140) ***	-31.895 (13.110) **
VC_Ownership_PostIPO	-0.062 (0.150)	0.174 (0.896)	1.845 (0.968) *
VC_Ownership_squared_PostIPO	0.489 (0.823)	-3.320 (4.906)	-10.478 (5.298) *
Log_FirmSize_PostIPO	0.330 (0.211)	3.321 (1.259) ***	1.618 (1.360)
FirmAge_PostIPO	0.088 (0.053) *	-0.761 (0.316) **	0.768 (0.341) **
R	0.188	0.3	0.261
R^2	0.036	0.09	0.068
Adjusted R^2	0.005	0.061	0.039
F-value	1.169	3.146	2.323
p-value	0.327	0.017	0.06
N	132	132	132

有意水準: *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1
（括弧内は標準誤差）

図表 8：IPO から 2 年間の ROA 変化量(ROA_CR)に対する IPO から 2 年後のベンチャー・キャピタルの持株比率 (VC_Ownership_PostIPO)の単回帰分析の二次回帰曲線



仮説２を検証するために、IPO後のパフォーマンス指標として
Tobin’sQ_PostIPOを目的変数としたモデル2-1、IPO後の収益パフォーマンス指標ROA_PostIPOを目的変数としたモデル2-2、およびIPO後の収益パフォーマンスの変化の指標ROA_CRを目的変数としたモデル2-3を分析した結果をそれぞれ図表6に示す。

モデル2-1については、モデル全体の有意性（p=0.327）が高くなく、統計的に強い結論を導くとは言い難い。

一方、モデル2-2ではモデル全体として5%水準でモデル全体の有意性が確認された（p=0.017）。このモデルでは説明変数であるVC_Ownership_PostIPO、VC_Ownership_squared_PostIPOはともに有意性はなかったが、Log_FirmSize_PostIPO（β=0.230, p=0.009）とFirmAge_PostIPOも（β=0.211, p=0.018）はどちらも正の有意性を示し、より成熟した企業ほど上場後の収益性が高いことが確認された。

モデル2-3では、p=0.060と10%水準でモデルが全体として統計的有意性を持つことが確認され、調整済みR^2=0.068と小さな効果ながらも、変数群がROA_CRに有意な説明力を持つことが示唆された。VC_Ownership_PostIPOは正(β=0.384, p=0.059)、VC_Ownership_squared_PostIPOは負(β=-0.398, p=0.050)で共に有意となった。また各変数についてのいずれのVIF 値も10未満であり、顕著な多重共線性の問題は認められなかった。この結果は、ベンチャー・キャピタルがIPO後も株式保有を継続することで収益性が改善することを示唆される一方で、所有集中がある一定水準を超えると収益性の改善幅が逆に悪化する可能性を示す、逆U字型（ベル型）の関係を示している。この非線形的な関係は、先行研究における過剰な所有集中が負の効果を与えるエントレンチメント効果(Thomsen & Pedersen, 2000)を支持する結果であり、過剰な所有集中が負の効果を与えるということが確認された。

5. 考察

5.1. 日本における IPO 時点および IPO 後のベンチャー・キャピタルの所有構造が投資先スタートアップ企業のパフォーマンスに与える影響

本研究の分析結果は次の通りである。第一に IPO 時点においても IPO 後においてもベンチャー・キャピタルの持株比率と本研究で対象とした投資先スタートアップ企業の市場パフォーマンスとの間には有意な関係が見られなかった。

第二に IPO 前のベンチャー・キャピタルの持株比率は収益パフォーマンス（ROA）に対して U 字型の影響を与え、一定水準を超えたベンチャー・キャピタルがポジティブに機能することが示唆された。

第三に、IPO 後については、ベンチャー・キャピタルによる所有継続が収益パフォーマンスの変化（ROA_CR）と逆 U 字型の相関を持ち、一定水準まではガバナンス効果が期待されるが、過剰な所有集中はエントレンチメント効果をもたらす可能性があることが示された。

