

Manuscript Information

Title

ホットマーケット（アベノミクス）が IPO までの期間に与える影響
Hot market (Abenomics) impact on the time to IPO

Authors

Name: 一小路武安 Takeyasu Ichikohji

Affiliation: 東北大学大学院経済学研究科 Graduate School of
Economics and Management, Tohoku University

Name: 中野剛治 Koji Nakano

Affiliation: 東洋大学経営学部 Faculty of business administration,
Toyo University

Name: 大神正道 Masamichi Ogami

Affiliation: 名古屋市立大学大学院経済学研究科 Graduate School of
Economics, Nagoya City University

Corresponding Author

Name: 一小路武安 Takeyasu Ichikohji

Email address: takeyasu.ichikohji.c7@tohoku.ac.jp

Keywords

IPO までの期間, 環境要因, 起業タイプ, 日本のスタートアップ企業
Time to IPO, Environmental factors, Types of entrepreneurship,
Japanese startups

Authorship Contribution Statement

TI conducted the basic previous research review and quantitative
analysis; KN conducted the qualitative analysis and advised on the
previous research review; MO made additions and corrections to the

previous research review and introduction; and the authors of the present study contributed to the development of the database. All three discussed the methodology of database construction for this study and contributed equally to the actual construction.

Competing Interests

The authors declare there are no competing interests.

Acknowledgments

This work was supported by JSPS KAKENHI Grant Numbers 20K13583, 20K13587, 21H00757.

ホットマーケット（アベノミクス）が IPO までの期間に与える影響

Hot market (Abenomics) impact on the time to IPO

要約: 本研究では、IPO までに至る時間というスタートアップのパフォーマンスについて、これまであまり顧みられてこなかったマクロ環境の影響という観点から検討した。分析にあたり、我々はまず、日本の経済環境がホットマーケットへと移った 2012 年の終わり（アベノミクスのはじまり）を境として、IPO 企業についてのデータベースを構築した。次に、対象市場、対象企業の特性（起業タイプ）、実質的な創業タイミングといった変数を考慮した分析を行った。結果として、経済的に良い環境にあればあるほど上場が遅くなるという逆転効果がみられた。これは、様子見をしていたスタートアップが景気が良くなることによって IPO を実現できるようになったからだといえる。つまり、パフォーマンス指標として IPO までの時間をそのまま単純に用いることには疑問がある。

Keywords: Time to IPO, Environmental factors, Types of entrepreneurship, Japanese startups

導入

企業は上場することにより、円滑な資金調達が可能になり、社会的信用や知名度が向上する。このため、上場は多くの企業、特に近年設立された企業にとって成長の一つの段階であるといえる。また、政府レベルでも新興企業へ資金調達支援することが経済成長戦略につながることから、上場を支援するインセンティブが存在している。加えて、近年、従来の市場に存在した上場のための設立年数の基準も緩和されてきている。このため、新興企業がいかに早く上場に至るかは、政府的・企業的・また証券取引所にとっても重要な課題であるといえる。しかしながら、IPO に着目した研究の多くが、IPO 後のパフォーマンスに注目している。このため、新興企業がいかに上場に至るかについて十分に検討されているとは言えない。特に、変数では、マクロ環境について取り上げられているとは言えない。そこで本研究では、マクロ環境としてアベノミクスを取り上げ、アベノミクス前後で日本の新興企業の上場に至るまでの期間に関する分析を行うこととする。

理論的背景

上場前後の企業行動を研究するにあたっては、Certo et al. (2009)ではサーベイを行った結果として、重要な変数を大きくコーポレートガバナンス(Corporate governance)、上層部(Upper echelons)、社会的影響(Social influence)、イノベーション(Innovation)にまとめており、それぞれの分野にて近年においても研究が進められている。コーポレートガバナンス(Corporate governance)は企業の所有や管理構造に関するもの(Boulton, et al., 2010; Bell et al., 2014; Kotlar, et al., 2018)であり、上層部(Upper echelons)はトップマネジメントチームの働きに関するもの(Bigelow, et al., 2014; Wang & Song, 2016; Le, et al., 2017; Bai, et al., 2020)であり、社会的影響(Social influence)は社会的関係のネットワークに言及するもの(Henderson & Tookes, 2012; Nam et al., 2014; Lyandres & Li, 2018)であり、イノベーション(Innovation)は、IPO 企業のイノベーション(Innovation)に対する影響に言及するもの(Wu, 2012; Islam, et al., 2018)である。Certo et al. (2009)によるまとめからも明らかな通り、IPO 企業の研究では組織上の構造や組織外部の利害関係者との関係性に主として焦

