

経済産業省 御中

令和5年度ユニコーン創出支援事業

スタートアップが上場後も成長を続けるための調査研究 報告書

UZABASE

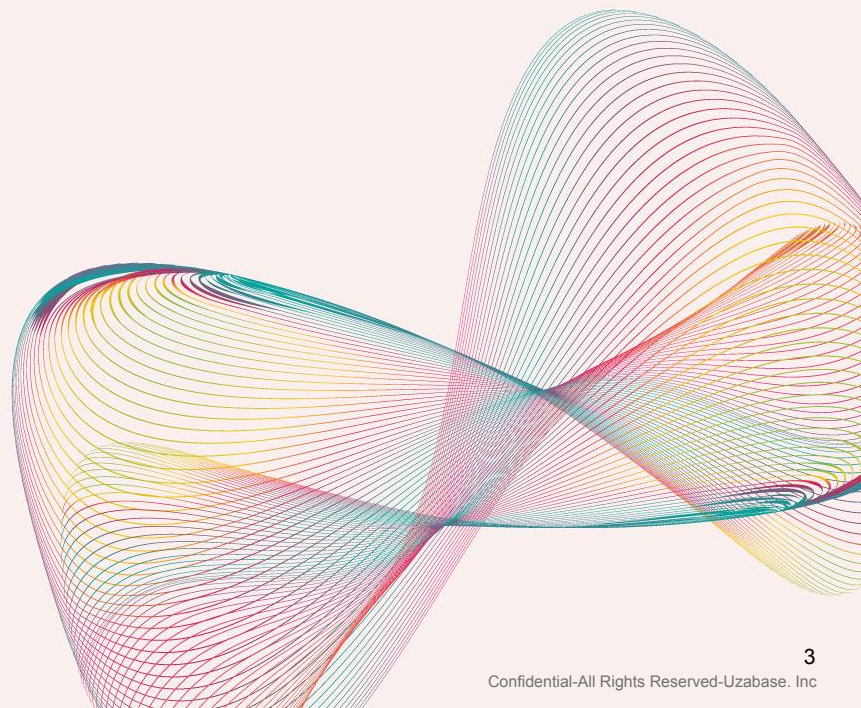
2024年3月29日
株式会社ユーザベース

Confidential-All Rights Reserved-Uzabase. Inc

目次

1. はじめに
2. 仮説
3. 分析方針とデータ
4. 分析結果と解釈
 - a. 変数とモデル構築
 - b. 各仮説の結果と解釈
 - c. 成長性の高い企業の事例
5. 支援策案と課題
6. 参考資料

1. はじめに



本調査の背景と目的①

イノベーションの牽引役として、注目が高まるスタートアップ

米国におけるGAFAMのように、上場後も大きく成長する新興企業が経済成長及び雇用創出に大きく影響を与えることは数値的にも示されている。

このように、スタートアップはイノベーションを創出して経済成長のドライバーとなる存在であることが期待され、日本政府においては2022年を「スタートアップ創出元年」とし、各種政策を推進している。2022年11月に発表されたスタートアップ育成5か年計画では、「スタートアップへの投資額を5年で10倍に」（2027年度に投資額10兆円規模、将来的にユニコーン100社創出、スタートアップ10万社創出）にすることを目標として設定している。

通常、スタートアップは未公開企業のことを指すために、対象となる市場は未上場市場である。一方、スタートアップが上場した後を「Post-IPO」と捉え、上場後の成長が期待され、スタートアップのスコープと考えることが増えている。

たとえば、スタートアップ育成5か年計画の中で、リスクマネーの供給を担う、JIC（産業投資革新機構）では、IPO後の成長資金調達に課題を抱えるスタートアップの持続的かつ飛躍的な成長を支援するための「アフターマーケット戦略」を掲げる、JICVGIオポチュニティファンド1号投資事業有限責任組合を2023年7月に設立した。

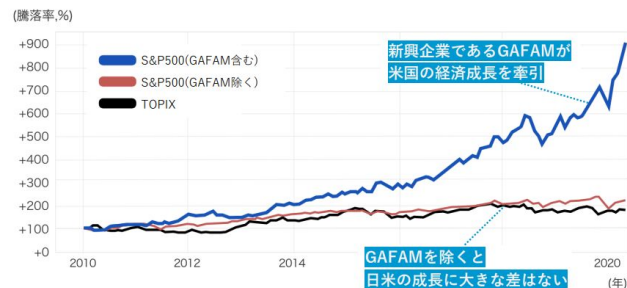
また、日本国内で活動をする多くのベンチャーキャピタル（以下VC）が参加する日本ベンチャーキャピタル協会では、スタートアップ育成5か年計画が終わる2027年までに、「上場・非上場含む目標スタートアップの株式時価総額の合計額を00兆円規模とする」を目標に掲げている。

01 なぜスタートアップなのか



イノベーションを創出し、大きく成長するスタートアップは経済成長のドライバーとなる存在。

■ 日本（TOPIX）と米国（S&P）における直近10年間の株式市場のパフォーマンスの推移*



*2010年1月の各終値を100とおいた場合の騰落率。休場日は前営業日の終値をプロットしている。
(出所) S&P500指数、GAFAM時価総額推移、日経平均株価指数データをもとにオコスモ作成

(出所) 経済産業省「スタートアップ育成に向けた政府の取り組み」スタートアップの力で社会課題解決と経済成長を加速する

本調査の背景と目的②

本事業は、上場後の成長阻害要因を見つけて政策に活用することで、上場後も大きく成長するスタートアップを増やすことが目的

そのような期待とは裏腹に、その成長性が懸念される結果がある。

[令和4年度産業経済研究委託事業「スタートアップ企業の上場後の成長に関する実態調査報告書」](#)にて、わかったことの中に以下2点が含まれた

1. 上場後にも継続的に成長するためには未上場時に大きく成長し、初値時価総額を大きくすることが重要であることがわかった。
2. スタートアップはその設立年に関わらず、上場後の時価総額の伸びが1年目がピークに、その後は低い水準であることがわかった。

2点目について、スタートアップの中でもIPOへ至る企業はごく僅かで、その成長性は上位層であるにも関わらず、その企業群が上場を契機として、その成長性が一様に鈍化しているならば、何らかの共通の課題や構造的な問題がある可能性が高い。

そこで本調査研究では、「Post-IPO」におけるスタートアップをスコープとする。また、企業成長を捉える変数として、**時価総額の成長率（CAGR：年平均成長率）を目的変数**に用いて分析することで、上場後の成長の阻害要因を特定することを試みる。

そして、得られた示唆から対応策を導き、上場後も大きく成長する企業を増やすことに繋げることを目的とする。

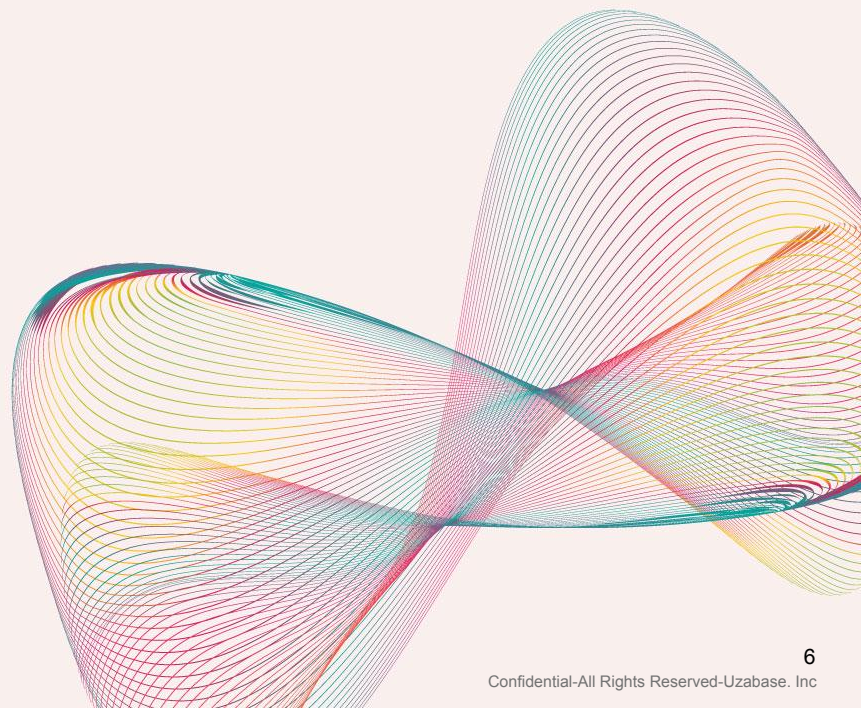
初値時価総額別にみた時価総額の平均CAGR

初値時価総額 レンジ (億円)	平均CAGR (上場日から起算)							
	上場後1年		上場後2年		上場後3年		上場後4年	
0 ~ 100	12.36%	(161)	5.38%	(143)	4.41%	(132)	7.96%	(119)
100 ~ 200	-5.42%	(131)	-6.64%	(109)	-6.59%	(96)	-4.46%	(81)
200 ~ 300	33.70%	(50)	7.90%	(40)	2.73%	(29)	4.62%	(24)
300 ~ 400	25.17%	(14)	-1.55%	(13)	-6.64%	(12)	-5.92%	(8)
400 ~ 500	29.12%	(16)	-6.48%	(13)	0.39%	(9)	-6.16%	(7)
500 ~ 1000	12.86%	(19)	-10.55%	(16)	-3.26%	(11)	2.33%	(9)
1000 ~	-11.35%	(12)	-1.67%	(8)	-8.90%	(7)	-16.03%	(6)

(出所) [令和4年度産業経済研究委託事業「スタートアップ企業の上場後の成長に関する実態調査報告書」](#)



2. 仮説



本調査研究の調査方法の概要

上場後のスタートアップの成長性において、特徴的な傾向である上場後3年以降に成長性が鈍化する点に注目する分析を仮説検証型で実施した

課題を特定するために、事業期間も踏まえ、本調査では探索的にデータ分析をしていくアプローチではなく、予め想定しうる仮説をたて、その仮説に対する分析を行う形のアプローチを試みる。仮説は調査会を開き、有識者の意見を元に決めることとする。

「スタートアップが上場後に成長性が鈍化するのとはなぜか」という問を以下の影響区分に分解して、仮説を整理することで、仮説に偏りや漏れがあることを極力防ぐ。

①その他（市況・業績等）の影響：

スタートアップに関わらず、上場企業全体へ影響があると考えられるもの

②上場してからの環境の影響：

上場直後の環境下における行動や状態で影響があると考えられるもの

③スタートアップ固有の影響：

VCからの資金調達など独特の慣習や特性などから影響があると考えられるもの

さらに、上述の影響が及ぶ企業群を設定して比較することで、「スタートアップだけに起きていることなのか」みていく。

1. 分析対象となるスタートアップ
2. 比較対象：①と同時期に上場した非スタートアップ
3. 比較対象：それ以外の企業

スタートアップ固有の成長性のセグメント分割

	スタートアップ 固有の影響	上場に関する 影響	その他の 影響
①スタートアップ	有	有	有
②1と同時期に 上場した 非スタートアップ	無	有	有
③それ以外の企 業	無	無	有

調査会

本事業では調査会を有した。調査会は経済産業省、事務局ユーザベースに加えて、仮説の影響区分に明るい以下4名の有識者で構成される。本会で仮説や分析結果、その解釈などについて意見が交わされた。出された意見は報告書に反映されている。

氏名	所属
朝倉 祐介様	アニマルスピリッツ 代表パートナー
岩谷 渉平様	アセットマネジメントOne株式会社 運用本部 株式運用グループ ファンドマネジャー
本庄 裕司様	独立行政法人経済産業研究所 ファカルティフェロー、中央大学商学部 教授
山本 零様	慶應義塾大学理工学部 管理工学科 教授

※ユーザベースより事務局兼有識者として執行役員 CFOの千葉大輔が参加

分析対象とする仮説の決め方

仮説は調査会の参加者から募り、有識者の知見や既に政策として打ち出されているような事柄を中心に分析対象へと選定する形とした。

また、本調査研究における仕様書に記載がある「上場後のスタートアップの成長鈍化に関して市場要因の影響度を定量的に評価のうえ、市場要因以外の成長阻害要因について、法規制要因等を含め複数の仮説を導出、設定した仮説について実際のスタートアップ企業の成長性を照らし合わせて仮説検証を行い、仮説の妥当性を諮る形で進める。」を踏まえて、以下の順序で本調査研究の分析の優先順位を設定した。

1. 政策提言に繋がる可能性が高いと考えられる
2. 前回調査の延長になっていると考えられる
3. 作業部会に参加する有識者、経産省、委託事業者のうち複数が提案しており、蓋然性が高いと考えられる
4. データ取得・整備難易度が低い、または、代理変数を利用することができると考えられる
5. 類似の先行研究がすぐに見つからないもの
6. [仮説の影響区分](#)に大きな偏りがない

仮説を導出する際に、スタートアップ固有の影響の中で特に経営者の経歴に関する仮説や投資契約に係るものなどの提案もされたが、分析に適した直接的なデータの有無、先行研究が存在して結果にあまり変化が期待されない等の観点から、最終的に残ったものを次の頁から記す。

2. 仮説

本調査研究で分析対象とした仮説一覧①

影響区分	企業の成長性に寄与すると考えられる仮説	仮説設定の背景	調査に関連する指標	調査対象とする具体的な仮説	No.
その他（市況・業績等）	市況が与える影響	上場時の市況環境は投資家の資力や意欲を決め、企業努力とは別に時価総額の成長性に一定程度寄与することが考えられる。	TOPIX、コール金利	市場環境の影響	1
				マイナス金利か高金利かで影響の方向が逆になる	13
	市場が与える影響	- 市場における同属性や同業種の企業数に応じて競争が多くなると認識されることで、TAMの取り合いが起こり、成長性に影響がでることが考えられる。 - 競争が多くなると投資家の注目が分散し、成長性に影響がでることが考えられる	業種情報、業種ごとの社数、上場市場区分における上場社数	各業種に属する社数が大幅に多いまたは少ない場合に、その業種の時価総額の平均値は大きく成長する	11
				現時点で各社が属する業種ごとに、平均時価総額の成長性が大きく異なる	12
				上場時点マザーズ上場社数と、上場後各時点でのマザーズ上場社数の変化は、時価総額成長に負の相関を持つ	14
	業績の影響	上場企業一般の観点として、企業業績が株価や時価総額に連動することが考えられる。上場後の企業業績を評価する環境が変わり、業績そのものや業績と成長の連動構造が変わることが考えられる。	決算における会計科目各種	時価総額成長率は、業績の影響が大きい。影響度は時点で変わる	2
	資金調達の影響	企業活動として、資金調達の積極性や持続性が時価総額の成長性に寄与することが考えられる。	株式発行による収入、総資産	上場後の資金調達のスピードが速い	5
	投資指標の影響	投資指標による割高・割安感が株価の騰落を決め、時価総額の成長性を変動させている。	PER、PBR、PSR	スタートアップの上場後における株式分析の代表的な指標（PBR,PER,PSRなど）の推移が影響している	16

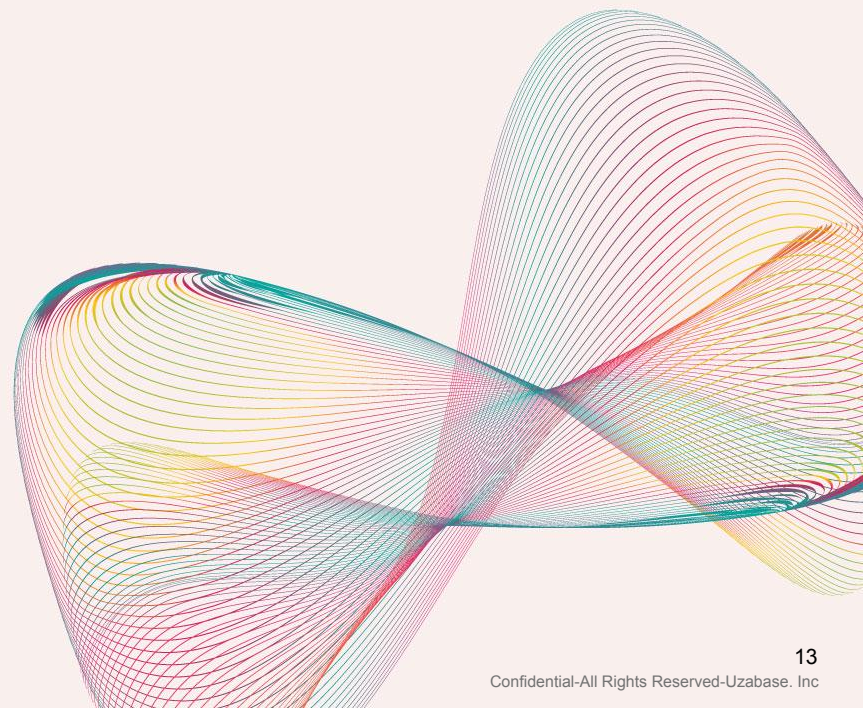
本調査研究で分析対象とした仮説一覧②

影響 区分	企業の成長性に寄与 ると考えられる仮説	仮説設定の背景	調査に関連する指標	調査対象とする具体的な仮説	No.
上場	上場時点の業績・活動 の影響	上場時点で企業体力のある企業は成長性を維持できるが、企業体力が脆弱な企業は、上場というプロセスを経て、コスト構造などが変わり、成長性を落とすことが考えられる。	決算における会計科目各種	上場時点の業績数値が（絶対的・相対的）良好な企業ほど、上場以降の成長性が維持される（製薬・バイオ等ノイズになる業種は抜く）	3
	上場時点の企業の事業 セグメント数の影響	事業の幅を広げることで、TAMの増大を促し、上場後の成長のリスクをポートフォリオとして回避し、成長性の維持や増進が見込まれる。	事業セグメント数	上場前に複数のセグメントを有している企業の方が、上場後も単一のセグメントの企業よりも、大きく成長することができる	4
	上場時点および上場前 の資金調達の影響	上場時の資金調達が、その後の資金調達の継続性よりも事業成長を促進する。	上場時の資金調達額	IPO時の資金調達額が大きいほどその後の事業成長が大きくなって時価総額があがる	6
	M&Aの積極性の影響	資金調達や企業活動の一種として、上場前後でのM&Aが特に時価総額の成長性に寄与するとするもの	上場前、上場後の M&A件数	IPO後にも継続的に成長率が高いスタートアップは、未上場前からM&Aの回数が多くかつ上場後もM&Aの回数が多い	9
	企業業績に対するコミットメントの影響	上場時において明らかになる企業業績において、会社予想の達成率が期待と乖離することにより株価が調整される。	決算における会計科目各種、同会社予想の数値	IPO時にコミットした業績を、IPO初年度に達成出来ない場合には、その後1-2年をかけて株価が調整される（業績と期待の関係、「会社予想」を使う）	10
	株主の異動における影響	上場時に株主に機関投資家が入る（あるいは機関投資家に選ばれるような企業である）ことで、成長性が促される	機関投資家の持分割合	上場前、上場時、上場後で株主が変わる影響（機関投資家が入る影響）	15
	監査コストの影響	上場後の内部統制監査は上場したことによる新たに生じる管理コストとして認識されている。上場後には免除期間が設けられているが、内部統制監査の実施により成長性が低減する。	内部統制監査の実施有無	内部統制報告書監査の実施によるコストの影響（上場後3年間は免除）	17

本調査研究で分析対象とした仮説一覧③

影響区分	企業の成長性に寄与すると考えられる仮説	仮説設定の背景	調査に関連する指標	調査対象とする具体的な仮説	No.
スタートアップ固有	株主の異動における影響	上場時にVCの持ち分が減少し、株主が異動する過程で時価総額成長を変動させる。	VC持分割合	未上場時のVC持分が、スムーズに機関投資家に異動しているか	18
	スタートアップの出資元や属性による影響	スタートアップの出自や属性により、成長性が異なる傾向がある。	スタートアップの各種属性	VC-Backedなど出資元や属性により差分が生じている	19
	スタートアップの海外展開の影響	スタートアップが海外展開を選択することでTAMが広がり、成長性が促される	海外売上高	スタートアップのうち何割が海外展開して、そのうち何割が高成長している	20
				海外展開をしているスタートアップにおいて、海外売上高と時価総額成長率は相関する	7
				海外展開をしているスタートアップのうち、高成長している企業は業種に依存する	8

3. 分析方針とデータ



スタートアップの定義と対象スタートアップ

スタートアップの分析を進めるにあたり、対象範囲を明確にする必要がある。通常、成長意欲が高い経営者に率えられる企業、設立から浅い企業、ベンチャーキャピタル（以下、VC）から出資を受けている企業などの定性的な複数の要因から語られる。

本調査研究では、[スタートアップ情報プラットフォームINITIAL（イニシャル）](#)でスタートアップと定義づけられている企業をスタートアップとする。

本定義に従ったスタートアップは、成長資金を投資していると考えられる投資家から外部調達を行っている企業が中心になる。

設立年月日は要件に入らないため、古くに設立した後、しばらくたってからVC等の成長資金を集める「第二創業」をしている企業も含まれる。

本事業の分析スコープは上場後の成長性であるため、INITIALに収録されているスタートアップのうち、2010年以降に東京証券取引所の市場に上場しているスタートアップで現在も東証に上場している企業の中からランダムに500社を抽出し、分析対象企業とする。

2010年以降にした理由として、リーマンショック後で減少した新規上場数が回復基調になり始めた時期であること、未上場時のファイナンスの方法など、最近のスタートアップのトレンドのベースとなる企業が多く含まれると考えられるためである。

INITIALのスタートアップの定義

1. ユニークなテクノロジーや製品、サービス、ビジネスモデルを持ち、事業成長のための投資を行い、**事業成長・拡大に取り組んでいる未公開企業**。
2. これまでの世界（生活、社会、経済モデル、テクノロジーなど）を覆し、新たな世界への変革にチャレンジする未公開企業

<収録対象>

- ベンチャーキャピタル、事業会社、エンジェル投資家等から株式での資金調達を行っている、または今後行う可能性がある未上場企業
- 一部、株式での資金調達は行っていないが、新しい事業分野、新しいテクノロジー等で成長をしている未上場企業も収録対象
- 事業会社と事業提携を行っている未上場企業
- 未公開企業の100%子会社
- 日本人が設立した国外登記の未公開企業

<収録対象外>

- 資金調達を行わず、自社の売上で成長をしている未上場企業
- 上場企業による100%子会社、孫会社
- 上場企業複数社による100%の場合、会社紹介・役員等から、事実上グループ子会社となる場合も収録対象外

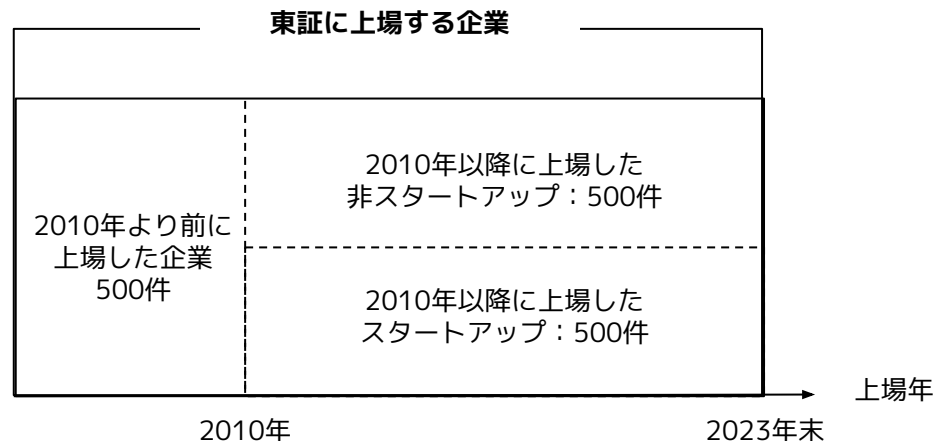
（出所）INITIAL

比較企業の設定

対象となるスタートアップを「2010年以降に新規上場したスタートアップ」と設定したので、他の主な対比企業となる「①と同時期に上場した非スタートアップ」と、市況の影響をみるために「それ以外の企業」を上場時期とスタートアップか否かで、以下のとおりに設定した。

1. 分析対象となるスタートアップ = 2010年以降、東証に新規上場したスタートアップで現在も上場している
2. 比較対象：①と同時期に上場した非スタートアップ = 2010年以降、東証に新規上場した非スタートアップで現在も上場している
3. 比較対象：それ以外の企業 = 2010年よりも前に東証に新規上場している企業で現在も上場している

この条件を満たす企業群の中から、各区分ごとに500件のサンプリングを行った。



(出所)ユーザベース作成

変数一覧

企業の業績・活動や市場環境等の情報をデータとして揃え、変数として利用する。モデルへ投入する際の具体的な変数は後述する。

変数種別	変数
識別情報	上場後経過年
	区分
市況情報	TOPIX
	コール金利
業績情報	売上高
	営業損益
	当期純損益
	営業活動によるキャッシュ・フロー
	投資活動によるキャッシュ・フロー
	財務活動によるキャッシュ・フロー
	FCF
	ROA
	ROE
	純資産
	総資産
	自己資本回転率
	自己資本比率
	従業員数
	海外売上高（円）
	海外売上高比率
	株式の発行による収入
	株式の発行による収入/総資産
	上場時_市場社数
企業環境情報	東証33業種分類_社数
	東証33業種分類コード
コミットメント情報	営業損益_会社予想_達成率
	当期純損益_会社予想_達成率
	売上高_会社予想_達成率
株式指標	PBR
	PER
	PSR

変数種別	変数
株主関係情報	IPO時社長保有株式割合
	VC保有株式割合
	その他の法人持株数割合
	外国法人等持株数割合
	金融機関持株数割合
スタートアップ属性情報	個人その他持株数割合
	未上場時_起源
	未上場時_調達額累計(千円)
活動情報	未上場時_投資家属性
	IPO時_資金調達金額：公募（百万円）
	IPO時社長年齢
	MA件数
	海外展開フラグ（顧客）
	海外展開フラグ（所在地）
	事業セグメント数
	上場前MA件数
	MA件数累積
	監査報告フラグ

