

## IPO に至る要因に関する考察

### ～戦略論、資金調達、経営者の学歴を通じて～

学籍番号：35152428      氏名：小井口 尚希  
ゼミ名称：イノベーションのためのファイナンス戦略  
主査：樋原 伸彦 准教授    副査：岩村 充 教授

#### 概 要

日本における IPO 社数は、2006 年は 188 社であったが、その後減少し、リーマンショックの翌年である 2009 年に 19 社となり最低社数となった。しかしその翌年の 2010 年には 22 社、2011 年は 36 社と増加を続け、2014 年は 77 社、2015 年は 92 社と、100 社に迫る勢いである。また、ベンチャーキャピタル等のベンチャー企業に対する投資額も、2011 年度には 505 億円であったが、2015 年度は 874 億円となっている。

このような環境の中、ベンチャーキャピタル等が投資した企業が IPO する確率は、実感もこめて 20%～30%ではないかと感じている。なぜこんなに悪いのか。そこで当研究では、IPO した企業の特徴を、戦略論、資金調達の時期、経営者の学歴に焦点をあて、分析を行う。また、IPO した企業と、ベンチャーキャピタル等から出資を受けながらも IPO できなかった企業とにおいて、採用した戦略及び経営者の学歴に関しての比較を行った。

分析の結果として、IPO した企業が採用した戦略は、差別化戦略が最も多く、コストリーダーシップ戦略を採用した企業はほとんど IPO できていないことがわかった。次に、資金調達については、上場日の 2 年前以内に未上場企業として最後の資金調達をした企業が多いことがわかった。さらに、経営者の学歴については、高専大学卒の経営者が最も多かった。ただし、数は少ないものの大学院卒の経営者が IPO する確率は高専大学卒の経営者よりも 4.6 倍確率が高いことがわかった。またこれらの関係を分析したが、明確な関係は見いだせなかった。但し、コストリーダーシップ戦略を採用した場合、IPO にマイナスの影響を与えるのではないかと、という程度のことはわかった。

次に、IPO した企業 5 社と IPO できなかった企業 5 社との比較を行ったが、経営者の学歴に大きな差はなかったが、採用した戦略に差が生じた。IPO した企業の多くは差別化戦略を採用しており、IPO できなかった企業は集中戦略を採用していた。このことから、IPO するためには差別化戦略を採用した方が良いことがわかった。

## <目次>

1.	はじめに.....	4
1.1	研究の背景.....	4
1.2	研究の目的.....	5
1.3	研究の方法.....	5
2.	ベンチャー投資の状況.....	5
2.1	日本国内におけるベンチャー投資について.....	5
2.2	ベンチャー投資ファンドの組成状況について.....	6
2.3	ベンチャー投資ファンドのEXITについて.....	7
3.	日本国内におけるIPOの状況.....	7
3.1	日本の新興市場.....	7
3.2	2003年から20015年までの新興市場におけるIPOの状況.....	9
3.3	分析対象とする市場・業種について.....	9
4.	IPOした企業の特徴.....	12
4.1	分析内容について.....	12
4.2	上場までに採用した戦略について.....	13
4.2.1	競争戦略論による分析.....	13
4.2.2	先行研究について.....	14
4.2.3	分析結果.....	16
4.2.4	先行研究との差異.....	17
4.3	未上場時に行った最後の資金調達（株式発行）から上場までの期間について.....	17
4.3.1	未上場時のラストファイナンスと上場までの期間.....	17
4.3.2	分析結果.....	18
4.4	経営者の最終学歴について.....	19
4.4.1	最終学歴の分析方法.....	19
4.4.2	分析結果.....	19
4.5	戦略・資金調達・最終学歴の関係について.....	22
4.5.1	最終学歴が中高専門卒の経営者の分析.....	22
4.5.2	最終学歴が高専大学卒の経営者の分析.....	23
4.5.3	最終学歴が大学院卒以上の経営者の分析.....	24
5.	上場した企業と未上場企業との比較.....	25
5.1	採用した企業について.....	25
5.1.1	サービス業について.....	25
5.1.2	医薬品について.....	26
5.1.3	小売業について.....	27
5.1.4	情報・通信について.....	28
5.2	10社の違いについて.....	30
6.	結論.....	31

謝辭.....	33
參考文獻.....	34
Appendix.....	36

# 1. はじめに

## 1.1 研究の背景

一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンターが2016年10月にまとめた「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告書 電子版」によると、日本国内におけるIPO社数の推移（2009年に開設されたTOKYO AIM及び2012年7月に開設されたTOKYO PRO MARKETを除く）は、2006年は188社であったが、その後減少し、リーマンショックの翌年である2009年に19社となり最低のIPO社数となった。しかしその翌年の2010年には22社、2011年は36社と増加を続け、2014年は77社、2015年は92社と、100社に迫る勢いである<sup>1</sup>。また、IPO社数が増加したことによりベンチャーキャピタル等のベンチャー企業に対する投資額も、2011年度には505億円であったが、2015年度は874億円となっている<sup>2</sup>。

また、首相官邸が主導している経済政策、いわゆる「アベノミクス」では「『どれだけ真面目に働いても暮らしがよくなる』という日本経済の課題を克服するため、安倍政権は、『デフレ（物価が持続的に下落する状態のこと）からの脱却』と『富の拡大』」を目指し「3本の矢」と称した経済政策を策定し、第1の矢として「大胆な金融政策」、第2の矢として「機動的な財政政策」、第3の矢として「民間投資を喚起する成長戦略」を掲げている<sup>3</sup>。その「アベノミクス」のなかで、「投資の促進～イノベーション、続々創出！～」として、政府の研究開発予算を各省に効果的に配分し、イノベーションを次々と生み出せる体制を構築するとしている<sup>4</sup>。その政府の具体的な主な取り組みとして、「戦略的イノベーション創造プログラム（SIP）<sup>5</sup>」と「革新的研究開発推進プログラム（ImPACT）<sup>6</sup>」を推進するとしている。特にImPACTでは、「超高機能構造タンパク質による素材産業革命（プログラム・マネージャー鈴木隆領）」において、ベンチャー企業のSpiber社がそのコア研究組織として選定されている<sup>7</sup>。このような首相官邸の後押

---

<sup>1</sup> 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 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告 電子版 2016年10月3日 PI\_31

<sup>2</sup> 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 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告 電子版 2016年10月3日

<sup>3</sup> 首相官邸ホームページ

<http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seichosenryaku/sanbonnoya.html>

<sup>4</sup> 首相官邸ホームページ

<http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seichosenryaku/innovation.html>

<sup>5</sup> 社会的に不可欠で、日本経済の再生、産業競争力向上に重要な課題について、府省・分野の枠を超えた横断型研究開発を推進する。例えば、自動車の自動走行システムや、海洋鉱物資源を低コストかつ高効率で調査する技術を実現する。（首相官邸ホームページ

<http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seichosenryaku/innovation.html>）

<sup>6</sup> リスクはあっても、技術の連続性のない革新的イノベーションを生み出す取り組みを推進する。例えば、充電なしで1ヶ月使用できるモバイル機器の開発に必要な技術を開発する。（首相官邸ホームページ

<http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seichosenryaku/innovation.html>）

<sup>7</sup> 革新的研究開発促進プログラム ImPACT ホームページ

<http://www.jst.go.jp/impact/program/06.html>

しもあり、日本国内におけるベンチャー企業を取り巻く環境は近年大きく変わってきていると考えられる。

## 1.2 研究の目的

1.1で述べたとおり、日本国内のベンチャー企業を取り巻く環境は、近年大きく変わってきているといえる。また、そのベンチャー企業に投資を行う、ベンチャーキャピタル等も増加しており、ベンチャー企業への資金供給も増加しているといえる。

一方、ベンチャーキャピタルが運営するファンドから投資したベンチャー企業がIPOする確率は、ファンド全体の投資社数に対し20%~30%程度と言われており、その成功確率は低いと私は感じている。

そこで本研究では、IPOした企業にはどのような傾向があるのか、IPOした企業とIPOできなかった類似の企業とではどのような差があるのか、についての研究を行うことを目的とする。

## 1.3 研究の方法

IPOした企業については、継続的に企業が上場している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のうち、目論見書、有価証券届出書、ホームページ等からデータが取得できる企業を中心に研究を行う。また、その分析については、通常ベンチャーキャピタルが実施するデューデリジェンスには含まれない視点、つまり、上場までに採用した戦略論、経営者の最終学歴から分析を行う。また、未上場時に行った最後の資金調達（株式発行）から上場までの期間についても分析を行う。

IPOできなかった企業については、各社の関係者に対するヒアリング等から、IPOをした類似企業と戦略論及び経営者の最終学歴を把握し、分析を行う。

## 2. ベンチャー投資の状況

### 2.1 日本国内におけるベンチャー投資について

日本に法人格のあるベンチャーキャピタル等の日本国内におけるベンチャー投資動向についてだが、2011年度は投資額が505億円であったが、2015年度は874億円となっており、5年間で約1.73倍となっている。投資件数についても2011年度の650件から2015年度は954件となっており、約1.47倍である。また、1件当たりの平均投資金額についても、2011年度は約78百万円であったが、2015年度は約92百万円となっており、約1.18倍になっている<sup>8</sup>。

ベンチャー企業への投資金額及び投資件数が増えてきていることから、ベンチャー企業が増えてきていると考えられる。また、1件当たりの平均投資金額が増えているが、これは政府主導でベンチャー支援のアクションプランの設定<sup>9</sup>、それに

<sup>8</sup> 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2016 ベンチャービジネスに関する年次報告 電子版 2016年10月3日

<sup>9</sup> 「日本再興戦略」改訂2014 -未来への挑戦-

よるベンチャー創造協議会<sup>10</sup>の創設、大企業を巻き込んだベンチャー企業への支援等が行われていることもあり、ベンチャー企業へと資金が供給されている結果であると考えられる。さらに、1件当たりの投資金額が増えていることは、ベンチャーキャピタル等がそれだけリスクをとっても良いと考えるベンチャー企業、つまり、将来高い成長が期待できるベンチャー企業が増えてきたことを意味するとも考えられる。図表1は2011年度から2015年度までの年度別ベンチャー投資金額、投資件数、1件当たりの平均投資金額の推移である。

**図表1 各年度別ベンチャー投資金額、投資件数、1件当たりの平均投資金額の推移**

	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
ベンチャー投資金額（億円）	505	495	718	740	874
ベンチャー投資件数（件）	650	589	746	727	954
1件当たり平均投資金額（億円）	0.78	0.84	0.96	1.02	0.92

（出所）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 2016  
ベンチャービジネスに関する年次報告 電子版を基に、筆者作成

## 2.2 ベンチャー投資ファンドの組成状況について

2011年度から2015年度における日本に法人格のあるベンチャーキャピタル等のファンド組成状況であるが、図表2のとおりである。ファンド組成本数は、2011年度は31本であったが、2015年度は51本と2011年度の1.65倍になっている。また、ファンド組成金額についても、2011年度は1,197億円であったが、2015年度は1,932億円であり、2011年度から1.61倍に増加している。ただし、ファンド1本あたりの平均組成金額については、2011年度は39億円、2015年度は38億円であり、ほぼ横ばいである。つまり、1つのファンド自体の規模は大きくなってはいないが、ファンドを運営する企業が増加したものと考えられる。

**図表2 各年度別ファンド組成本数、組成金額、1本当たりの平均組成金額の推移**

	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
ファンド組成本数（本）	31	26	35	39	51
ファンド組成金額（億円）	1,197	1,036	921	911	1,932
ファンド1本あたり平均組成金額（億円）	39	40	26	23	38

（出所）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 2016  
ベンチャービジネスに関する年次報告 電子版を基に、筆者作成

<sup>10</sup> 「日本再興戦略」で掲げられた産業の新陳代謝とベンチャーの加速を実現するべく、社会をあげてベンチャーを創造する知と行動の起点をつくり、「新しい力」で経済を再生することを目的として設立された

## 2.3 ベンチャー投資ファンドのEXITについて

2011年度から2015年度における日本に法人格のあるベンチャーキャピタル等のEXITについてであるが、図表3のとおりである。

EXIT件数自体は2011年度699件であったが、その後2013年度の795件をピークに下がってきており、2015年度は577件となっている。このデータの中で興味深いのは、各年度ともEXITの総数に対する「株式公開」の割合は2012年度及び2014年度以外15%前後ではほぼ一定であること、「経営者買戻し」は2011年度については44.9%と全体のEXIT件数に占める割合は半分弱であったが、2015年度は39.0%と4割を切る水準にまで下がってきていることである。また他方、「M&A・売却」に関しては2011年度は18.2%であったが、2015年度は31.4%に増加している。ベンチャーキャピタル等によるベンチャー企業の売買が増加しており、そのEXITが多様化してきているといえる。

図表3 各年度別EXIT件数の推移

	2011年度	%	2012年度	%	2013年度	%	2014年度	%	2015年度	%
EXIT件数総数(件数)	699	100.0%	737	100.0%	795	100.0%	682	100.0%	577	100.0%
株式公開(件数)	99	14.2%	138	18.7%	117	14.7%	116	17.0%	92	15.9%
経営者買戻し(件数)	314	44.9%	288	39.1%	260	32.7%	276	40.5%	225	39.0%
M&A・売却(件数)	127	18.2%	154	20.9%	278	35.0%	166	24.3%	181	31.4%
その他(件数)※償却・清算含む	159	22.7%	157	21.3%	140	17.6%	124	18.2%	79	13.7%

(出所) 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 2016  
ベンチャービジネスに関する年次報告 電子版を基に、筆者作成

## 3. 日本国内におけるIPOの状況

### 3.1 日本の新興市場

日本国内において新興市場<sup>11</sup>とされる市場は現在、「マザーズ」、「JASDAQ」、「セントレックス」、「Q-BOARD」、「アンビシャス」がある。このほか、東京証券取引所が市場運営を行っている「TOKYO PRO Market」があるが、当該市場はプロ投資家<sup>12</sup>しか参加できず、他の5つの市場のように個人投資家が取引に参加できないため、ここでは新興市場に含まないものとする。