点が当たっている。このため、マクロ環境の変化の影響は考慮されていない。

また、IPO 研究では、短期のパフォーマンス指標として公募増資で調達した資金(IPO proceeds raised thorough the offering), IPO アンダープライシング (IPO underpricing), IPO 価格プレミアム(IPO price premium), 市場評価(market valuation)、長期のパフォーマンス指標として会計ベースの測定(accounting-based measures), 金融市場の測定 financial market measures, 生存率(survival) が取り上げられる (Certo et al., 2009)。しかしながら、これらの指標はマクロ環境の悪化・良化の影響が明確な指標でもある。したがって、これまでの研究では、マクロ環境の変化による影響が明らかではないような指標については検討が十分になされているとは言えない。すなわち、本研究が対象とする IPO までの期間への影響がどのようなものであるかについては明確な回答が得られているとは言えないのである。

IPO までの期間をパフォーマンス指標として取り上げた研究は少なくない。先行研究では、地域性、業種による影響 (Shepherd and Zacharakis, 2001)、ステークホルダーとの関係性や調達資金 (Chang, 2004)、経営者の属性 (Yang et al., 2011; Romano et al., 2019)、トップマネジメントチームの構成 (Changari et al., 2016) といった変数を取り上げられている。さらにこれらの研究のなかのいくつかはマクロ環境の変化を考慮に入れている。Shepherd and Zacharakis (2001)では 1998 年を境としたトレンドの違いに着目しているが、地域制による違いが大きいという結論を出しており、明確な方向性が示されているわけではない。Chang(2004)では、対象期間を 3 つに分けてトレンドを検討しているが、対象が絞り込まれた IT ベンチャー企業となっているため、より早い時期の創業がより速い上場につながるという結論のみが示されている。また、Chaganti et al. (2016)では、資本市場の環境変化について、Zimmerman(2008)に基づいて言及している。Zimmerman(2008)では、1993 年から 1996 年をホットマーケットと指摘しているが、Chaganti et al. (2016)が用いたデータは 1993 年から 1997 年であるため、多くの研究と同様に IPO 年をダミー変数として導入しているものの、マクロ環境の変化を十分に考慮できる研究にはなっていない。

以上からも明らかな通り、他のパフォーマンス指標と異なり、IPO までの期間へのマクロ環境の変化の影響は検討されるべきパフォーマンス指標でありながら、成果が得られているとは言えない状況である。そこで、本研究

では日本におけるマクロ環境の変化について定性的に整理した¹うえで、IPO までの期間にどのような影響が出たのかについて検討する。

2000 年代の日本のマクロ環境

本研究の対象となるような日本の過去の経済状況について定性的に分析する。2000 年以降、日本で経済変化が最も大きいと考えられる時期については以下のように整理できる。

2007 年より円高ドル安が進行している中で、日経平均株価も 2007 年より下落していく。このような中で 2008 年のリーマン・ショック (Lehman shock) による世界同時株安によって世界的な規模での不況に陥り、さらに円高は進んだ。これによって、自動車や電機といった輸出依存型企業が相対的に弱体化し、また新興国から安価な製品が流入してくるなど、長期的なデフレが続いた。2007 年度まで名目 GDP 成長率はなんとかプラスを維持していたものの、2008 年度には-4.1%、2009 年度には-3.6%になってしまった。このような中で、2009 年に鳩山由紀夫民主党内閣が発足する。「国民の生活が第一。」というキャッチコピーを掲げていた民主党政権は、「徹底した無駄削減」と「コンクリートからヒトへ」をスローガンに、「事業仕分け」や「行政事業レビュー」といった活動を通じて、それまで自民政権下で行われていた企業への補助金等を削減するなどした。このなかで、2010 年度の名目 GDP 成長率は 1.5%と少し回復したものの、日本の GDP は世界第 3 位に転落したのである。世界各国がリーマン・ショック (Lehman shock) から立ち直りを見せる中で、2011 年に東日本大震災と東京電力福島第一原子力発電所の事故は日本経済全体に大きな影響を与え、2011 年度、12 年度共に名目 GDP 成長率はマイナスだったのである。