3. 分析方針とデータ

各データの出所と取得日

本調査研究で構築したモデルは、以下のデータソースより情報を取得し、分析に用いる変数を作成した。

区分	項目	取得元	取得日
未上場	企業情報	INITIAL	2024/03/03
未上場	M&A情報	INITIAL	2024/03/06
未上場	株主情報	INITIAL	2024/03/06
未上場	投資家情報	INITIAL	2024/03/06
上場時	企業情報	INITIAL	2024/03/03
上場時	IPO情報	INITIAL	2024/03/03
上場後	企業情報	SPEEDA	2024/03/14
上場後	財務情報	SPEEDA	2024/02/01
上場後	セグメント情報	SPEEDA	2024/02/20
上場後	会社予想	SPEEDA	2024/02/26
上場後	大株主情報	SPEEDA	2024/02/22
上場後	時価総額	SPEEDA	2024/03/08
上場後	東証33業種分類	日本証券取引所グループ	2024/03/08
上場後	M&A情報	各社の適時開示情報より作成	2024/03/05
上場後	上場会社数	日本証券取引所グループ「上場会社数・上場株式数」	2024/03/06
上場後	TOPIX	日本証券取引所グループ	2024/03/08
上場後	コールレート	日本銀行時系列統計データ検索サイト「主要時系列統計データ表」	2024/03/05

(※)TOPIXの指数値及びTOPIXに係る標章又は商標は、株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社（以下「JPX」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利・ノウハウ及び（指数名）に係る標章又は商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXはTOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

3. 分析方針とデータ

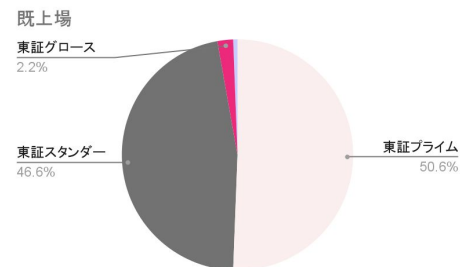
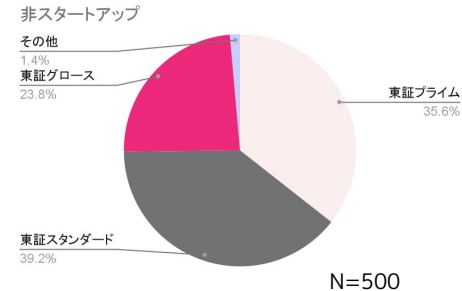
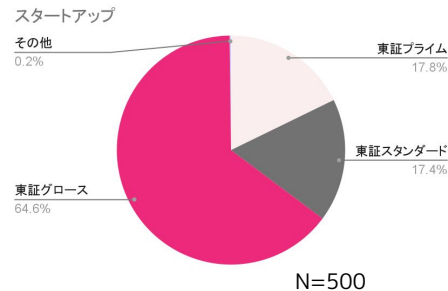
（ご参考）対象企業の属性①

上場年

	スタートアップ	非スタートアップ	既上場
最大値	2023	2023	1991
平均値	2018	2018	1984
中央値	2018	2018	1991
最小値	2010	2010	1949

N=500

<現在の主要上場市場>



※データ取得時点の主要上場市場

3. 分析方針とデータ

（ご参考）対象企業の属性②：業種分類

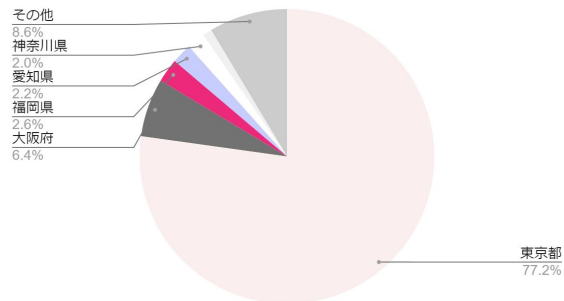
東証33業種分類	スタート アップ	非スタート アップ	既上場
0050: 水産・農林業		1	3
1050: 鉱業			2
2050: 建設業	3	23	24
3050: 食料品	4	14	23
3100: 繊維製品		3	12
3150: パルプ・紙		3	3
3200: 化学	5	20	31
3250: 医薬品	27	5	8
3300: 石油・石炭製品		2	1
3350: ゴム製品			7
3400: ガラス・土石製品		2	7
3450: 鉄鋼		2	8
小計	39	75	129

東証33業種分類	スタート アップ	非スタート アップ	既上場
3500: 非鉄金属	1	2	3
3550: 金属製品	2	4	15
3600: 機械	4	18	39
3650: 電気機器	9	13	40
3700: 輸送用機器	3	2	15
3750: 精密機器	4	2	9
3800: その他製品	9	11	17
4050: 電気・ガス業	3	1	5
5050: 陸運業		8	15
5100: 海運業			2
5150: 空運業		3	1
5200: 倉庫・運輸関連業	2	1	3
小計	37	65	164

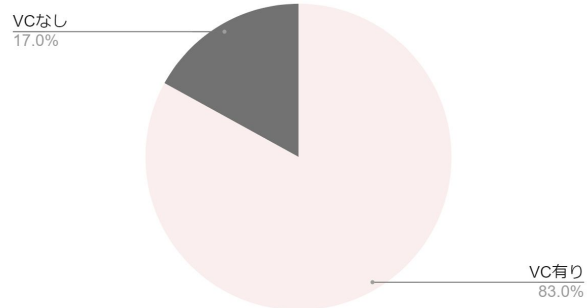
東証33業種分類	スタート アップ	非スタート アップ	既上場
5250: 情報・通信業	223	76	40
6050: 卸売業	10	28	57
6100: 小売業	28	47	37
7050: 銀行業		20	9
7100: 証券・商品先物取引業	3	9	3
7150: 保険業	2	7	
7200: その他金融業	3	11	4
8050: 不動産業	18	40	16
9050: サービス業	136	122	41
-	1		
小計	424	360	207
総計	500	500	500

対象スタートアップの属性

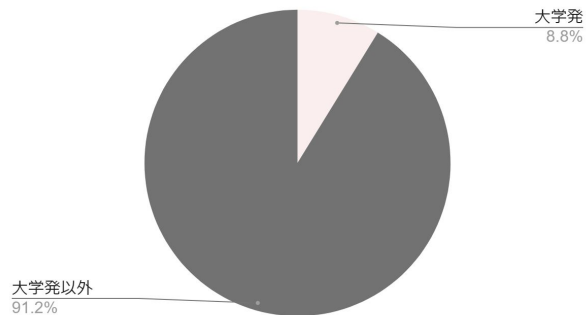
IPO時の都道府県



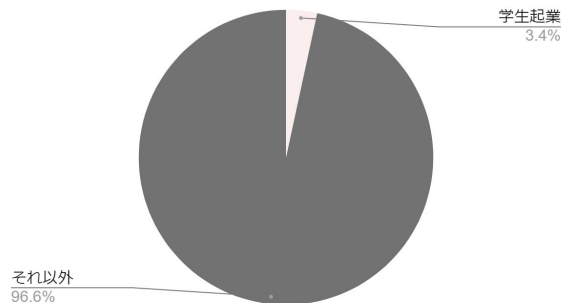
VC backedの状況



起源①



起源②

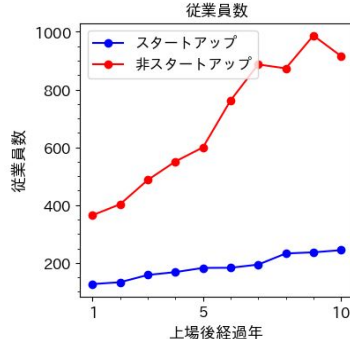
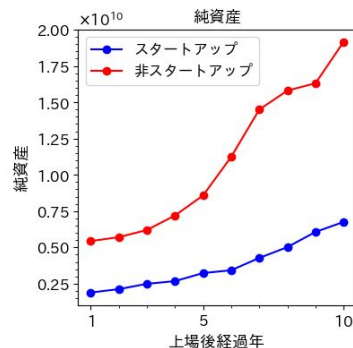
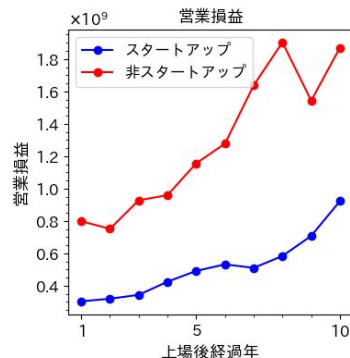
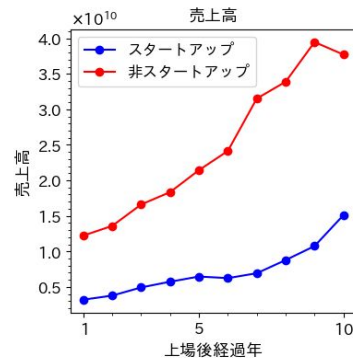


N=500

3. 分析方針とデータ

主要な変数の概要①

本分析で用いるデータのうち、主要な変数である財務データの項目における上場後の推移（中央値）である。



非スタートアップ区分

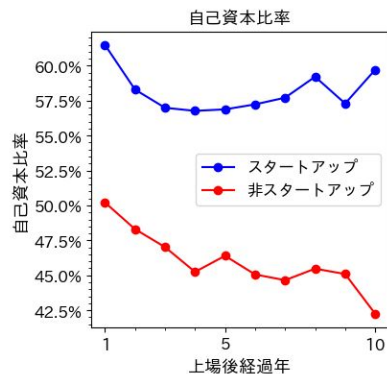
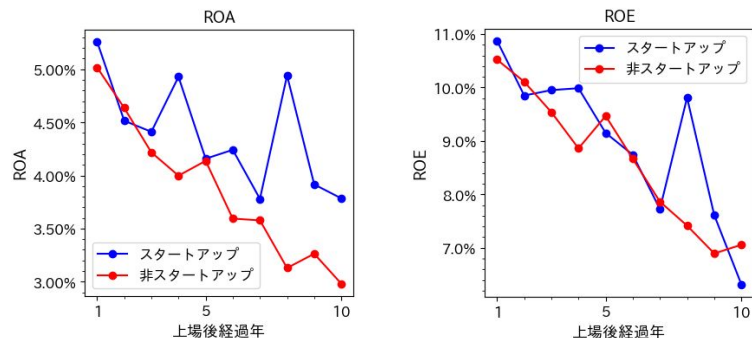
上場後経過年	売上高（円）	営業損益（円）	純資産（円）	従業員数（人）
1	12,221,168,000	798,197,000	5,436,694,000	365
2	13,591,652,000	751,072,000	5,707,343,500	403
3	16,607,111,000	927,503,000	6,198,068,500	487
4	18,340,874,000	959,135,000	7,200,207,000	551
5	21,440,215,000	1,155,903,000	8,580,152,000	600
6	24,145,473,500	1,277,058,000	11,237,119,000	763
7	31,520,290,500	1,637,130,000	14,495,987,000	887
8	33,894,000,000	1,902,993,000	15,800,814,000	874
9	39,478,000,000	1,542,622,000	16,307,209,000	987
10	37,711,837,000	1,869,593,000	19,154,784,500	916

スタートアップ区分

上場後経過年	売上高（円）	営業損益（円）	純資産（円）	従業員数（人）
1	3,197,224,500	303,899,500	1,894,199,000	127
2	3,770,377,000	319,651,000	2,125,429,000	133
3	4,922,753,000	343,793,500	2,492,460,000	158
4	5,725,091,000	424,804,000	2,678,693,000	168
5	6,455,074,000	491,538,000	3,234,165,500	183
6	6,230,672,000	531,818,500	3,428,672,500	183
7	6,919,005,000	510,239,000	4,276,606,000	194
8	8,777,102,500	583,642,500	5,020,567,000	233
9	10,747,516,500	707,872,500	6,067,823,500	237
10	15,106,247,000	922,701,000	6,753,848,500	244

主要な変数の概要②

本分析で用いるデータのうち、主要な変数である財務データの項目における上場後経過年毎の推移（中央値）である。



※自己資本は純資産を使い計算している

非スタートアップ区分

上場後経過年	ROA	ROE	自己資本比率
1	5.02%	10.52%	50.21%
2	4.61%	10.06%	48.05%
3	4.22%	9.54%	47.14%
4	4.00%	8.85%	45.35%
5	4.07%	9.40%	46.65%
6	3.61%	8.56%	45.16%
7	3.40%	7.85%	44.75%
8	3.13%	7.42%	45.47%
9	3.26%	6.90%	45.09%
10	2.98%	7.06%	42.25%

※自己資本は純資産を使い計算している

スタートアップ区分

上場後経過年	ROA	ROE	自己資本比率
1	5.26%	10.87%	61.49%
2	4.52%	9.85%	58.29%
3	4.41%	9.95%	56.99%
4	4.93%	9.99%	56.77%
5	4.16%	9.15%	56.88%
6	4.24%	8.74%	57.23%
7	3.78%	7.72%	57.71%
8	4.94%	9.81%	59.21%
9	3.92%	7.61%	57.30%
10	3.78%	6.32%	59.71%

※自己資本は純資産を使い計算している

主要な変数の概要③

本分析で用いるデータのうち、各年末における市場の上場社数である。

各年末時点	東証一部	東証二部	東証Mothers	JASDAQ スタンダード	JASDAQ グロース	外国会社	TOKYO PRO MARKET	東証プライム	東証 スタンダード	東証グロース
2023							90	1,657	1,621	565
2022							64	1,838	1,451	516
2021	2,182	472	421	657	37	6	47			
2020	2,186	475	346	667	37	4	41			
2019	2,160	488	315	669	37	4	33			
2018	2,128	493	275	688	37	5	29			
2017	2,062	517	247	707	41	6	22			
2016	2,002	531	228	713	43	6	16			
2015	1,934	543	220	747	44	9	14			
2014	1,858	541	205	798	45	12	9			
2013	1,774	559	191	828	48	11	6			
2012	1,695	415	180			10	3			
2011	1,672	431	176			11				
2010	1,670	431	179			12				

分析のアプローチ：モデル化の方針

本研究における仮説として、**上場時点における情報の時価総額成長率への影響**と**上場後の各時点における情報の時価総額成長率への影響**を調査することに大別される。そのため、①上場時点の情報を使ったモデル（上場時点モデル）と、②上場後の各時点の情報を使ったモデル（上場後モデル）の双方を構築する。

モデルは双方とも成長性への寄与を調べるもので、目的変数は両モデルで共通となるが、説明変数の時点を異にしたものである。

	上場時点モデル	上場後モデル
方針	上場時点の企業状態や活動が、上場後の成長にどのように寄与するかを明らかにする	上場後の企業の状態や活動がその時点の企業成長にどのように寄与するかを明らかにする。
目的変数	時価総額の年平均成長率（CAGR） ＝各企業の上場時の時価総額（終値）を基準として、各会計年度末時点の時価総額から計算される	
説明変数	企業の財務・活動・株主構成や市況などの上場時点における変数	各企業の財務・活動・株主構成や市況などの年度ごとの変数

上場時点モデル

説明変数

上場後の初回決算時（T=1）の
説明変数

目的変数

T=1の時価総額成長率

T=2の時価総額成長率

T=3の時価総額成長率

T=4の時価総額成長率

⋮

上場後モデル

説明変数

上場後の初回決算時（T=1）の説明変数

上場後2回目決算時（T=2）の説明変数

上場後3回目決算時（T=3）の説明変数

上場後4回目決算時（T=4）の説明変数

目的変数

T=1の時価総額成長率

T=2の時価総額成長率

T=3の時価総額成長率

T=4の時価総額成長率

⋮

分析のアプローチ：モデル化の方針

さまざまに提案された仮説に対し、統一的にデータやモデルを扱い、結果を多角的に評価することを狙う。多量のデータを同時的に扱うため、仮説で注目する要因以外の効果を除外することができ精緻な分析が期待できる。

一般的な線形回帰では、変数全体の寄与する正負の方向が明らかとなるが、本研究では、**各変数が成長性に複雑に寄与する特徴を明らかにすることが重要となる**。そのために、変数のより詳細な寄与の特徴を可視化できる、表現力の高い機械学習モデルLightGBMと機械学習モデルに解釈性を付与する技術SHAPを利用する。

汎用的な機械学習モデル

Light GBM : Light Gradient Boosting Machine

- Light Gradient Boosting Machineの略で、2016年にマイクロソフト社が開発した決定木ベースの汎用機械学習アルゴリズムである。
- 変数の統合や誤差の大きい変数を集中して学習する工夫がなされ、精度の高さや学習の速さが評価されている。

(出所) [GitHub](#)



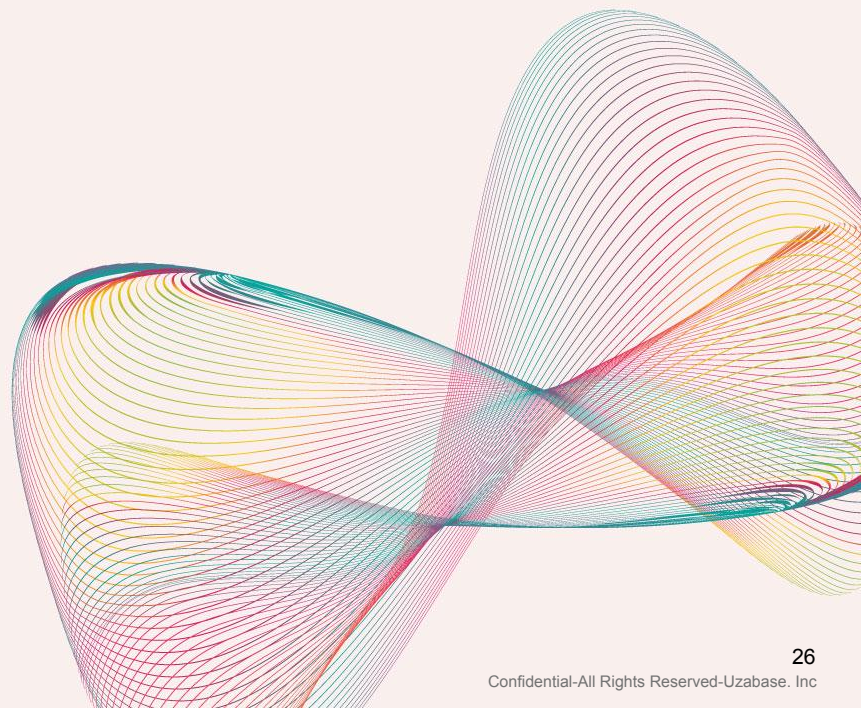
解釈性を付与する技術

SHAP : SHapley Additive exPlanations

- 機械学習モデルに解釈性を付与する技術として2017年に協力ゲーム理論におけるSharply ValueをもとにLundbergらによって提案された。
- その変数が説明変数として存在することで、どれだけモデルの予測値変えるかという観点で変数の重要度を測定するため、データ1件ごと変数の寄与度を算出できる。

(出所) [GitHub](#)

4. 分析結果と解釈



スタートアップ区分の時価総額成長率の特徴

まず、本研究の目的値である時価総額成長率（CAGR）の特徴を確認する。2010年以降に新規上場したスタートアップ区分の時価総額成長率は、2010年以降に新規上場した非スタートアップ区分の企業と異なり、上場直後に**有意に成長が低い期間が存在する**。

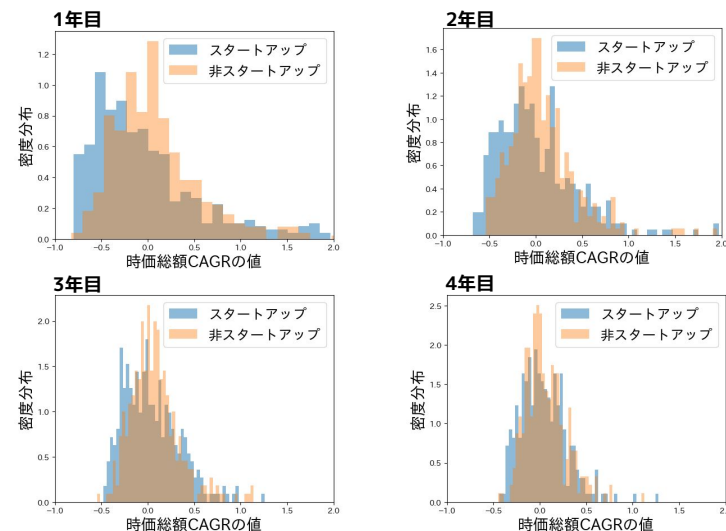
- 1) スタートアップのIPOにおける上場後の成長鈍化は2年目、3年目に有意に現れる。
- 2) TOPIXの年平均リターン（プライスリターン）が7%前後であり、非スタートアップ区分と市場には大きな差異はない。

<時価総額CAGRの平均的な推移>

区分	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
非スタートアップ	13.32%	6.68%	7.59%	6.40%	7.47%
スタートアップ	5.57%	1.11%*	3.59%*	4.11%	5.24%

※上場日を起算として上場後の各年の会計年度末時点での時価総額CAGRを算出して集計している。
 ※「スタートアップ」「非スタートアップ」区分の平均を等しいとして、各年ごとに検定%の有意水準）を実施
 *は5%有意

<時価総額CAGRの区分ごとの分布>



※各年の区分ごとの時価総額CAGRの分布

モデルの構築

本調査研究では、[前述](#)したとおりLight GBMにより、複数の仮説に跨るモデルを構築している。分析の目的に応じて、モデル構築に用いる変数を入れ替えることで、各仮説の検証に最適なモデルを構築する。

モデルを構築・評価するうえで、データセットや変数に対して下記の扱いを行った。

■ 学習データについて

下記の観点で学習データに含まれないもの、または除外したデータがある。

1. 学習に利用する変数は、上場後の会計年度を軸に変数を構築しているため、2023年度中に上場し、会計年度末を迎えていないものは学習データに含まれていない。
2. 学習のデータから除外したケース
 - a. IPO直後の会計年度末のデータ：IPO直後の会計年度末のデータは各社でIPOから決算までの期間が異なるため、学習データとして採用していない。
 - b. 欠損割合の多いデータ：欠損となっている変数が全変数の半数を超えるデータは、学習データとして採用していない。

以上で構成されたデータに対し、モデルの訓練用と検証用で7：3に分割、モデルが過剰に適合すること避けながら訓練データに対してフィッティングを行う。

■ 仮説の評価について

SHAPを通した仮説の評価に対しては、決算期が2020年以降かつ上場後経過年が3年以降となるデータのみを利用している。

4. 分析結果と解釈

モデルの構築

モデルで使用する変数のうち、識別、市況、財務に関する変数である。

種別	項目	上場時点	上場後	備考
識別	区分	○	○	スタートアップ、非スタートアップ、既上場の3区分を表現するフラグ
	上場後経過年	○	○	IPO日時から各会計年度末までの経過を算出
市況	TOPIX(IPO)	○		IPOの日時におけるTOPIXの値
	TOPIX(会計)		○	各会計年度末の日時におけるTOPIXの値
	TOPIX(会計)_CAGR		○	IPO日時から各会計年度末までのTOPIX年平均リターン ※既上場区分では2010年度会計年度末の日時を基点に算出
	コール金利(IPO)	○		IPOの日時におけるコール金利の値
	コール金利(会計)		○	各会計年度末の日時におけるコール金利の値
	コール金利(会計)_CAGR		○	IPO日時から各会計年度末までのコール金利の年平均リターン ※既上場区分では2010年度会計年度末の日時を基点に算出
財務	FCF（フリーキャッシュフロー）	○	○	
	ROA	○	○	
	ROE	○	○	自己資本は純資産を用いて計算
	営業活動によるキャッシュ・フロー	○	○	
	営業損益	○	○	
	海外売上高（円）	○	○	
	海外売上高（円）_CAGR		○	
	海外売上高比率	○	○	
	株式の発行による収入		○	当該年度における収入の額
	株式の発行による収入/総資産	○	○	
	株式の発行による収入_累積	○	○	上場以降の株式発行収入の累計額
	財務活動によるキャッシュ・フロー	○	○	
	自己資本回転率	○	○	自己資本は純資産を用いて計算
	自己資本比率	○	○	自己資本は純資産を用いて計算
	従業員数	○	○	
	純資産	○	○	
	総資産	○	○	
	投資活動によるキャッシュ・フロー	○	○	
	当期純損益	○	○	
	売上高	○	○	
	売上高_CAGR		○	上場後の初回決算から各会計年度末までのTOPIX年平均リターン ※既上場区分では2010年度会計年度の値を基点に算出

4. 分析結果と解釈

モデルの構築

モデルで使用する変数のうち、株主関係、企業活動に関する変数である。

種別	項目	上場時点	上場後	備考
株主関係	IPO時社長保有株式割合	○	○	上場時の社長と大株主情報の氏名を機械的に突合して抽出
	IPO時社長保有株式割合_上場時差分		○	当該変数の各会計年度末時点と上場時の値との差分 ※既上場区分では2010年度会計年度の値を基点に算出
	IPO時社長保有株式割合_前年差分	○	○	当該変数の各会計年度末時点と前年度会計年度末時点との差分
	VC保有株式割合	○	○	上場時の大株主情報の投資家・ファンド名とINITIALに登録がある投資家・ファンド名と機械的に突合して抽出
	VC保有株式割合_上場時差分		○	当該変数の各会計年度末時点と上場時の値との差分 ※既上場区分では2010年度会計年度の値を基点に算出
	VC保有株式割合_前年差分	○	○	当該変数の各会計年度末時点と前年度会計年度末時点との差分
	その他の法人持株数割合	○	○	
	その他の法人持株数割合_上場時差分		○	当該変数の各会計年度末時点と上場時の値との差分 ※既上場区分では2010年度会計年度の値を基点に算出
	その他の法人持株数割合_前年差分	○	○	当該変数の各会計年度末時点と前年度会計年度末時点との差分
	外国法人等持株数割合	○	○	
	外国法人等持株数割合_上場時差分		○	当該変数の各会計年度末時点と上場時の値との差分 ※既上場区分では2010年度会計年度の値を基点に算出
	外国法人等持株数割合_前年差分	○	○	当該変数の各会計年度末時点と前年度会計年度末時点との差分
	金融機関持株数割合	○	○	
	金融機関持株数割合_上場時差分		○	当該変数の各会計年度末時点と上場時の値との差分 ※既上場区分では2010年度会計年度の値を基点に算出
	金融機関持株数割合_前年差分	○	○	当該変数の各会計年度末時点と前年度会計年度末時点との差分
	個人その他持株数割合	○	○	
	個人その他持株数割合_上場時差分		○	当該変数の各会計年度末時点と上場時の値との差分 ※既上場区分では2010年度会計年度の値を基点に算出
	個人その他持株数割合_前年差分	○	○	当該変数の各会計年度末時点と前年度会計年度末時点との差分
企業活動	IPO時資金調達金額：公募（百万円）	○	○	IPOにおいて調達した資金の額
	IPO時社長年齢	○	○	IPO時点における社長の年齢
	MA件数	○	○	当該年度におけるM&Aの件数、各社の適時開示情報の表題に「子会社化」「持分取得」「株式取得」が表題に含まれているものを対象とした
	MA件数累積		○	上場以降のM&Aの総件数、各社の適時開示情報の表題に「子会社化」「持分取得」「株式取得」が表題に含まれているものを対象とした
	上場前MA件数	○	○	IPO以前のM&Aの総件数、各社の適時開示情報の表題に「子会社化」「持分取得」「株式取得」が表題に含まれているものを対象とした
	海外展開フラグ（顧客）	○	○	セグメント情報（顧客）より作成
	海外展開フラグ（所在地）	○	○	セグメント情報（所在地）より作成
	監査報告フラグ		○	内部統制監査報告の有無のフラグ。上場後の有価証券報告書に「内部統制監査」の文言が初めて現れた時期を集計
	事業セグメント数	○	○	セグメント情報（事業）より作成
	事業セグメント数_上場時差分		○	当該変数の各会計年度末時点と上場時の値との差分 ※既上場区分では2010年度会計年度の値を基点に算出