<sup>11</sup> 野村証券株式会社のホームページでは新興市場について、「大企業などではなく新興企業（ベンチャー企業）が多く上場する市場。第一部市場や第二部市場に比べ、上場基準を緩和することで、実績は乏しいが将来の成長性が見込める新興企業に資金を調達する場を提供する。日本の新興市場には、高い成長可能性を有する企業を上場対象とする『マザーズ』、信頼性、革新性、地域・国際性の三つの観点から企業の実績や特色に基づき『スタンダード』と「『ロース』に区分された『JASDAQ』、名古屋証券取引所の『セントレックス』、福岡証券取引所の『Q-BOARD』、札幌証券取引所の『アンビシャス』がある。」と解説されている。

<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/si/sinkosijo.html>

<sup>12</sup> 特定投資家ともいう。国、日本銀行、適格機関投資家、独立行政法人等の特殊法人、投資者保護基金預金、保険機構等、外国法人、特定目的会社、上場会社、金融商品取引業者等、資本金5億円以上の株式会社である特定投資家と、特定投資家への移行可能な一般投

以下で簡単に各新興市場の特徴を見てみる。

- ・ マザーズ

新規産業や企業の育成に寄与するために、こうした新興企業に対してより早い

段階から証券市場を通じた資金調達の機会を提供することにより、企業の成長を支援するとともに、投資者に成長企業への投資機会を提供することを目的として 1999 年 11 月に開設された<sup>13</sup>。2016 年 11 月 30 日現在の上場企業数は 227 社。

- ・ JASDAQ

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 JASDAQ 市場は 2010 年 10 月からは、大阪証券取引所が運営する「ニッポン・ニュー・マーケット『ヘラクレス』」とジャスダック証券取引所が運営する「JASDAQ」、「NEO」の統合により、「大証 JASDAQ」市場として運営されてきた。そして、2013 年 7 月 16 日には、東京証券取引所と大阪証券取引所の経営統合に伴い、運営母体が大阪証券取引所から東京証券取引所に引き継がれ、新たに「東証 JASDAQ」市場が誕生した<sup>14</sup>。2016 年 11 月 30 日現在の上場企業数は JASDAQ スタンダード 716 社、JASDAQ グロース 43 社。

- ・ セントレックス

1999 年 10 月に開設。名古屋証券取引所が運営。成長が期待される企業に対して、資金調達や企業知名度の向上の機会を提供することにより、近い将来の本則市場（市場第一部・第二部）へのステップアップを視野に入れた企業向けの市場<sup>15</sup>。2016 年 11 月 30 日現在の上場企業数は 13 社。

- ・ Q-BOARD

2000 年 5 月に開設。福岡証券取引所が運営。九州周辺に本店を有する企業又は九州周辺における事業実績・計画を有する企業で、成長可能事業の売上高が計上されていることが必要<sup>16</sup>。2016 年 11 月 30 日現在の上場企業数は 14 社。

---

資家をいう。

<sup>13</sup> 東京証券取引所発行（2016. 8. 31）「2016 新規上場ガイドブック（マザーズ編）」P1 から引用

<sup>14</sup> 東京証券取引所発行（2016. 8. 31）「2016 新規上場ガイドブック（JASDAQ 編）」P1 から引用

<sup>15</sup> 株式上場ハンドブック（名古屋証券取引所）「01 上場の仕組み」P2 から引用（2016. 12. 08 閲覧）

<sup>16</sup> 福岡証券取引所ホームページから引用（2016. 12. 08 閲覧）

<https://www.fse.or.jp/stock/criteria.php>



- ・ アンビシャス

2000年4月に開設。札幌証券取引所が運営。成長が見込まれる中小企業、安定的な成長を続けている中小・中堅企業、北海道に関連のある企業が対象<sup>17</sup>。2016年11月30日現在の上場企業数は6社。

### 3.2 2003年から2015年までの新興市場におけるIPOの状況

5つの新興市場のうち、最も遅く最初の上場企業を輩出したのがQ-BOARDである。第1号としてビジネス・ワン（現ビジネス・ワンホールディングス）が上場したのが、2003年2月であった。この企業の上場で、5つの新興市場の全てに企業が上場することになった。そこで、2003年から2015年までの各市場のIPOの状況をまとめたものが、下記図表4である。

図表4 各新興市場別2003年～2015年のIPO社数

新興市場 年	東証 マザーズ	JASDAQ	名証 セントレックス	札幌 アンビシャス	福証 Qボード	合計
2003	33	70	-	-	1	104
2004	57	87	5	1	1	151
2005	36	87	13	1	2	139
2006	41	93	13	4	4	155
2007	23	71	2	5	2	103
2008	12	28	1	1	-	42
2009	4	7	-	-	-	11
2010	6	9	-	-	-	15
2011	12	19	-	-	-	31
2012	23	15	-	1	1	40
2013	29	12	-	-	-	41
2014	45	11	1	-	-	57
2015	64	11	1	1	1	78
合計	385	520	36	14	12	967

（出所）96ut.comを基に筆者作成

2003年以降、マザーズには385社、JASDAQには520社、セントレックスには36社、アンビシャスには14社、Q-BOARDには12社、合計967社が新規で上場している。

### 3.3 分析対象とする市場・業種について

5つの新興市場のうち、セントレックス・アンビシャス・Q-BOARDについては、毎年企業が上場していないので、継続的な分析は難しいと考えられる。また、JASDAQについては3.1で記述した通り、複数の市場が合併していることを考え

<sup>17</sup> 札幌証券取引所ホームページから引用（2016.12.08閲覧）  
<http://www.sse.or.jp/targetcompany/ambitious>

ると、上場水準に統一性がないと想定される。そのため、マザーズを分析対象とする。

分析の手法は、上場企業が IPO 時に金融庁に提出した有価証券届出書、目論見書、各社ホームページを基に行うが、有価証券届出書及び目論見書の保存期間は 5 年と定められている<sup>18</sup>。そのような制度上の制約により 2010 年までしか遡ることはできないが、可能な限り資料を収集し、2007 年まで資料は遡ることができた。

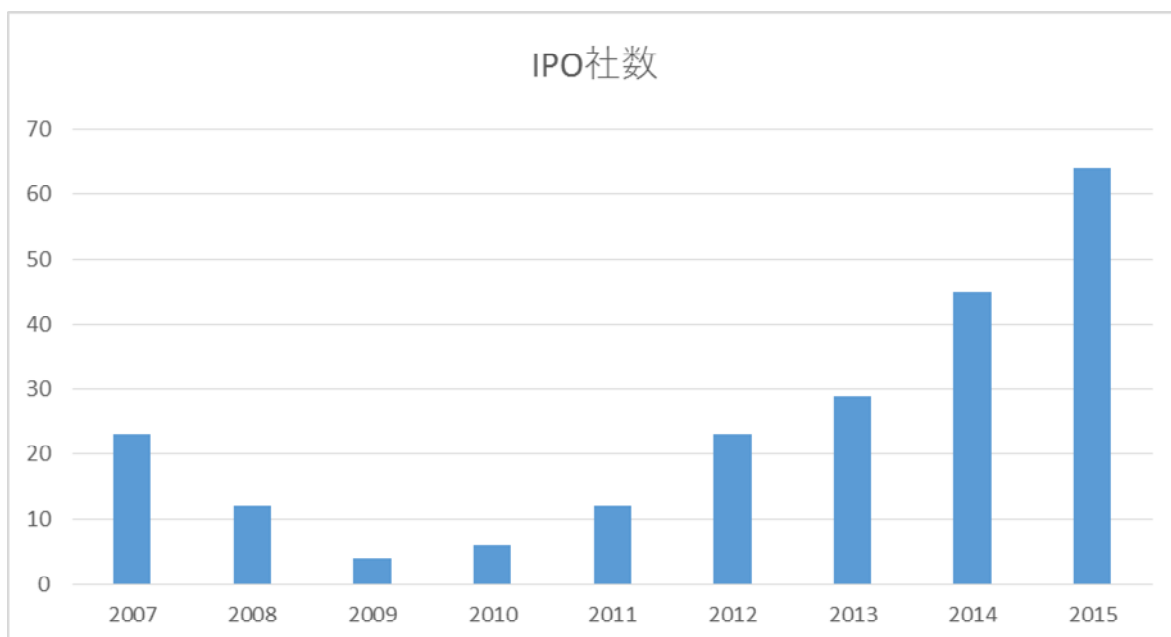
2007 年 1 月 1 日から 2015 年 12 月 31 日までにマザーズに上場した企業の数は 218 社であり、年ごとの内訳は図表 5a となる。図表 5b はそれをグラフにしたものである。

**図表 5a マザーズ年別 2007 年～2015 年の IPO 社数（数）**

年	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	合計
PO 社数	23	12	4	6	12	23	29	45	64	218

（出所）96ut.com を基に筆者作成

**図表 5b マザーズ年別 2007 年～2015 年の IPO 社数（グラフ）**



（出所）96ut.com を基に筆者作成

この 218 社のうち、既に上場を廃止しており、上場時の企業情報を収集できない企業が 14 社あった。そのため、残りの 204 社を業種別に集計すると、図表 6a のとおりとなる。図表 6b はそれをグラフにしたものである。なお、上場を希望する企業は、証券コード協議会（公開企業等に付番される証券コード及び業種を、

<sup>18</sup> 関東財務局ホームページ企業内容等開示（ディスクロージャー）制度の概要

<http://kantou.mof.go.jp/disclo/gaiyou.htm>

企業内容等の開示に関する内閣府令（最終改正：平成二八年八月一九日内閣府令第五五号）第 23 条の 2 第 3 項 4 号

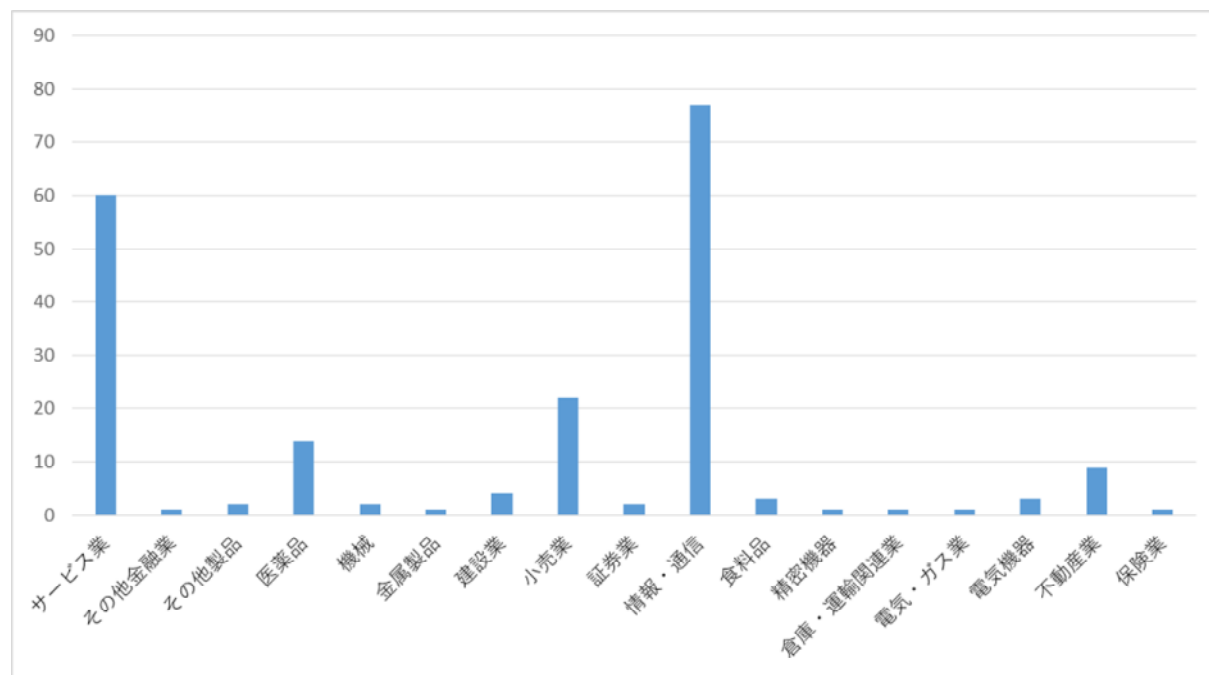
公共性の観点から統一的な基準に基づいて設定することを目的に、全国の証券取引所（東証、大証、名証、福証、札証）及び証券保管振替機構から組織され運営されている協議会<sup>19</sup>が定めている 33 業種に区分される。33 業種とは、水産・農林業、鉱業、建設業、食料品、繊維製品、パルプ・紙、化学、医薬品、石油・石炭製品、ゴム製品、ガラス・土石製品、鉄鋼、非鉄金属、金属製品、機械、電気機器、輸送用機器、精密機器、その他製品、電気・ガス業、陸運業、海運業、空運業、倉庫・運輸関連業、情報・通信業、卸売業、小売業、銀行業、証券、商品先物取引業、保険業、その他金融業、不動産業、サービス業である。

図表 6a マザーズ年別 2007 年～2015 年の IPO 社数（業種別社数）

業種	サービス業	その他金融業	その他製品	医薬品	機械	金属製品	建設業	小売業	証券業
企業数	60	1	2	14	2	1	4	22	2
業種	情報・通信	食料品	精密機器	倉庫・運輸関連業	電気・ガス業	電気機器	不動産業	保険業	合計
企業数	77	3	1	1	1	3	9	1	204

（出所）96ut.com を基に筆者作成

図表 6b マザーズ年別 2007 年～2015 年の IPO 社数（業種別グラフ）



（出所）96ut.com を基に筆者作成

上記図表 6a からすると、2007 年から 2015 年の 9 年間で 1 社しか上場していない業種もあれば、77 社も上場している業種が存在することがわかる。そこで、この 9 年間で 10 社以上上場した業種を見てみると、サービス業（60 社）、医薬品（14 社）、小売業（22 社）、情報・通信（77 社）となり、合計の上場企業数は 173 社、

<sup>19</sup> 証券コード協議会ホームページより <http://www.jpx.co.jp/sicc/about.html>

全体 204 社に占める割合は約 84.8%となる。分析対象とするには一定のサンプル数を有する必要があると考え、これら 4 業種の 173 社を分析対象とする。

## 4. IPO した企業の特徴

### 4.1 分析内容について

3.3 であげた 173 社に対しては、①上場までに採用した戦略、②未上場時に行った最後の資金調達（株式発行）から上場までの期間、③上場した時の経営者の最終学歴、について分析を行う。