この中で、日本におけるスタートアップ企業の上場に対する政策も変化を続けていた。日本においては、IT バブルが崩壊した 2001 年以降も新興市場を中心に上場意欲は収まらず、2007 年に至るまで新興市場に毎年 130 社前後が上場を続けていた。しかし、2006 年に IT ベンチャーの寵児であった

¹ それ以前の日本の startups の動向については中野(2017; 2021)などにまとめられている。

ライブドア (Livedoor) の堀江貴文が証券取引法違反容疑で逮捕され(のち 2011 年に実刑が確定)、各新興市場において IPO の審査基準が厳しくなっていたのである。さらに、2007 年 9 月 30 日に証券取引法は金融商品取引法と改題され、その中で U.S. の SOX 法にならって内部統制報告書の提出が義務づけられ、その部分は日本版 SOX 法(J-SOX 法)とも呼ばれるようになったのである(高橋, 2016)。これにより 2009 年 3 月期の本決算から内部統制報告制度が始まり、その整備コストも高騰することになった。このように新たな内部統制のルールが規定されることによって、上場に対してネガティブな状況が広がってきた。このような中で日本においても IPO が急減することになったのである。

しかし、民主党から自由民主党に政権が交代し、2012 年 12 月に第 2 次安倍晋三内閣が発足すると、「アベノミクス (Abenomics)」と呼ばれる経済政策が実行されるなかで、日本では再び産業政策の立案が活発化することとなった。日本政府は経済の再生に向けて、経済対策の実施や成長戦略の実現のための司令塔として日本経済再生本部を設置し、「日本再興戦略」と呼ばれる成長戦略を策定した。この中で、スタートアップ企業や新事業創出の担い手及び目利き・支援人材の育成、個人によるベンチャー投資の促進 (エンジェル税制の運用改善等)、民間企業等によるベンチャー投資の促進、クラウド・ファンディング等資金調達が多様化、個人保証制度の見直し、スピノフ・カーブアウト支援、オープンイノベーション推進といった既存企業の経営資源の活用、といった項目が掲げられ、起業・新事業への挑戦をサポートする様々な取り組みが促進されていった²。実際、2013 年度より具体的な様々な施策が立案されていった³。このような中で、2013 年度から 3 年間は名目 GDP 成長率も 2%を超えるまでになったのである。このようにアベノミクス (Abenomics) により、日本の IPO 市場はホットマーケット (hot market) (Zimmerman, 2008) へと転換したといえる。

以上を踏まえて、本研究では 2012 年末にマクロ環境が大きく変化したと

² スタートアップ企業と大手企業とのマッチングを行うような民間の大規模な取り組み (Nakano & Ohara, 2019) が始まったのも 2014 年である。

³ 2000 年代半ば頃から始まった大学を中心とした取り組みが徐々に整っていった時期にもあたる (Sugawara, 2021)。

判断し、2012-3 年の前後 3 年を分析対象として定量的に整理することとした。

IPO までの時間変化

IPO 数はリーマン・ショック (Lehman shock) 後に落ち込み、2009 年に 19 社と 2000 年以降最も少なくなっており、その後回復基調にあり、2015 年 97 社を記録してから、その後安定している (図 1)。

新規企業の IPO に至るまでの年数を考える場合、成熟している産業より、成長している産業の方が望ましい。東京証券取引所では産業を 33 の業種で区分している。本研究ではそのなかで成長性が高いと考えられる情報通信産業を対象とする。対象期間における情報通信業での IPO 企業数は 2010 年には 5 社であるが、その後順調に拡大し、2015 年に 24 社になっている。しかし、IPO に至るまでの年数については明確な傾向が示されているとは言えない (表 1)。