これらはいずれも、市場パフォーマンス（パーセンテージ価格プレミアムやトービンの Q）という観点では統計的に明確な関係が見出されなかった一方、収益パフォーマンス（ROA）という視点では明確に非線形のガバナンス効果が確認された点が特徴的である。すなわち、本研究においては「日本のベンチャー・キャピタルは強いシグナリング効果を市場に与えるほどの影響力は示さないものの、実際の経営監視や支援活動を通じて投資先スタートアップ企業の収益性を向上させる」という示唆が与えられたことになる。

また、日本の未上場市場においてベンチャー・キャピタルが投資先企業の経営に対して積極的なモニタリングをおこなうには、一定の持株比率を伴うコミットメントが必要であるかもしれない。低い持株比率しか保有していないベンチャー・キャピタルは、十分なガバナンスを行うほどの影響力を持てず、経営陣との利害対立（エージェンシー問題）がかえって顕在化するリスクがある。さらに、持株比率が少ないベンチャー・キャピタルは投資方針としてモニタリングをしないということも考えられるが、所有が分散してしまっている状況であると他のベンチャー・キャピタルとの調整コストも生じてしまうため投資先スタートアップ企業の収益パフォーマンスに悪影響を及ぼしてしまう可能性がある。他方で、所有集中度が高い場合には、ベンチャー・キャピタルは投資先スタートアップ企業に効果的にモニタリングをおこなうことができることが示唆された。事例としては株式会社 CARTA HOLDINGS が挙げられる。同企業は、2012 年のサイバーエージェントからの独立以降、大株主になったポラリスキャピタルグループ主導の経営

改善によって業績向上を達成しており、上場時点のベンチャー・キャピタルの持株比率が 46%、上場時点の ROA が 13.58%と高水準である。

IPO 後については、ベンチャー・キャピタルの所有継続が収益パフォーマンスの変化と逆 U 字型の相関を示すことが確認された。過剰な所有集中は VC と他株主との利害相反や VC の大量売却リスクが高まって企業パフォーマンスに悪影響を与えるというエントレンチメント効果が示唆されるが、一定比率までは VC によるモニタリングが投資先スタートアップ企業の収益パフォーマンス改善に有効であるということが示された。事例としては、Sansan 株式会社が挙げられる。同企業は上場から 2 年後においても DCM ベンチャーズが株式を保有しており、上場から 2 年後のベンチャー・キャピタルの持株比率は 8%、上場から 2 年後までに ROA は 3.39%向上している。

5.2. 今後の日本のスタートアップ・エコシステム設計への含意

日本においてスタートアップ企業の IPO 後のパフォーマンス低迷（いわゆる「上場ゴール問題」）が指摘されるなかで、本研究の結果は日本のスタートアップ・エコシステムの成長に対して一定の示唆を与えることができる。

第一に、今後のスタートアップ企業の資本政策に応用ができる。一般的に「資本政策には正解がない」といわれ、本研究の記述統計からも所有集中の程度も企業によってさまざまであった。しかし、本研究を通じて、未上場段階におけるベンチャー・キャピタルによる所有集中の目安についての一定の示唆があると考えられる。

第二に、機関投資家の投資アングルに入りにくい IPO 直後の企業にベンチャー・キャピタルが一定程度の株式保有継続が収益パフォーマンスの改善に有効であるということを示すことで、今後の日本のスタートアップ・エコシステムにおける制度設計に一定の示唆があると考えられる。近年、未上場時点からの株式保有を継続するグロース・ファンドの存在が注目されている(日本経済新聞　電子版, 2022)が、未成熟な IPO 前後の企業フェーズから機関投資家に投資される規模の企業フェーズまでシームレスに外部投資家がモニタリングすることができる環境整備が求められると考えられる。