4. 分析結果と解釈

モデルの構築

モデルで使用する変数のうち、スタートアップ属性、市場、コミットメント、株式指標、その他に関する変数である。

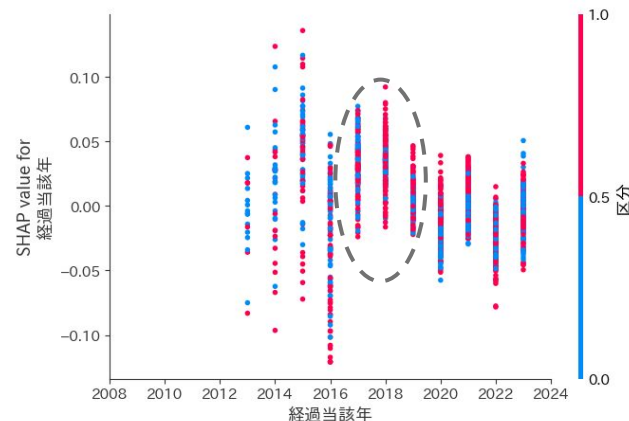
種別	項目	上場時点	上場後	備考
スタートアップ属性	未上場時_起源	○	○	スタートアップの起源（大学発など）
	未上場時_調達額累計(千円)	○	○	IPO前に調達した資金の累計額
	未上場時_投資家属性	○	○	スタートアップへ投資した投資家の属性（VCなど）
市場	上場時_市場社数	○	○	IPOした年度における市場の企業数
	上場時_市場社数_上場時差分		○	各会計年度末時点と上場時の値との差分
	東証33業種分類_社数	○	○	当該企業と同じ東証業種区分に分類される企業数
	東証33業種分類コード	○	○	当該企業が属する東証業種区分
コミットメント	営業損益_会社予想_達成率	○	○	会社予想に対する当該年度の値の達成率
	当期純損益_会社予想_達成率	○	○	会社予想に対する当該年度の値の達成率
	売上高_会社予想_達成率	○	○	会社予想に対する当該年度の値の達成率
株式指標	PBR	○	○	【仮説16】でのみ利用
	PER	○	○	【仮説16】でのみ利用
	PSR	○	○	【仮説16】でのみ利用
その他	直近フラグ	○	○	決算期末が2020年以降で上場後経過年が3年以上であることを表すフラグ
	年度ダミー	○	○	IPO年のダミー変数

モデルの構築

時価総額成長率の仮説検証は上場後経過年3年以降のデータを対象に特徴量を分析する。これは、本委託事業の目的が上場後の長期的な成長要因の特定であるため、上場直後の時価変動の影響を除外するためである。

また、経過当該年ごとの時価総額成長率の影響をみると、2017年～2019年がプラスの方向に偏っていることがわかる。この影響を排除するために、計測対象時点が2020年以降のデータに対する仮説検証を実施することとする。

<会計年度による時価総額CAGRへの影響度>



(出所) INITIAL、SPEEDAより作成

モデル	アルゴリズム	学習変数	目的変数	構築したモデルの精度	予測と実測
上場時点モデル	Light GBM	次ページに記載 ※上場時点で判明しているデータを使用	上場からX年目の 時価総額成長率	訓練データ: $R^2=0.98$ 検証データ: $R^2=0.49$	検証データにおいて (予測) = $1.04 \times (\text{実測}) - 0.003$
上場後モデル	Light GBM	次ページに記載 ※上場後の各年度で判明しているデータを使用	上場からX年目の 時価総額成長率	訓練データ: $R^2=0.99$ 検証データ: $R^2=0.48$	検証データにおいて (予測) = $1.05 \times (\text{実測}) - 0.01$

※Rは重相関係数、 R^2 は決定係数を表している。

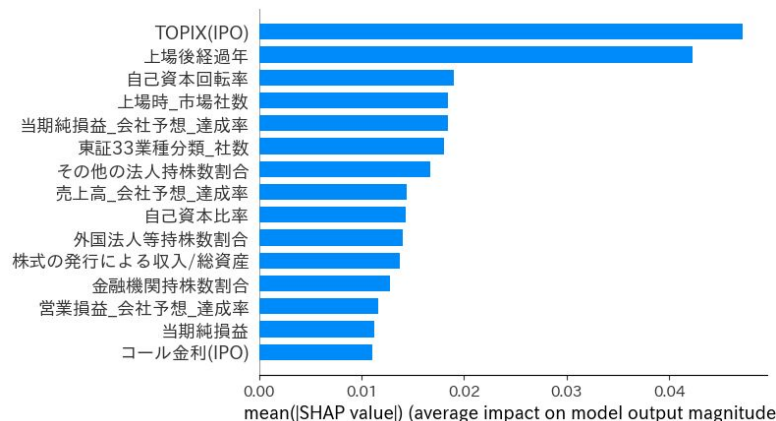
4. 分析結果と解釈

モデルの構築

上場時点モデルに基づく、各変数の寄与を図に示す。縦軸が各変数、横軸がSHAP値である。影響度の大きい上位15変数を表示している。

この図に基づくと、上場時の変数の中でも、IPO時点のTOPIX水準が最も大きい。その他、自己資本回転率、市場社数、会社予想の達成率等が比較的影響していることが分かる。

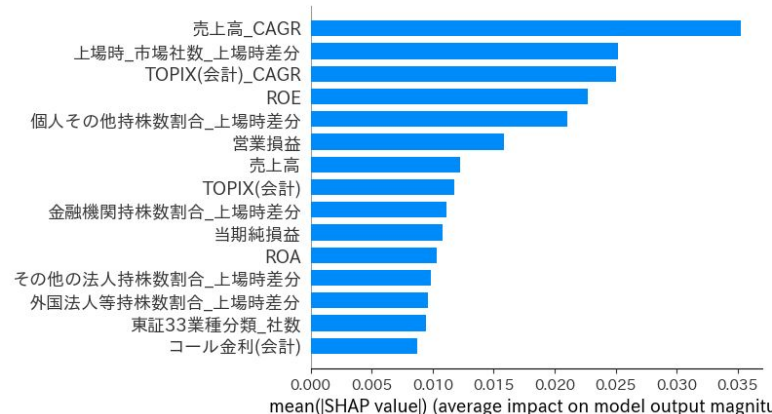
<時価総額成長率に対して影響度が大きい上場時点の変数>



上場後モデルに基づく、各変数の寄与を図に示す。縦軸が各変数、横軸がSHAP値である。影響度の大きい上位15変数を表示している。

この図に基づくと、上場後の変数の中でも、売上高のCAGR、市場社数の推移、上場後の各年度におけるTOPIXとそのCAGR、ROE、売上高、営業損益等の相関性が大きい。上場時点モデルに対して、売上高やTOPIX等のCAGR、社数や持分の上場時からの差分等が上位に挙がってきている。

<時価総額成長率に対して影響度が大きい上場後の変数>



(出所) INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループ、日本銀行より作成

(※)TOPIXの指数値及びTOPIXに係る標章又は商標は、株式会社J P X総研又は株式会社J P X総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利；ノウハウ及び（指数名）に係る標章又は商標に関するすべての権利はJ P Xが有します。J P Xは、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

4. 分析結果と解釈

仮説と検証結果一覧

No.	仮説	検証結果
1	市場環境の影響	TRUE
2	時価総額成長率は、業績の影響が大きい。影響度は時点で変わる	TRUE
3	上場時点の業績数値が（絶対的・相対的）良好な企業ほど、上場以降の成長性が維持される（製薬・バイオ等ノイズになる業種は抜く）	TRUE
4	上場前に複数のセグメントを有している企業の方が、上場後も単一のセグメントの企業よりも、大きく成長することができる	TRUE
5	上場後の資金調達のスピードが速い	TRUE
6	IPO時の資金調達額が大きいほどその後の事業成長が大きくなって時価総額があがる	FALSE
7	海外展開をしているスタートアップにおいて、海外売上高と時価総額成長率は相関する	TRUE
8	海外展開をしているスタートアップのうち、高成長している企業は業種に依存する	TRUE
9	IPO後にも継続的に成長率が高いスタートアップは、未上場前からM&Aの回数が多くかつ上場後もM&Aの回数が多い	TRUE
10	IPO時にコミットした業績を、IPO初年度に達成出来ていない場合には、その後1-2年をかけて株価が調整される	TRUE
11	各業種に属する社数が大幅に多いまたは少ない場合に、その業種の時価総額の平均値は大きく成長する	FALSE

(※) 本検証では、時間の前後情報や区分の比較を加味した要因分析を行っており、一定の因果関係を踏まえた分析を行っている。ただし、時点の前後関係の把握が難しいイベントについては精緻に因果関係を分析しておらず、相関性の検証にとどまっている

仮説と検証結果一覧

No.	仮説	検証結果
12	（上場後に業種変更がない前提で）現時点で各社が属する業種ごとに、平均時価総額の成長性が大きく異なる	TRUE
13	マイナス金利か高金利かで影響の方向が逆になる	TRUE
14	上場時点マザーズ上場社数と、上場後各時点でのマザーズ上場社数の変化は、時価総額成長に負の相関を持つ	TRUE
15	上場前、上場時、上場後で株主が変わる影響（機関投資家が入る影響）	TRUE
16	スタートアップの上場後における株式分析の代表的な指標（PBR,PER,PSRなど）の推移が影響している	TRUE
17	内部統制報告書監査の実施によるコストの影響（上場後3年間は免除）	TRUE
18	未上場時のVC持分が、スムーズに機関投資家に異動しているか	TRUE
19	VC-Backedなど出資元や属性により差分が生じている	FALSE
20	スタートアップのうち何割が海外展開して、そのうち何割が高成長している	FALSE

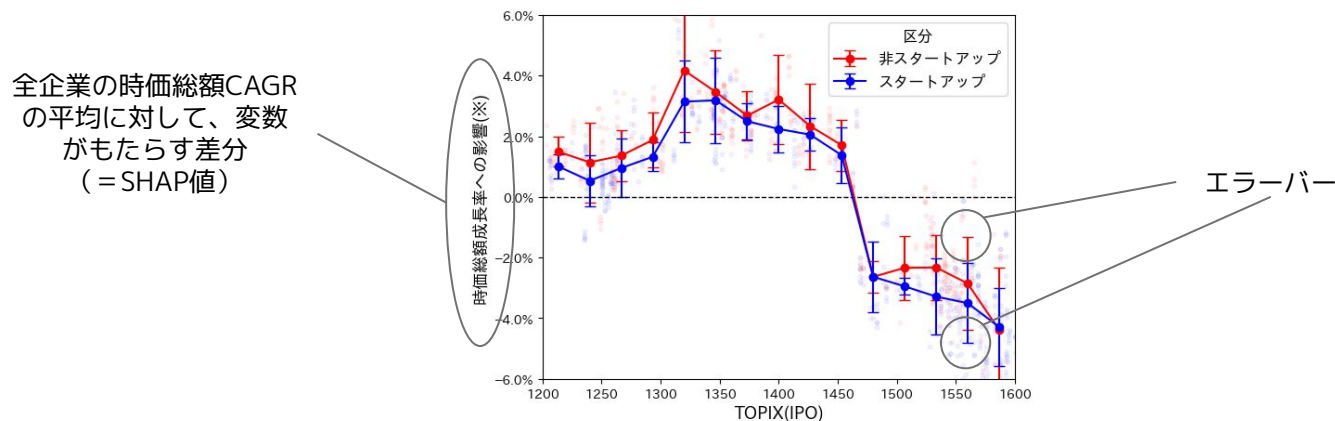
(※) 本検証では、時間の前後情報や区分の比較を加味した要因分析を行っており、一定の因果関係を踏まえた分析を行っている。ただし、時点の前後関係の把握が難しいイベントについては精緻に因果関係を分析しておらず、相関性の検証にとどまっている

図表の見方

各仮説の具体的な結果を見ていく前に、図表の見方について最初にふれる。

時価総額成長率への各変数の影響度を見ていくにあたって、平均値の折れ線グラフと各プロット点におけるエラーバーを図示している。このエラーバーは $\pm 1\sigma$ （68.3%レンジ）を示しており、サンプルの標準偏差に相当する。背景には元データの散布図をプロットしている。

また、グラフの縦軸に記載の「時価総額成長率の影響(※)」とは、全企業の時価総額AGRの平均に対して、変数がもたらす差分(⇒SHAP値)である。



(出所) INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループより作成

(※)TOPIXの指数値及びTOPIXに係る標章又は商標は、株式会社J P X総研又は株式会社J P X総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利・ノウハウ及び（指数名）に係る標章又は商標に関するすべての権利はJ P Xが有します。J P Xは、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

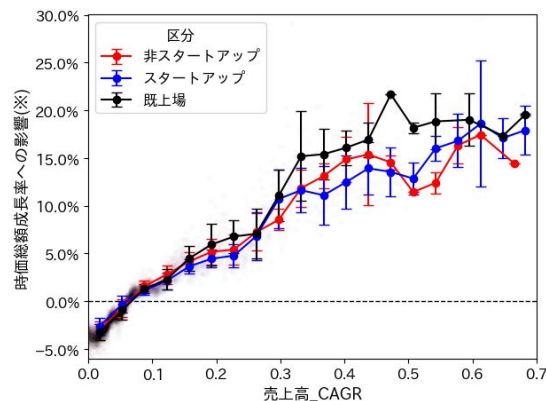
仮説検証の主要な結果

前述のモデルを用いて仮説を検証を実施して得られた主要な結果について述べる。なお、各仮説の詳細な検証結果については次ページより記す。

売上高CAGRの影響

仮説2の検証の結果、売上高のCAGRは時価総額成長率にほぼ線形に相関することが分かった（左下図）。また、売上高のCAGRが小さい場合には、時価総額の成長にマイナスに働く。

< 売上高成長率の時価総額成長率への影響度 >

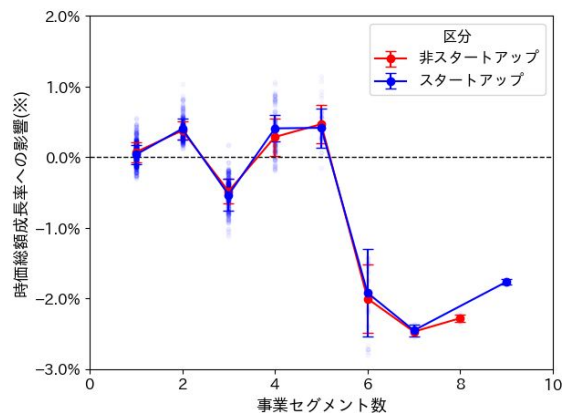


※上場後モデル

事業セグメント数の影響

次に、仮説4の検証の結果、上場時点のセグメント数は、5セグメントまでは時価総額成長率とやや正の相関があった（中央下図）。一方、それ以上のセグメント数になると、時価総額成長率への影響はマイナスになる。

< 事業セグメント数の時価総額成長率への影響度 >

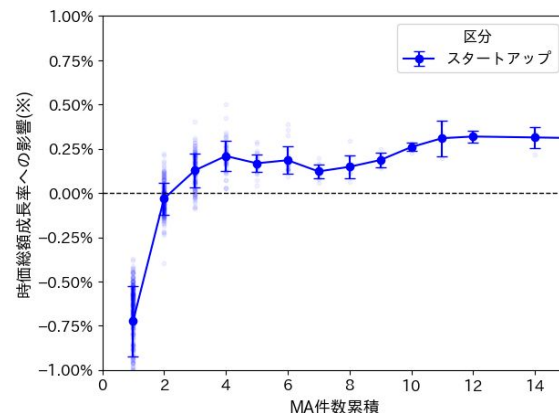


※上場時点モデル

M&A件数の影響

さらに、仮説9の検証の結果、上場後にM&Aの累計件数が増えると、時価総額成長率への影響が増大する傾向にあることが分かった（右下図）。ただし、2件程度までは時価総額成長率への影響は小さく、3件以上になると大きくなる。

< 累積M&A件数の時価総額成長率への影響度 >



※上場後モデル 37

4. 分析結果と解釈

仮説検証の結果から得られた、スタートアップが上場後に成長鈍化する主な理由

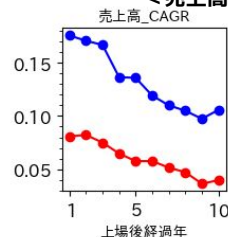
スタートアップの時価総額の年率平均成長率は上場1年目から2年目にかけて大きく鈍化し、その後も高い成長率を実現できていない。ここでは、特に中長期的に成長率が低下する理由を考察する。

<時価総額CAGRの平均的な推移>

区分	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
スタートアップ	5.57%	1.11%*	3.59%*	4.11%	5.24%

まず、上場後の時価総額成長に影響が大きい変数上位には、「売上高_CAGR」「市場社数」「ROE」がある（右上図）。このうち、売上高CAGRとROEに関しては、時価総額の成長率とほぼ線形の関係性があり、その影響度も非常に大きい。例えば、売上高のCAGRが20%であれば、時価総額の成長率は市場全体の平均よりも約5%高くなる（右下図）。

<売上高CAGRの中央値推移>

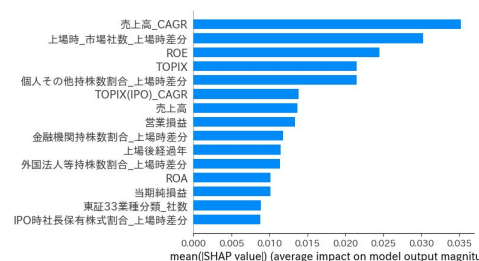


青：スタートアップ
赤：非スタートアップ

（出所）INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループ、日本銀行より作成

（※）TOPIXの指数値及びTOPIXに係る商標又は商標は、株式会社J P X 総研又は株式会社J P X 総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利；ノウハウ及び（指数名）に係る商標又は商標に関するすべての権利はJ P X が有します。J P X は、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

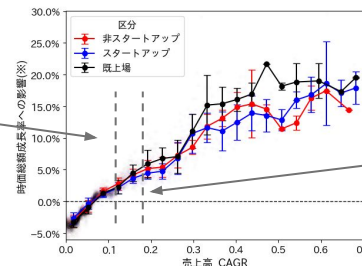
<時価総額成長率に対して影響度が大きい上場後の変数>



これに対してスタートアップの売上高のCAGRの中央値は、上場時に約18%であるのに対して、上場後10年目の時点では約11%まで落ちている（左下図）。これは、時価総額成長率への影響で表すと、約5%から1%へと4pt低下することに相当する（右下図）。

<売上高成長率の時価総額成長率への影響度>

上場後10年
目の中央値
(11%)



上場時の中央値（18%）

4. 分析結果と解釈

仮説検証の結果から得られた、スタートアップが上場後に成長鈍化する主な理由

同様に、スタートアップのROEの中央値は、上場時は約12%であるのに対して、上場後10年目の時点では約4%まで低下している（左上図）。これは、時価総額成長率への影響で表すと、約1%から-2%への3ptの低下に相当する（右上図）。

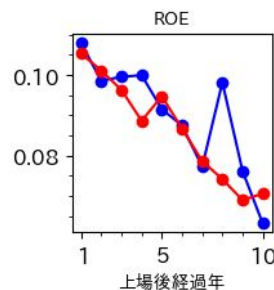
したがって、これら売上高CAGRおよびROEの変化のみで、上場後10年で時価総額の年率平均成長率は約7%低下すると考えられる。

ROEが低下する要因について、まず分母にあたる純資産と、分子にあたる当期純損益の中央値は、いずれも緩やかな右肩上がりである（右下図）。つまり、純資産の積み上がりに対して、当期純利益の増加率が低いと考えられる。

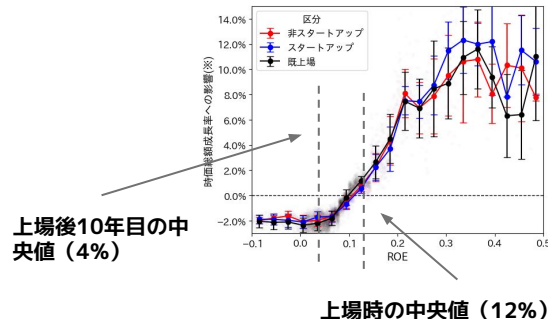
さらに、当期純利益の増加率が低い理由について要因分解する。当期純利益率は、上場時の4.8%から、上場後10年時点では3.4%まで中央値が下落している。この当期純利益率の低下と、売上高のCAGRの低下により、当期純利益の増加率が純資産の増加率を下回っていることで、ROEが低下しているものと考えられる。

以上より、スタートアップの時価総額の年率平均成長率が鈍化する主要因は、売上高のCAGRと当期利益率の低下にあることが示唆される。

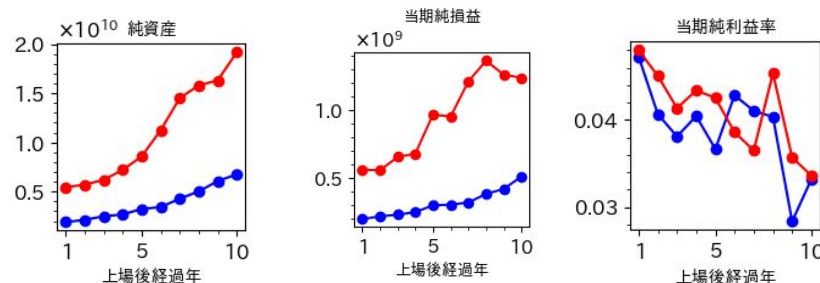
< ROEの中央値推移 >



< ROEの時価総額成長率への影響度 >



< 各財務指標の中央値推移 >



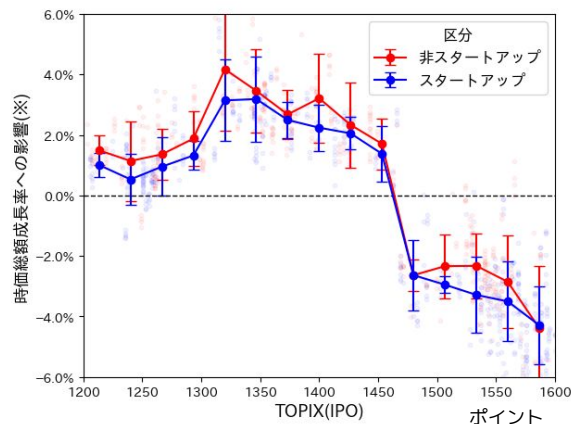
青: スタートアップ
赤: 非スタートアップ

仮説1 TOPIXの成長率と時価総額の成長率は、ほぼ比例関係にある

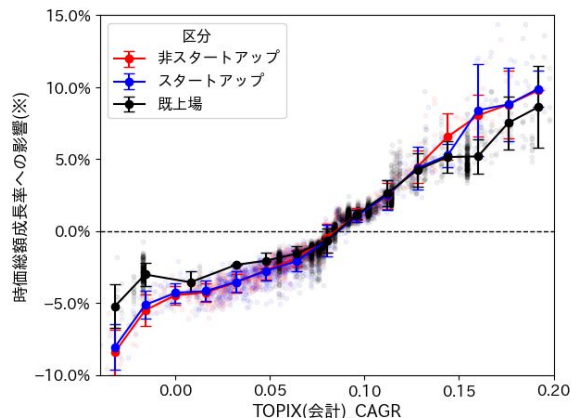
仮説1 市場環境の影響をみていく。左図は、上場時点でのTOPIXが上場後の時価総額の成長率に与える影響を可視化している。TOPIXの動きと時価総額成長率の動きは反対の方向への相関がみられる。上場時点でのTOPIXが低いと上場後の成長性は高く、上場時点でのTOPIXが高いと上場後の成長性は低い傾向にある。

右図は、上場後のTOPIXの累積年率成長率（CAGR）の影響を図示している。TOPIXの成長率と時価総額の成長率は、ほぼ比例関係にあることが分かる。また、この傾向は企業区分に依らない。

<上場時点モデルで観測される「IPO時点でのTOPIX」の影響>



<上場後モデルで観測される「TOPIX成長率」の影響>



（出所）INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループより作成

（※）TOPIXの指数値及びTOPIXに係る標準又は商標は、株式会社J P X 総研又は株式会社J P X 総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利・ノウハウ及び（指数名）に係る標準又は商標に関するすべての権利はJ P X が有します。J P X は、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