これは、公開情報に基づいて分析が行われたことによって生じたと考えられる。それゆえに採用すべきコントロール変数を排除してしまっている可能性がある。そこで、本研究では、公開情報を基にするものの、定性的にその企業の歴史に着目することで、他の研究では扱っていなかったような変数も考慮したうえで、データを整理することにした。具体的に取り上げるのは起業タイプ、対象市場、創業タイミングの 3 つである。

まず、考慮にいたれた変数は起業タイプである。IPO 企業は大きく、純粋な創業企業、スピンアウトか子会社に分けられる。たとえば、2014 年に上場したロックオン (現・イルグルム) は、社長の岩田進氏が関西学院大学商学部在籍中に自宅の一室にて 1 から創業した企業で、創業企業にあたる。また、2010 年に上場した「子会社」である電算は、上場までに約 45 年かかっている。信越放送の子会社であるこの会社は、1980 年に情報処理センター、1990 年にシステム開発部を立ち上げるなど、着実な成長を踏まえており、上場のインセンティブが他と異なっていると思われる。このため、スピンアウト・子会社にあたる IPO 企業は別途整理することとした。

次に、前提となる対象市場についてである。IPO については新興市場のみに限らず本則市場へ直接上場することも可能であるが、ここでは新興市場

と呼ばれる市場に上場した企業群を分析していくこととする。日本の新興市場も様々あるが、JASDAQ 市場はその成り立ちの経緯から東京証券取引所市場第 2 部よりも多い上場企業数となっており、また東証 1 部・2 部を目指すといった前提はなく、信頼性、革新性、地域・国際性という 3 つのコンセプトを掲げる市場である、その一方で、現在のマザーズ市場は次のステップとして 10 年以内に東証 1 部・2 部上場を視野に入れた会社が株式公開する成長企業向けの市場と位置付けられている。従ってより高い成長可能性を求める企業が上場していることが考えられることから、本分析では東京証券取引所が運営するマザーズ市場に上場した企業を取り上げることとする。

最後に考慮にいたした変数は実質的な創業タイミングである。公開情報を基にする場合には、創業は法人としての設立が基準となっている。しかし、実際の創業はそれより前に始まっていることが多い⁴。たとえば、2012 年に上場したコプロラでは、登記上の上場まで年数は 4.2 年である。しかし、事業としてみると、創業者である馬場功淳氏が、個人的な副業として始めたゲーム「コロニーな生活」が発祥としている。彼は事業が軌道に乗ったことで、2008 年に法人化している。そのため、登記上の上場までの年数は短いものの、実際の事業ベースでみると、上場までの年数は 9.6 年が妥当である。本研究では、企業の事業のはじまりに焦点を当てて検討を行い、創業に関して二人以上の研究者が独自に判断を行い、すり合わせたうえで実質的な創業が法人設立以前にあるとみなせる場合に、その創業時期を修正している。

以上を踏まえて分析を行うにあたり、本研究ではデータベースを構築することとした。企業の事業のはじまりに焦点を当てて検討を行い、創業に関して二人以上の研究者が独自に判断を行いすり合わせたうえで、実質的な創業が法人設立以前にあるとみなせる場合に、その創業時期を修正している。この際、起業タイプは以下のように分類した。まず「スピニアウト」はもとの会社から独立したことが資料に記述されている企業、明確に支配

⁴ たとえば、日本の「ベンチャーウイスキー」という企業は、制度上は 2004 年創業だが、その資源となる樽は 1980 年代から製造されており、実質的な創業はそれ以前とみなすことができる (Suh, et al., 2019)。

権のある出資が資料により確認されている場合「子会社」、それ以外の企業については全て「純粋な創業企業」と判断している。なお、創業についての記述が探索できなかったものについては全て創業企業に分類している。

結果として、各年の上場までの年数を、マザーズ市場についてまとめたものが表 2 である。まず、起業タイプ別に整理した場合には、創業だと平均 12.29 年、スピンアウトだと平均 7.89 年、子会社だと 15.08 年という結果が得られた。サンプル数が少ないものの、スピンアウトが一番短く、創業が二番目となり、子会社が一番長いという結果が得られた。元々の会社の資産を用いるという点ではスピンアウトと子会社は同様のカテゴリーにあると考えられるが、上場に関しては方向性が異なるということがわかる。