この 3 項目について分析をする理由は、ベンチャーキャピタリストとして日々業務を行う、私の問題意識にある。通常、ベンチャーキャピタリストが投資を行う際に行うデューデリジェンスは大きく分けると、「定性分析」、「定量分析」、「投資採算」である。「定性分析」では、企業の概要や事業内容の把握、企業の特徴・弱点、製品サービスの優位性、ビジネスのリスク、企業が属する市場の動向、経営陣の略歴の把握、取引先等に行う側面調査、を行う。「定量分析」では、過去決算の分析、当期の月次決算状況の分析、当期決算の着地予想、事業計画の分析、過去将来の資金繰り分析、を行う。「投資採算」に関しては、資本政策の把握分析、投資倍率、IRR の算定、投資リターンの算定、を行う。

このようにベンチャーキャピタリストは投資対象となるベンチャー企業を詳細に分析していくのだが、ファンドから出資した先が IPO に至る確率は、実感も含めせいぜい 20%~30%程度であると感じる。IPO の成功確率はマクロ経済環境によっても変化するが、20%~30%という投資の成功確率をもう少し上げられないかと考えている。そして、成功確率を上げるために、現在のデューデリジェンス項目に追加すべき調査項目があるのではないかと感じるようになってきた。そこで、IPO した企業に関して、ベンチャーキャピタリストが行うデューデリジェンスにおける定性分析には入っていない「戦略」に関する分析を行う。

また、私が所属する企業はベンチャー投資ファンドを運用する大手のベンチャーキャピタルであり、1 件あたり比較的多額（1 件当たり数億円から 10 億円超）のベンチャー投資を行うことが多い。私が所属するベンチャーキャピタルからの投資を受ける企業側も多額の資金調達を希望していることが多く、その調達した資金で、人員の増加や設備の購入等を行い企業規模を拡大し、売上の増加につなげ、IPO までの期間を短縮したいという思いがあるケースがほとんどである。実際私が所属するベンチャーキャピタルには、「ラストファイナンス」と呼ばれる、未上場企業が上場前に行う比較的多額の最後の資金調達に関する相談が多いし、我々ベンチャーキャピタル側も未上場企業に多額の資金を提供し、2~3 年で上場による EXIT を想定することが多い。ただし、本当に「ラストファイナンス」後 2~3 年で上場する企業が多いという実感がなく、上場による EXIT までの期間について投資時点においてももう少し時間がかかることを想定すべきなのではないかと考えている。そのため、上場した企業が未上場時に行った最後の資金調達（ベンチャーキャピタル等の客観的な第三者に対する増資）から上場までの期間及びそ

の調達金額を分析対象にし、IPOした企業は上場日のどれくらい前にいくら程度の資金調達を行うケースが多いのかについて検証を行う。

さらに現在のデューデリジェンスの課程においても、経営陣の学歴職歴を把握している。その理由は、経営陣が当該企業のビジネスを遂行するに足る能力があるかどうかを判断、及び、上場に必要なガバナンス体制を企業内で構築できる人材が経営陣に入っているかを判断、するために行われる。そして、経営陣の中でも特に社長の学歴を重視する傾向がある。その理由は、社長の学歴から企業のビジネスを成功させる知識があるかどうか、及び、そのネットワークはビジネスに活かせるかどうか、を判断するためである。職歴からも社長の知識・ネットワークがビジネスに活かせるかどうかを判断することはあるが、知識はあっても良いネットワークがなければ事業は成功しないと考えられ、そのネットワークはビジネス上の付き合いによるネットワークより、教育を受けていた学校や期間共通していたり、その経験が世代を超えて共有されることによるネットワークの方が、強固であると考えられる。長谷川（2010）によると、「筆者の経験では、人材紹介会社やヘッドハンティング会社から紹介された人材では、経営者の補佐的人材としてうまくいかないことが多い。起業家には、自分の中学・高校・大学時代の友人や、社会人になって初期の頃の社外の取引先や趣味の集まりで、気心が合って、かつ、信念の強い人の顔を思い浮かべて、その人に連絡をとってみることを勧める。」としている<sup>20</sup>。筆者もベンチャーキャピタリストとしての経験から、同意見である。つまり、初等教育のみを受けて起業した経営者より、中等教育や高等教育を受けて起業した経営者の方が教育期間が長いため、気心が合い、かつ、信念の強い人とのネットワークを多く作ることができ、事業も成功するのではないか、と思われる。そこで、上場した時の経営者の最終学歴についての分析も行う。

## 4.2 上場までに採用した戦略について

### 4.2.1 競争戦略論による分析

東証マザーズに上場する場合、主に主幹事証券会社が判断することにはなるのだが、「高い成長可能性」を有しているかどうか審査の過程においてポイントとなる<sup>21</sup>。つまり IPO の審査基準上、上場するには競合他社より多くの利益を獲得し継続して成長していけるかどうか、そしてその可能性が高いことを合理的に説明することが求められる。企業が利益を追求する場合、その源泉を内部要因に求めるのか、外部要因に求めるのかにより、企業が採用する戦略は異なってくるといえる。ベンチャーキャピタリストのデューデリジェンスにおいては、企業が有している技術の評価や、生産設備の評価、特許の有無等の内部要因に重点が置かれる。しかし大企業と比較しベンチャー企業は資力がなく、他の企業より秀でた

<sup>20</sup> 長谷川博和（2010）ベンチャーマネジメント [事業創造] 入門 日本経済新聞出版社 P55 から引用

<sup>21</sup> 東京証券取引所発行（2016. 8. 31）「2016 新規上場ガイドブック（マザーズ編）」P19～P25 を参考にした

技術や設備、特許等を有していただだけでは、資本力のある大企業との競争には勝てない。そのため、IPOした企業は、意図しているかいないかにかかわらず、外部要因に着目した戦略をとっていると考えられる。

企業の外部要因を分析しどのような戦略を採用するかについては、M. E. ポーター（1982）が提唱した「競争戦略論」があげられる。これは、企業が属する業界を5つの競争要因（新規参入の脅威、既存競争業者の間の敵対関係の強さ、代替品からの圧力、買い手の交渉力、売り手の交渉力）から分析し、その上で企業がこの競争要因に対処し、他社に勝つために取りうる戦略として、コストリーダーシップ戦略、差別化戦略、集中戦略、の3つの基本戦略があるとしている<sup>22</sup>。3.3であげた173社についても上場前にどの基本戦略を採用したか、もしくはどの基本戦略に適合した企業行動を行っていたかについての分析を行う。

#### 4.2.2 先行研究について

未上場企業の戦略について、M. E. ポーターの3つの基本戦略を用いて分析した研究として、松井（2004）の研究結果がある。これは、財団法人UFJベンチャー育成基金（現公益財団法人三菱UFJ技術育成財団）が1995年から2001年度にかけて債務保証をした研究開発型・中小企業の新規事業の中から85件に関して採用した戦略及びその成功失敗について研究したものである<sup>23</sup>。

この研究では、「新規事業による売上高等から推測して、『その利益が開発費用を上回った可能性が高いもの』」を成功と認定し、「事業を中止・撤退したもの」を失敗と定義づけている<sup>24</sup>。その結果は、85件のうち差別化戦略を採用したのは23件で、そのうち成功したものは5件、失敗したものは18件、コストリーダーシップ戦略を採用したのは2件で、いずれも失敗、集中戦略を採用したのは60件で、42件が成功、18件が失敗というものである（図表7）<sup>25</sup>。

---

<sup>22</sup> M. E. ポーター（土岐坤, 中辻萬治, 服部照夫訳（1982））「競争の戦略」ダイヤモンド社

<sup>23</sup> 松井憲一（2004）ベンチャー・ビジネス「成功と失敗」の分岐点 ダイヤモンド社

<sup>24</sup> 松井憲一（2004）ベンチャー・ビジネス「成功と失敗」の分岐点 ダイヤモンド社 P38から引用

<sup>25</sup> 松井憲一（2004）ベンチャー・ビジネス「成功と失敗」の分岐点 ダイヤモンド社 P42～43から引用

図表 7 競争戦略から見た新規事業の成功・失敗率

	合計	成功	失敗
		(成功率)	(失敗率)
差別化戦略	23	5 (22%)	18 (78%)
コスト・リーダーシップ戦略	2	0 (0%)	2 (100%)
集中戦略	60	42 (70%)	18 (30%)
全体	85	47 (55%)	38 (46%)

(出所) 松井憲一 (2004) ベンチャー・ビジネス「成功と失敗」の分岐点 ダイヤモンド社 P43

この研究を成功した事例だけを見てみると、47 件のうち、差別化戦略を採用して成功した件数は 5 件 (11%)、コスト・リーダーシップを採用して成功した件数は 0 件 (0%)、集中戦略を採用して成功した件数は 42 件 (89%) となる (図表 8)。

図表 8 競争戦略から見た新規事業の成功率

	成功 (成功率)
差別化戦略	5 (11%)
コスト・リーダーシップ戦略	0 (0%)
集中戦略	42 (89%)
全体	47 (100%)

(出所) 松井憲一 (2004) ベンチャー・ビジネス「成功と失敗」の分岐点 ダイヤモンド社 P43 を基に筆者作成

### 4.2.3 分析結果

では、3.3 であげた 173 社が上場前に採用した戦略について分析してみる。コストリーダーシップ戦略、差別化戦略、集中戦略に分けるが、まずはその各々を定義する。定義としては、松井（2004）が採用した定義と同じものとする<sup>26</sup>。

① コストリーダーシップ戦略

他社の製品やサービスに比べて、低コストを狙う戦略。

② 差別化戦略

自社の製品やサービスを差別化して、業界のなかでも特異だと見られる何かを創造しようとする戦略。

③ 集中戦略

特定の顧客グループとか、特定の製品種類とか、特定の地域市場とかへ、企業の経営資源を集中する戦略。

上記定義に従い、173 社を分析した結果、図表 9 のとおりとなった。

図表 9 競争戦略論による分析

	サービス業		医薬品		小売業		情報・通信		合計	
	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%
コストリーダーシップ戦略	1	1.7%	0	0.0%	2	9.1%	0	0.0%	3	1.7%
差別化戦略	27	45.0%	1	7.1%	11	50.0%	52	67.5%	91	52.6%
集中戦略	32	53.3%	13	92.9%	9	40.9%	25	32.5%	79	45.7%
合計	60	100.0%	14	100.0%	22	100.0%	77	100.0%	173	100.0%

（出所）各社目論見書、有価証券届出書、ホームページを基に筆者作成

サービス業で上場した企業のうち、上場前にコストリーダーシップ戦略を採用していた企業は 1 社のみで、サービス業全体に占める割合は 1.7%、差別化戦略を採用した企業は 27 社で、サービス業全体に占める割合は 45.0%、集中戦略を採用した企業は 32 社で 53.3%となった。

医薬品においては、上場前にコストリーダーシップ戦略を採用していた企業は 0 社、差別化戦略を採用した企業は 1 社で、医薬品全体に占める割合は 7.1%、集中戦略を採用した企業は 13 社で 92.9%となった。

小売業においては、上場前にコストリーダーシップ戦略を採用していた企業は 2 社で、小売業全体に占める割合は 9.1%、差別化戦略を採用した企業は 11 社で、小売業全体に占める割合は 50.0%、集中戦略を採用した企業は 9 社で 40.9%となった。

情報・通信においては、上場前にコストリーダーシップ戦略を採用していた企業は 0 社、差別化戦略を採用した企業は 52 社で、情報・通信全体に占める割合は 67.5%、集中戦略を採用した企業は 25 社で 32.5%となった。

<sup>26</sup> 松井憲一（2004）ベンチャー・ビジネス「成功と失敗」の分岐点 ダイヤモンド社 P28～P29



全体としては、上場前にコストリーダーシップ戦略を採用していた企業は3社で、その割合は1.7%、差別化戦略を採用した企業は91社で、全体に占める割合は52.6%、集中戦略を採用した企業は79社で45.7%となった。

IPOした企業のうち、サービス業や小売業に関し、コストリーダーシップ戦略を採用し、他社より安い価格で商品・サービスを提供する企業が非常に少ないことがわかる。また、医薬品及び情報・通信においては、IPOした企業の中でコストリーダーシップ戦略を採用した企業がなかった。

医薬品においては、単一の製品の開発・研究を行っていることが多く、保有している全経営資源を必然的にその研究に割り当てることになるので、集中戦略を採用していると判断される傾向があると考えられる。なお、差別化戦略と判断した1社については、ジェネリックの開発を行っており、複数の企業からの依頼を受け、複数の製品を受注製造しているため、そのように判断した。

#### 4.2.4 先行研究との差異

4.2.2で見た先行研究の結果は、成功した企業のうち、コストリーダーシップ戦略を採用した企業は0%、差別化戦略を採用した企業は11%、集中戦略を採用した企業は89%であった。今回分析した結果では、コストリーダーシップ戦略を採用した企業は1.7%、差別化戦略を採用した企業は52.6%、集中戦略を採用した企業は45.7%であった。

成功した企業の中でコストリーダーシップ戦略を採用した企業は少ないという点ではほぼ同様の結果となった。しかし今回の分析では、成功した企業の中で差別化戦略を採用した企業が最も多いという点、及び差別化戦略を採用した企業の割合と集中戦略を採用した企業の割合には6.9%程度の少ない差となった点（先行研究では78%である）、において先行研究と異なる結果となった。

これは、成功の定義が異なるためだと思われる。先行研究の成功の定義は、「新規事業による売上高等から推測して、『その利益が開発費用を上回った可能性が高いもの』」とされ<sup>27</sup>、IPOしたことを成功とは定義づけていない。IPOをするには、開発費用を費やし得た利益が、上場審査基準を満たす利益となる必要があり、利益が開発費用を上回る程度では、上場するための利益額が少ない可能性がある。そのため先行研究の結果と今回の分析の結果が異なることになった可能性があると考えられる。

### 4.3 未上場時に行った最後の資金調達（株式発行）から上場までの期間について

#### 4.3.1 未上場時のラストファイナンスと上場までの期間

上場するためには他社より多くの売上・利益を獲得しなければならない。そのために企業は経営資源に投資をする必要がある。その投資資金の源泉として借入れや内部留保も考えられるが、増資により外部から資金を調達する方法も考えられる。そこで、3.3であげた173社のうち、その開示資料から過去ベンチャーキャ