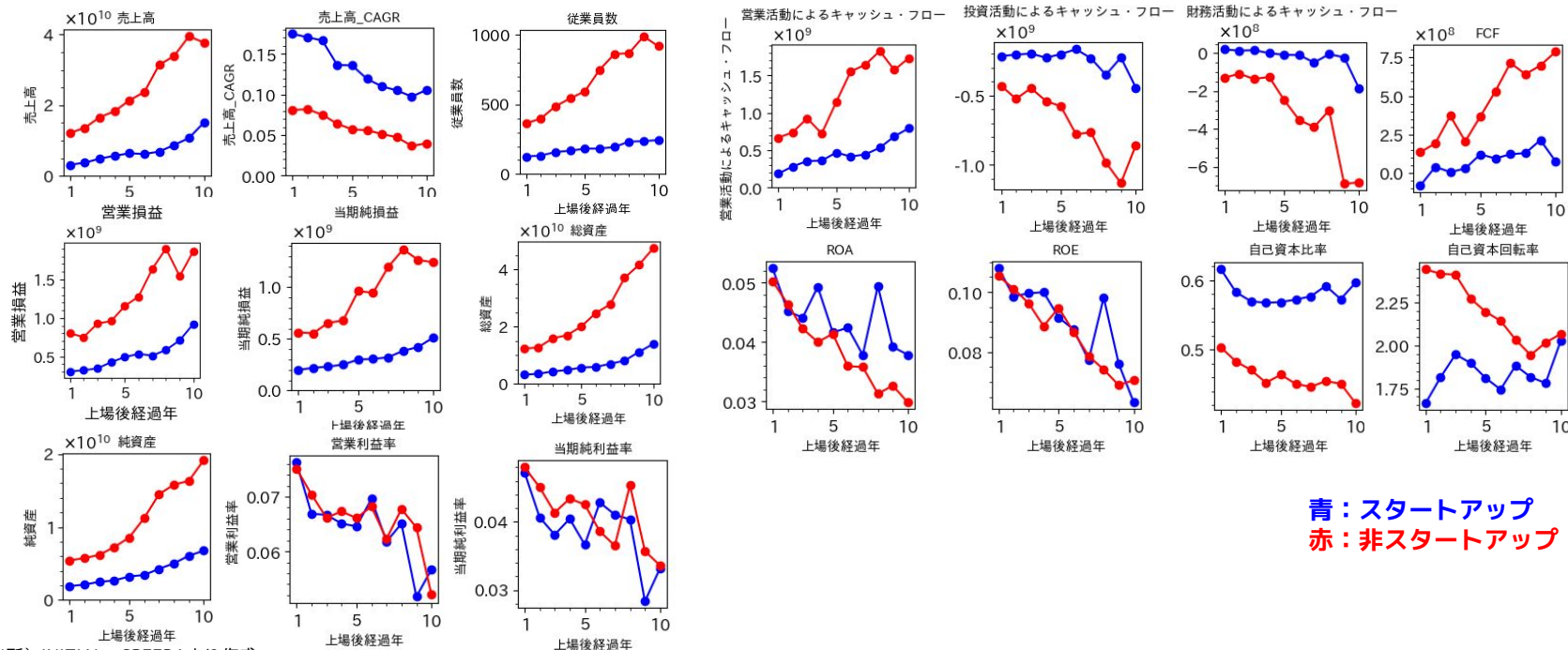
仮説2 財務項目は項目ごとに影響の出方が異なる

続いて、仮説2 時価総額成長率は、業績の影響が大きい。影響度は時点で変わるを検証していく。上場後の各年度の指標の中央値を図示している。

業績やキャッシュフローの時系列推移の傾向はスタートアップ・非スタートアップで大差なし。ただし、値自体の乖離は大きい。

マルチプルは、上場当初はスタートアップと非スタートアップで大きく乖離しているが、3-4年をかけて同水準に収束していく

<各年度における財務情報の中央値推移>



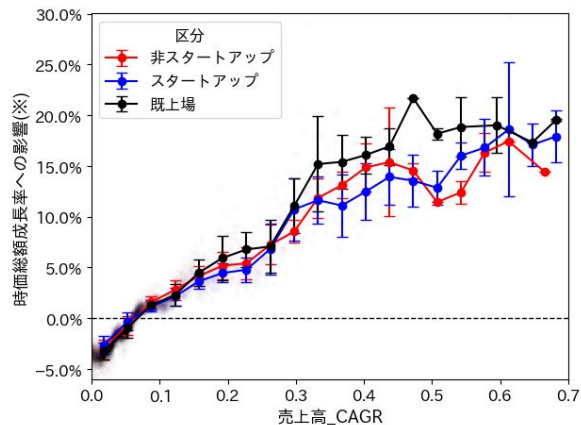
仮説2 売上高のCAGRは時価総額成長率にほぼ線形に相関する

売上高の影響を分析する。

左図より、売上高のCAGRは時価総額成長率にほぼ線形に相関する。また、売上高のCAGRが小さい場合には、時価総額の成長にマイナスに働くことが分かる。

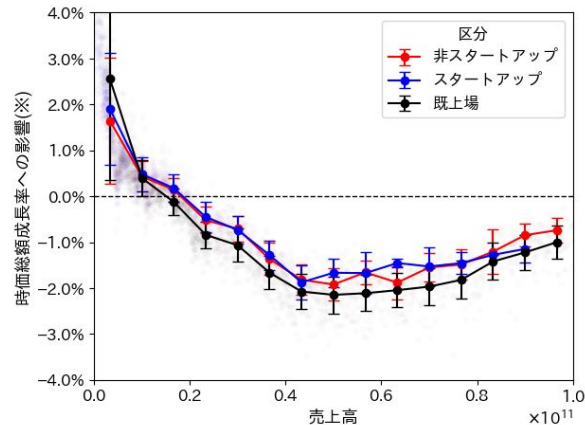
また、右図より、売上高は200億円程度までは時価総額成長率と正の相関を持つが、その後には負の影響が大きくなる。

<売上高成長率の時価総額成長率への影響度>



※上場後モデル

<売上高の時価総額成長率への影響度>



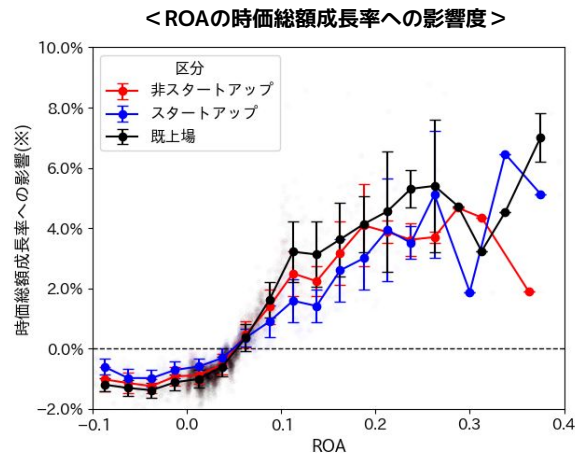
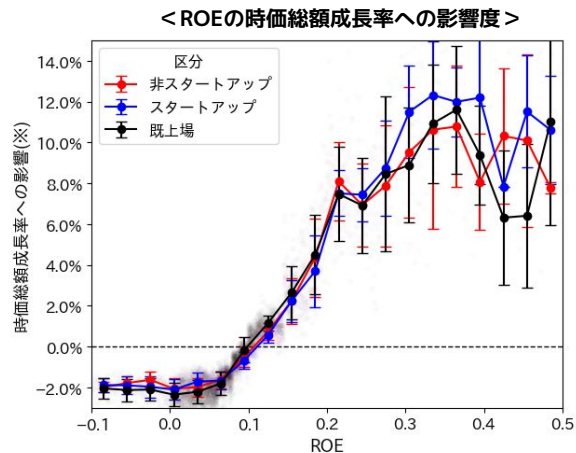
※上場後モデル

仮説2 ROEとROAは時価総額成長率への影響する正負の方向が入れ替わる

財務指標の影響を分析する。

ROEについて、0.1倍前後で時価総額成長率へ影響する正負の方向が入れ替わる。ROEの値にほぼ比例する形で、時価総額成長率は増大する。

ROAについても、ROEと同傾向は同じである。0.05倍前後で時価総額成長率への影響する正負の方向が入れ替わり、ROAの値にほぼ比例する形で、時価総額の成長率は増大する。



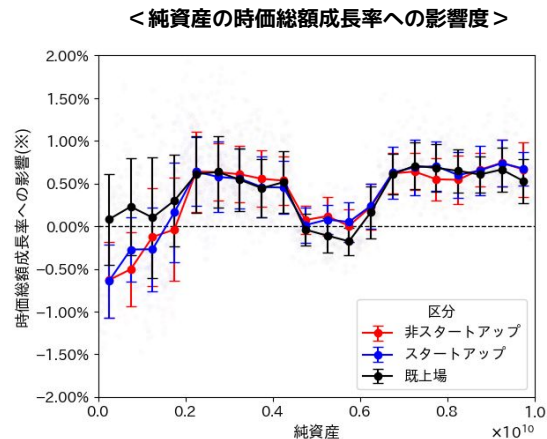
※上場後モデル

仮説2 純資産は20億円付近までは時価総額成長率に負の相関

純資産の影響を分析する。

下図より、純資産については、20億円付近までは時価総額成長率に負の相関を持つ。その後、正の相関に転換するが影響度は小さい。

この傾向は、スタートアップとその他で特に大きく変わらない。



※上場後モデル

仮説2 キャッシュフローの影響の出方はそれぞれ異なる

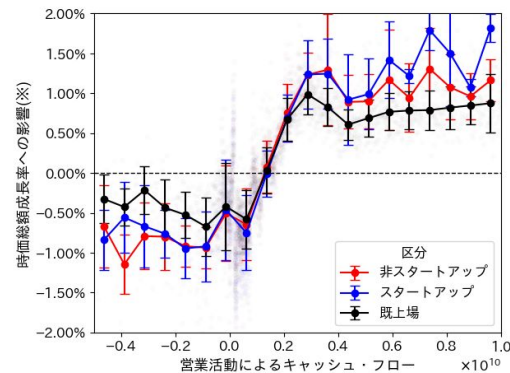
キャッシュフローの影響を分析する。

営業活動によるキャッシュフローは、0億円前後で時価総額成長率に影響する正負の方向が入れ替わる。営業キャッシュフローが正の場合、その値に大きくは依らず、時価総額成長率に対して正に働く。特に、スタートアップの場合は、他の企業区分よりもやや影響が大きくなる。

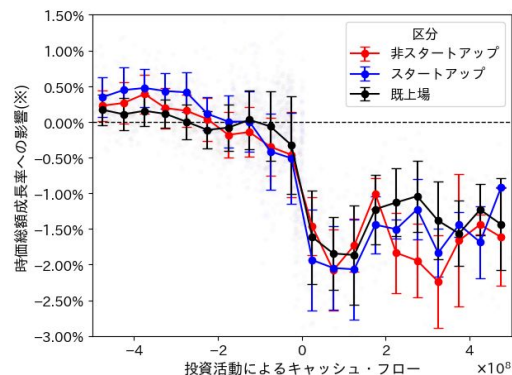
投資活動によるキャッシュフローは、-2億円前後で正負の方向が入れ替わる。投資キャッシュフローが-2億円を超えると、時価総額成長率に負の影響がある。

財務活動によるキャッシュフローは、0億円以下では時価総額成長率への影響はほぼゼロとなる。一方、1億円を超えると、時価総額成長率への影響は増大する。特にスタートアップにおいては、他の企業区分の倍程度の影響があることがわかる。

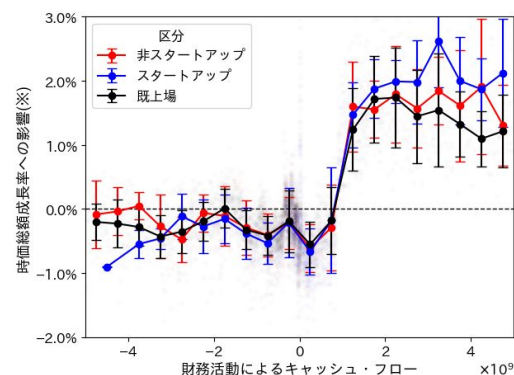
<営業活動キャッシュフローの時価総額成長率への影響度>



<投資活動キャッシュフローの時価総額成長率への影響度>



<財務活動キャッシュフローの時価総額成長率への影響度>

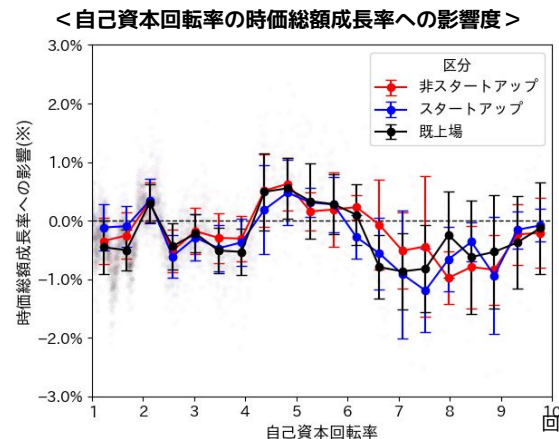
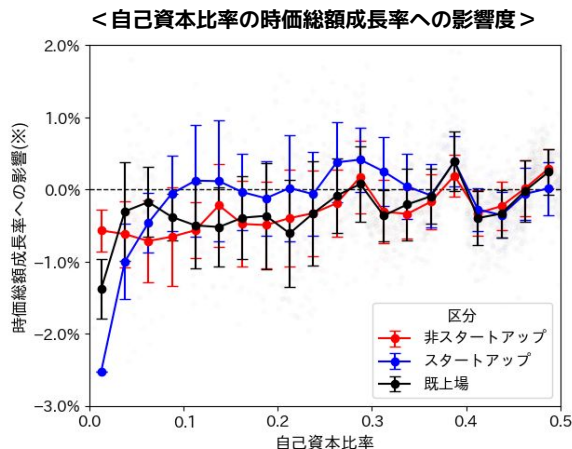


仮説2 自己資本比率は0.3倍を超えると影響がほぼゼロになる

財務指標の影響を分析する。

自己資本比率について、0.3倍以下においては成長にマイナスに影響するが、0.3倍を超えると影響はほぼゼロになる。

自己資本回転率については、時価総額成長率への影響は大きくはなく、傾向も特にみられない。



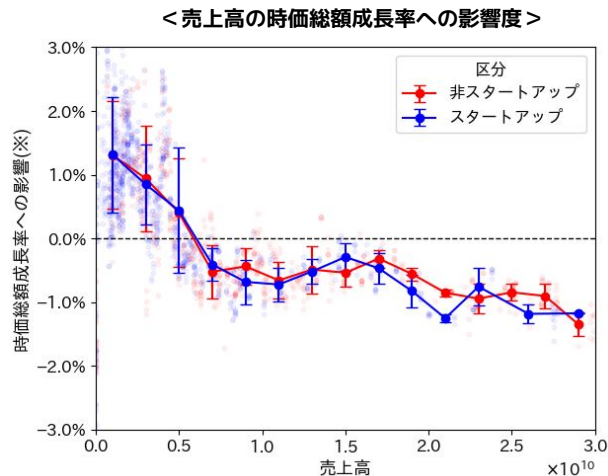
※上場後モデル

仮説3 上場時点の売上高と従業員数は影響の出方が変わる

仮説3「上場時点の業績数値が（絶対的・相対的）良好な企業ほど、上場以降の成長性が維持される（製薬・バイオ等ノイズになる業種は抜く）」について、上場時点の売上高の影響を分析する。

売上高は、50億円程度までは時価総額成長率と正の相関がみられ、それ以上になると負の相関になる。

この傾向に、スタートアップ・非スタートアップの差異が認められない。

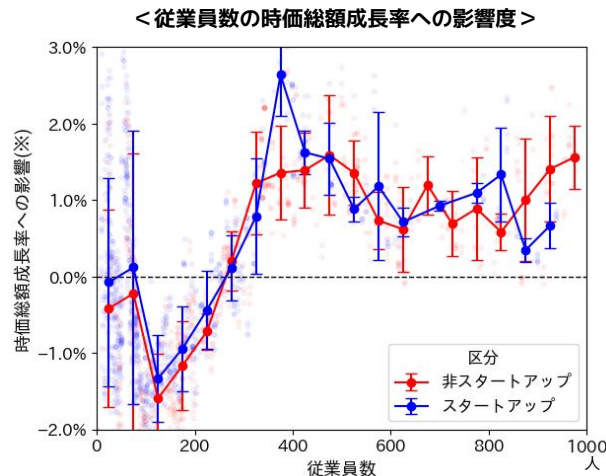


（出所）INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループより作成

上場時点の従業員数の影響を分析する。

従業員数は、20名程度以下の場合は時価総額成長率と負の相関を持つ。20～80名程度までは特に明確な傾向はない。80名～300名程度までは時価総額成長率と強い負の相関を持ち、その後、300名超になると時価総額成長率との正の相関が大きくなる。

この傾向に、スタートアップ・非スタートアップの差異が認められない。



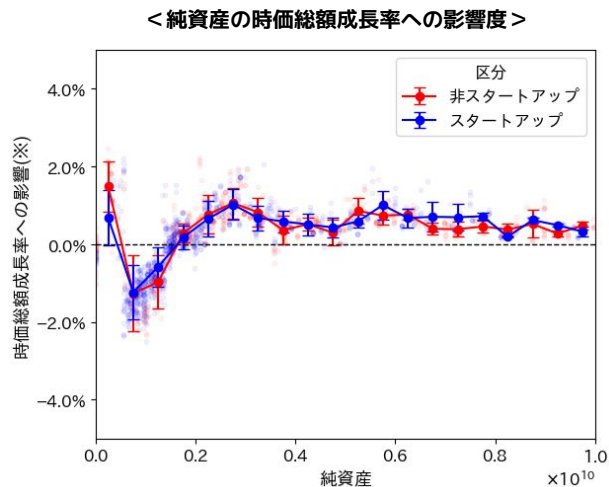
※上場時点モデル

仮説3 上場時点の純資産と総資産は影響の出方が異なる

上場時点の純資産の影響を分析する。

純資産は、20億円以下では時価総額成長率と負の相関があるが、それ以上になると正の相関となる。

この傾向に、スタートアップ・非スタートアップの差異が認められない。

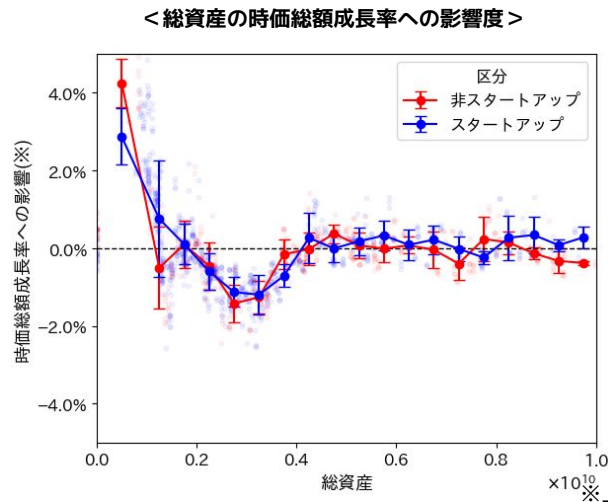


(出所) INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループより作成

上場時点の総資産の影響を分析する。

総資産は、40億円以下は時価総額成長率へ影響する方向に正負が混ざり、ノイズも多く明確な傾向はない。その後100億円程度まではやや正の相関がある。

この傾向に、スタートアップ・非スタートアップの差異が認められない。



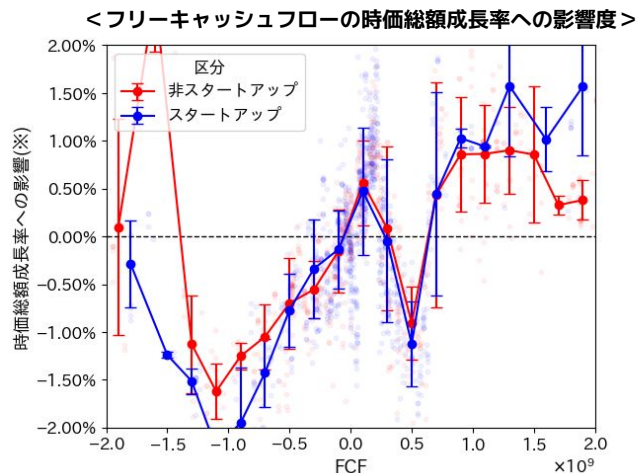
※上場時点モデル

仮説3 上場時点の営業CFは約10億円超だとポジティブな影響がある

上場時点のフリーキャッシュフローの影響を分析する。

フリーキャッシュフローはゼロ以下の場合には、時価総額成長率とやや負の相関がある。しかし、全体として個社ごとのブレが大きく、明確な特徴みられない。

この傾向に、スタートアップ・非スタートアップの差異が認められない。

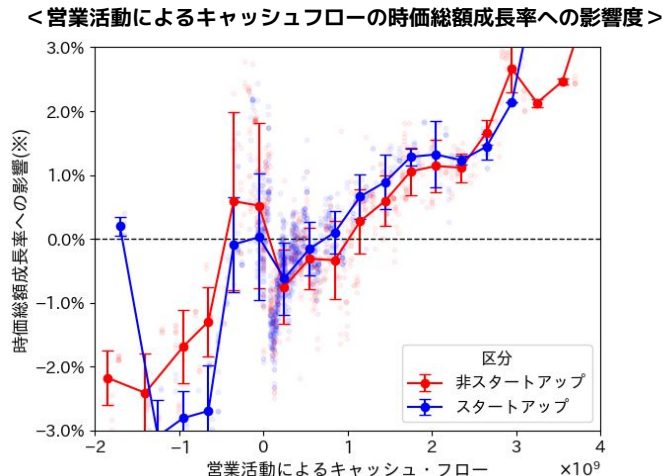


(出所) INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループより作成

上場時点の営業活動によるキャッシュフローによる影響を分析する。

営業活動によるキャッシュフローは、ゼロ以下から10億円程度までは、時価総額成長率と概ね比例する形で向上する。特に10億円程度を超えてから、営業活動によるキャッシュフローの増大に伴う形で時価総額成長率への影響がポジティブになる。

この傾向に、スタートアップ・非スタートアップの差異が認められない。



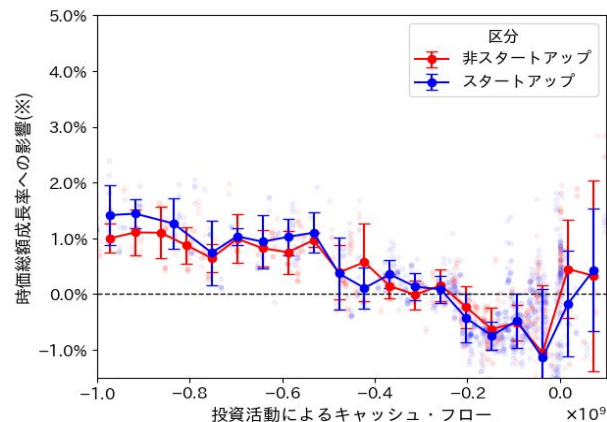
仮説3 上場時点の投資CFと財務CFは影響の出方が異なる

上場時点の投資活動によるキャッシュフローによる影響を分析する。

投資活動のキャッシュフローは、-4億円程度までは、時価総額にたいして各社ばらつきはありつつも、一定の正の相関がみられる。-2億円～0億円は、やや負の相関が表れる。その後、投資活動によるキャッシュフローがプラスになると、時価総額成長率へ相関が再び正の方向へ転じている。

この傾向に、スタートアップ・非スタートアップの差異が認められない。

＜投資活動によるキャッシュフローの時価総額成長率への影響度＞

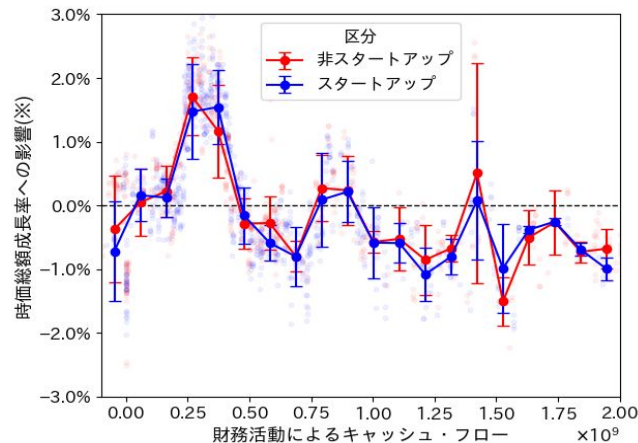


上場時点の財務活動によるキャッシュフローによる影響を分析する。

財務活動によるキャッシュフローは、2-5億円程度では、時価総額成長率と正の相関がみられる。一方、5億円を超えると、時価総額成長率への影響度は横ばいとなり、負の方向となる。

この傾向に、スタートアップ・非スタートアップの差異が認められない。

＜財務活動によるキャッシュフローの時価総額成長率への影響度＞



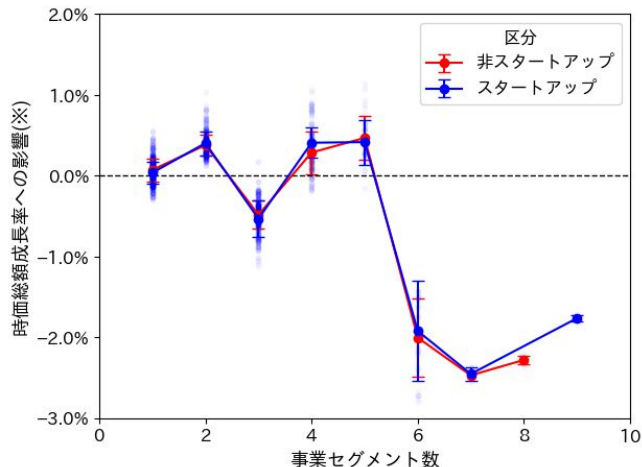
仮説4 上場時点のセグメント数は、5セグメントまでは時価総額成長率とやや正の相関がある

仮説4「上場前に複数のセグメントを有している企業の方が、上場後も単一のセグメントの企業よりも、大きく成長することができる」を検証する。

上場時点での事業セグメント数について分析する。

上場時点のセグメント数は、5セグメントまでは時価総額成長率とやや正の相関がある。一方、それ以上のセグメント数になると、時価総額成長率への影響はマイナスになる。

<事業セグメント数の時価総額成長率への影響度>



※上場時点モデル

仮説5 上場後の資金調達と時価総額成長率には相関がある

仮説5「上場後の資金調達のスピードが速いと時価総額成長率が高い」を分析する。

上図は、総資産に対する株式発行による収入の比率が、各年度の時価総額成長に与える影響を図示している。

株式による資金調達は、総資産に占める比率が上がるほど、時価総額成長率と正の相関が大きくなる事が分かる。

下図は、株式の発行による収入の累積金額の影響を図示している。

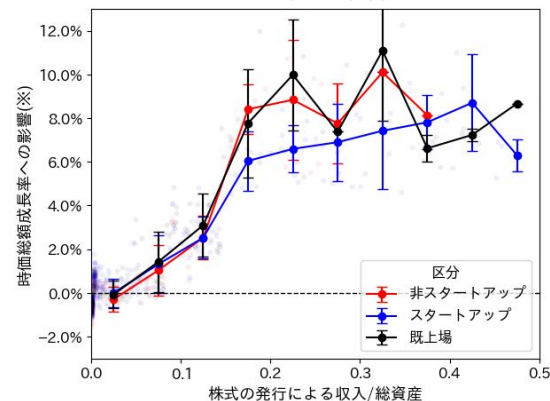
株式による収入の影響は、累積金額が10億円程度までは時価総額成長率と正の相関がみられる。一方で、累積金額が10億円を超えると、個社ごとのばらつきが大きいものの、やや負の相関がみられる。