6. 研究限界及び今後の課題

本研究においてはデータ取得の困難さに起因する 3 つの研究限界が想定される。第一にデータの不確実性である。筆者の最大限の注意を払ってデータを抽出・入力をしたが、一部データの欠損や不整合がみられた。第二に、本研究は主に定量データに基づく重回帰分析を用いているが、ベンチャー・キャピタルによるモニタリングの質的側面（取締役派遣、経営支援の状況など）が十分に考慮できていない。第三に、本研究は先行研究および分析結果の考察において日本の金融法制上の特異性について検討したが、国際比較研究によって定量的に精緻化することが求められる。

また、今後の課題として 5 点挙げる。第一に、分析対象は 1995 年 4 月創業　かつ 2021 年までに上場した東証 33 業種の情報通信銘柄 269 社に限定しているが、業種多様性や年度による違いを考慮した分析をすることが望ましい。第二に、本研究ではベンチャー・キャピタルの所有集中の効果について検討したが、ベンチャー・キャピタルの属性（年齢、名声、事業会社との関連性）を区別できていない。若いベンチャー・キャピタルが市場での評判を築くために短期的なパフォーマンスを優先するというグランドスタンディング(Gompers, 1996)を考慮することや、「プレッシャーに影響を受けにくい投資家」をより明確に区別することで、ベンチャー・キャピタルのガバナンス効果についてより深い分析ができるであろう。第三に、本研究では重回帰モデルを使用しているが、自己回帰モデルを使用することで単なる静的な関係ではなく、変数間の時間的な因果関係を明らかにすることが期待される。第四に、内生性の可能性を考慮する必要がある。特に市場パフォーマンス指標を目的変数に設定する場合については、所有構造との間に双方向の因果関係が存在し、内生性の一因となる可能性があるため今後の研究においては適切な方法でこれをコントロールする必要がある。最後に、IPO の特徴を考慮する必要がある。先行研究において、公募価格を含み IPO の価格形成には投資家以外の利害関係者（主幹事証券会社・取引所・監査法人など）の影響があることが確認されており(岩井 & 保田, 2010)、今後の研究においては適切な方法でこれらをコントロールする必要がある。

7. 謝辞

本修士論文の作成にあたり、多くの方々よりご支援、ご指導を賜りました。ここに厚く御礼申し上げます。

まず、芦澤先生には、私の研究について多大なるご指導と丁寧なアドバイスをいただきました。誠にありがとうございました。先生のご指導がなければ、本論文を完成させることは叶いませんでした。また、目の前の起業家を支援するという当初の関心領域にとどまらず、「社会のあるべき姿に向けて制度や商慣習の変革をする」という高い視座と広い視点で思考することを学ぶことができました。先生からいただいたご薫陶に対し、深く感謝申し上げます。併せて、副査をお引き受けくださいました岡田先生、高橋先生にも、この場をお借りして心より御礼申し上げます。厳しくも的確なご指導と温かい励ましのおかげで、研究をより発展的なものへと導くことができました。

また、経営管理研究科の学生の皆さま、特に芦澤ゼミの古瀬さん、坂口さん、田淵さんには、研究上の悩みに耳を傾けていただき、学術的にも精神的にも支えられました。困難な局面においては励まし合い、時には厳しく背中を押してくださったおかげで、さまざまな視点を得ることができました。心より感謝いたします。

最後になりましたが、これまでご支援くださいましたすべての方々に、改めて深く御礼申し上げます。皆さまからいただいた貴重なご助言と温かいご支援がなければ、本論文を完成させることはできませんでした。ここに感謝の意を表し、謝辞とさせていただきます。