<sup>27</sup> 松井憲一（2004）ベンチャー・ビジネス「成功と失敗」の分岐点　ダイヤモンド社

ピタル等から資金調達が可能と判明した企業 102 社について、IPO により公募・売出をする直前の増資から IPO までの期間、及びその平均調達金額を分析した。

分析に当たり、新株予約権付社債の新株予約権の行使に関しては既に企業に対し資金は払い込まれているので除外し、新株予約権の行使による資本金の増加や、経営陣及び従業員（持株会も含む）に対する割当による資本金の増加についても、客観的に事業を評価した第三者が出資しているとは言い切れないので、除外した。

また、IPO により公募・売出をする直前の増資から IPO までの期間を、「2 年以内」、「2 年超 4 年以内」、「4 年超」、に区分している。今回分析に当たり利用した資料は、各社が IPO 時に作成した有価証券届出書、目論見書である。これらにおいて、過去情報の開示義務期間は 5 年であり、それ以上前の増資については把握することができなかった。

#### 4.3.2 分析結果

分析結果についてだが、サービス業においては、上場した日より「2 年以内」に増資を行った企業は 20 社（57.1%）、平均調達額 633 百万円、「2 年超 4 年以内」に増資を行った企業は 10 社（28.6%）、平均調達額 358 百万円、「4 年超」に増資を行った企業は 5 社（14.3%）、平均調達額 63 百万円であった。

医薬品においては、「2 年以内」に増資を行った企業は 12 社（92.3%）、平均調達額 465 百万円、「2 年超 4 年以内」に増資を行った企業は 0 社（0%）、「4 年超」に増資を行った企業は 1 社（7.7%）、その調達額は 400 百万円であった。

小売業においては、「2 年以内」に増資を行った企業は 6 社（54.5%）、平均調達額 241 百万円、「2 年超 4 年以内」に増資を行った企業は 3 社（27.3%）、平均調達額 550 百万円、「4 年超」に増資を行った企業は 2 社（18.2%）、平均調達額 65 百万円であった。

情報・通信においては、「2 年以内」に増資を行った企業は 19 社（44.2%）、平均調達額 114 百万円、「2 年超 4 年以内」に増資を行った企業は 20 社（46.5%）、平均調達額 205 百万円、「4 年超」に増資を行った企業は 4 社（9.3%）、平均調達額 88 百万円であった。

全体としては、「2 年以内」に増資を行った企業は 57 社（55.9%）、平均調達額 383 百万円、「2 年超 4 年以内」に増資を行った企業は 33 社（32.4%）、平均調達額 283 百万円、「4 年超」に増資を行った企業は 12 社（11.8%）、平均調達額 100 百万円であった。

これらの結果から、未上場企業として資金調達を行ってから 2 年以内に上場する企業が多く、その調達額の平均は 383 百万円と比較的多額であることがわかった。

これらをまとめたものが、下記図表 10 である。

図表 10 業種ごとの資金調達に関する分析

(平均調達額は単位百万円)

	サービス業			医薬品			小売業			情報・通信			合計		
	社数	%	平均調達額	社数	%	平均調達額	社数	%	平均調達額	社数	%	平均調達額	社数	%	平均調達額
2年以内	20	57.1%	633	12	92.3%	465	6	54.5%	241	19	44.2%	114	57	55.9%	383
2年超4年以内	10	28.6%	358	0	0.0%	-	3	27.3%	550	20	46.5%	205	33	32.4%	283
4年超	5	14.3%	63	1	7.7%	400	2	18.2%	65	4	9.3%	88	12	11.8%	100
合計	35	100.0%	473	13	100.0%	460	11	100.0%	293	43	100.0%	154	102	100.0%	318

(出所) 各社目論見書、有価証券届出書、ホームページを基に筆者作成

## 4.4 経営者の最終学歴について

### 4.4.1 最終学歴の分析方法

上場した時の経営者の最終学歴についての分析であるが、役員四季報<sup>28</sup>、及び各社ホームページ、有価証券届出書、目論見書、インターネットを利用して調査を行った。3.3 であげた 173 社のうち、IPO 時の社長の最終学歴が判明したのは 164 社分（164 名分）であった。そしてその 164 名の最終学歴を、中高専門卒、高専大学卒、大学院卒に区分した。

そして 2 つの視点から 164 名の学歴を分析する。1 つめは、サービス業、医薬品、小売業、情報・通信に分ける視点、2 つめは、2007 年から 2015 年の各年別に分ける視点、である。

### 4.4.2 分析結果

まずは 1 つめの視点からの分析であるが、サービス業においては 59 社中、中高専門卒の社長が経営する企業は 6 社 10.2%、高専大学卒の社長が経営する企業は 45 社 76.3%、大学院卒の社長が経営する企業は 8 社 13.6% となった。

医薬品においては 14 社中、中高専門卒の社長が経営する企業は 0 社、高専大学卒の社長が経営する企業は 6 社 42.9%、大学院卒の社長が経営する企業は 8 社 57.1% となった。

小売業においては 20 社中、中高専門卒の社長が経営する企業は 5 社 25.0%、高専大学卒の社長が経営する企業は 13 社 65.0%、大学院卒の社長が経営する企業は 2 社 10.0% となった。

情報・通信においては 71 社中、中高専門卒の社長が経営する企業は 7 社 9.9%、高専大学卒の社長が経営する企業は 49 社 69.0%、大学院卒の社長が経営する企業は 15 社 21.1% となった。

全体としては 164 社中、中高専門卒の社長が経営する企業は 18 社 11.0%、高専大学卒の社長が経営する企業は 113 社 68.9%、大学院卒の社長が経営する企業は 33 社 20.1% となった。

一方、総務省統計局統計調査部国勢統計課労働力人口統計室が調査した結果である平成 24 年就業構造基本調査によると、15 歳以上で中高専門卒の人口は 70,622 千人、短大高専大学卒の人口は 28,636 千人、大学院卒の人口は 1,835 千人であることがわかる。この各学歴の人口に対する IPO した社長の割合は、中高専門卒で

<sup>28</sup> 役員四季報 2017 年版 東洋経済新報社

0.00003%、高専大学卒で0.00039%、大学院卒で0.00180%となった。高専大学卒の学歴を持つ社長が経営する企業は、中高専門卒の学歴しか持たない社長が経営する企業より15.5倍IPOする確率が高く、大学院卒の学歴を持つ社長が経営する企業は、中高専門卒の学歴しか持たない社長が経営する企業より70.6倍IPOする確率が高く、大学院卒の学歴を持つ社長が経営する企業は高専大学卒の学歴しか持たない社長が経営する企業より4.6倍IPOする確率が高いといえる。

そもそも起業してもIPOまでたどり着ける企業は非常に少ないが、その中でも、経営者がより高学歴である企業の方がIPOしやすいのではないかと考えられる。

これらをまとめたものが、図表11である。

**図表11 IPOした経営者の学歴に関する分析（業種別）**

	サービス業		医薬品		小売業		情報・通信		合計		【参考】平成24年	
	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	人数(千人)	%
中高専門卒	6	10.2%	0	0.0%	5	25.0%	7	9.9%	18	11.0%	70,622	69.9%
高専大学卒	45	76.3%	6	42.9%	13	65.0%	49	69.0%	113	68.9%	28,636	28.3%
大学院卒	8	13.6%	8	57.1%	2	10.0%	15	21.1%	33	20.1%	1,835	1.8%
合計	59	100.0%	14	100.0%	20	100.0%	71	100.0%	164	100.0%	101,092	100.0%

（出所）役員四季報、各社ホームページ、有価証券届出書、目論見書を基に筆者作成

つぎに2つめの2007年から2015年の各年別に分ける視点からの分析であるが、2007年は14社上場しているうち、中高専門卒の社長が経営する企業は3社21.4%、高専大学卒の社長が経営する企業は7社50.0%、大学院卒の社長が経営する企業は4社28.6%であった。2008年は10社上場しているうち、中高専門卒の社長が経営する企業は0社、高専大学卒の社長が経営する企業は8社80.0%、大学院卒の社長が経営する企業は2社20.0%であった。

2009年は3社上場しているが、2008年と同じく中高専門卒の社長が経営する企業の上場はなく（0社）、高専大学卒の社長が経営する企業は2社66.7%、大学院卒の社長が経営する企業は1社33.3%であった。

2010年は4社上場しているが、この年は中高専門卒の社長が経営する企業及び大学院卒の社長が経営する企業の上場はなく（0社）、全て高専大学卒の社長が経営する企業の上場であった（4社100%）。

2011年は9社上場しているうち、中高専門卒の社長が経営する企業は2社22.2%、高専大学卒の社長が経営する企業は4社44.4%、大学院卒の社長が経営する企業は3社33.3%であった。

2012年は18社上場しているうち、中高専門卒の社長が経営する企業は4社22.2%、短大高専大学卒の社長が経営する企業は10社55.6%、大学院卒の社長が経営する企業は4社22.2%であった。

2013年は23社上場しているうち、中高専門卒の社長が経営する企業は2社8.7%、高専大学卒の社長が経営する企業は17社73.9%、大学院卒の社長が経営する企業は4社17.4%であった。

2014年は35社上場しているうち、中高専門卒の社長が経営する企業は3社8.6%、高専大学卒の社長が経営する企業は24社68.6%、大学院卒の社長が経営する企業は8社22.9%であった。

2015年は48社上場しているうち、中高専門卒の社長が経営する企業は4社8.3%、高専大学卒の社長が経営する企業は37社77.1%、大学院卒の社長が経営する企業は7社14.6%であった。

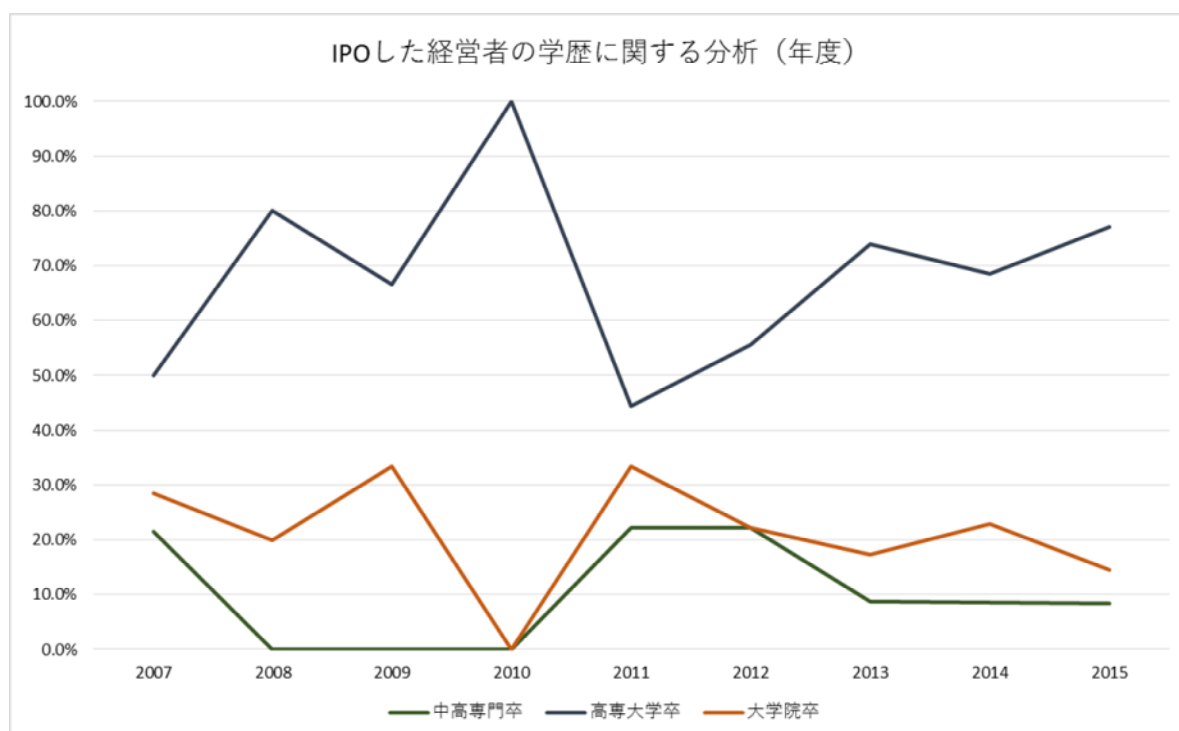
これらをまとめたものが、図表12aであり、グラフにしたものが図表12bである。

**図表 12a IPOした経営者の学歴に関する分析（年別）**

	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		合計	
	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%	社数	%
中高専門卒	3	21.4%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	2	22.2%	4	22.2%	2	8.7%	3	8.6%	4	8.3%	18	11.0%
高専大学卒	7	50.0%	8	80.0%	2	66.7%	4	100.0%	4	44.4%	10	55.6%	17	73.9%	24	68.6%	37	77.1%	113	68.9%
大学院卒	4	28.6%	2	20.0%	1	33.3%	0	0.0%	3	33.3%	4	22.2%	4	17.4%	8	22.9%	7	14.6%	33	20.1%
合計	14	100.0%	10	100.0%	3	100.0%	4	100.0%	9	100.0%	18	100.0%	23	100.0%	35	100.0%	48	100.0%	164	100.0%

（出所）役員四季報、各社ホームページ、有価証券届出書、目論見書を基に筆者作成

**図表 12b IPOした経営者の学歴に関する分析（年別・グラフ）**



（出所）役員四季報、各社ホームページ、有価証券届出書、目論見書を基に筆者作成

これら2つの分析から、より高学歴の社長が経営する企業はIPOしやすいといえるが、高専大学卒の社長が経営する企業のIPOは医薬品以外の業種では最も多く、また、どの年でも最も多いということがわかった。

#### **4.5 戦略・資金調達・最終学歴の関係について**

4.2から4.4では、①上場までに採用した戦略、②未上場時に行った最後の資金調達（株式発行）から上場までの期間、③上場した時の経営者の最終学歴、について分析を行った。この分析では、中高専門卒の経営者が上場するケースは少なく、また、コストリーダーシップ戦略を採用した企業の上場も少なく、未上場企業として資金調達を行ってから2年以内に上場する企業が多いことがわかっている。

では、これらの関係について分析を行う。分析に際しては、経営者の最終学歴を基準に、上場までに採用した戦略及び未上場時に行った最後の資金調達（株式発行）から上場までの期間、についての関係を分析する。

なお、この分析においては、サービス業・医薬品・小売業・情報通信の業界に属し、2007年から2015年にマザーズに上場した企業のうち、採用した戦略が判別でき、かつ、未上場時に行った最後の資金調達の開示が明確に確認でき、かつ、経営者の学歴が調査できた企業99社を対象とし、重回帰分析を行う。従属変数はIPOであり、学歴・採用した戦略・未上場時に行った最後の資金調達（株式発行）から上場までの期間、を独立変数としている。