<考察>

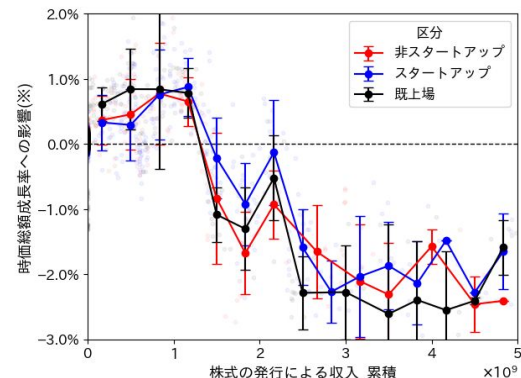
上場後にエクイティ・ファイナンス出来る企業は時価総額が伸びている場合が多い。従って、上記の分析のとおり、上場後の資金調達と時価総額成長率には相関があるものの、時価総額が成長することで資金調達ができるようになる因果関係をもつ可能性がある。

エクイティ資金調達が出来る要因としては、①IRがしっかりしている、②一定の時価総額が既にある、③資金使徒を説明することができる、などが考えられる。

<株式の発行による収入/総資産の時価総額成長率への影響度>



<株式の発行による収入（累積）の時価総額成長率への影響度>



仮説6 上場時の公募調達額は平均的には上場後の時価総額成長率へ影響していない

仮説6「IPO時の資金調達額が大きいほどその後の事業成長が大きくなって時価総額があがる」を分析する。

上図より、上場時点での累計調達額は分散は大きいものの、平均値としては上場後の成長が変わる傾向はみられない。

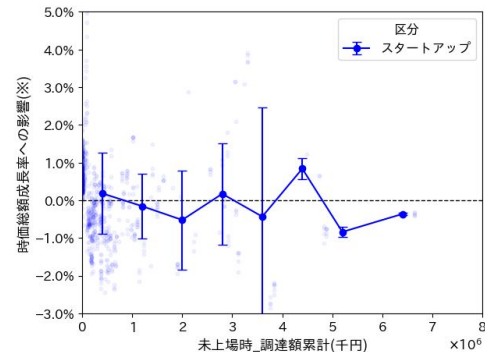
下図より、IPO時の資金調達額についても分散は大きいものの、平均値として上場後の成長が変わる傾向はみられない。

<考察>

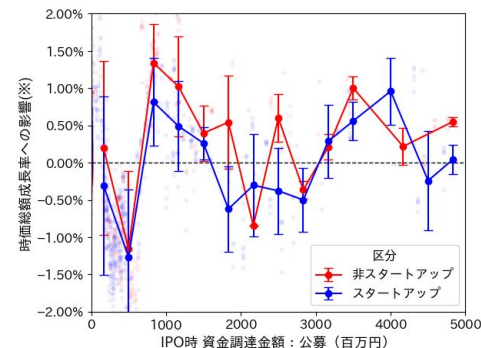
機関投資家による投資の観点进行を考えるとオフリングサイズ（＝（公募株数+売出株数）×株価）が重要である一方、売出株数に関するデータが整備されていないため、本調査では公募価格のみを分析に用いた。そのため、新規発行による資金調達を抑え、売出を増やすケースの影響を勘案できていない可能性がある。

また、時価総額成長率に直接的に影響するのは売上高成長が主要因であり、資金調達はオーガニックまたはM&A等を通じて売上高成長を伸ばす間接要因であるため、影響度が小さいという結果になっている可能性がある。

<未上場時の資金調達額累計の時価総額成長率への影響度>



<IPO時の資金調達額（公募）の時価総額成長率への影響度>



仮説7 海外売上高比率と時価総額成長率は単相関しない

次に、仮説7「海外展開をしているスタートアップにおいて、海外売上高と時価総額成長率は相関する」を検証する。

ここでは、スタートアップに限定せず、海外売上高と時価総額の関係性を分析する。これにより、スタートアップが海外売上高を増やしていった場合の時価総額成長率性の可能性を探る。

まず、モデルを使用して要因分解せず、海外売上高比率と時価総額成長率の実績値を確認する。下図は、上場後5年以内に海外売上高が存在するスタートアップに関して、各年度での海外売上高比率と時価総額成長率の分布を示すものである。

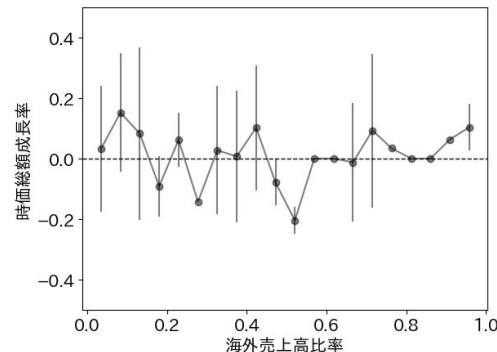
図より、時価総額成長率の平均値が高成長（20%超など）となっている海外売上高比率はなく、平均的にはいずれの海外売上高成長率であっても、時価総額の成長率が高くなるとは言えないことが分かる。

ただし、この集計では他変数の影響を考慮していないため、モデルを用いて要因分解を行い、そのなかで海外売上高の影響を精査する。

<考察>

分散が大きく時価総額成長率が-20%~40%に点在しているため、個社毎の要因が大きいことが示唆される。

<海外売上高比率ごと時価総額成長率の分布>

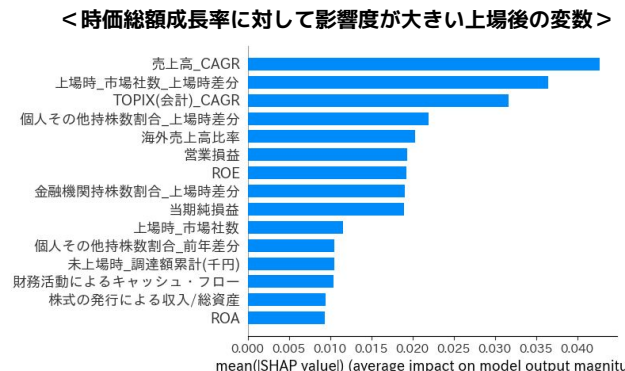


仮説7 海外展開の有無で各変数が時価総額成長率に与える非線形的な影響は大きく変化なし

海外売上高の開示がある企業に絞って、時価総額成長率の要因を分析する。

下図に、上場後の変数による時価総額成長率への寄与を示す。縦軸が各変数、横軸がSHAP値である。影響度の大きい上位15変数を表示している。この図に基づくと、上場後の変数の中でも、売上高のCAGR、市場社数の推移、個人・金融機関による持分の変化等の相関性が大きい。[海外展開していない企業も含んだ場合](#)に比べて、金融機関による持分、海外売上高比率の影響が上がり、ROE、売上高等の影響がやや下がっている。

各変数が時価総額成長率に与える非線形的な影響については、海外展開していない企業も含んだ場合と大きく変化はない。



(出所) INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループ、日本銀行より作成

(※)TOPIXの指数値及びTOPIXに係る商標又は商標は、株式会社J P X 総研又は株式会社J P X 総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利、ノウハウ及び（指数名）に係る商標又は商標に関するすべての権利はJ P X が有します。J P X は、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

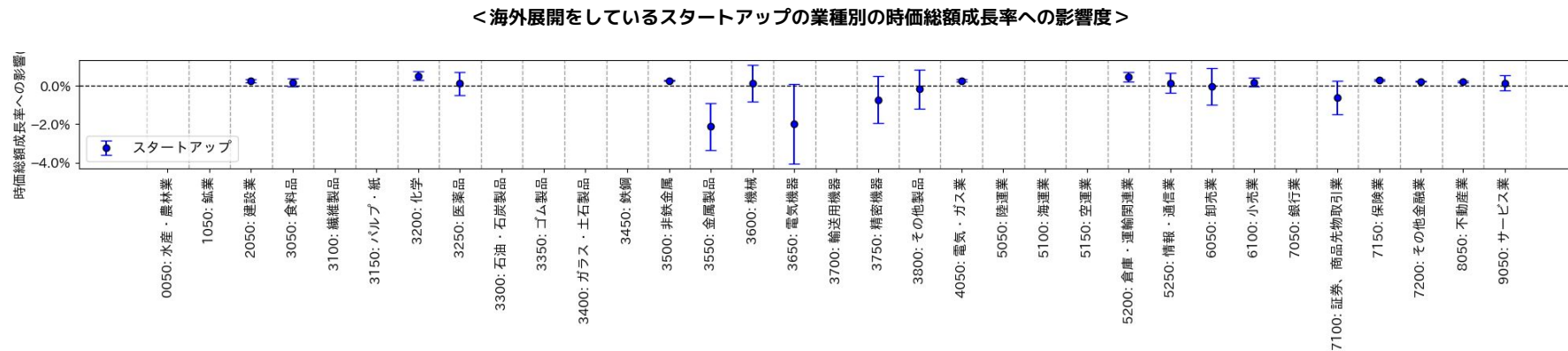
仮説8 海外展開がプラスに働く特定の業種がみられる

仮説8「海外展開をしているスタートアップのうち、高成長している企業は業種に依存する」について分析する。

具体的には、東証33業種分類と海外売上高比率の組み合わせが、時価総額の成長性に与える影響を分析する。

下図は、5年以内に海外展開しているスタートアップ企業に関する、業種ごとの成長性の分布を示したものである。時価総額成長率に有意にプラスに働いている業種は、化学、非鉄金属、電気・ガス業、倉庫・運輸関連業である。有意にマイナスに働いている業種は、金属製品である。その他の業種については、特にプラス・マイナスの傾向は観測されない。

※統計的有意性は、サンプルの $\pm 1\sigma$ 区間（68.3%レンジ）を用いて識別



仮説9 上場後のM&Aの累計件数が増えると、時価総額成長率への影響が増大する傾向にある

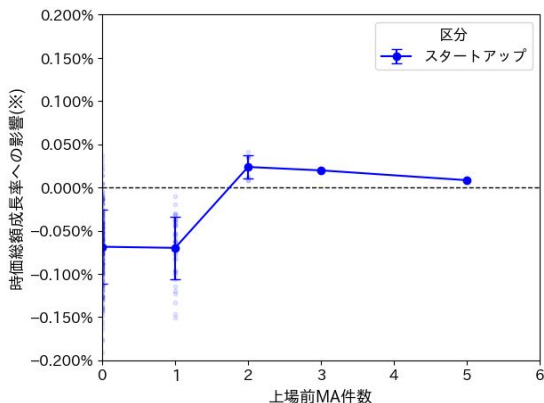
仮説9「IPO後にも継続的に成長率が高いスタートアップは、未上場前からM&Aの回数が多くかつ上場後もM&Aの回数が多い」をみていく。

M&A件数と時価総額成長率の関係性を分析する。

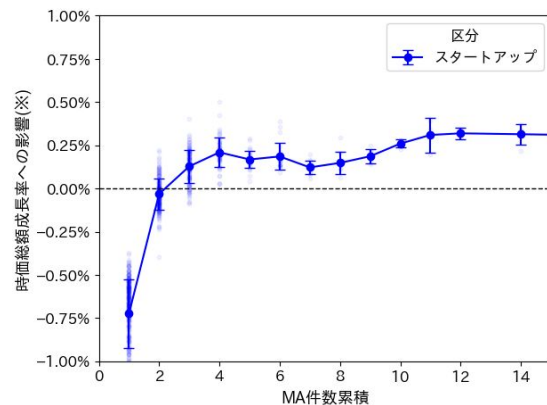
左図は上場前M&Aの影響を示している。上場前のM&A件数の影響は総じて限定的である。M&Aの件数に依らず時価総額成長率への影響は0.1%以下と、非常に小さい。

一方、上場後にM&Aの累計件数が増えると、時価総額成長率への影響が増大する傾向にあることが分かる。ただし、2件程度までは時価総額成長率への影響は小さく、3件以上になると大きくなる。

<上場前のM&A実施件数の時価総額成長率への影響度>



<累積M&A件数の時価総額成長率への影響度>



※上場後モデル

仮説9 上場後のM&A件数累計が10件以上のケースが時価総額成長率が高まる傾向にある

<考察>

M&Aの件数が時価総額成長率へ及ぼす影響度（SHAP値）という切り口ではなく、単純に上場前後のM&Aの件数毎に時価総額成長率を比較したものを下表に示す。時価総額成長率が高まる傾向にあるのは、上場後のM&A件数累計が10件以上になるケースであり、時価総額成長率は20%程度に達する。この値は前のページで示されたM&A件数の時価総額成長率への影響を上回り、差分が生じている状況だ。

そこで、M&A件数以外で説明される要因を考える。M&Aの累積件数が間接的に影響を及ぼし、かつ「[時価総額成長率に対して影響度が大きい上場後の変数](#)」は、売上高成長率が妥当であると考えられる。

また、M&Aの実績が多いことは、その企業にM&Aの経験が豊富に溜まっていることと、持ち込みのM&Aではなく自発的なM&Aの割合が多いと捉えられることから、M&Aの実績が多いことがプレミアムになっている可能性がある。一方で、海外企業の買収にはネガティブに反応するなど、M&Aの内容によって時価総額への反映は異なる。なお、上場企業のM&Aの研究では、M&Aの形式（垂直・水平、救済・非救済）、買収プレミアム、合意までの日数、文化的類似性などがよく成功要因として分析されている。ただし、スタートアップとの関係性については十分に分析はされていない。

<上場前後でのM&A件数の区分による時価総額成長率への寄与>

	件数	上場後M&A件数 1件以下	上場後M&A件数 1-10件	上場後M&A件数 10件以上
上場前M&A 1件以下	206件	-1.85%	1.43%	27.29%
上場前M&A 2件以上	8件	2.69%	3.69%	18.04%

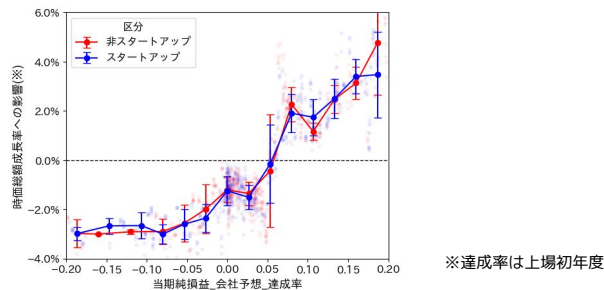
仮説10 達成率が閾値を超えている場合には、時価総額成長率への影響は右肩上がりになる

仮説10「IPO時にコミットした業績を、IPO初年度に達成出来ていない場合には、その後1-2年をかけて株価が調整される」を分析する。

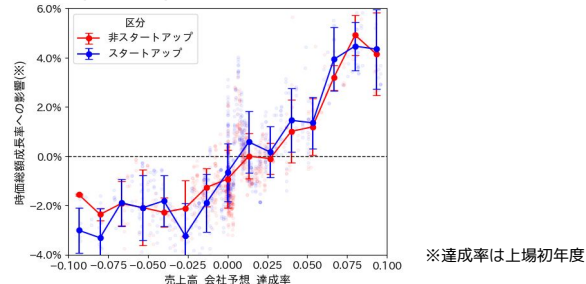
具体的には上場後の最初の会社予想の達成率と、その後の時価総額成長率の関係性を分析する。

会社予想の達成率が一定の閾値（105%前後）以下の場合、時価総額成長率への影響が大きくとも-5%程度である一方で、達成率が閾値を超えている場合には、時価総額成長率への影響は右肩上がりになる。この時価総額の調整は、IPO初年度に最も大きく、その後、3年程度をかけて影響が収束することが分かる。

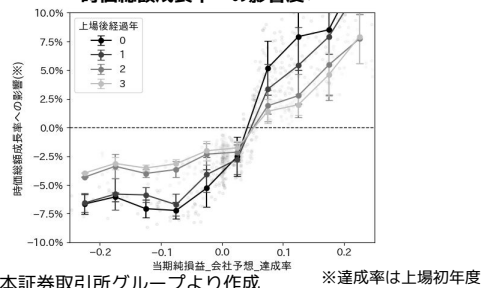
<当期純損益（会社予想）達成率の時価総額成長率への影響度>



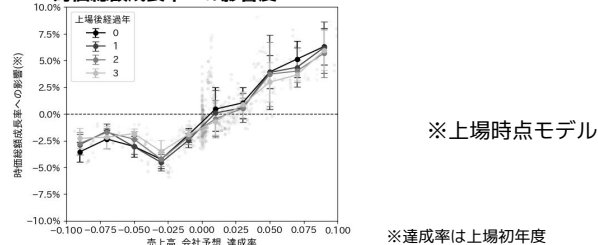
<売上高（会社予想）達成率の時価総額成長率への影響度>



<上場後経過年数ごとの当期純損益（会社予想）達成率の時価総額成長率への影響度>



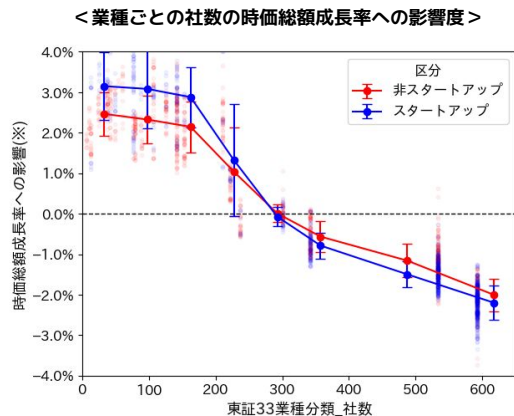
<上場後経過年数ごとの売上高（会社予想）達成率の時価総額成長率への影響度>



仮説11 各業種の社数が一定のレンジにあると時価総額成長率に正の影響を及ぼす

仮説11「各業種に属する社数が大幅に多いまたは少ない場合に、その業種の時価総額の平均値は大きく成長する」を分析する。上場時点の業種毎の社数の影響を分析する。なお、本研究で用いる業種はデータ取得時点の企業毎の業種が上場時点も同じであることが前提である。

業種ごとの社数が300社以下の場合、時価総額成長率に正の影響を及ぼす。一方で、社数が300社をある程度超えると、成長性に負の影響を及ぼす。スタートアップの場合にはこの影響がより強く表れる。



※上場時点モデル

(出所) INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループより作成

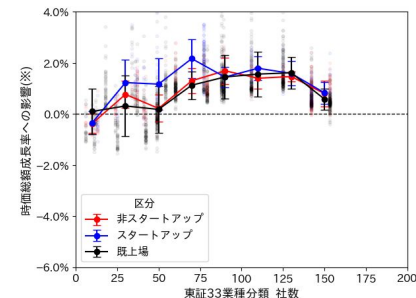
上場後の業種毎の社数の影響を分析する。

業種ごとの社数が50-400社程度の場合、時価総額成長率と正の相関がみられる。このレンジから外れると、時価総額成長率に負の影響を及ぼす。

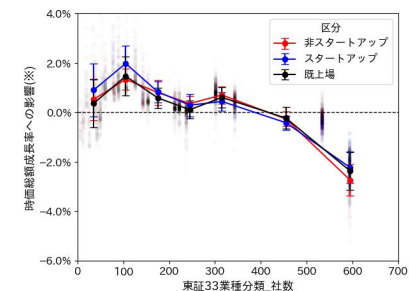
<考察>

学術の世界では、イノベーション・競争の議論においてU字カーブの真ん中付近の場合に最も成功しやすいといわれることに通じる。

<業種ごとの社数の時価総額成長率への影響度>



<業種ごとの社数の時価総額成長率への影響度>



※上場後モデル

仮説12 現時点で各社が属する業種ごとに、平均時価総額の成長性が大きく異なる

時価総額成長性を、現時点で各社が属する業種・区分ごとにみる。

以下は各分類における社数を示している。

東証33業種分類コード	スタート アップ	非スタート アップ	既上場
0050: 水産・農林業	-	1	3
1050: 鉱業	-	-	2
2050: 建設業	3	23	24
3050: 食料品	4	14	23
3100: 繊維製品	-	3	12
3150: パルプ・紙	-	3	3
3200: 化学	5	20	31
3250: 医薬品	27	5	8
3300: 石油・石炭製品	-	2	1
3350: ゴム製品	-	-	7
3400: ガラス・土石製品	-	2	7
3450: 鉄鋼	-	2	8
3500: 非鉄金属	1	2	3
3550: 金属製品	2	4	15
3600: 機械	4	18	39
3650: 電気機器	9	13	40
3700: 輸送用機器	3	2	15

東証33業種分類コード	スタート アップ	非スタート アップ	既上場
3750: 精密機器	4	2	9
3800: その他製品	9	11	17
4050: 電気・ガス業	3	1	5
5050: 陸運業	-	8	15
5100: 海運業	-	-	2
5150: 空運業	-	3	1
5200: 倉庫・運輸関連業	2	1	3
5250: 情報・通信業	223	76	40
6050: 卸売業	10	28	57
6100: 小売業	28	47	37
7050: 銀行業	-	20	9
7100: 証券、商品先物取引業	3	9	3
7150: 保険業	2	7	4
7200: その他金融業	3	11	16
8050: 不動産業	18	40	41
9050: サービス業	136	122	-
未分類	1	-	-

仮説12 現時点で各社が属する業種ごとに、平均時価総額の成長性が大きく異なる

時価総額成長性を、現時点で各社が属する業種・区分ごとにみる。

以下は各分類における時価総額成長率のCAGRの平均値を示している。

東証33業種分類コード	スタートアップ	非スタートアップ	既上場
0050: 水産・農林業	-	-	6%
1050: 鉱業	-	-	5%
2050: 建設業	23%	4%	7%
3050: 食料品	7%	14%	8%
3100: 繊維製品	-	-5%	2%
3150: パルプ・紙	-	9%	2%
3200: 化学	40%	10%	7%
3250: 医薬品	7%	-3%	9%
3300: 石油・石炭製品	-	5%	11%
3350: ゴム製品	-	-	10%
3400: ガラス・土石製品	-	-	8%
3450: 鉄鋼	-	9%	0%
3500: 非鉄金属	-9%	29%	11%
3550: 金属製品	5%	7%	6%
3600: 機械	5%	7%	8%
3650: 電気機器	-7%	-12%	8%

東証33業種分類コード	スタートアップ	非スタートアップ	既上場
3700: 輸送用機器	-	0%	1%
3750: 精密機器	3%	17%	9%
3800: その他製品	-6%	17%	7%
4050: 電気・ガス業	31%	12%	-3%
5050: 陸運業	-	17%	5%
5100: 海運業	-	11%	8%
5150: 空運業	-	-5%	7%
5200: 倉庫・運輸関連業	34%	3%	4%
5250: 情報・通信業	3%	9%	11%
6050: 卸売業	5%	4%	8%
6100: 小売業	3%	4%	7%
7050: 銀行業	25%	19%	-1%
7100: 証券、商品先物取引業	3%	1%	4%
7200: その他金融業	21%	14%	9%
8050: 不動産業	13%	12%	12%
9050: サービス業	3%	9%	13%

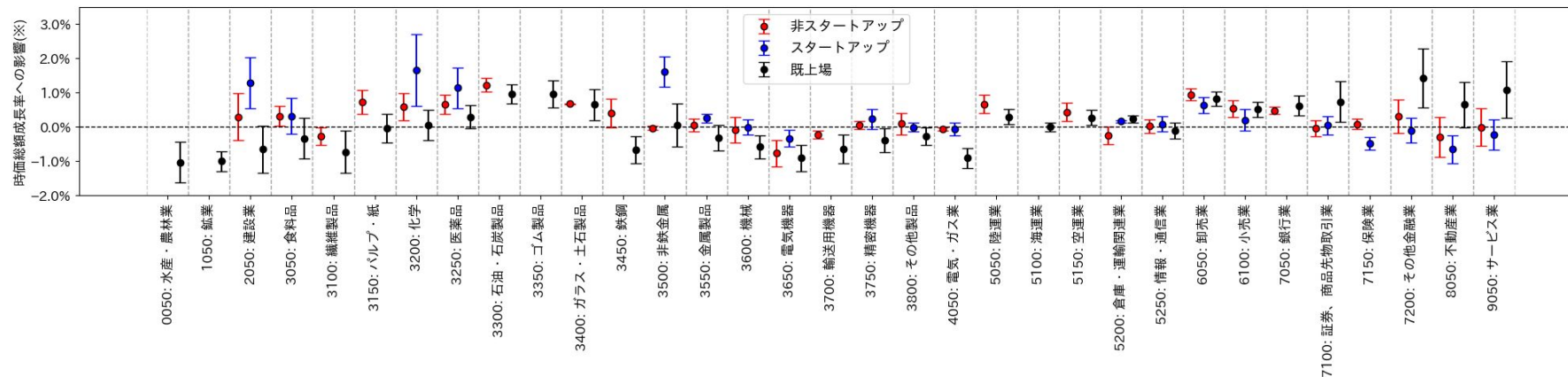
※スタートアップ、非スタートアップは上場後5年目の企業の時価総額CAGRの平均を算出。既上場企業は2023年末時点のCAGRを算出。

仮説12 現時点で各社が属する業種ごとに、平均時価総額の成長性が大きく異なる

業種が時価総額成長に与える関係性を分析する。

下図より、成長性への影響は業種ごとにはバラバラであることが分かる。特に、スタートアップにおいて大きく成長に繋がっている業種は、小売業、卸売業、精密機器、証券・商品先物取引業、非鉄金属などが一例である。反対に、建設業、食料品については成長に対してマイナスの影響が大きい。

＜業種別の時価総額成長率への影響度＞



仮説12 現時点で各社が属する業種ごとに、平均時価総額の成長性が大きく異なる

<考察>

本分析では、業種ごとに時価総額成長率にばらつきがあることは定量的に示したが、その要因分析は行っていない。

想定される要因の一つとしては、制度緩和・規制改正の影響が考えられる。過去、増収増益を複数年連続した上場企業群のうち、業種自体が勃興&成長していたケースは多い。

たとえば、「1990年代の不動産流動化関連銘柄」、「2000年代の大型店法に起因する郊外専門店大型化にともなう成長」、「2010年代のアベノミクスにおけるインバウンドビザ緩和などによるインバウンド関連銘柄の成長（寿スピリッツ、空港施設など）」、「2020年代の東証市場構造改革における低PBR問題格下げ要請による、低PBRバリュー系大企業関連銘柄の成長（三菱商事、三菱重工、りそな銀行など）」などが例として挙げられる。反対に、規制改正が業種の成長を妨げてしまうこともある。