8. 参考文献等

- Barry, C. B., Muscarella, C. J., Peavy Iii, J. W., & Vetsuypens, M. R. (1990). The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process. Journal of Financial economics, 27(2), 447-471.
- Brav, A., & Gompers, P. A. (2003). The role of lockups in initial public offerings. The Review of Financial Studies, 16(1), 1-29.
- Bruton, G. D., Filatotchev, I., Chahine, S., & Wright, M. (2010). Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments. Strategic management journal, 31(5), 491-509.
- Coral Capital. (2019). EXIT の際の利益分配の仕組み. https://coralcap.co/2019/12/seed-finance-03/
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. Journal of banking & finance, 31(6), 1771-1794.
- Florin, J., & Simsek, Z. (2007). The effects of moral hazard and adverse selection on the pricing and underpricing of initial public offerings. Venture Capital, 9(2), 127-143.
- Gompers, P. A. (1996). Grandstanding in the venture capital industry. Journal of Financial economics, 42(1), 133-156.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. Journal of economic perspectives, 15(2), 145-168.
- Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start‐up firms: Empirical evidence. The journal of finance, 57(1), 169-197.
- Hoskisson, R. E., Cannella Jr, A. A., Tihanyi, L., & Faraci, R. (2004). Asset restructuring and business group affiliation in French civil law countries. Strategic Management Journal, 25(6), 525-539.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In Corporate governance (pp. 77-132). Gower.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2001). Venture capitalists as principals: Contracting, screening, and monitoring. American Economic Review, 91(2), 426-430.

- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. The review of economic studies, 70(2), 281-315..
- Kaplan, S. N., Martel, F., & Strömberg, P. (2007). How do legal differences and experience affect financial contracts?. Journal of financial intermediation, 16(3), 273-311.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. Journal of financial economics, 58(1-2), 3-27.
- La Porta, R., Lopez‐de‐Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. The journal of finance, 54(2), 471-517.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. The journal of Finance, 32(2), 371-387.
- Lichtenberg, F. R., & Pushner, G. M. (1994). Ownership structure and corporate performance in Japan. Japan and the World Economy, 6(3), 239-261.
- Mayer, C., Schoors, K., & Yafeh, Y. (2005). Sources of funds and investment activities of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom. Journal of Corporate Finance, 11(3), 586-608.
- Megginson, W. L., & Weiss, K. A. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. The Journal of Finance, 46(3), 879-903.
- Megginson, W. L., & Weiss, K. A. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. The Journal of Finance, 46(3), 879-903.
- Nelson, T. (2003). The persistence of founder influence: Management, ownership, and performance effects at initial public offering. Strategic management journal, 24(8), 707-724.
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. Journal of political economy, 106(6), 1113-1155.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. The Journal of finance, 52(1), 35-55.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. Strategic management journal, 21(6), 689-705.

- 荒井啓祐, & 笹島拓. (2024). 2023 年の IPO（新規株式公開）の状況について. 資本市場/資本市場研究会 [編], (463), 34-42.
- 伊藤龍平. (2023). 成長し続ける Post-IPO 企業の特徴とは何か~ 上場後も持続的な成長と企業価値の向上を志す, スタートアップ起業家とその経営チームへ~ (Doctoral dissertation, Waseda University).
- 岩井浩一, & 保田隆明. (2010). 新興市場と新規株式公開のレビュー. Financial Research and Training Center Discussion Paper Series, (13), 1-254.
- 柄澤邦光. (2024). 株式会社宝印刷 D&IR 研究所　寄稿 29. 株式の流動性を上げるための IR. https://www.dirri.co.jp/res/contribute/uploads/2024/01/1a60ba29b5ca9c2c121b266aa8da18e760ae0758.pdf
- 岡室博之, & 比佐優子. (2007). ベンチャーキャピタルの関与と IPO 前後の企業成長率. 日本証券アナリスト協会.
- 株式会社 ユーザベース. (2024). Japan Startup Finance 2023.
- 鈴木健嗣 & グロース・キャピタル株式会社. (2021). 日本のベンチャーの「上場後の成長の谷」に関する共同研究レポート. https://www.gckk.co.jp/wp-content/uploads/2021/08/report0830.pdf
- 東京証券取引所. (2024). グロース市場における今後の対応. https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/mklp77000000n54j.pdf
- 日本経済新聞　電子版 (2022). PE ファンドのミダス、上場後も株保有　企業を長期育成. https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUC0311Z0T00C22A7000000/
- 藤倉孝行. (2014). 金融システムと法系論: 法的起源説からの一考察 (十川廣國教授退任記念号). 成城大学社会イノベーション研究, 9(2), 317-361.