起業タイプが創業である IPO 企業に関しては、2012 年以前 3 年と以後 3 年で比べた場合には、上場企業数は増加しているものの、上場までの年数に関しては長くなっている。2012 年末前後で t 検定を行ったところ、サンプル数が少ないため 10%にとどまるものの有意な結果が得られている (2012 年以前平均 10.10, 2013 年以後平均 13.15, $|t|=1.71$, $p=0.093$)。すなわち、経済環境が良くなるにつれて、上場までの年数は長くなるという現象が明らかになった。

結論

本研究では、創業からの年数については、経済的・政策的に良い環境になればなるほど、上場企業数は増加するものの、上場に至るまでの期間も増加することが明らかになった。経済環境が悪い状態で上場を行うのは、他企業に比べてより速い速度で成長しているために当座の資金をより求めている少数の企業に限られる。しかし、経済環境が良くなるにつれて、上場による資金調達可能額も増加するため、それ以前では上場を回避していた企業が、上場を考えるようになる。このため、経済的に良い環境になるにつれて、全体として上場に至る前の期間が増加してしまうことになる。結果として、経済的に良い環境にあるほど、上場が遅くなるという逆転効果がみられたのである。

したがって、パフォーマンス指標としての IPO までの時間は単純に用いることはできない。言い換えれば、時系列データ分析で、パフォーマンス指

標として IPO までの時間を用いる際には、経済環境のトレンドを考慮する必要がある。

参考文献

- Bai, X., Tsang, E. W., & Xia, W. (2020). Domestic versus foreign listing: Does a CEO's educational experience matter?. *Journal of Business Venturing*, 35(1), 105906.
- Bell, R. G., Filatotchev, I., & Aguilera, R. V. (2014). Corporate governance and investors' perceptions of foreign IPO value: An institutional perspective. *Academy of Management journal*, 57(1), 301-320.
- Bigelow, L., Lundmark, L., McLean Parks, J., & Wuebker, R. (2014). Skirting the issues: Experimental evidence of gender bias in IPO prospectus evaluations. *Journal of Management*, 40(6), 1732-1759.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. J. (2010). IPO underpricing and international corporate governance. *Journal of International Business Studies*, 41(2), 206-222.
- Certo, S. T., Holcomb, T. R., & Holmes Jr, R. M. (2009). IPO research in management and entrepreneurship: Moving the agenda forward. *Journal of management*, 35(6), 1340-1378.
- Chang, S. J. (2004). Venture capital financing, strategic alliances, and the initial public offerings of Internet startups. *Journal of Business Venturing*, 19(5), 721-741.
- Chaganti, R. S., Zimmerman, M. A., Kumaraswamy, A., Maggitti, P., & Arkles, J. B. (2016). TMT characteristics, time-to-IPO and firm performance. *Journal of Management and Public Policy*, 7(2), 37-56.
- Henderson, B. J., & Tookes, H. (2012). Do investment banks' relationships with investors impact pricing? The case of convertible bond issues. *Management Science*, 58(12), 2272-2291.
- Islam, M., Fremeth, A., & Marcus, A. (2018). Signaling by early stage startups: US government research grants and venture capital funding. *Journal of Business Venturing*, 33(1), 35-51.
- Kotlar, J., Signori, A., De Massis, A., & Vismara, S. (2018). Financial