このように、規制改正・規制緩和が業種全体の成長に寄与し、個社成長に大きく影響を与える例は多数あるため、今後の分析課題としたい。

仮説13 コールレート0%の付近を境にして、時価総額成長率への影響が正から負へと転じる

仮説13「マイナス金利が高金利かで影響の方向が逆になる」を分析する。

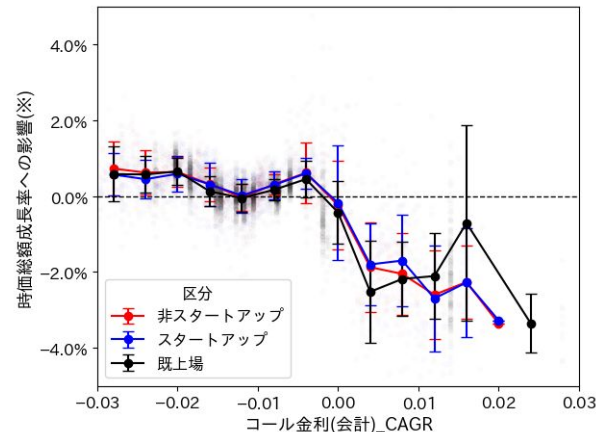
下図は、上場後の無担保コールレート（上場時点からの累積）の影響を図示したものである。金利が高くなるほど成長率は下がる傾向が見える。また、金利が0%の付近を境にして、時価総額成長率への影響が正から負へと転じる。この傾向は、既上場企業には見られず、新たに上場した企業に対して特に大きく働くことが分かる。

<考察>

金利の影響はスタートアップだけではなく他の企業区分にも共通しているため、スタートアップのみに対する金利優遇等の支援を行う場合には対象企業の選定基準が重要となる。また、アメリカの金利も影響している可能性があるため、今後の検証が必要であろう。

また、スタートアップに対してコール金利が直接的に効くとは考えづらく、コール金利の変化を踏まえた金融機関等の資金の出し手の事業戦略変更や、それを織り込んだ投資家の投資意欲の変化などが、各社の時価総額に間接的に影響している可能性がある。この点についても、今後の検証が必要であろう。

<上場後の無担保コールレートの時価総額成長率への影響度>



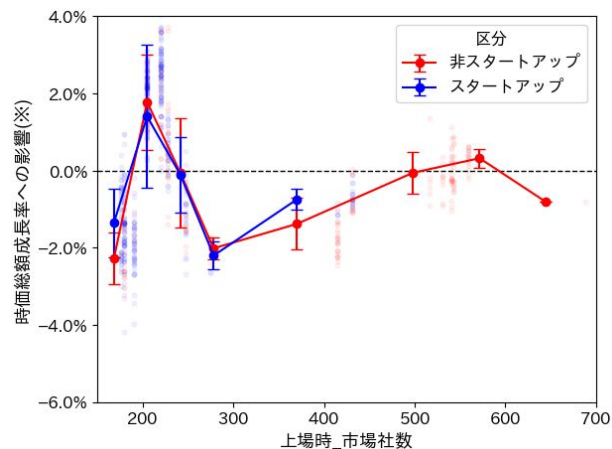
※上場後モデル

仮説14 上場後の上場社数増加は、時価総額の成長に大きく負の影響がある

仮説14「上場時点マザーズ上場社数と、上場後各時点でのマザーズ上場社数の変化は、時価総額成長に負の相関を持つ」を分析する。下図は、上場時点での東証マザーズ上場社数と上場後の時価総額の成長性の関係を示したものである。

上場時点の社数は、上場後の成長に特に大きな影響を与えていないことが分かる。

<上場時点の各市場の社数の時価総額成長率への影響度>

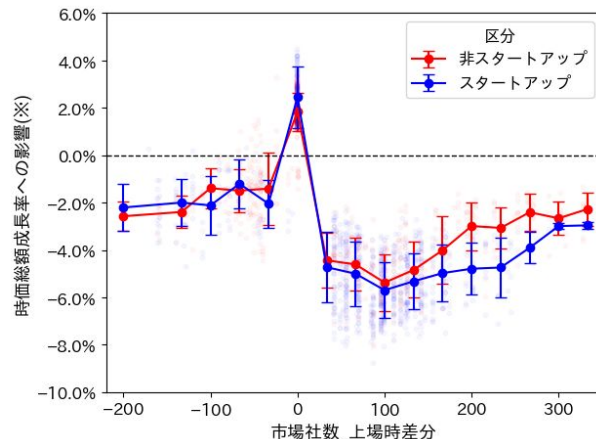


※上場時点モデル

下図は、上場時点から各年度までの東証マザーズ上場社数の増減と、上場後の時価総額の成長性の関係を示したものである。

上場後の上場社数増加は、時価総額の成長に大きくマイナスに効いていることが分かる。

<各市場の社数増減の時価総額成長率への影響度>



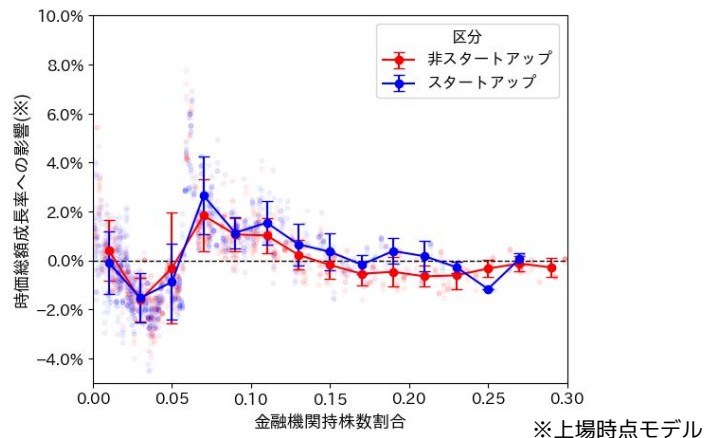
※上場後モデル

仮説15 金融機関持分が増えると時価総額の成長率に正の影響を与える傾向にある

仮説15「上場前、上場時、上場で株主が変わる影響（機関投資家が入る影響）」を分析する。上場時における金融機関持株数割合の変化による影響を分析する。

金融機関持株数割合が5%以上になると、時価総額の成長性にプラスの影響があることが分かる。ただし、割合が大きくなるとその影響は限定的になる。

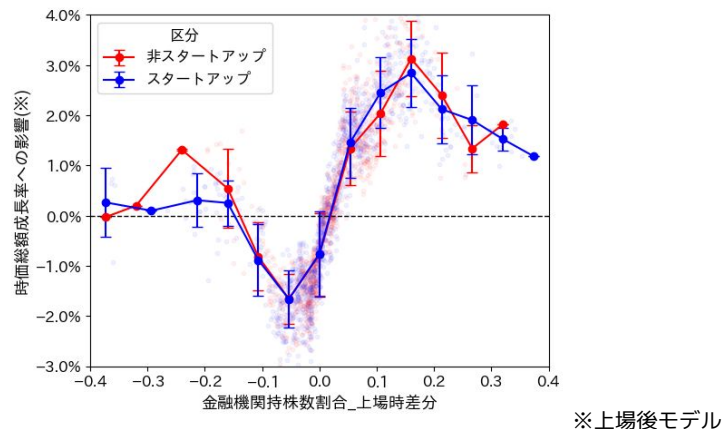
<上場時点の金融機関持株数割合の時価総額成長率への影響度>



上場後に、金融機関の持分が増減する影響を分析する。

上場時点と比較して、金融機関の持分が増えると、時価総額の成長に正の影響を与える傾向にあることが分かる。一方、金融機関の持分が下がる場合には負の影響は限定的であり、持分が20%以上現象した場合にはほぼ影響を与えない。

<金融機関持株数割合増減の時価総額成長率への影響度>

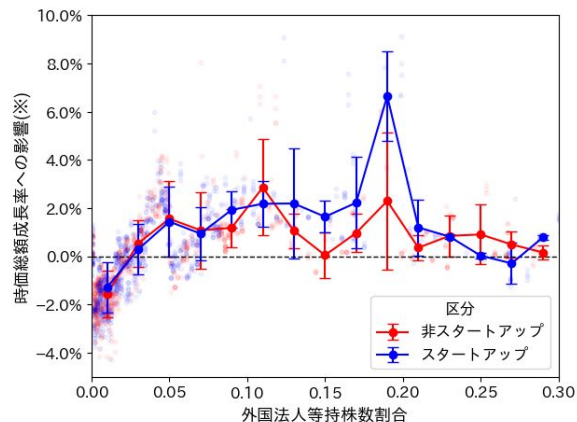


仮説15 外国法人等持株と時価総額成長率は正の相関がある

上場時における外国法人等持株数割合の影響を分析する。

外国法人等持株数割合が5%以上になると、時価総額の成長性にプラスの影響があることが分かる。ただし、割合が大きくなるとその影響は限定的になる。

<上場時点の外国法人等持株数割合の時価総額成長率への影響度>

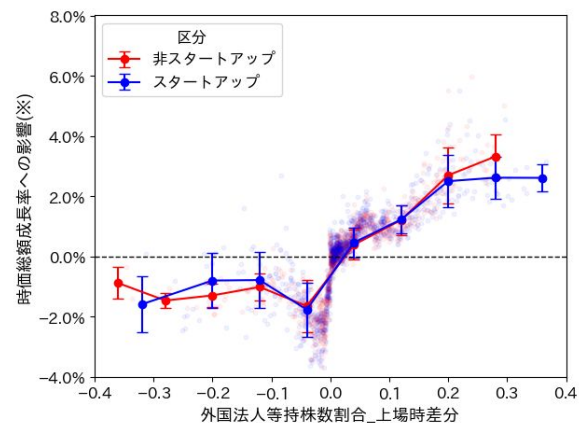


※上場時点モデル

上場後に、外国法人等持株数割合が増減する影響を分析する。

上場時点と比較して、外国法人等の持分が増えると、時価総額の成長に正の影響を与える傾向にあることが分かる。特に、5%以降では持分の増加に比例して、時価総額成長率に5%以上の大きな影響を与える。一方、外国法人等の持分が下がる場合には負の影響は横這いとなり、限定的である。

<外国法人等持株数割合増減の時価総額成長率への影響度>



※上場後モデル

仮説15 上場前、上場時、上場後で株主が変わる影響（機関投資家が入る影響）

<考察>

本分析により、外国法人等の機関投資家の持分の変化は時価総額の成長率に相関していることが分かったが、因果関係という意味においては、外国法人等の機関投資家が入ることと時価総額成長率は、鶏と卵のように相互に影響していると考えられる。

一般には、時価総額の規模が大きくなるとロングオンリーの機関投資家が投資を開始すると言われている。ロングオンリーの機関投資家は短期では売らないため、コロナ禍で相場が下がった時期のように株式が割安になると機関投資家は株式を売るのではなく買い増す傾向にあり、株価の下支えとなる。これにより機関投資家の持分と時価総額は相乗的に高まることになる。

仮説16 PBR、PER、PSRの影響

仮説16「スタートアップの上場後における株式分析の代表的な指標（PBR,PER,PSRなど）の推移が影響している」を分析する

本研究のモデルに説明変数としては含めていないが、PBR、PSR、PERの影響を分析する。

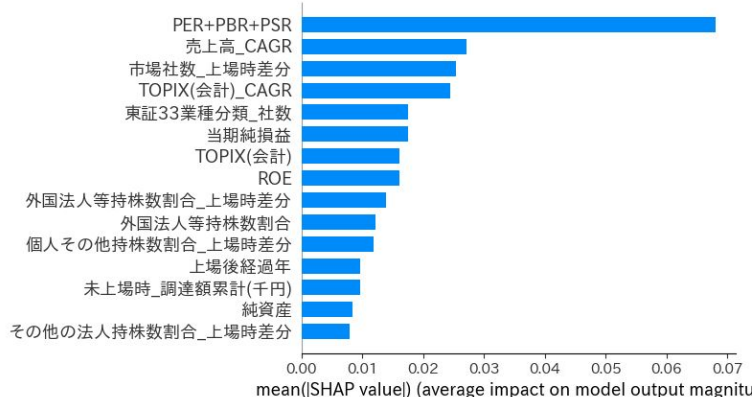
PBR、PSR、PERについては、定義としてその分子に時価総額が含まれるため、「割高」「割安」といったセンチメント要因が反映されやすい。したがって、まずはこれら3変数の影響度を合算した場合の全体の傾向を調べる。具体的には、PBR、PSR、PER、およびこれら3変数を単純合算した変数を（「PER+PBR+PSR」）を説明変数として上場後モデルに加え、それぞれについて時価総額成長率への影響度（SHAP値）を計算する。

右下図に示す通り、これらの変数は大きくなるほど時価総額成長率への影響が大きくなっている。

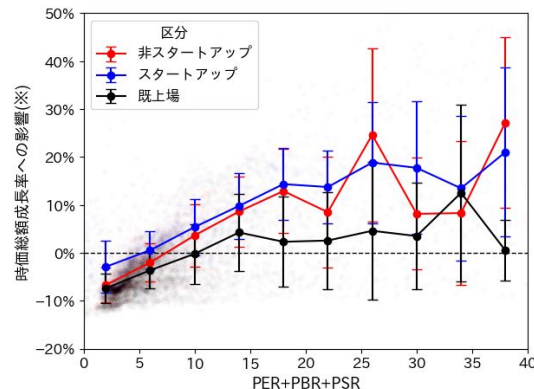
<考察>

後述するとおり、これは目的変数から説明変数へのリーク（後述）による影響が考えられるため、因果を示すものではないと考えられる。

<時価総額成長率に対して影響度が大きい上場後の変数（株価指標）>



<株価指標の時価総額成長率への影響度>



(出所) INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループ、日本銀行より作成

(※)TOPIXの指数値及びTOPIXに係る標準又は商標は、株式会社J P X総研又は株式会社J P X総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利；ノウハウ及び（指数名）に係る標準又は商標に関するすべての権利はJ P Xが有します。J P Xは、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

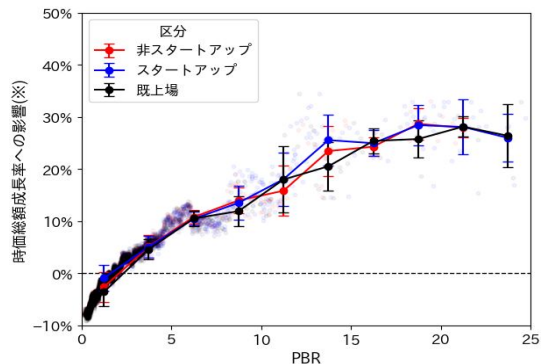
仮説16 上場後のPBR、PER、PSRの影響

上場後のPBR、PER、PSRの影響を以下に示す。

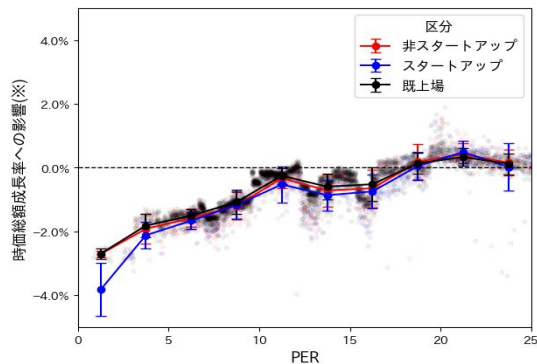
<考察>

後述するとおり、いずれも目的変数から説明変数へのリーク（後述）による影響が考えられるため、因果を示すものではないと考えられる。

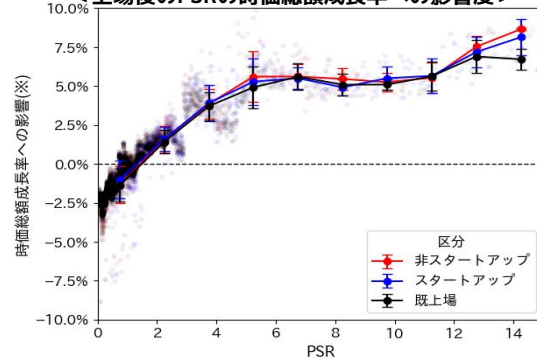
<上場後のPBRの時価総額成長率への影響度>



<上場後のPERの時価総額成長率への影響度>



<上場後のPSRの時価総額成長率への影響度>



※上場後モデル

仮説16 PBR、PER、PSRの影響

<考察>

PBR/PSR/PERは時価総額と財務情報との比率によって定義される。本調査では目的変数を「上場後各年度の時価総額の累積年率成長率」と定義しているため、説明変数と目的変数の間でリークが発生する可能性がある。ここでは、リークを「正解情報が説明変数に含まれている状態」と定義する。

具体的にPBRの例を取る。上場後モデルにおいて、会計年度XにおけるPBRは以下のように計算される。

$$\text{PBR (X期)} = \frac{\text{時価総額 (X期末)}}{\text{売上高 (X期)}}$$

一方、目的変数である「上場後各年度の時価総額の累積年率成長率」のうち、会計年度Xにおける累積年率成長率は以下のように計算される。

$$\text{時価総額の累積年率成長率 (X期)} = \left(\frac{\text{時価総額 (X期末)}}{\text{時価総額 (0期末)}} \right)^{(1/X)}$$

したがって、目的変数に含まれる「時価総額 (X期末)」が直接的に説明変数に含まれる形となり、PBR (X期) の影響度が大きく影響する傾向になる。同様の現象がPSR、PERにおいても発生する。

目的変数のべき乗 (1/X) の存在により完全なリークにはならないものの、本調査における分析モデルの特性の一つとして挙げておく。また、この特性を加味し、リークが発生する可能性があるPBR、PER、PSRに関しては仮説16の検証のみで使用し、その他の検証では使用しない。

仮説17 内部統制報告書監査の実施によるコストの影響

内部統制監査制度と監査免除について

上場企業が作成した内部統制報告書が適正な内容かどうかを監査法人が監査し、有価証券報告書とともに提出する義務がある。この監査が上場企業における大きな負担と認識され、2015年から上場後3年間の内部統制監査免除が可能となった。

参考：「新規上場における負担の軽減」（[金融庁総務企画局](#)：H25）

本プロジェクトにおいても、上場企業の成長性に寄与する要因として、上場後の監査免除期間経過（4年目）におけるコスト負担の増加を仮説として置いた。

下表のとおり、スタートアップ企業の大部分は免除期間の間、監査免除を選択している。一方で、非スタートアップ企業は初回決算と免除期間経過後に実施するケースに分かれている。

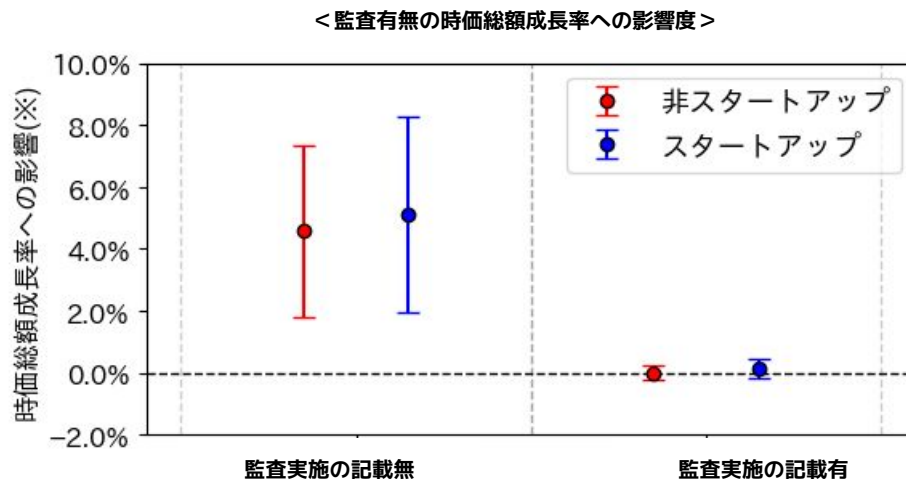
<企業区分ごとの内部統制監査を実施した時期と件数>

2010年以降に IPOした企業	内部統制監査の実施が初めて報告された決算時期			
	上場後の初回決算	2回目	3回目	4回目（監査義務）
スタートアップ	14	12	17	153
非スタートアップ	107	10	6	139

仮説17 内部統制報告書監査の実施によるコストの影響

内部統制監査実施・免除が時価総額の成長率に与える影響を分析する。

下図より、内部統制監査実施の記載がない場合には、成長性が大きく上がることが分かる。また、監査実施の記載がある場合には成長性への影響はほぼ無いといえる。これらの傾向はスタートアップとその他で大きく変わらない。



※上場時モデル

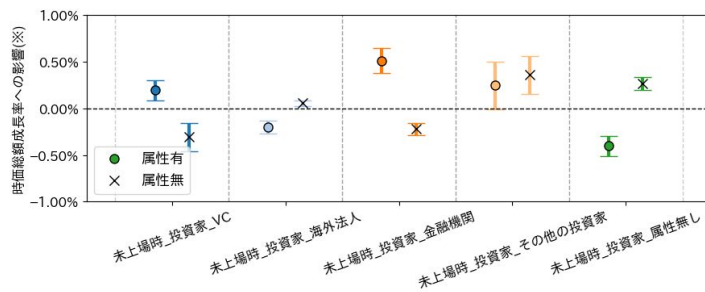
4. 分析結果と解釈

仮説19 VC-Backedなど出資元や属性による大きな差分はみられない

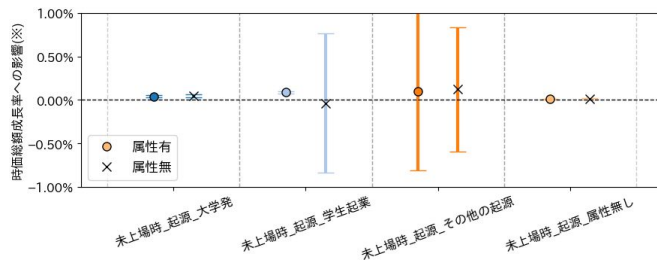
仮説19「VC-Backedなど出資元や属性により差分が生じている」を分析する。VC属性が重要変数となることはなかった（右図、再掲）。

一方、弱い相関は見られたため、以下に図示する（下図）

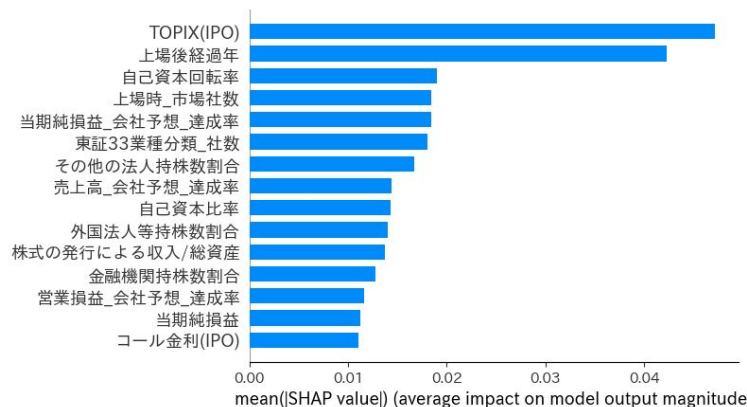
<未上場時の株主属性の時価総額成長率への影響度>



<スタートアップの属性の時価総額成長率への影響度>



<時価総額成長率に対して影響度が大きい上場時点の変数>



(出所) INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループ、日本銀行より作成

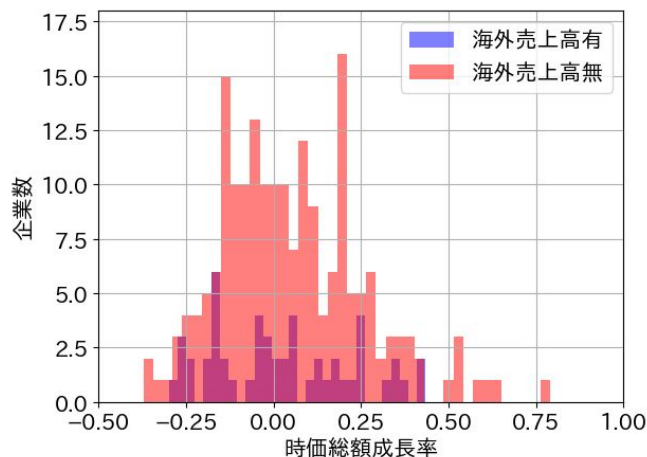
(※)TOPIXの指数値及びTOPIXに係る標章又は商標は、株式会社J P X総研又は株式会社J P X総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利は、J P Xが有します。J P Xは、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

仮説20 海外売上高の有無で時価総額成長率へは大きな差はない

仮説20「スタートアップのうち何割が海外展開して、そのうち何割が高成長している」をみる。スタートアップの海外展開と成長性を分析するにあたり、対象スタートアップのうち2020年時点で上場5年目以降の247社を対象にする。

- 上場5年目までに海外売上高比率の有無をもとに海外展開企業を51社を抽出。したがって、海外展開企業は20.6%。
- 上場5年目時点の時価総額成長率を算出

<海外売上高の有無と時価総額成長率>



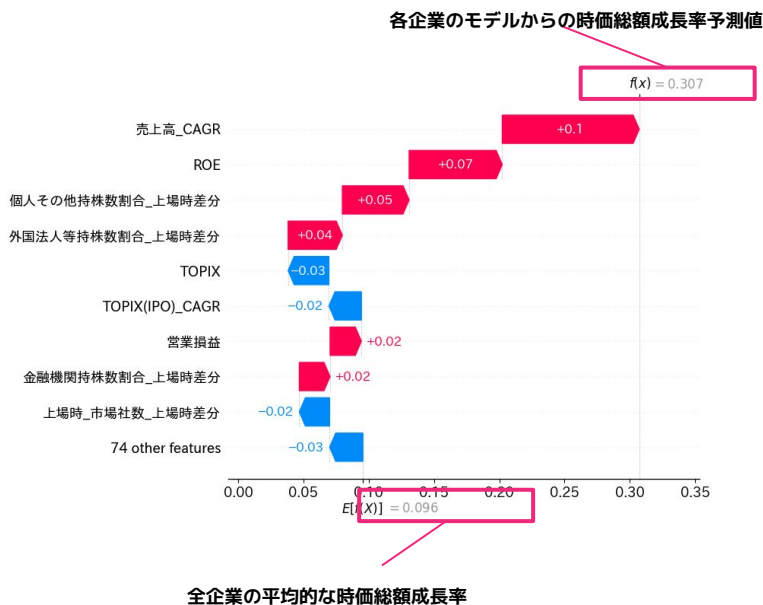
下表のとおり、海外展開の有無（海外売上高の有無）により、大きな差は見られない

<海外売上高の有無と一定の成長率以上の企業数割合>

海外売上高 有無	成長率10% 以上の 企業割合	成長率15% 以上の 企業割合	成長率20% 以上の 企業割合	成長率25% 以上の 企業割合
有	35.3%	27.5%	21.6%	13.7%
無	37.2%	30.6%	23.5%	16.3%