##### **4.5.1 最終学歴が中高専門卒の経営者が経営する企業に関する分析**

4.2から4.4の分析において、中高専門卒の経営者が上場するケースは少なく、また、コストリーダーシップ戦略を採用した企業の上場も少なく、上場日より4年超前に未上場企業として最後のファイナンスを行った企業の上場も少ないことがわかっている。

そこで、最終学歴が中高専門卒の経営者が採用した各戦略及び未上場企業として最後の資金調達から上場までの期間について、重回帰分析を行った。その結果は図表13のとおりである。

図表 13 最終学歴が中高専門卒の経営者が経営する企業が採用した戦略・資金調達と IPO の関係

n=99

			R	R <sup>2</sup>	調整済み R <sup>2</sup>	F 値	係数			
							学歴	戦略	資金調達	定数項
中高専門卒	コスト	2年以内	.218	.048	.018	1.585	-10.610	-76.867 *	.876	88.734
		2年超4年以内	.219	.048	.018	1.590	-10.889	-76.254 *	1.588	87.904
		4年超	.225	.051	.021	1.692	-11.246	-76.951 *	-17.574	89.574
	差別化	2年以内	.129	.017	-.014	.540	-19.097	-9.392	-3.290	93.780
		2年超4年以内	.135	.018	-.013	.592	-19.488	-9.998	5.766	89.224
		4年超	.139	.019	-.012	.626	-19.470	-9.111	-18.260	93.297
	集中	2年以内	.170	.029	-.002	.943	-17.965	15.347	-4.368	81.892
		2年超4年以内	.176	.031	.000	1.013	-18.340	15.954	6.936	75.632
		4年超	.177	.031	.001	1.027	-18.338	14.989	-19.446	81.454

\*p < .10, \*\*p < .05, \*\*\*p < .01

(出所) 役員四季報、各社ホームページ、有価証券届出書、目論見書を基に筆者作成

9つのパターンで重回帰分析を行ったが、いずれも調整済み R<sup>2</sup> の値が低く、当てはまりは悪い回帰式ばかりとなった。また、F 値にも有意性が認められなかった。P 値に関しては、コストリーダーシップ戦略を採用した場合、IPO に関してマイナスに作用するということが説明できる結果となった。

#### 4.5.2 最終学歴が高専大学卒の経営者の分析

最終学歴が高専大学卒の経営者が経営する企業の場合、IPO する社数が多く、学歴が IPO にマイナスの影響は与えていないのではないかと考えられる。一方、コストリーダーシップ戦略を採用した企業の場合、IPO にマイナスの影響を与えているのではないか、上場日より 4 年超前に最後のファイナンスを行うことも IPO にマイナスの影響を与えるのではないか、ということが考えられる。

そこで、最終学歴が高専大学卒の経営者が採用した各戦略及び未上場企業として最後の資金調達から上場までの期間について重回帰分析を行った。その結果は図表 14 のとおりである。

図表 14 最終学歴が高専大学卒の経営者が経営する企業が採用した戦略・資金調達と IPO の関係

n=99

		R	R <sup>2</sup>	調整済み R <sup>2</sup>	F 値	係数				
						学歴	戦略	資金調達	定数項	
高専 大学 卒	コ ス ト	2年以内	.253	.064	.035	2.174 *	-15.811	-83.275 **	-129	98.245
		2年超4年以内	.254	.065	.035	2.189 *	-15.973	-82.878 **	2.349	96.690
		4年超	.259	.067	.037	2.270 *	-15.743	-83.794 **	-16.170	98.666
	差 別 化	2年以内	.151	.023	-.008	.741	-14.467	-8.071	-3.761	100.730
		2年超4年以内	.156	.024	-.006	.789	-14.569	-8.587	5.845	95.971
		4年超	.156	.024	-.006	.793	-14.139	-7.665	-15.752	99.733
	集 中	2年以内	.189	.036	.005	1.170	-14.209	14.846	-5.056	89.739
		2年超4年以内	.194	.038	.007	1.238	-14.319	15.394	7.263	83.124
		4年超	.192	.037	.006	1.213	-13.773	14.348	-17.176	88.794

\*p < .10, \*\*p < .05, \*\*\*p < .01

(出所) 役員四季報、各社ホームページ、有価証券届出書、目論見書を基に筆者作成

9つのパターンで重回帰分析を行ったが、いずれも調整済み R<sup>2</sup> の値が低く、当てはまりは悪い回帰式ばかりとなった。しかし、コストリーダーシップ戦略を採用した場合の F 値に有意性がみられ、コストリーダーシップ戦略の採用は未上場企業として最後の資金調達から上場までの期間に関係なく、上場にマイナスの影響を与えるということがわかった。一方、差別化戦略及び集中戦略を採用した企業が IPO しやすいということについて、有意な結果は得られなかった。

#### 4.5.3 最終学歴が大学院卒以上の経営者の分析

最終学歴が大学院卒以上の経営者が経営する企業の場合、IPO する社数は少ないものの、4.4.2 で見たとおり、中高専門卒の学歴しか持たない社長が経営する企業より 70.6 倍 IPO する確率が高く、高専大学卒の学歴しか持たない社長が経営する企業より 4.6 倍 IPO する確率が高い IPO する確率が高いということがわかっている。大学院卒以上の学歴は IPO に関してプラスの影響を与えるのではないかと考えられる。一方、他の学歴を有する経営者が経営する企業と同じく、コストリーダーシップ戦略を採用した企業の場合、IPO にマイナスの影響を与えているのではないかと、上場日より 4 年超前に最後のファイナンスを行うことも IPO にマイナスの影響を与えるのではないかと、ということが考えられる。

そのため、最終学歴が大学院卒以上の経営者が採用した各戦略及び未上場企業として最後の資金調達から上場までの期間について重回帰分析を行った。その結果は図表 15 のとおりである。



図表 15 最終学歴が大学院卒以上の経営者が経営する企業が採用した戦略・資金調達と IPO の関係

n=99

			R	R <sup>2</sup>	調整済み R <sup>2</sup>	F 値	係数			
							学歴	戦略	資金調達	定数項
大 学 院 卒 以 上	コ ス ト	2年以内	.283	.080	.051	2.748 **	23.054 *	-74.330 *	-1.604	82.132
		2年超4年以内	.284	.081	.052	2.784 **	23.395 *	-73.827 *	4.009	78.822
		4年超	.288	.083	.054	2.862 **	23.001 *	-75.255 *	-17.922	82.255
	差 別 化	2年以内	.220	.048	.018	1.606	25.015 **	-8.077	-5.397	85.166
		2年超4年以内	.225	.050	.020	1.683	25.324 **	-8.665	7.710	78.551
		4年超	.222	.050	.019	1.649	24.577 **	-7.388	-17.684	83.954
	集 中	2年以内	.243	.059	.030	1.994	24.333 **	14.109	-6.471	74.818
		2年超4年以内	.249	.062	.032	2.091	24.648 **	14.713	8.889	66.504
		4年超	.245	.060	.030	2.023	23.797 *	13.410	-18.918	74.046

\*p < .10, \*\*p < .05, \*\*\*p < .01

(出所) 役員四季報、各社ホームページ、有価証券届出書、目論見書を基に筆者作成

9つのパターンで重回帰分析を行ったが、いずれも調整済み R<sup>2</sup> の値が低く、当てはまりは悪い回帰式ばかりとなった。しかし、コストリーダーシップ戦略を採用した場合の F 値に有意性がみられ、コストリーダーシップ戦略の採用は未上場企業として最後の資金調達から上場までの期間に関係なく、上場にマイナスの影響を与えるということがわかった。一方、差別化戦略及び集中戦略を採用した企業が IPO しやすいということについて、有意な結果は得られなかった。

また、採用した戦略及び未上場企業として最後の資金調達から上場までの期間に関係なく、大学院卒以上という経営者の学歴が IPO に関してプラスの影響を与えるということがわかった。

## 5. 上場した企業と未上場企業との比較

ここではサービス業、医薬品、小売業、情報・通信について、上場した企業と、ベンチャーキャピタルから出資を受けながらも上場できなかった企業（未上場企業）との比較を行う。

上場企業と未上場企業は、設立年月日が近い、事業内容が近い、という視点から選別を行ったそして比較するのは、経営者の学歴と採用した戦略についてである。3.3 で検討した資金調達について（未上場時に行った最後の資金調達から上場までの期間については、上場できなかった企業についてはいつが上場前の最後の資金調達かが判断できず、ここでは分析の対象外とした。

### 5.1 採用した企業について

#### 5.1.1 サービス業について

サービス業については、上場企業はフルスピード、未上場企業としては A 社を採用した。フルスピードはネット広告の代理業務だけではなく、アドテクノロジーにも強みを有し、他社と差別化した事業を行っている企業であり、2003年12月

に設立された<sup>29</sup>。A社は2000年8月に設立され、アドテクノロジーに強みを持ち、数々の賞を受賞している。また、2007年頃にベンチャーキャピタルからの出資を受けたものの、その後想定した上場ができず、現時点で未上場となっている企業である<sup>30</sup>。

この両社についてだが、A社の方がフルスピードより約3年4ヵ月早く設立されてはいるが、フルスピードの方が先に上場したという経緯である。社長の学歴は共に「高専大学卒」であるが、採用した戦略は、フルスピードが差別化戦略、A社はアドテクノロジーに特化した事業展開のため集中戦略であるといえ、ここに違いがある。

なお、フルスピードの上場前5年間の業績推移と、A社がベンチャーキャピタル等から出資を受け入れた後5年間の業績推移（概数）の概要は図表16のとおりである。

**図表 16 フルスピード及びA社の業績推移**

《フルスピード》（2005/7期以外単体決算）

（単位：百万円）

	2002年7月期	2003年7月期	2004年7月期	2005年7月期	2006年7月期
売上高	10	24	169	537	1,795
経常利益	0	2	102	160	347
当期純利益	0	2	56	90	198

※2005/7期のみ連結数値

《A社》（単体決算）

（単位：百万円）

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
売上高	100	180	290	330	540
経常利益	-70	-60	3	1	7
当期純利益	-80	1	1	0	10

※数値は概算の数値である

（出所）フルスピードは目論見書、A社については関係者へのヒアリング等を基に、筆者作成

### 5.1.2 医薬品について

医薬品については、上場企業はグリーンペプタイド、未上場企業としてはB社を採用した。グリーンペプタイドは久留米大学発の創薬ベンチャーであり、がん免疫治療用ペプチドワクチンを開発しているが、顧客の要求に応じ様々なワクチンを開発している企業であり、2003年5月に設立された<sup>31</sup>。B社は2004年10月に設立され、癌及びその免疫に集中した研究開発を行っている企業である。また、

<sup>29</sup> フルスピードのホームページ、目論見書、YAHOOファイナンス  
(<http://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/profile/?code=2159.T>)

<sup>30</sup> A社のホームページ、A社関係者へのヒアリング

<sup>31</sup> グリーンペプタイドのホームページ、目論見書、YAHOOファイナンス  
(<http://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/profile/?code=4594.T>)

2007年頃にベンチャーキャピタルからの出資を受けたものの、その後想定した上場ができず、現時点で未上場となっている企業である<sup>32</sup>。

この両社についてだが、グリーンペプタイドもB社もほぼ同時期（2003年から2004年）に設立されており、また共に癌の免疫治療に関する研究開発を行っている企業である点で共通する。また共に経営者の学歴は「高専大学卒」であり癌の免疫治療用ワクチンの開発に集中している（集中戦略）点でも共通する。

なお、グリーンペプタイドの上場前5年間の業績推移と、B社がベンチャーキャピタル等から出資を受け入れた後5年間の業績推移（概数）の概要は図表17のとおりである。

**図表 17 グリーンペプタイド及びB社の業績推移**

《グリーンペプタイド》（単体決算）

（単位：百万円）

	2011年3月期	2012年3月期	2013年3月期	2014年3月期	2015年3月期
売上高	117	195	451	933	822
経常利益	-92	30	220	19	-414
当期純利益	-95	28	218	17	-412

《B社》（単体決算）

（単位：百万円）

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
売上高	0	0	0	0	0
経常利益	-530	-540	-250	-220	-250
当期純利益	-530	-540	-250	-190	-250

※数値は概算の数値である

（出所）グリーンペプタイドは目論見書、B社については関係者へのヒアリング等を基に、筆者作成

### 5.1.3 小売業について

小売業については、上場企業はスタートトゥデイ、未上場企業としてはC社を採用した。スタートトゥデイは「ZOZO TOWN」というアパレルのECサイトを運営しており、設立は2000年4月である<sup>33</sup>。C社は2001年ころから商社の一事業部としてアパレルのECサイトを運営していたが、その後独立する形で2007年7月に設立された。事業はスタートトゥデイと同じく、アパレルのECサイトを運営している。そして2007年頃ベンチャーキャピタルからの出資を受けたものの、上場ができず、現在は大手小売業の傘下に入っている<sup>34</sup>。

この両社についてだが、スタートトゥデイもC社も法人としての設立時期は異なるが、ほぼ同時期からアパレルのEC事業を行っている。スタートトゥデイの経営者の学歴は「中高専門卒」であり、C社の経営者の学歴は「高専大学卒」である。

<sup>32</sup> B社のホームページ、B社関係者へのヒアリング

<sup>33</sup> スタートトゥデイのホームページ、目論見書、YAHOOファイナンス  
(<http://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/profile/?code=3092.T>)

<sup>34</sup> C社のホームページ、ウィキペディア、C社関係者へのヒアリング

また、スタートトゥデイは利益率の低い委託販売形式と利益率の高い受注販売形式の両方を採用し、多くの商品数を確保し差別化を図った。一方、C社は委託販売形式を中心とした事業を行い、少ない商品数でも売れ筋の商品を集めることに集中し、事業を展開した。

なお、スタートトゥデイの上場前5年間の業績推移と、C社がベンチャーキャピタル等から出資を受け入れた後4年間の業績推移（概数）の概要は図表18のとおりである。

**図表 18 スタートトゥデイ及びC社の業績推移**

《スタートトゥデイ》（単体決算）

（単位：百万円）

	2003年3月期	2004年3月期	2005年3月期	2006年3月期	2007年3月期
売上高	417	1,244	1,826	3,389	6,068
経常利益	3	19	96	128	814
当期純利益	1	9	53	67	461