- wealth, socioemotional wealth, and IPO underpricing in family firms: A two-stage gamble model. *Academy of Management Journal*, 61(3), 1073-1099.
- Le, S., Kroll, M., & Walters, B. (2017). TMT Departures and Post - IPO Outside Director Additions: Implications for Young IPO Firms ' Survival and Performance. *Journal of Small Business Management*, 55(1), 149-169.
- Lyandres, E., Fu, F., & Li, E. X. (2018). Do underwriters compete in IPO pricing?. *Management Science*, 64(2), 925-954.
- Nakano, K. (2017). A history of Japanese venture businesses. *Annals of Business Administrative Science*, 16, 243–255. <https://doi.org/10.7880/abas.0170112a>
- Nakano, K. (2021). Support system that foster human resources for university start-ups in Japan. *Annals of Business Administrative Science*, 20, 93–106. <https://doi.org/10.7880/abas.0210322a>
- Nakano, K. and Ohara, T. (2019). Omiai: Japanese initial private offering. *Annals of Business Administrative Science*, 18, 75–84. <https://doi.org/10.7880/abas.0190212a>
- Nam, D. I., Park, H. D., & Arthurs, J. D. (2014). Looking attractive until you sell: Earnings management, lockup expiration, and venture capitalists. *Journal of Management Studies*, 51(8), 1286-1310.
- Romano, M., Cirillo, A., Mussolino, D., & Pennacchio, L. (2019). CEO career horizons and when to go public: the relationship between risk-taking, speed and CEO power. *Journal of Management and Governance*, 23(1), 139-163.
- Shepherd, D. A., & Zacharakis, A. (2001). Speed to initial public offering of VC-backed companies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 25(3), 59-70.
- Sugawara, T. (2021). Growth of university entrepreneurial ecosystems: A case of the University of Tokyo. *Annals of Business Administrative Science*, 20, 283–296. <https://doi.org/10.7880/abas.0211116a>
- Suh, Y., Mitomi, Y., & Sato, H. (2019). Resource-based venturing: The case of Venture Whisky. *Annals of Business Administrative Science*, 18, 171–181. <https://doi.org/10.7880/abas.0190817a>
- 高橋伸夫 (2016). 『経営の再生 第4版』有斐閣.

- Wang, T., & Song, M. (2016). Are founder directors detrimental to new ventures at initial public offering?. *Journal of Management*, 42(3), 644-670.
- Wu, G. A. (2012). The effect of going public on innovative productivity and exploratory search. *Organization Science*, 23(4), 928-950.
- Yang, Q., Zimmerman, M., & Jiang, C. (2011). An empirical study of the impact of CEO characteristics on new firms' time to IPO. *Journal of Small Business Management*, 49(2), 163-184.
- Zimmerman, M. A. (2008). The influence of top management team heterogeneity on the capital raised through an initial public offering. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(3), 391-414.

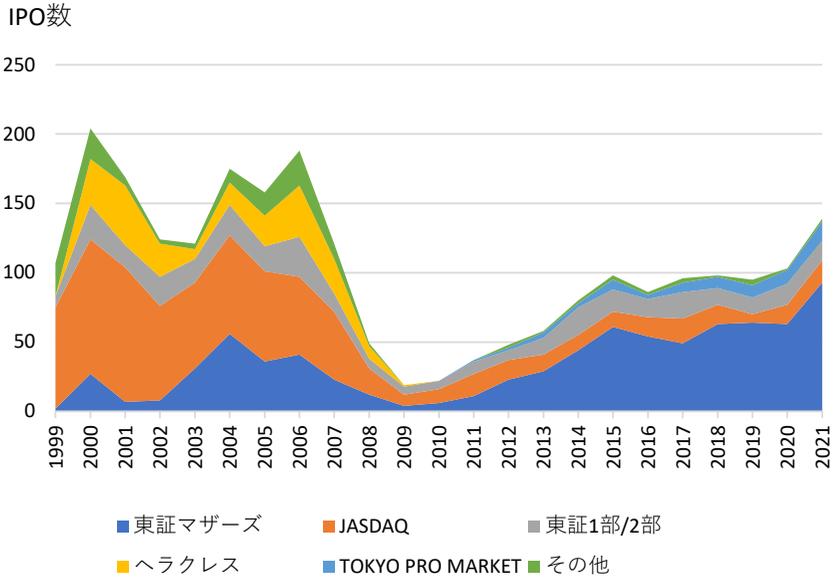


表 1. IPO 数

表 1. IPO までの平均期間(年数)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
上場企業数	5	11	9	11	23	24
設立年数	17.29	14.63	9.51	17.59	12.45	17.54

表 2. 起業タイプ別の IPO までの平均期間(年数)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	計
純粹創業	10.73(2)	10.57(5)	9.64(8)	17.15(7)	11.09(15)	13.34(16)	12.59(53)
スピンアウト				7.48(1)	6.15(1)	8.97(2)	7.89(4)
子会社		12.8(2)			17.1(3)	14.33(2)	15.08(7)
計	10.73(2)	11.21(7)	9.64(8)	15.95(8)	11.78(19)	13.00(20)	12.72(64)

注) ()内は企業数