上場後の成長性が高い企業例：個別企業のモデル分解の読み方

ここからは、上場後の時価総額成長率が高い企業を数社ピックアップして、事例として確認していく。その際に、本分析において構築したモデルを用いて、各社の成長率の要因分解（下図）をもとに紐解く。



左図の見方は以下のとおりである。

まず、横軸は、上場から直近の決算期までの時価総額の累積年率成長率（CAGR）を示している。縦軸は、その成長を構成する主要変数であり、影響が大きい変数から順に記載している。「other features」については、主要変数以外の寄与を合算したものである。

下部に記載している「 $E[f(x)]$ 」は、全企業の平均的な時価総額成長率を示している。それに対して、各変数がどのように成長性に影響を与えているかのウォーターフォール形式で記載しているのが赤色と青色の棒線である。例えば、左記の例では一番上の「売上高_CAGR」が「+0.1」と記載されている。これは、売上高のCAGR（上場から直近決算期までの累積年率成長率）が、時価総額成長率に10%の影響を与えている、という意味である。

上部に記載されている「 $f(x)$ 」は各企業の成長率のモデル予測値である。左記の例の場合、モデルによる予測値は30.7%となっている。

（出所）INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループ、日本銀行より作成

（※）TOPIXの指数値及びTOPIXに係る商標又は商標は、株式会社J P X総研又は株式会社J P X総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利は、J P Xが有します。J P Xは、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

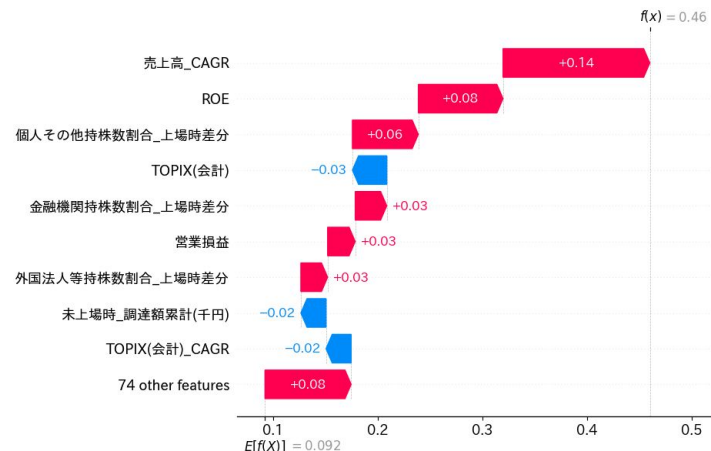
4. 分析結果と解釈

上場後の成長性が高い企業例：SHIFT

<会社概要>

主な事業内容	ソフトウェアの品質保証、テスト事業		
設立日	2005年9月	上場日	2014年11月
未上場時VC有無	有	上場時の市場	旧東証マザーズ
上場～直近会計 年末時価総額 (実績値)	47%	現在の市場	東証プライム
初値時価総額	158億円	時価総額 (2024/3/26時点)	4345億円

(出所) INITIAL、会社HP(2024年3月20日確認)、Yahoo!ファイナンスより作成



(出所) INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループ、日本銀行より作成

(※)TOPIXの指数値及びTOPIXに係る商標又は商標は、株式会社「J P X 総研又は株式会社「J P X 総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利・ノウハウ及び（指数名）に係る商標又は商標に関するすべての権利は「J P X」が有します。「J P X」は、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

<モデルから得られることや実績>

- ソフトウェアテスト関連サービスがメイン
- 上場から約10年で、時価総額成長率47%(実績値)、モデル予測値46%(実績比-1pt)。全体の平均値(9%)よりも38%高くトップクラスの成長率を実現している。
- 上場以降は増収黒字で、モデルでも売上高成長率とROEが正の影響を大きい項目に出ている。
- 売上面をみると、2023年8月期880億円。国内売上が90%超。上場後に継続的に子会社含めたM&A実施しており、件数がトップクラス。
- 2020年10月に海外募集を発表。目的はM&Aの資金を獲得。
- 利益面では一般的に10%前後が目安とされるROEが、2023年8月期で20%を超える高い水準。新規獲得のみならず、既存顧客の単価向上などが奏功している証左であろう。
- 株主の属性をみると、個人その他持株数割合は2023年8月期で40%で、内約30%が創業者でもある代表取締役の持ち分。年々低下傾向で代わりに外国法人等持株数割合が上昇している。金融機関持株比率は年によってばらつきがあるが概ね20%前後で推移。

<考察>

- ソフトウェアのテスト関連サービスへ後発で参入しながらも、M&Aを繰り返し高い売上高成長率を実現して拡大している事例。
- 時価総額成長率が鈍化しやすい売上高200億円を2021年8月期に突破し、その後もなお高い時価総額成長率を実現している例といえる。

(出所) 有価証券報告書、当社ニュース、決算説明資料より作成

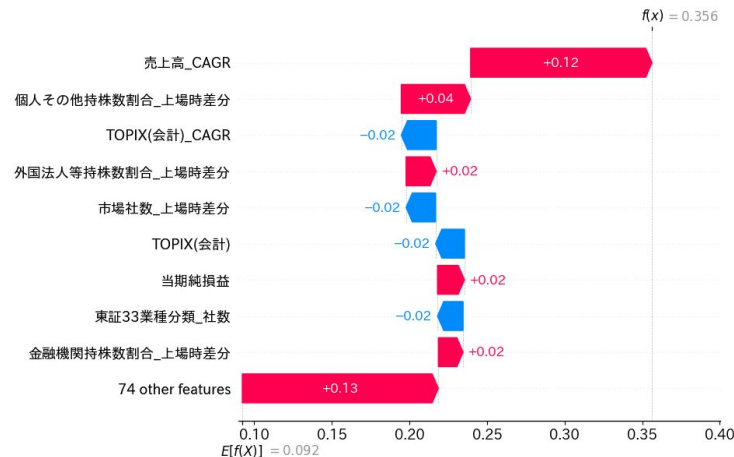
4. 分析結果と解釈

上場後の成長性が高い企業例：ラクス

<会社概要>

主な事業内容	業務効率化SaaSおよびIT人材事業		
設立日	2000年11月	上場日	2015年12月
未上場時VC有無	無	上場時の市場	旧東証マザーズ
上場～直近会計 年末時価総額（実績値）	38%	現在の市場	東証プライム
上場時 時価総額（終値）	321億円	時価総額 （2024/3/26時点）	3741億円

（出所）INITIAL、会社HP(2024年3月20日確認)、Yahoo!ファイナンスより作成



（出所）INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループ、日本銀行より作成

（※）TOPIXの指数値及びTOPIXに係る商標は、株式会社J P X総研又は株式会社J P X総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利・ノウハウ及び（指数名）に係る商標又は商標に関するすべての権利はJ P Xが有します。J P Xは、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

<モデルから得られることや実績>

- 業務効率化SaaSのクラウド事業がメイン
- 上場から約9年で、時価総額成長率38%(実績値)、モデル予測値35%(実績比-3pt)。全体の時価総額成長率平均値(9%)よりも約30%高い成長を実現している。
- 国内売上が90%超。本業を強化する形の子会社化を実施（2023年HOYA株式会社の運営するクラウド勤怠管理・給与明細閲覧サービスを子会社化、2018年法人向けメール配信サービスブレインメール買収）。市場での資金調達は見られない。
- 株主の属性をみると、個人その他の持ち株数の割合が70%超。個人その他の持ち株数の割合が高い理由に、創業者である代表取締役が34%程度保有している影響があらう。
- 2023年3月期売上高274億円、足元2024年3月期第3四半期売上高278億円と前年を既に上回り、通期では売上高383億円と予想を公表している。

（出所）有価証券報告書、当社ニュース、決算短信より作成

<考察>

- 時価総額の成長率と機関投資家の持分割合には相関性があったが、個人その他投資家の割合が相対的に低くても高い時価総額の成長率を実現している事例といえる。
- 時価総額成長率が鈍化しやすい売上高200億円を突破し、なお高い時価総額成長率を実現している例といえる。

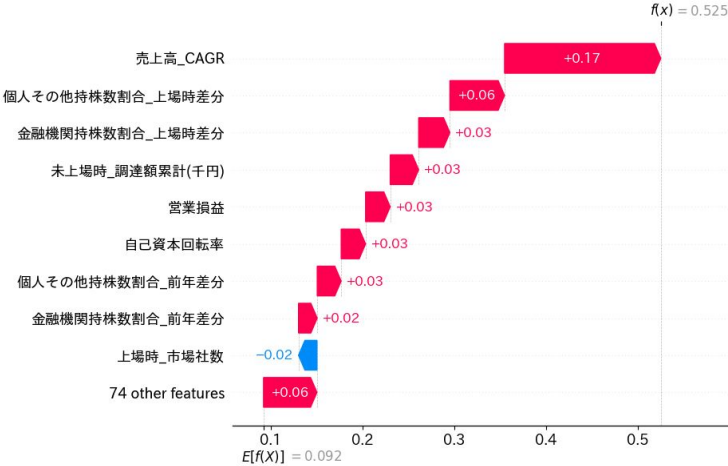
4. 分析結果と解釈

上場後の成長性が高い企業例：チェンジホールディングス

<会社概要>

主な事業内容	企業及び地方自治体等のDX支援、地方創生		
設立日	2003年4月10日	上場日	2016年9月
未上場時VC有無	無	上場時の市場	旧東証マザーズ
上場～直近会計年末時価総額（実績値）	55%	現在の市場	東証プライム
初値時価総額	95億円	時価総額（2024/3/26時点）	922億円

（出所）INITIAL、会社HP(2024年3月20日確認)、Yahoo!ファイナンスより作成



（出所）INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループ、日本銀行より作成
（※）TOPIXの指数値及びTOPIXに係る商標は、株式会社「J P X」総研又は株式会社「J P X」総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利・ノウハウ及び（指数名）に係る商標又は商標に関するすべての権利は「J P X」が有しています。「J P X」は、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

<モデルから得られることや実績>

- ふるさと納税事業など地方創生事業、公共DXなど国内中心に展開
- 上場から約8年で、時価総額成長率55%(実績値)、モデル予測値52%(実績比-3pt)。全体の平均値(9%)よりも46%高くトップクラスの成長率を実現している。
 - モデルより、売上高成長率が最も大きく正に影響している。
 - 売上面では、ふるさとチョイスを運営するトラストバンクを2018年11月30日付で子会社化。取得価格48億円。この買収により連結売上は倍増（2019年9月期）。当該事業を含むパブリテック事業の売上は、直近連結売上高の75%(2023年3月期)を占める。トラストバンク以外にも同セグメントでM&Aを行う。
 - 2023年8月にSNSの投稿監視などセキュリティ業務を行うイー・ガーディアンの公開買付と第三者割当増資の引き受けを実施。
 - 株主をみると、2022年3月にSBIホールディングスと地方創生文脈で資本業務提携をし、同社は筆頭株主。株式所有者状況は上場初期は9割近くを占めていた「個人その他」が、直近（2023年3月期）では36%まで減少し、その他法人30%、金融機関18%、外国法人等14%と構成が変化しており、このような差分が時価総額成長率へ正の影響を与えている。なお、個人その他のうち、創業メンバーとトラストバンク創業者の持分割合は15%程度である。

（出所）有価証券報告書、当社ニュース、決算説明資料より作成

<考察>

- 一見飛び地に見えるような領域かつ従前の売上の過半数以上を占めるような会社をM&Aをし、高い売上高成長率を実現して評価されている事例といえる。
- 時価総額成長率が鈍化しやすい売上高200億円を2023年3月期に突破し、なお高い時価総額成長率を実現している例といえる。

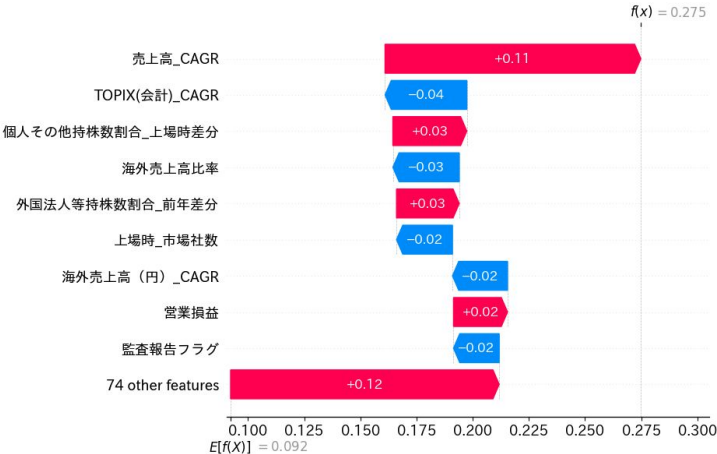
4. 分析結果と解釈

上場後の成長性が高い企業例：RS Technologies

<会社概要>

主な事業内容	シリコンウェーハの再生加工・製造・販売		
設立日	2010年12月	上場日	2015年3月
未上場時VC有無	有	上場時の市場	旧東京マザーズ
上場～直近会計年末時価総額（実績値）	28%	現在の市場	東証プライム
初値時価総額	114億円	時価総額（2024/3/26時点）	756億円

（出所）INITIAL、会社HP（2024年3月20日確認）、Yahoo!ファイナンスより作成



（出所）INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループ、日本銀行より作成
（※）TOPIXの指数値及びTOPIXに係る商標又は株式会社「JPX」の商標（以下「JPX」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利・ノウハウ及び（指数名）に係る商標又は商標に関するすべての権利は「JPX」が有します。「JPX」は、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

<モデルから得られることや実績>

- シリコンウェーハの製造・再生加工事業がメイン。再生ウェーハ事業で[世界市場シェアトップ（33%）](#)。
- 上場から約9年で、時価総額成長率28%(実績値)、モデル予測値28%(実績比-10pt)。全体の時価総額成長率平均値(9%)よりも約19%高い成長を実現している。
- 売上高成長率が正の影響が大きい項目として出ている
- 製造拠点の拡大等による、積極的な生産能力の拡充により成長。2014年台湾に再生ウェーハ製造子会社を設立。2018年には中国中央企業との合併事業でプライムウェーハ事業に進出。[上場時から売上高は約8.8倍、営業利益は10.2倍](#)。半導体市場の拡大に伴い、[2021年12月期の売上高は前期比35.4%、2022年12月期には同44%と増収](#)。2022年12月期の地域ごとの売上シェアは[日本24.4%、中国などアジア圏が約60%](#)。
- 中国子会社の有研半導体硅材料股份有限公司（Gritek）が[上海証券取引所へ上場](#)。Gritekが行うプライムシリコンウェーハ製造販売事業は会社グループの[主要事業の一つ](#)。
- 株主の属性を見ると、外国法人等の持株割合が[58%](#)と割合が高いが、創業者である代表取締役社長の財産保全会社（所在地：香港）が36%を保有している影響と推測。代表個人名義で約8%を保有。

（出所）有価証券報告書、決算説明資料、当社HP（2024/3/20確認）より作成

<考察>

- 海外展開をしている事例。ただ、半導体業種の舞台はグローバルである点は考慮されよう。
- [時価総額成長率が鈍化しやすい売上高200億円を2018年12月期に突破し、なお高い時価総額成長率を実現している例といえる。](#)

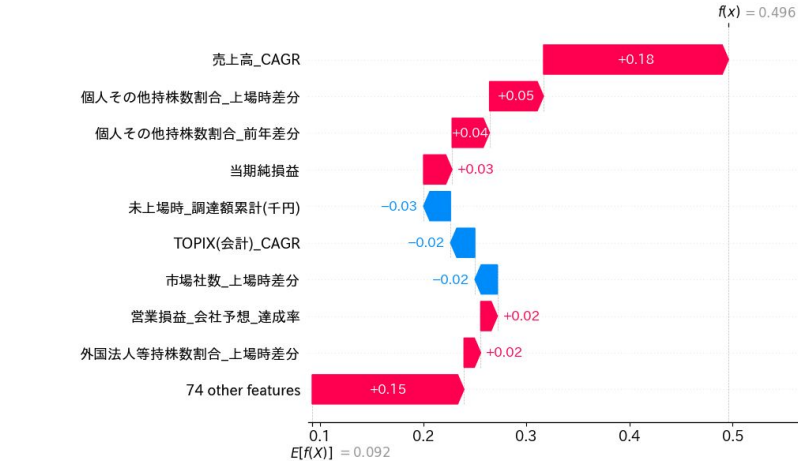
4. 分析結果と解釈

上場後の成長性が高い企業例：メドレー

<会社概要>

主な事業内容	医療ヘルスケア分野の人材事業・医療プラットフォーム事業		
設立日	2009年6月	上場日	2019年12月
未上場時VC有無	有	上場時の市場	旧東証マザーズ
上場～直近会計年末時価総額（実績値）	54%	現在の市場	東証プライム
初値時価総額	350億円	時価総額（2024/3/26時点）	1542億円

（出所）INITIAL、会社HP(2024年3月20日確認)、Yahoo!ファイナンスより作成



（出所）INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループ、日本銀行より作成
（※）TOPIXの指数値及びTOPIXに係る指標又は商標は、株式会社「J P X 総研又は株式会社「J P X 総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利・ノウハウ及び（指数名）に係る商標又は商標に関するすべての権利は「J P X」が有しています。「J P X」は、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

<モデルから得られることや考察>

- 医療ヘルスケア分野の人材採用サービス「ジョブメドレー」の運営、オンライン診療システム「CLINICS オンライン診療」がメイン
- 上場から約5年で、時価総額成長率54%(実績値)、モデル予測値50%(実績比-4pt)。全体の時価総額成長率平均値(9%)よりも約45%も高くトップクラスの成長を実現している。
- モデルより、売上高成長率が大きく正に影響している。
- 人材プラットフォーム事業の好調により、2023年3月期の連結売上高は155億円で、前年同期比104.7億円から44%増。同営業利益は25.4億円から12.4億円と106%増。顧客事業所数の拡大とARPU向上により継続的な成長を続ける。
- ジョブメドレーの潜在顧客獲得を目的とし、2022年9月医療領域の匿名コミュニティ「シゴトーク」を運営するTenxiaを買収金額2.6億円で子会社化
- 利益面をみると、当期純損益が正の影響を与えている。
- 株主は2022年12月期において、個人その他が49%と最大。うち創業者であり代表取締役社長が19%、退任済みの共同創業者が11%を保有。次いで外国法人等で31%と上場直後から保有割合が10%以上拡大している。

（出所）有価証券報告書、決算短信、決算説明資料、当社ニュースより作成

<考察>

- 当期純損益は、赤字だと時価総額成長に対して負の影響を与え、黒字化すると正の影響を与える。同社は2020年12月期から継続して黒字化しているので、そこからプラスに影響を与えていると考えられる。
- 時価総額成長率が鈍化しやすい売上高200億円を2023年12月期に突破しており、今後の成長性が注目される。

モデル構築の結果から得られた示唆まとめ

これまでの結果より、上場後の長期間（3年超）の時価総額の継続成長性は、以下の要素で精度高く説明できる

● 市場要因

- 上場時点のTOPIX
- 上場後のTOPIXの累積年率成長率（CAGR）

● ファンダメンタル要因

- 上場後の当期純損益、営業損益
- 上場後の売上高、売上高の累積年率成長率（CAGR）
- 上場時点の自己資本回転率
- 上場後のROE、ROA

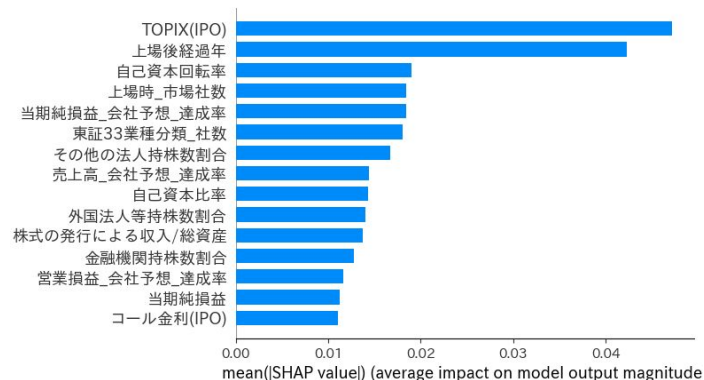
● 資本構成

- 上場後の金融機関の持分割合の変動
- 上場後の外国法人の持分割合の変動

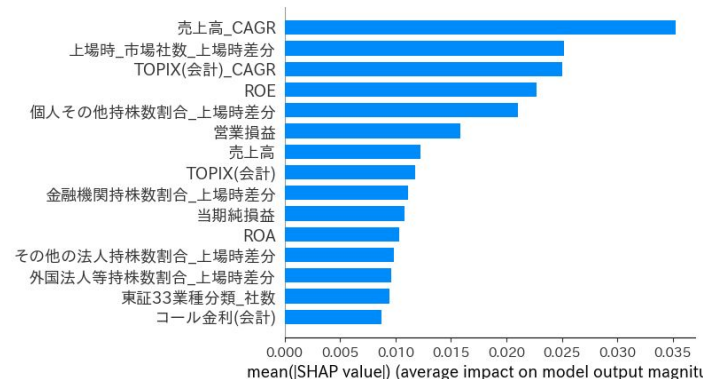
● 競争環境

- 上場時点の上場社数
- 上場時点の業種ごとの社数

<時価総額成長率に対して影響度が大きい上場時点の変数>



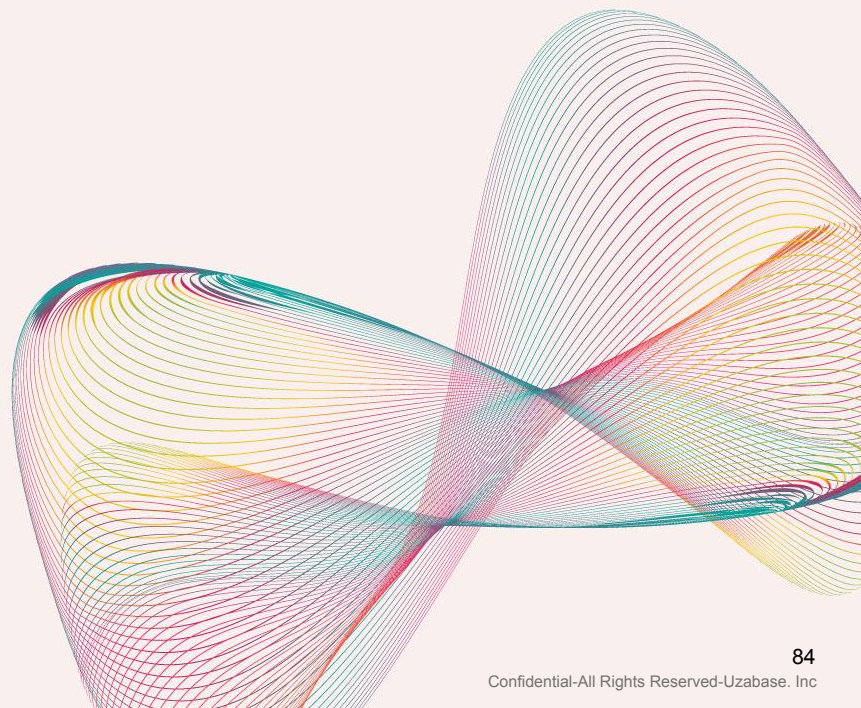
<時価総額成長率に対して影響度が大きい上場後の変数>



(出所) INITIAL、SPEEDA、日本証券取引所グループ、日本銀行より作成

(※)TOPIXの指数値及びTOPIXに係る商標又は商標は、株式会社J P X 総研又は株式会社J P X 総研の関連会社（以下「J P X」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など（指数名）に関するすべての権利・ノウハウ及び（指数名）に係る商標又は商標に関するすべての権利はJ P X が有します。J P X は、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

5. 支援策案と課題



仮説検証の結果から得られた、典型的な成長ストーリーと可能な支援案①

成長ストーリー①：成長余力が高い企業への投資の集中

■ファクト

- 売上高のCAGR、ROEが大きくなると、時価総額の成長性も高まる（[仮説2の検証](#)より）
- 機関投資家の持分割合と時価総額の相関性は高い（[仮説15の検証](#)より）
- 業種ごとの社数が一定のレンジにあると、時価総額の成長性は高まる（[仮説11の検証](#)より）

■ファクトから想定される成長成功ストーリー

参入しているマーケットの参加者数（業種ごとの社数）が適正水準であると、売上高成長率およびROEの高い企業が、競合に埋もれずに競合比較がなされる。すると、機関投資家の資金が、投資すべき企業に集まるようになり、ROEおよび売上高成長率の高い企業が低い時価総額成長率を実現する。

■ストーリーに対して可能な支援

- 投資家にとって、競合比較を経て投資対象を発見しやすいように、業種分類の構成を変更する
- 機関投資家（金融機関、外国法人）が注目すべき企業を特定し、投資しやすくするための情報開示。例えば、金融機関向けの財務指標・KPI開示や、外国法人向けの英文資料の提出義務等。

仮説検証の結果から得られた、典型的な成長ストーリーと可能な支援案②

成長ストーリー②：限られたTAMに対する競争環境の最適化

■ファクト

- 売上高CAGRは右肩上がりで時価総額の成長に効く。一方で、売上高は200億円以上になると、時価総額成長率にマイナスに効く（[仮説2の検証](#)より）
- 業種ごとの社数が一定のレンジにあると、時価総額の成長性は高まる（[仮説11の検証](#)より）

■ファクトから想定される成長課題ストーリー

- 売上高規模が小さいときには売上高のCAGRが大きく、時価総額の成長率も大きい。しかし、売上高が一定規模に達すると売上高成長率が落ち、時価総額の成長が止まる。この傾向は、各市場/業種のTAMに対して、社数が多くて過度に競争が働いている場合に顕著となる。
- 競争が厳しくなるとともに人材採用の難易度も上がり、各社が人材不足で伸び悩む