《C社》（単体決算）

（単位：百万円）

	2008年	2009年	2010年	2011年
売上高	760	1,350	1,450	1,700
経常利益	-35	-125	-125	-80
当期純利益	-35	-120	-120	-80

※数値は概算の数値である

※設立1期目（2007年）に投資を受け、2011年にVCがEX IIしたため、4年間の数値となっている

（出所）スタートトゥデイは目論見書、C社については関係者へのヒアリング等を基に、筆者作成

#### 5.1.4 情報・通信について

情報・通信については3.3で見た通り、分析対象とした企業数が最も多いため、上場企業2社とそれに類似した未上場企業2社との比較を行う。

まず1つめの比較として、上場企業はマイネット、未上場企業はD社を採用した。マイネットはスマホゲームを買収し、再生した上で運営するだけではなく、各ゲーム間で顧客を相互送客するネットワーク事業を行う。設立は2006年6月である<sup>35</sup>。D社はオンラインゲームに3Dのアバターコミュニティ機能を付加することで、ゲームだけではなくユーザー相互間のコミュニティツールとしても利用できるサイトの運営を行っている。設立は2005年6月である。またD社は2007年頃ベンチャーキャピタルからの出資を受けたものの、上場ができず今に至っている<sup>36</sup>。

この両社についてだが、マイネットもD社も設立時期は近く、経営者の学歴が「高専大学卒」という点で共通する。一方、マイネットはスマホゲームの運営だけではなく、各々のゲームのユーザーを他のゲームに誘導するネットワークの機

<sup>35</sup> マイネットのホームページ、目論見書、YAHOOファイナンス

(<http://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/profile/?code=3928.T>)

<sup>36</sup> D社ホームページ、D社関係者へのヒアリング

能を付加したことで他社と差別化しているのに対し、D社はオンラインゲームやアバターコミュニティの開発のほとんどを労働賃金の低いベトナム海外で行っており、D社のユーザーには安価にサービスを提供する戦略（コストリーダーシップ戦略）を採用しているという点に違いがある。

なお、マイネットの上場前5年間の業績推移と、D社がベンチャーキャピタル等から出資を受け入れた後5年間の業績推移（概数）の概要は図表19のとおりである。

**図表 19 マイネット及びD社の業績推移**

《マイネット》（単体決算）

（単位：百万円）

	2010年12月期	2011年12月期	2012年12月期	2013年12月期	2014年12月期
売上高	196	243	398	801	993
経常利益	0	1	1	-320	1
当期純利益	0	0	1	-9	10

《D社》（単体決算）

（単位：百万円）

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
売上高	100	90	50	75	180
経常利益	2	-50	-70	10	25
当期純利益	2	-50	-70	10	25

※数値は概算の数値である

（出所）マイネットは目論見書、D社については関係者へのヒアリング等を基に、筆者作成

次に2つめの比較として、上場企業はセレス、未上場企業はE社を採用した。セレスはスマホ向けのポイントサイトを運営しつつ、求人メディアも運営しており、広告収入を柱とした事業を行っている。ユーザーはセレスの運営するポイントサイトでアプリをダウンロードしたり、アンケートの回答を行ったり、資料請求することでポイントを獲得し、それをSuicaポイントやWAONポイント等に交換することができるサービスで、設立は2005年1月である<sup>37</sup>。E社は自社特有のポイントサービスを提供しており、加盟店（飲食店や物販店等）でユーザーが消費行動をおこした際ユーザーにポイントが付与され、そのポイントを他のE社ポイントサービス加盟店で利用できるという事業を行っており、設立は2004年9月である。なお、最近他社のポイントへ交換できる機能を付加し始めている。またE社は2007年頃ベンチャーキャピタルからの出資を受けたものの、上場ができず今に至っている<sup>38</sup>。

この両社についてだが、セレスもE社も設立時期は近く、経営者の学歴が「高専大学卒」という点で共通する。一方、セレスは自社のポイントサービスに特化することなく、他社のポイントへの交換を行うことを前提としたポイントサービ

<sup>37</sup> セレスのホームページ、目論見書、YAHOOファイナンス

(<http://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/profile/?code=3696.T>)

<sup>38</sup> E社ホームページ、E社関係者へのヒアリング

を提供することで、他のポイントサービスを提供している企業との差別化を図っているが、E社は最近では他社のポイントサービスに自社のポイントを交換する機能を付加し始めてはいるものの、当初は自社のポイントサービスを利用してもらえ加盟店を数多く集め、自社のポイントサービスをいかに利用しやすくするかに集中した戦略（集中戦略）を採用していたといえ、この点で違いが生じているといえる。

なお、セレスの上場前5年間の業績推移と、E社がベンチャーキャピタル等から出資を受け入れた後5年間の業績推移（概数）の概要は図表20のとおりである。

**図表 20 セレス及びE社の業績推移**

《セレス》（単体決算）

（単位：百万円）

	2009年12月期	2010年12月期	2011年12月期	2012年12月期	2013年12月期
売上高	404	611	719	583	1,172
経常利益	19	65	39	-6	154
当期純利益	19	45	11	-10	90

《E社》（単体決算）

（単位：百万円）

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
売上高	400	470	600	500	560
経常利益	3	10	20	20	50
当期純利益	10	-200	-80	-60	45

※数値は概算の数値である

（出所）セレスは目論見書、E社については関係者へのヒアリング等を基に、筆者作成

## 5.2 10社の違いについて

5.1.1から5.1.4にかけて上場企業5社と未上場企業5社との共通点及び相違点を分析してきた。それをまとめたものが、図表21である。

**図表 21 類似上場企業と未上場企業との共通点及び相違点分析**

業種	上場・未上場	社名	設立日	学歴	戦略	事業内容
サービス業	上場	フルスピード	2003年12月	高専大学卒	差別化	ネット広告代理だけでなく、好採算のアドテク（ネット広告関連技術）も行う
	未上場	A社	2000年8月	高専大学卒	集中	クラウドにてマーケティングプラットフォームの提供に集中した事業展開
医薬品	上場	グリーンペプタイド	2003年5月	高専大学卒	集中	久留米大学発の創業ベンチャー、テラーメードのがん免疫治療用ペプチドワクチンを開発
	未上場	B社	2004年10月	高専大学卒	集中	癌の免疫療法剤の研究に集中している
小売業	上場	スタートトゥデイ	2000年4月	中高専門卒	差別化	衣料品ネット通販「ZOZOTOWN」運営。アパレルブランドからの委託販売手数料が収益源
	未上場	C社	2007年7月	高専大学卒	集中	EC事業及びその他のWEBサイト運営全般インターネットを活用したメディア事業・サービス事業
情報通信	上場	マイネット	2006年6月	高専大学卒	差別化	スマホゲームを再生し運営するだけでなく、各ゲーム間の相互送客ネットワークも展開
	未上場	D社	2005年6月	高専大学卒	コスト	フル3Dアバターコミュニティ事業に集中
	上場	セレス	2005年1月	高専大学卒	差別化	スマホ向けポイントサイトを運営しつつ、求人メディアも運営。広告収入を柱とする
	未上場	E社	2004年9月	高専大学卒	集中	ポイントシステムのインフラ開発・販売・運用に集中した業務を行う

（出所）各社ホームページ、目論見書、YAHOOファイナンス、関係者ヒアリングを基に筆者作成

図表 21 によると、上場した企業のうち差別化戦略を採用した企業は 5 社中 4 社であることがわかる。1 社に関しては医薬品の業界であり、そもそも差別化戦略が当てはまりにくい業界であるといえる。一方、上場できなかった未上場企業が採用した戦略は、5 社中 4 社が集中戦略を採用しており、残る 1 社はコストリーダーシップ戦略を採用していると考えられる。また、未上場企業では差別化戦略を採用した企業は「ゼロ」であった。

## 6. 結論

財務省が行った法人企業統計調査（平成 26 年度）によると、日本における営利法人等の数は金融業・保険業も含むと 2,806,684 社である<sup>39</sup>。一方、2016 年において上場企業数は約 3,600 社であり<sup>40</sup>、株式を上場している企業は日本国内の営利法人の中でもごく一部ということができる。つまり、それだけ IPO は難しいともいえる。

今回の研究では、まず 2007 年から 2015 年にマザーズの上場した企業のうち、サービス業、医薬品、小売業、情報・通信の 4 業種 173 社を分析対象とした。そしてこの 173 社について、まず、上場までに採用した戦略についての分析を行った。分析に当たっては、競争戦略論の考え方を基に企業が採用した戦略を、コストリーダーシップ戦略、差別化戦略、集中戦略に区分した。その結果、コストリーダーシップ戦略を採用して上場した企業は全体の 1.7% 程度しかなく、差別化戦略を採用した企業は 52.6%、集中戦略を採用した企業は 45.7% となった。差別化戦略を採用した企業が最も多い結果となったが、集中戦略を採用した企業の割合との差は 6.9% 程度と小さかった。一方、コストリーダーシップ戦略を採用した企業はほとんどなく、IPO しにくいのではないかと考えられる。これは既に存在している市場において、ベンチャー企業が低コストを武器に他企業と競争を行っても、資本力の大きい企業には勝てないという結果であるといえる。

次に、未上場時に行った最後の資金調達（株式発行）から上場までの期間についての分析を行った。最も多かったのは、上場日から起算して 2 年以内に資金調達を行った企業であり、全体の 55.9% となった。またその平均資金調達額は 383 百万円であり、こちらに関しても、他の期間（2 年超 4 年以内、4 年超）と比較して最も多い金額となった。このことは、上場直前に多額の資金調達を行い売上・利益を伸ばすことに成功した企業が IPO した企業には多いということを示しているといえる。また、上記で述べた戦略論との関係を考慮すると、上場の 2 年前以内に比較的多額の資金調達をし、それを他社との差別化要因の強化のために利用した企業、もしくは特定の経営資源に集中して資金を利用した企業が IPO した企業に多いということもいえる。

また IPO した企業の経営者の最終学歴についても分析を行った。結果は、高専大学卒の経営者が経営する企業の IPO 企業数が最も多かったが、15 歳以上の人口に占める割合からすると、大学院卒の経営者が経営する企業が IPO する確率が最も

<sup>39</sup> 法人企業統計調査（平成 26 年度）「業種別、規模別母集団分布表」より

<sup>40</sup> 各証券取引所ホームページより上場企業数を合算

高く、高専大学卒の経営者が経営する企業よりも4.6倍その確率が高いということがわかった。

そして、これら3つの関係についてだが、いずれも当てはまりの悪い回帰式となり、有意性はあまり認められない結果となった。しかし、傾向として、コストリーダーシップ戦略を採用するとIPOにマイナスの影響を与えるということはいえるのではないかと、といえる。

最後に、IPOした企業と、設立年月や事業内容が類似しているがIPOできなかった企業とを比較した。経営者の最終学歴にはあまり差はなかったが、IPOした企業が採用した戦略として最も多かったのが差別化戦略であり、IPOできなかった企業が採用した戦略のなかで最も多かったのが集中戦略であった。このことから、IPOするためには差別化戦略を採用することがふさわしいといえる。

今後の課題についてだが、今回は戦略面・学歴面・資金調達面からの分析を行ったが、ある企業が他社より大きな売上・利益を獲得する要因は他にもあると考えられる。例えば、組織の面、人材育成の面等である。人材育成の面は開示資料で把握することは難しいが、ある企業が他の企業に勝つためには、これらについての考察も必要なのではないかと考えられ、今後の研究課題であるといえる。



## 謝辞

始めに、論文作成においてご指導を頂いた早稲田大学ビジネススクール樋原伸彦先生に心より感謝申し上げます。樋原伸彦先生には、適切なアドバイスを頂きました。また副査を務めていただいた岩村充先生にも心より感謝申し上げます。

次に、私が早稲田大学ビジネススクール（WBS）に通うきっかけを与えてくださったWBSの先輩の山口和也さんに感謝申し上げます。

最後に、WBS初年度は単身赴任先の仙台から通い、2年目は子育てをしながらの通学となりましたが、それを許してくれた妻の亜希子、また、十分にふれあう時間をとれなかったにもかかわらず我慢してくれた娘の青弥に、最大の感謝を申し上げます。

2017年1月7日

夜間主総合

小井口 尚希

## 参考文献

### 【書籍及びデータ】

- M. E. ポーター（土岐坤，中辻萬治，服部照夫訳（1982））『競争の戦略』ダイヤモンド社。
- M. E. ポーター（竹内広高訳（1999））『競争戦略論Ⅰ』ダイヤモンド・グラフィック社
- 松井憲一（2004）『金融のプロが見た ベンチャー・ビジネス「成功と失敗」の分岐点』ダイヤモンド社
- 『役員四季報 2017 年版』東洋経済新報社
- 長谷川博和（2010）『ベンチャーマネジメント[事業創造]入門』日本経済新聞出版社
- 西内啓（2014）『1 億人のための統計解析 エクセルを最強の武器にする』日経 BP 社
- アミール・D. アクゼル、ジャヤベル・ソウンデルパンディアン（鈴木一監訳、手嶋宣之、原郁、原田喜美技訳（2007））『ビジネス統計学[上]』ダイヤモンド社
- アミール・D. アクゼル、ジャヤベル・ソウンデルパンディアン（鈴木一監訳、手嶋宣之、原郁、原田喜美技訳（2007））『ビジネス統計学[下]』ダイヤモンド社
- 『ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告 電子版』（2016）一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター
- 『「日本再興戦略」改訂 2014 -未来への挑戦-』（2014）首相官邸
- 『2016 新規上場ガイドブック（マザーズ編）』（2016）東京証券取引所
- 『2016 新規上場ガイドブック（ジャスダック編）』（2016）東京証券取引所
- 『株式上場ハンドブック』（名古屋証券取引所）
- 『法人企業統計調査（平成 26 年度）』（2014）財務省
- 『未上場会社 CD-ROM』（2015）東洋経済新報社