■ストーリーに対して可能な支援

- 投資家にとって競争比較しやすく、適切な粒度で区分された業種分類の構成に変更する
- 同業種内でのM&Aの促進による営業・採用コスト低減

仮説検証の結果から得られた、典型的な成長ストーリーと可能な支援案③

成長ストーリー③：資金調達による財務リターンの向上、M&Aプレミアムの実現

■ファクト

- IPO後の資金調達と売上高CAGRは時価総額の成長に効く（[仮説2](#)、[5の検証](#)より）
- M&A件数は時価総額の成長にあまり効かないが、上場後の累計3件以上のM&A実績がある場合には、時価総額の成長にややプラスに働く（[仮説9の検証](#)より）

■ファクトから想定される成長成功ストーリー

- 投資家はM&Aというイベントそのものではなく、売上高と利益の成長を見ている。そのため、資金調達を行った結果、M&Aではなくオーガニックな成長に投資したとしても、売上と利益が伸びていれば、時価総額は成長する。ただし、オーガニックな売上高成長には限界があるため、必然的にM&Aが求められる。
- この環境下においても、M&A実施することでプラス評価される企業は、M&Aの成功実績を多数積んで信頼されている企業である。

■ストーリーに対して可能な支援

- オーガニックまたはM&Aへの投資のために、上場後の資金調達の容易化する。例えば、M&Aの待機資金を資金使途にしたエクイティ調達や、インサイダー情報を持った状態ではエクイティ調達に対する規制緩和などの措置。
- M&Aの実績を増やしてプラス評価を増やすために、IPOする直前に上場審査によりM&A出来なくなることを解消する。
- M&Aの実施を促すために、情報開示を粗くする（金額開示義務を緩める等）、決算短信記載内容を見直す（暖簾償却およびSO関連コスト控除後営業利益を記載する等）、税制優遇を行う、などの措置。

仮説検証の結果から得られた、典型的な成長ストーリーと可能な支援案

成長ストーリー④：監査対応コストの軽減

■ファクト

- 上場後の内部統制監査免除を利用して、内部統制監査を実施していない企業は、時価総額の成長性が高い（[仮説17の検証](#)より）

■ファクトから想定される成長成功ストーリー

- 上場後の内部統制監査の免除を受けている企業は、その分のコストを成長投資に回し、事業成長を実現している。

※なお、アメリカにおいても上場に伴う監査コストの増加を嫌い、IPO以外のEXIT（M&A等）を選択することが増加したという話もあるが、本調査では詳細に調査できていない

■成長ストーリーに対して可能な支援

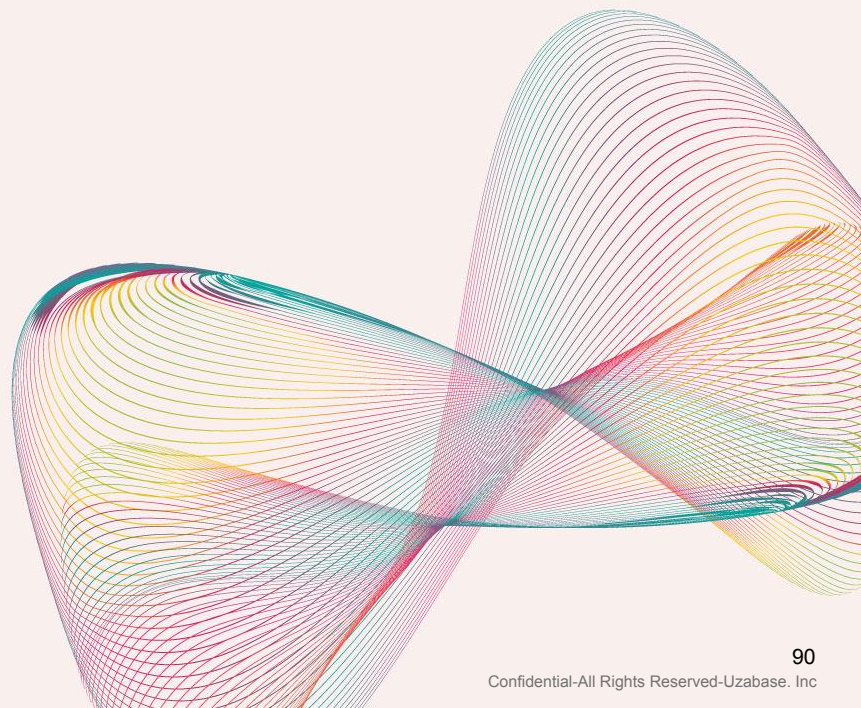
- 内部統制監査の免除期間の延長
- 内部統制監査基準の引き下げ
- 上場以外のEXITの拡充・制度簡素化

今後の課題

本事業の分析を進めた中で、以下を次の課題として認識している。

- 制度改正の影響を加味していない点
- シリアルアントレプレナーやCxO経験者の有無など、経営メンバーの属性に関する分析を実施していない点
- 業種自体の成長性の影響を加味していない点
- ROE、ROA、営業利益等、各指標の変化率が与える影響を加味していない点
- 流通株数の変化の影響を加味していない点
- アメリカの金利の影響を加味していない点
- 上場後に株主異動が上手くいっている企業とそうでない企業について、それぞれの企業群での成長性を詳細に分析出来ていない点
- 海外展開している企業について、海外売上高以外の要因を詳細に分析出来ていない点

6. 參考資料



シャープレイ（SHAP）値の具体的な計算方法

シャープレイ値は、協力ゲーム理論において複数プレイヤーの協力によって得られた利得を各プレイヤーに公正に分配するための手段の一つ。例をあげて考えてみる。ある3つの企業（A社、B社、C社）、それぞれ以下のようにイベントを経験し、事業成長しているとする。

企業	M&Aの実施有無	資金調達の実施有無	IPOの実施有無	成長率
A社	あり	あり	なし	20%
B社	なし	あり	あり	10%
C社	あり	なし	あり	6%

この場合、3社の平均成長率は $(20\% + 10\% + 6\%) / 3 = 12\%$ となる。これに対して、3社に対して「M&Aの実施有無」、「資金調達の実施有無」、「IPOの実施有無」がどのように影響しているかを算出すると次のとおりになる。

<M&Aの影響>

実施ありの場合の平均成長率は $(20\% + 6\%) / 2 = 13\%$ 、実施なしの場合の平均成長率は10%。よって、成長率への貢献は $13\% - 10\% = 3\%$

<資金調達の影響>

実施ありの場合、平均成長率は $(20\% + 10\%) / 2 = 15\%$ 、実施なしの場合、平均成長率は6%。よって、成長性貢献は $15\% - 6\% = 9\%$

<IPOの影響>

実施ありの場合、平均成長率は $(10\% + 6\%) / 2 = 8\%$ 、実施なしの場合、平均成長率は20%。よって、成長性貢献は $8\% - 20\% = -12\%$

以上から、「M&A」のSHAP値（時価総額成長率への平均的な影響）は3%、「資金調達」のSHAP値は15%、「IPO」のSHAP値は-12%、となる。本研究では、このSHAP値の計算をLight GBMモデルを介して行うことで、様々な変数が時価総額成長率に与える影響を定量的に評価する。

機械学習におけるSHAP値

- データを学習した機械学習モデルに対して、SHAP値を計算することで各変数の予測値への寄与を算出できる。
- モデルが変数A,B,Cに基づき、予測を行った場合に変数Aの寄与度は、**変数Aを使って予測した場合と使わずに予測した場合の差分**を計算し平均することで求められる。
 - 変数A以外の変数が同じであったときにAだけによる予測の効果がどれだけあるかを測っている指標となる。

Aが含まれるケース	Aを含まないケース
「A,B,Cをすべて利用した場合の予測の結果」	「B,Cのみ利用した場合の予測の結果」
「A,Bを利用した場合の予測の結果」	「Bのみ利用した場合の予測の結果」
「A,Cを利用した場合の予測の結果」	「Cのみ利用した場合の予測の結果」
「Aのみ利用した場合の予測の結果」	「どの変数も利用しなかった場合の予測の結果」

- 予測に対する変数Aの寄与度は、**データ1件ごとに計算することができること、同じ変数でも値のレンジによって寄与度が異なるため**、本文中のように、変数の値ごとの寄与の計算や個社解析が可能となる

本報告書は、経済産業省と当法人との間で締結された「令和5年度ユニコーン創出支援事業（スタートアップが上場後も成長を続けるための調査研究）」に基づき、当法人が信頼できると判断した情報源を基に作成されたものですが、その内容および情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、当該情報により生じた損害に対して、いかなる責任も当法人は負いかねます。

本報告書は情報提供のみを目的としたものであり、投資の勧誘、推奨を目的とするものではありません。また、本報告書の内容は、受託期間に実施した作業を通じて入手した情報に基づき作成されています。

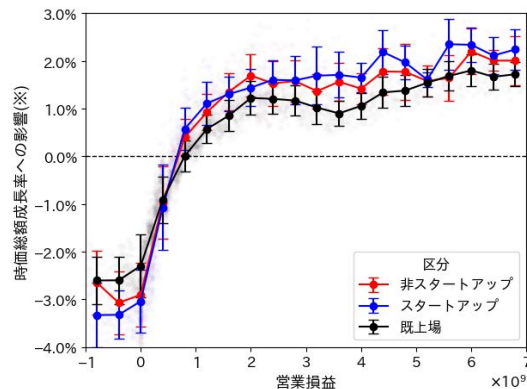
仮説2 営業損益については、時価総額成長率性への寄与の正負が入れ替わる

営業損益の影響を分析する。

下図より、営業損益については、5億円から10億円の間を境に、時価総額成長率性への寄与の正負が入れ替わる。

また、スタートアップにおいては、既上場企業に比べて、営業利益による寄与が比較的大きいことが分かる。加えて、営業利益が10億円を超えると、その後の時価総額成長率への影響度の変化は比較的緩やかになる。営業損益が大きくなって一定の影響度（0.01前後）は残るため、営業利益が大きくなるほど時価総額も大きくなると言える。

< 営業損益の時価総額成長率への影響度 >



※上場後モデル

仮説2 当期純損益については、時価総額成長率への寄与の正負が入れ替わる

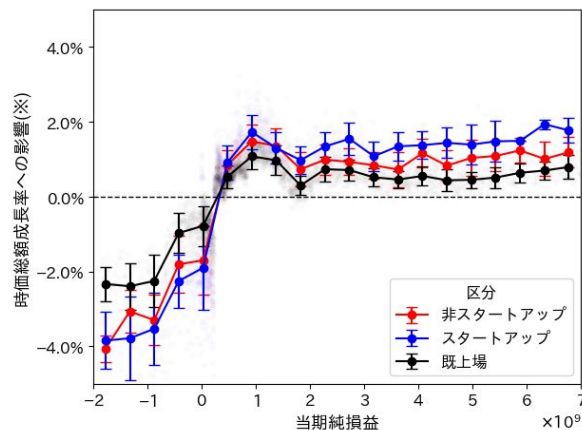
当期純損益の影響を分析する。

下図より、当期純損益については、0～5億円付近を境に、時価総額成長率への寄与の正負が入れ替わる。

また、スタートアップにおいては、既上場企業に比べて、当期純利益による寄与が比較的大きいことが分かる。加えて、当期純利益が20億円を超えると、その後の時価総額成長率への影響どのような変化は緩やかになる。

上記の傾向は営業損益と同様である。一方、当期純利益のほうがより影響度の正負の切り替わりが鋭敏である。また、影響度の絶対値も、営業利益より大きい。

< 当期純損益の時価総額成長率への影響度 >



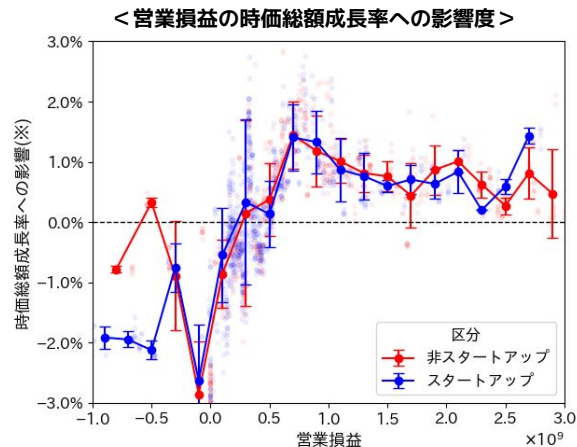
※上場後モデル

仮説3 上場時点の営業損益は、影響する正負の方向が入れ替わる。

ここから、「上場時点の業績数値が（絶対的・相対的）良好な企業ほど、上場以降の成長性が維持される（製薬・バイオ等ノイズになる業種は抜く）」の分析を進める。

上場時点の営業損益の影響を分析する。

下図より、営業損益については、0-5億円付近を境に、時価総額成長率へ影響する正負の方向が入れ替わる。営業損益がこのレンジを下回ると、時価総額成長率への影響は負であり、このレンジを上回ると、その影響が正へ転じる。営業利益を増加させることで、時価総額の成長率に1%程度のプラスの影響がある。なお、東証33業種分類で医薬品業に属する企業を除外してプロットしている。

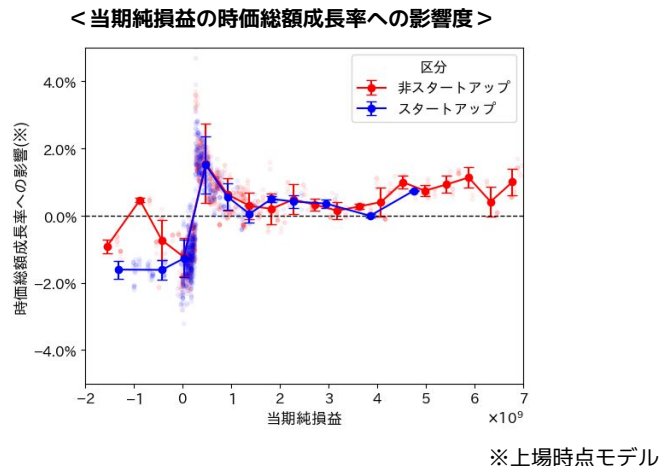


仮説3 上場時点の当期純損益は、影響する正負の方向が入れ替わる。

上場時点の当期純損益の影響を分析する。

下図より、当期純損益については、0-5億円付近を境に、時価総額成長率へ影響する正負の方向が入れ替わる。当期純利益がこのレンジを下回ると、時価総額成長率への影響は負であり、このレンジを上回ると、その影響が正へ転じる。

上記の傾向は営業損益と同様である。一方、当期純利益のほうがより影響度の正負の切り替わりが鋭敏である。また、影響度の絶対値も、営業利益より大きい。



仮説7 海外売上高が一定以上だと負の相関がある

次に、モデルによる要因分解を用いて、海外売上高および海外売上高比率が時価総額成長率に及ぼす影響を分析する。

右図（上図）より、海外売上高比率が時価総額成長率と正の相関があるのは、海外売上高比率が20-60%のレンジである。このレンジから外れると、時価総額成長率と負の相関がみられる。

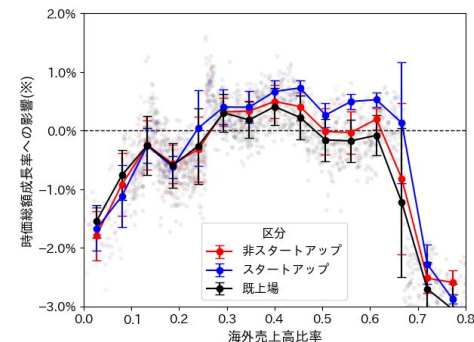
右図（下図）より、海外売上高のCAGRが20%を超える場合には、時価総額成長率へ負の相関がある。海外売上高でみても75億円を超えた場合に、時価総額成長率へ負の相関がある。

<考察>

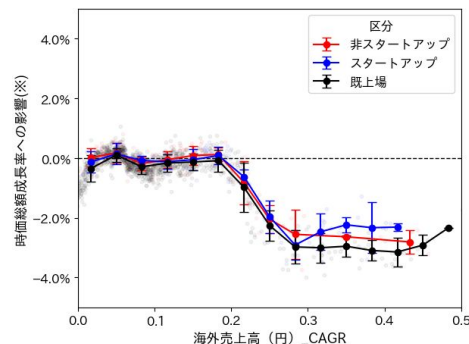
海外売上高比率に関する結果を踏まえると、一定のレンジを超えれば、投資家は一定評価すると言える。一方で、比率が非常に高くなると時価総額成長率が停滞する要因の一つとして、グローバル投資家は、リージョンリスクヘッジを自身で行うことから、「日本」という地域に投資をした期待があったために、投資先にはまずは国内の売上を伸ばしてほしいという期待があることが考えられる。

また、本調査では売上高に関する分析のみ行っているが、海外売上高比率が低くとも利益を出している場合には評価されることが予想されるため、今後の分析課題としたい。

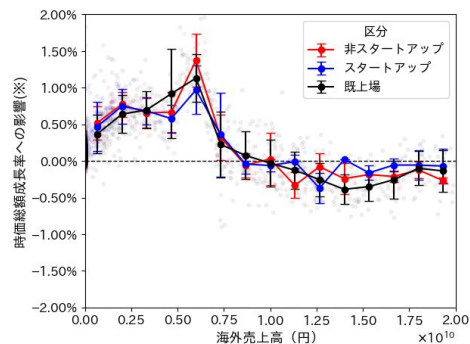
<海外売上高比率の時価総額成長率への影響度>



<海外売上高成長率の時価総額成長率への影響度>



<海外売上高の時価総額成長率への影響度>



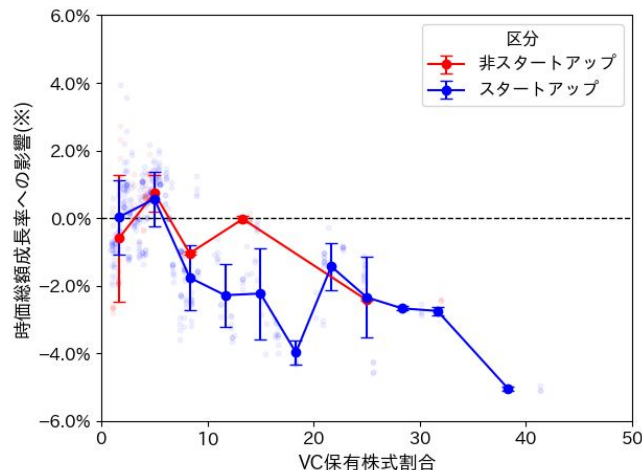
仮説18 上場時点でVC持分の大半が他者へ移っていると上場後の成長性が大きくなる

仮説18「未上場時のVC持分が、スムーズに機関投資家に異動しているか」を分析する。

具体的には上場時におけるVC保有株式割合の変化による影響を分析する。なお、機関投資家持分の影響は[仮説15](#)の検証にて分析しているため、そちらを参照していただきたい。

左図より、上場時点において、VC保有株式割合は5%以下の場合には時価総額成長率と正の相関がみられ、5%超の場合には負の相関がみられる。また、右図より、未上場時から上場時点にかけて、15%超という大きな割合でVC保有株式割合が減少している場合に、時価総額成長率と正の相関がある。従って、VC持分の大部分が、上場時点で他者に渡っている場合には、上場後の事業成長性が大きくなるといえる。

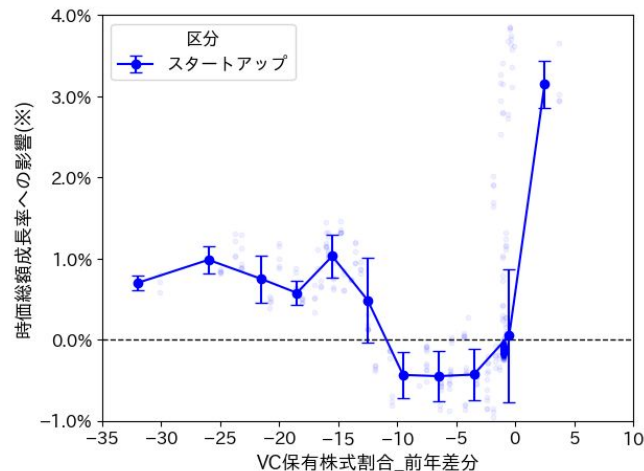
<上場時点のVC保有株式割合の時価総額成長率への影響度>



(出所) INITIAL、SPEEDAより作成

※上場時点モデル

<VC保有株式割合増減の時価総額成長率への影響度>



※上場時点モデル

仮説18 未上場時のVC持分が、スムーズに機関投資家に異動しているか

<考察>

本分析の結果には、ロックアップが関係している可能性がある。ロックアップとは、上場後の一定期間においては株価の需給を安定させ、暴落を防ぐために、持分の売却を制限する仕組みのことであり、東京証券取引所が定める制度ロックアップと、各証券会社が定める任意ロックアップがある。

このうち任意ロックアップについては、典型的には、上場後の90日間は株価が公開価格の1.5倍以上にならない限り株式を売却しない、という条件が付けられるケースが多い。この解除条件が存在しているため、時価総額の成長に伴って、VCの持分が低下するという因果関係になっている可能性が考えられる。

一方で、このロックアップの内容については改善の余地があり得る。ロックアップは上場後の需給調整のための仕組みであるが、ロックアップの解除条件を超えると投資家が一斉に持分を売り、そのタイミングで株価が大きく下がることになるため、需給の不安定性に繋がりをうる。この点について、[仮説15の考察](#)で振れたように、機関投資家の持分増加と時価総額の成長は相互作用する関係にあることを考慮すると、ロックアップ解除時にVCから機関投資家へのブロックトレードを行うといった対応をすると、需給の安定化と時価総額の成長に繋がる可能性がある。

なお、外国企業ではIPO時の社長の持ち株比率が低いほど、つまり、VCなどが保有しているほど時価総額が高いという分析が出ており、国内における前述の傾向とは逆になっている。

仮説検証の結果から得られた示唆

No.	仮説	検証からの示唆	高成長する場合の典型的な数値 (もしあれば)
1	市場環境の影響		
2	時価総額成長率は、業績の影響が大きい。影響度は時点で変わる	上場後の業績が一定のレンジにないと、成長性が鈍化する	営業損益：10億円以上 当期純損益：5億円以上 売上高CAGR：10%以上 純資産：20億円以上 ROE：0.1倍以上
3	上場時点の業績数値が（絶対的・相対的）良好な企業ほど、上場以降の成長性が維持される（製薬・バイオ等ノイズになる業種は抜く）	多くの業績数値に関して、上場時点での業績が一定のレンジにないと、上場後に成長性が鈍化する	営業損益：5億円以上 当期純損益：5億円以上 純資産：20億円以上 総資産：40億円以上 営業CF：10億円以上
4	上場前に複数のセグメントを有している企業の方が、上場後も単一のセグメントの企業よりも、大きく成長することができる	上場前にセグメント数が多いと成長性は鈍化する	上場時点でセグメント数が1-5つ
5	上場後の資金調達のスピードが速い	上場後の資金調達のスピードが速い企業は、成長率が高い	総資産に占める株式による資金調達の比率が5%以上
6	IPO時の資金調達額が大きいほどその後の事業成長が大きくなって時価総額があがる	明確な傾向はみられない	
7	海外展開をしているスタートアップにおいて、海外売上高と時価総額成長率は関連する	海外売上高比率が一定のレンジにあると成長性が高い	海外売上高比率：20-60%
8	海外展開をしているスタートアップのうち、高成長している企業は業種に依存する		

仮説検証の結果から得られた示唆

No.	仮説	検証からの示唆	高成長する場合の典型的な数値 (もしあれば)
9	IPO後にも継続的に成長率が高いスタートアップは、未上場前からM&Aの回数が多くかつ上場後もM&Aの回数が多い	IPO後のMA回数はスタートアップの成長性と相関する	上場後に累計でM&A3回以上
10	IPO時にコミットした業績を、IPO初年度に達成出来ていない場合には、その後1-2年をかけて株価が調整される		
11	各業種に属する社数が大幅に多いまたは少ない場合に、その業種の時価総額の平均値は大きく成長する		
12	(上場後に業種変更がない前提で)現時点で各社が属する業種ごとに、平均時価総額の成長性が大きく異なる		
13	マイナス金利か高金利かで影響の方向が逆になる	コールレートの影響は大きい	コールレートの累積値が0%以下
14	上場時点マザーズ上場社数と、上場後各時点でのマザーズ上場社数の変化は、時価総額成長に負の相関を持つ	上場社数増加は、時価総額の成長に大きくマイナスに効いている	
15	上場前、上場時、上場後で株主が変わる影響(機関投資家が入る影響)	金融機関または外国法人の持分が増えると、成長性が上がる	金融機関または外国法人の持分が5%以上

仮説検証の結果から得られた示唆

No.	仮説	示唆	高成長する場合の典型的な数値 (もしあれば)
16	スタートアップの上場後における株式分析の代表的な指標（PBR,PER,PSRなど）の推移が影響している		
17	内部統制報告書監査の実施によるコストの影響（上場後3年間は免除）	内部統制監査を実施しないと、成長率が上がる	
18	未上場時のVC持分が、スムーズに機関投資家に異動しているか	VCが抜けると、時価総額成長率が上がる	上場時のVC持分が5%以下
19	VC-Backedなど出資元や属性により差分が生じている		
20	スタートアップのうち何割が海外展開して、そのうち何割が高成長している		
21	シリアルアントレプレナーが経営者の方が、大きく成長することができる		
22	CFOやCXOに一定の法則のある人員が就任した企業の方が、大きく成長することができる		
23	大企業での業務経験後に起業した経営者の方が、大きく成長することができる		

仮説検証の結果から得られた、典型的な成長ストーリーと可能な支援案

成長ストーリー⑤：海外展開の成功事例創出と評価改善

■ファクト

- 海外展開している企業において、最も影響している変数は売上高（海外だけでなく国内も含む）のCAGRである（[仮説7の検証](#)より）
- 海外売上高CAGRが増加すると、時価総額成長率にマイナスに影響する（[仮説7の検証](#)より）
- 海外売上高比率が70%を超えると時価総額成長率にマイナスに影響する（[仮説7の検証](#)より）

■ファクトから想定される成長課題ストーリー

- 海外展開している企業において、海外売上高が成長しても投資家からは評価されず、時価総額が下がってしまう。想定要因は以下。
 - 日本企業に投資しているグローバル投資家は、地域性を考えたポートフォリオとして、日本企業には日本での販売に注力してもらいたい
 - 海外展開で成功している前例が少なく、海外展開自体がネガティブに評価されている

■成長ストーリーに対して可能な支援

- 海外展開の成功事例の集約と投資家への情報展開
- 現地のローカルビジネスにおける情報格差の是正（買収時のDD含む）
- 海外投資の赤字を国内収益と通算して税金負担を下げるための、国を跨いだ連結納税の実現
- ビザなど公的手続きの負担軽減