下記 173 社のホームページ、目論見書、YAHOO ファイナンス

アイティメディア、ケアネット、タケエイ、U B I C (FRONTEO)、フルスピード、ジーエヌアイ、エス・エム・エス、トライステージ、リニカル、クックパッド、エスクリ、ストーリーム、スタートトゥデイ、トレジャー・ファクトリー、海帆、H a m e e、マーケットエンタープライズ、ファンデリ、富士山マガジンサービス、ミサワ、エー・ピーカンパニー、シュッピン、ビューティガレージ、オイシックス、夢展望、ネクステージ、サンワカンパニー、ジェネレーションパス、ホットランド、ヒューマンウェブ、STUDIOUS、ピクスタ、バルニバービ、ネットイヤーグループ、ビルディングシステム、アクセルマーク、プライムワークス、データホライズン、グリー、ソケッツ、ボルテージ、日本メディカルネットコミュニケーションズ、駅探、デジタルメディアプロフェッショナル、モルフオ、ブレインパッド、K L a b、ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス、イーブックイニシアティブジャパン、アイスタイル、エムアップ、エイチーム、モブキャスト、エニグモ、e n i s h、コロプラ、モバイルクリエイイト、ソフトマックス、オルトプラス、オークファン、メディアドウ、じげん、ホットリンク、ブイキューブ、エンカレッジ・テクノロジー、みんなのウェディング、ディー・エル・イー、フィックスターズ、VOYAGE GROUP、イグニス、ロックオン、リアルワールド、F F R I、オプティム、GMOリサーチ、セレス、SHIFT、C R I・ミドルウェア、イー・キャッシュ、フリービット、エヌ・ティ・ティ・データ・イントラマート、インフォテリア、リアルコム、クラウドワークス、メディカル・データ・ビジョン、カヤック、データセクション、ALBERT、シリコンスタジオ、コラボス、ショーケース・ティービー、Aimin、モバイルファクトリー、sMedi、ジグソー、テラスカイ、アイリッジ、P C Iホールディングス、アイビーシー、ネオジャパン、ラクス、ダブルスタンダード、オープンドア、アークン、マイネット、ソーシャルワイヤー、ナノキャリア、キャンパス、カイオム・バイオサイエンス、ジーンテクノサイエンス、UMNファーマ、メドレックス、ペプチドリーム、オンコリスバイオフーマ、アキュセラ・インク (Acucela Inc.)、リボミック、サンバイオ、ヘリオス、グリーンペプタイド、G M O T E C H、弁護士ドットコム、

アトラ、アドベンチャー、サイジニア、インターワークス、エクストリーム、MR T、KeePer  
技研、ファーストロジック、イード、日本動物高度医療センター、日本スキー場開発、レン  
トラックス、リンクバル、Gunosy、デザインワン・ジャパン、イトクロ、イー・ガーディア  
ン、リブセンス、ベクトル、アクトコール、メディアフラッグ、トレンドーズ、キャリアリ  
ンク、地盤ネット、N・フィールド、エナリス、M&Aキャピタルパートナーズ、アライド  
アーキテクト、ライドオン・エクスプレス、オウチーノ、アーキテクト・スタジオ・ジャパ  
ン、シンプロメンテ、シグマクシス、ヒューマン・メタボローム・テクノロジーズ、エンバ  
イオ・ホールディングス、フリークアウト、メドピア、レアジョブ、エラン、メタップス、  
アクアライン、ブランジスタ、A p p B a n k、GMOメディア、パートナーエージェント、  
ロゼッタ、鎌倉新書、ソネット・メディア・ネットワークス、ビジョン、U-NEXT、ワ  
イヤレスゲート、アルファポリス

## 【インターネット】

首相官邸

<http://www.kantei.go.jp/>

革新的研究開発促進プログラム ImPACT

<http://www.jst.go.jp/impact/program/06.html>

一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター

<http://www.vec.or.jp/>

野村証券株式会社

<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/si/sinkosijo.html>

日本取引所グループ

<http://www.jpx.co.jp/>

名古屋証券取引所

<http://www.nse.or.jp/>

福岡証券取引所

<https://www.fse.or.jp/>

札幌証券取引所

<http://www.sse.or.jp/>

関東財務局

<http://kantou.mof.go.jp/disclo/gaiyou.htm>

証券コード協議会

<http://www.jpx.co.jp/sicc/about.html>

# Appendix

2007年から2015年にマザーズに上場した、サービス業、医薬品、小売業、情報・通信一覧。

No.	code	銘柄名	上場	業種	上場時社長	社長学歴	ラストファイナンス	金額 (M)	取った戦略
1	2148	アイティメディア	2007 4月19日	サービス業	大槻 利樹	東北大学	2006 2月16日	32	集中戦略
2	2150	ケアネット	2007 4月20日	サービス業	詫摩 直也	東京大学経済学部	-	-	集中戦略
3	2151	タケエイ	2007 5月30日	サービス業	三本 守	高校卒業	2006 2月15日	1,590	コストラクターシップ戦略
4	2158	UBIC (FRONTEO)	2007 6月26日	サービス業	守本 正弘	防衛大学	2006 5月31日	30	集中戦略
5	2159	ウルスビード	2007 8月2日	サービス業	芳賀 麻奈穂	京都工芸繊維大学	2006 7月28日	171	差別化戦略
6	2160	ジーエヌアイ	2007 8月31日	医薬品	佐保井 久理須	九州大学医学部博士	2006 12月1日	1,540	集中戦略
7	2175	エス・エム・エス	2008 3月13日	サービス業	藤藤 周平	九州大学経済学部	2005 12月27日	81	集中戦略
8	2178	トライステージ	2008 8月7日	サービス業	妹尾 勲	明治大学政治経済学部	2007 2月28日	47	差別化戦略
9	2183	リニカル	2008 10月27日	サービス業	秦野 和浩	星薬大学薬学部	2005 10月7日	100	集中戦略
10	2193	クックパッド	2009 7月17日	サービス業	佐野 陽光	慶応大学環境情報学部	2008 3月28日	48	集中戦略
11	2196	エスクリ	2010 3月5日	サービス業	若本 博	早稲田大学政治経済学部	2006 12月15日	188	集中戦略
12	3071	ストリーム	2007 2月20日	小売業	劉 海濤	東京海洋大学流通情報工学部	2004 8月13日	300	コストラクターシップ戦略
13	3092	スタートトゥデイ	2007 12月11日	小売業	前澤 友作	高卒	2007 3月20日	1,050	集中戦略
14	3093	トレジャー・ファクトリー	2007 12月26日	小売業	野坂 英吾	日大文学部	2007 2月13日	17	集中戦略
15	3133	海帆	2015 4月17日	小売業	久田 敏寛	-	-	-	集中戦略
16	3134	Hamee	2015 4月20日	小売業	樋口 敦士	慶応大学経済	-	-	差別化戦略
17	3135	マーケットエンタープライズ	2015 6月17日	小売業	小林 泰士	東洋大学工学部	2014 6月30日	204	集中戦略
18	3137	ファンテリー	2015 6月25日	小売業	阿部 公祐	学園院大学経済学部経済学科	-	-	集中戦略
19	3138	富士山マガジンサービス	2015 7月7日	小売業	西野 伸一郎	明治大学経営学部	2010 8月18日	109	集中戦略
20	3169	ミザウ	2011 12月22日	小売業	三澤 太	立教大学社会学部	-	-	コストラクターシップ戦略
21	3175	イー・ピーカンパニー	2012 9月25日	小売業	米山 久	帝京八王子高校	-	-	差別化戦略
22	3179	シュッピン	2012 12月20日	小売業	鈴木 慶	埼玉県立嵐山高等学校	-	-	集中戦略
23	3180	ビューティガレッジ	2013 2月14日	小売業	野村 秀雄	青山大学経済学部	-	-	差別化戦略
24	3182	オイシックス	2013 3月13日	小売業	高島 宏平	東京大学大学院工学系研究科	2010 7月29日	300	差別化戦略
25	3185	夢展望	2013 7月10日	小売業	岡 隆宏	関西学院大学商学部	-	-	集中戦略
26	3186	ネクステージ	2013 7月30日	小売業	広田 靖治	尾張旭中学	-	-	差別化戦略
27	3187	ザンワカンパニー	2013 9月13日	小売業	谷口 互	-	-	-	差別化戦略
28	3195	ジェネレーションパス	2014 9月24日	小売業	岡本 洋明	ハーバード大学経営大学院	2013 12月25日	30	差別化戦略
29	3196	ホットランド	2014 9月30日	小売業	佐瀬 守男	東京WCA国際ホテル専門学校	2012 4月26日	1,050	差別化戦略
30	3224	ヒューマンウェブ	2015 3月19日	小売業	吉田 秀則	日大工学部	2014 1月24日	74	集中戦略
31	3415	STUDIOUS	2015 9月2日	小売業	谷 正人	中央大学商学部	2010 7月30日	22	差別化戦略
32	3416	ピクスタ	2015 9月14日	小売業	古俣 大介	多摩大学	2013 10月31日	70	差別化戦略
33	3418	バルニバービ	2015 10月28日	小売業	佐藤 裕久	神田外語大	-	-	差別化戦略
34	3622	ネットイヤーグループ	2008 3月6日	情報・通信	石黒 不二代	スタンフォード大学経営学修士	2006 9月15日	114	差別化戦略
35	3623	ピリングシステム	2008 3月19日	情報・通信	江田 敏彦	早稲田大学理工学部	2007 4月27日	111	差別化戦略
36	3624	アクセルマーク	2008 3月18日	情報・通信	小林 諒弘	関西大学	2006 12月18日	30	差別化戦略
37	3627	プライムワークス	2008 5月23日	情報・通信	池田 昌史	慶應義塾大学	2004 9月18日	250	集中戦略
38	3628	デニタホライゾン	2008 9月19日	情報・通信	内海 良夫	広島大学理学部	2006 2月27日	200	集中戦略
39	3632	グリー	2008 12月17日	情報・通信	田中 良和	日本大学法学部	2006 7月31日	364	差別化戦略
40	3634	ソケット	2009 4月2日	情報・通信	浦部 浩司	学習院大学経済学部	2006 9月29日	75	集中戦略
41	3639	ポルテージ	2010 6月11日	情報・通信	津谷 祐司	東大工学部	-	-	集中戦略
42	3645	日本メディカルネットコミュニケーションズ	2010 12月21日	情報・通信	早川 亮	中央大学理工学部	2008 9月25日	14	差別化戦略
43	3646	駅探	2011 3月3日	情報・通信	中村 太郎	-	-	-	差別化戦略
44	3652	デジタルメディアプロフェッショナル	2011 6月23日	情報・通信	山本 達夫	都立工高専	2007 11月6日	500	集中戦略
45	3653	モルフォ	2011 7月21日	情報・通信	平賀 啓基	東京大学理学系研究科博士課程	2007 12月26日	165	集中戦略
46	3655	ブレインパッド	2011 9月22日	情報・通信	高橋 隆史	群馬大学大学院経済学・社会学部	2008 6月18日	32	差別化戦略
47	3656	K L a b	2011 9月27日	情報・通信	真田 哲弥	関西学院大学経済学部中退	2006 12月27日	118	差別化戦略
48	3657	ポールドゥウィン・ビッドクルーホールディングス	2011 10月26日	情報・通信	小西 直人	早稲田大学商学部	-	-	集中戦略
49	3658	イーブックイニシアティブジャパン	2011 10月28日	情報・通信	小出 齊	東京大学経済学部	-	-	差別化戦略
50	3660	アイスタイル	2012 3月8日	情報・通信	吉松 徹郎	東京理科大学基礎工学部	2008 5月30日	630	差別化戦略
51	3661	エムアップ	2012 3月14日	情報・通信	美藤 宏一郎	大学卒業	-	-	差別化戦略
52	3662	エイチーム	2012 4月4日	情報・通信	林 高生	多治見中学	-	-	差別化戦略
53	3664	モブキャスト	2012 6月26日	情報・通信	藪 考樹	-	2011 9月30日	50	差別化戦略
54	3665	エニグモ	2012 7月24日	情報・通信	-	-	2007 10月10日	96	集中戦略
55	3667	enish	2012 12月11日	情報・通信	杉山 全功	関西大学	2010 7月1日	80	集中戦略

N.O.	code	銘柄名	上場	業種	上場時社長	社長学歴	ラストファイナンス	金額 (M)	取った戦略
56	3668	コロブラ	2012 12月13日	情報・通信	馬場 功淳	九州工業大学大学院修士課程中退	2011 4月13日	441	差別化戦略
57	3669	モバイルクリエイティブ	2012 12月19日	情報・通信	村井 雄司	大分県立大分工業高等学校	-	-	集中戦略
58	3671	ソフトマックス	2013 3月12日	情報・通信	永里 義夫	-	2011 12月28日	125	差別化戦略
59	3672	オルトプラス	2013 3月14日	情報・通信	石井 武	東京経済大学経営学部	2010 7月20日	144	差別化戦略
60	3674	オークファン	2013 4月25日	情報・通信	武永 修一	京都大学法学部	-	-	差別化戦略
61	3678	メディアドゥ	2013 11月20日	情報・通信	平尾 文	名城大学法学部	2008 10月16日	58	差別化戦略
62	3679	じげん	2013 11月22日	情報・通信	藤田 恭樹	慶応大学環境情報学部	-	-	差別化戦略
63	3680	ホットリンク	2013 12月9日	情報・通信	内山 幸樹	東洋大学大学院工中退	-	-	差別化戦略
64	3681	ブイキューブ	2013 12月10日	情報・通信	間下 直晃	慶応大学大学院理工	2011 7月7日	352	差別化戦略
65	3682	エンカレッジ・テクノロジー	2013 12月11日	情報・通信	石井 進也	-	-	-	集中戦略
66	3685	みんなのウェディング	2014 3月25日	情報・通信	飯尾 慶介	大学卒業	2010 10月29日	173	差別化戦略
67	3686	ディー・エル・イー	2014 3月26日	情報・通信	榎本 隆太	慶応大学経済学部	2011 12月28日	30	差別化戦略
68	3687	フイツタスターズ	2014 4月23日	情報・通信	三木 聡	早稲田大学商学部	2013 6月27日	100	集中戦略
69	3688	VOYAGE GROUP	2014 7月2日	情報・通信	宇佐美 進典	早稲田大学商学部	-	-	差別化戦略
70	3689	イグニス	2014 7月15日	情報・通信	銭 鏡	都立科学大学工学部	-	-	差別化戦略
71	3690	ロックオン	2014 9月17日	情報・通信	岩田 進	監査大学商学部	-	-	差別化戦略
72	3691	リアルワールド	2014 9月18日	情報・通信	菊池 誠晃	松山大学経営学部	-	-	集中戦略
73	3692	FFRI	2014 9月30日	情報・通信	福飼 裕司	徳島大学大学院工学部	2011 8月31日	96	差別化戦略
74	3694	オブティム	2014 10月22日	情報・通信	菅谷 俊二	佐賀大学農学部	-	-	差別化戦略
75	3695	GMOリサーチ	2014 10月21日	情報・通信	細川 慎一	大阪サンダーバード国際経営大学院	-	-	差別化戦略
76	3696	セレス	2014 10月22日	情報・通信	都木 聡	上智大学経営学部	2009 11月27日	79	差別化戦略
77	3697	SHIFT	2014 11月13日	情報・通信	丹下 大	京都大学大学院工学部	2013 6月28日	403	集中戦略
78	3698	CRI・ミドルウェア	2014 11月27日	情報・通信	押見 正雄	早稲田大学理工学部	-	-	差別化戦略
79	3840	イー・キャッシュ	2007 3月12日	情報・通信	玉木 栄三郎	東京経済大学大学院修士課程中退	2005 7月29日	98	差別化戦略
80	3843	フリースピット	2007 3月20日	情報・通信	石田 宏樹	慶応大学総合政策学部	2006 4月30日	100	差別化戦略
81	3850	エヌ・ティ・ティ・データ・イントラマート	2007 6月7日	情報・通信	中山 義人	東京大学大学院情報理工学	2006 7月31日	133	差別化戦略
82	3853	インフォテリア	2007 6月22日	情報・通信	平野 洋一郎	熊本大学工学部中退	2005 3月25日	278	差別化戦略
83	3856	リアルコム	2007 9月19日	情報・通信	谷本 肇	慶應義塾大学大学院経営管理研究科	2006 2月9日	30	差別化戦略
84	3900	クラウドワークス	2014 12月12日	情報・通信	吉田 浩一郎	東京学芸大学教育学部	2014 8月15日	50	集中戦略
85	3902	メディカル・データ・ビジョン	2014 12月16日	情報・通信	加崎 博之	-	-	-	集中戦略
86	3904	ガヤック	2014 12月25日	情報・通信	柳澤 大輔	慶応大学環境情報学部	2011 4月1日	350	差別化戦略
87	3905	データセクション	2014 12月24日	情報・通信	澤 博史	大阪大学理学部	2014 4月24日	85	差別化戦略
88	3906	ALBERT	2015 2月19日	情報・通信	上村 崇	早稲田大学商学部	2011 2月28日	50	差別化戦略
89	3907	シリコンスタジオ	2015 2月23日	情報・通信	寺田 健彦	明治大学政治経済学部	-	-	差別化戦略
90	3908	コロパス	2015 3月17日	情報・通信	茂木 貴雄	上智大学 経済学部経済学科	-	-	集中戦略
91	3909	ショーケース・ティービー	2015 3月19日	情報・通信	森 雅弘	金沢大学大学院情報理工学	-	-	集中戦略
92	3911	Am ing	2015 3月25日	情報・通信	椎葉 忠志	立教大学社会学部	2014 5月30日	50	集中戦略
93	3912	モバイルファクトリー	2015 3月26日	情報・通信	宮脇 裕二	中央大学法学部	-	-	集中戦略
94	3913	sh edo	2015 3月27日	情報・通信	田中 俊輔	千葉大学工学部	-	-	差別化戦略
95	3914	ジグソー	2015 4月28日	情報・通信	山川 真考	関西学院大学	-	-	差別化戦略
96	3915	テラスカイ	2015 4月30日	情報・通信	佐藤 秀哉	東京理科大学	2014 10月10日	54	集中戦略
97	3917	アイリッジ	2015 7月16日	情報・通信	小田 健太郎	慶応大学経済学部	2014 7月25日	62	差別化戦略
98	3918	PC Iホールディングス	2015 8月4日	情報・通信	天野 豊美	青山大学経済学部	-	-	集中戦略
99	3920	アイビージー	2015 9月15日	情報・通信	加藤 裕之	大学卒業	-	-	差別化戦略
100	3921	ネオジャパン	2015 11月27日	情報・通信	齋藤 晶議	宮崎県小林高校	-	-	差別化戦略
101	3923	ラクス	2015 12月9日	情報・通信	中村 崇則	神戸大学経営学部	-	-	集中戦略
102	3925	ダブルスタンダード	2015 12月15日	情報・通信	清水 康裕	-	-	-	差別化戦略
103	3926	オーブロンダ	2015 12月17日	情報・通信	関根 大介	甲南大学経営学部	-	-	差別化戦略
104	3927	アークン	2015 12月18日	情報・通信	庭間 久幸	中央学院大学商学部	-	-	差別化戦略
105	3928	マイネット	2015 12月21日	情報・通信	上原 仁	神戸大学経営学部	2015 6月15日	23	差別化戦略
106	3929	ソーシャルワイヤー	2015 12月24日	情報・通信	矢田 峰之	関西大学工学部	2012 11月21日	53	差別化戦略
107	4571	ナノキャリア	2008 3月5日	医薬品	中富 一郎	ノースイースタン大学大学院修士	2007 3月30日	100	集中戦略
108	4575	キャンパス	2009 9月17日	医薬品	河邊 拓己	京都大学大学院医学部	2009 4月16日	223	集中戦略
109	4583	カイオム・バイオサイエンス	2011 12月20日	医薬品	藤原 正明	大学院農学修士	2011 2月15日	125	集中戦略
110	4584	ジーンテクノサイエンス	2012 11月30日	医薬品	河南 雅成	岡山大学工学部	2012 6月27日	86	差別化戦略

N.O.	code	銘柄名	上場	業種	上場時社長	社長学歴	ラストファイナンス	金額 (M)	取った戦略
111	4585	UMNファーマ	2012 12月11日	医薬品	平野 達義	ジョージ・ワシントン大学大学院	2012 8月21日	999	集中戦略
112	4586	メドレックス	2013 2月13日	医薬品	松村 真良	京都薬科大学薬学部	2012 12月28日	275	集中戦略
113	4587	ベプチドリーム	2013 6月11日	医薬品	窪田 規一	早稲田大学社会学部	2012 11月13日	597	集中戦略
114	4588	オンコリスバイオファーマ	2013 12月6日	医薬品	浦田 泰生	京都府立医科大学大学院薬学部	2009 3月11日	400	集中戦略
115	4589	アキュセラ・インク (Acucela Inc.)	2014 2月13日	医薬品	窪田 良	慶應義塾大学医学部	-	-	集中戦略
116	4591	リボミック	2014 9月25日	医薬品	中村 義一	京都大学大学院理工学部	2014 5月12日	300	集中戦略
117	4592	サンバイオ	2015 4月8日	医薬品	森 敬太	パークレー大学経営大学院	2014 5月29日	150	集中戦略
118	4593	ヘリオス	2015 6月16日	医薬品	健本 忠尚	九州大学大学院医学部中退	2014 10月1日	51	集中戦略
119	4594	グリーンベプタイド	2015 10月22日	医薬品	永井 健一	一橋大学	2014 9月29日	1,136	集中戦略
120	6026	GMO T E C H	2014 12月11日	サービス業	鈴木 明人	明治大学商学部	-	-	差別化戦略
121	6027	弁護士ドットコム	2014 12月11日	サービス業	元峯 大一郎	慶応大学法学部	2013 6月28日	28	集中戦略
122	6029	アドラ	2014 12月16日	サービス業	久世 博之	近畿大学	-	-	集中戦略
123	6030	アドベンチャー	2014 12月18日	サービス業	中村 俊一	慶応大学商学部	2014 7月1日	30	差別化戦略
124	6031	サイジニア	2014 12月19日	サービス業	吉井 伸一郎	北海道大学大学院	2014 8月29日	91	集中戦略
125	6032	インターワークス	2014 12月22日	サービス業	南宮 玲於奈	法政大学経済学部	-	-	集中戦略
126	6033	エクスドリーム	2014 12月25日	サービス業	佐藤 直平	大阪芸術大学中退	2007 9月14日	120	集中戦略
127	6034	M R T	2014 12月26日	サービス業	馬場 稔正	ウェールズ大学経営大学院修士	-	-	集中戦略
128	6036	KeepPer 技研	2015 2月12日	サービス業	谷 好通	-	2013 10月1日	25	差別化戦略
129	6037	ファーストロジック	2015 2月18日	サービス業	坂口 直大	明星大学人文学部心理学科	-	-	集中戦略
130	6038	イード	2015 3月24日	サービス業	宮川 洋	東京大学大学院電気工学博士	-	-	差別化戦略
131	6039	日本動物高度医療センター	2015 3月26日	サービス業	平尾 秀博	経国大学大学院獣医科学研究科修士	2011 8月10日	200	集中戦略
132	6040	日本スキー場開発	2015 4月22日	サービス業	鈴木 周平	大学卒業	2014 8月13日	1,172	集中戦略
133	6045	レントラックス	2015 4月24日	サービス業	金子 英司	日大商学部	-	-	差別化戦略
134	6046	リンクバル	2015 4月28日	サービス業	吉弘 和正	オックスフォード大学大学院修士	-	-	集中戦略
135	6047	Gunosy	2015 4月28日	サービス業	福島 良典	東京大学大学院工学部	2014 12月15日	3,964	差別化戦略
136	6048	デザインワン・ジャパン	2015 4月30日	サービス業	高島 靖雄	岡山大学工学部	-	-	差別化戦略
137	6049	イトクロ	2015 7月30日	サービス業	山本 学	慶応大学大学院理工学部	2011 1月28日	16	集中戦略
138	6050	イー・ガーディアン	2010 12月1日	サービス業	高谷 康久	関西学院大学法学部	2007 8月17日	60	差別化戦略
139	6054	リブセンス	2011 12月7日	サービス業	村上 太一	早稲田大学政治経済学部	-	-	差別化戦略
140	6058	ベクトル	2012 3月27日	サービス業	西江 肇司	関西学院大学社会学部	2006 3月31日	30	集中戦略
141	6064	アクトコール	2012 7月13日	サービス業	平井 俊広	龍谷大学法学部	2006 7月28日	98	集中戦略
142	6067	メディアフロッグ	2012 9月28日	サービス業	福井 康夫	早稲田大学法学部	2008 3月31日	50	差別化戦略
143	6069	ドレンダース	2012 10月19日	サービス業	経沢 蕃保子	慶應義塾大学経済学部	-	-	集中戦略
144	6070	キャリアリンク	2012 11月15日	サービス業	近藤 裕彦	立命館大学経営学部	-	-	差別化戦略
145	6072	地盤ネット	2012 12月21日	サービス業	山本 強	関西学院大学法学部	2011 10月14日	113	差別化戦略
146	6077	N・フィールド	2013 8月29日	サービス業	野口 和輝	大学卒業	2011 11月28日	60	差別化戦略
147	6079	エナリス	2013 10月8日	サービス業	池田 元英	京都大学工学部	-	-	差別化戦略
148	6080	M&A キャピタルパートナーズ	2013 11月20日	サービス業	中村 悟	工学院大学工学部	-	-	集中戦略
149	6081	アライドアニキテック	2013 11月29日	サービス業	中村 壮秀	慶応大学理工学部	2012 8月31日	84	差別化戦略
150	6082	ライドオン・エクスプレス	2013 12月3日	サービス業	江見 朗	県立岐阜高校	-	-	集中戦略
151	6084	オウチーノ	2013 12月11日	サービス業	井端 純一	同志社大学	-	-	差別化戦略
152	6085	アーキテック・スタジオ・ジャパン	2013 12月18日	サービス業	丸山 雄平	明治大学商学部	2011 3月31日	42	差別化戦略
153	6086	シンプロメンテ	2013 12月19日	サービス業	内藤 秀治郎	西南大学経済学部	-	-	集中戦略
154	6088	ジグマクジス	2013 12月18日	サービス業	倉重 英樹	早稲田大学政治経済学部	2009 12月24日	2,500	集中戦略
155	6090	ヒューマン・メタボローム・テクノロジーズ	2013 12月24日	サービス業	菅野 隆二	東京理科大学工学部	2011 12月22日	50	集中戦略
156	6092	エンバイオ・ホールディングス	2014 3月12日	サービス業	西村 実	大阪大学工学部	-	-	集中戦略
157	6094	フリークアウト	2014 6月24日	サービス業	本田 謙	上智大学	2013 3月15日	499	差別化戦略
158	6095	メドピア	2014 6月27日	サービス業	石見 陽	東京女子医科大学助手	2010 9月30日	165	集中戦略
159	6096	レアジョブ	2014 6月27日	サービス業	加藤 智久	一橋大学商学部	2013 5月31日	331	差別化戦略
160	6099	エラシ	2014 11月7日	サービス業	櫻井 英治	高校卒業	-	-	差別化戦略
161	6172	メタップス	2015 8月28日	サービス業	佐藤 航陽	県立福島高校	2015 2月20日	4,116	差別化戦略
162	6173	アグアライン	2015 8月31日	サービス業	大垣 内剛	静岡県豊田農業高校	-	-	差別化戦略
163	6176	ブランジスタ	2015 9月17日	サービス業	岩本 憲一	九州産業大学	-	-	集中戦略
164	6177	AppBank	2015 10月15日	サービス業	宮下 泰明	都留文科大学教育学部	2012 2月23日	200	差別化戦略
165	6180	GMOメディア	2015 10月23日	サービス業	森 謙幸	関西大学商学部	-	-	差別化戦略
166	6181	パートナーエージェント	2015 10月27日	サービス業	佐藤 茂	駒澤大学	-	-	集中戦略
167	6182	ロゼッタ	2015 11月19日	サービス業	五石 順一	京都大学法学部	-	-	集中戦略
168	6184	鎌倉新書	2015 12月4日	サービス業	清水 祐孝	慶応大学商学部	2013 12月26日	140	集中戦略
169	6185	ソネット・メディア・ネットワークス	2015 12月22日	サービス業	地引 剛史	東京大学教養学部	2015 5月29日	100	差別化戦略
170	9416	ビジョン	2015 12月21日	情報・通信	佐野 健一	鹿沼高校工業	2012 4月30日	265	集中戦略
171	9418	U-NEXT	2014 12月16日	情報・通信	宇野 康秀	明治大学大学院法学部	-	-	差別化戦略
172	9419	ワイヤレスゲート	2012 7月19日	情報・通信	池田 武弘	大阪大学大学院工学部	2010 8月23日	102	差別化戦略
173	9467	アルファボリス	2014 10月30日	情報・通信	梶本 雄介	東京大学工学部	-	-	集中戦略