

|              |   |
|--------------|---|
| Title        | CEO特性が創業からIPOまでの期間に与える影響 (CEO Characteristics and Time-To-IPO in Japanese Industry in 2015)   |
| Author(s)    | 旭井, 亮一  |
| Citation     | 年次学術大会講演要旨集, 31: 291-294  |
| Issue Date   | 2016-11-05  |
| Type         | Conference Paper  |
| Text version | publisher   |
| URL          | <a href="http://hdl.handle.net/10119/13921">http://hdl.handle.net/10119/13921</a>   |
| Rights       | 本著作物は研究・イノベーション学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Research Policy and Innovation Management. |
| Description  | 一般講演要旨  |

## CEO 特性が創業から IPO までの期間に与える影響

○旭井亮一

## CEO Characteristics and Time-To-IPO in Japanese Industry in 2015

Ryoichi Asai

This study examined the relationship of chief executive officer (CEO) characteristics to time-to-IPO in 90 Japanese firms in 2015. The findings indicate that CEO age is positively, however founder CEO is negatively associated with time-to-IPO. Specifically, OLS results indicate that CEO experience significantly affects increased time-to-IPO associated with founder CEO.

## 1. はじめに

アベノミクス「第三の矢」である成長戦略の一つが「産業の新陳代謝とベンチャーの加速化」である [1]。従って、現政府が目指す経済成長を実現するには産業の新陳代謝や新規ビジネスの創出につながる新規株公開 (IPO)の活性化が重要である。企業は IPO で潤沢な資金を市場から調達できるため企業が成長しやすくなる。

一方、IPO にはメリットとデメリットがある。メリットとしては、資金調達の多様化、信用力強化、優秀な人材の確保等があり、デメリットとしてコスト負担が増加や企業買収のリスクに晒されることがある。従って、IPO を行っていない大企業も存在し、IPO 判断は最高執行責任者 (CEO : Chief Executive Officer) に委ねられる。そのため、最高決定権限のある CEO の決定プロセス、経営層 (TMT: Top Management Team) との関係性、時期、CEO 特性と IPO 判断との関係性は興味深い。

そこで本研究では、IPO 判断の決定要因の一つとして TMT の CEO 特性に着目し、その重要性を確認すべく実証分析を施行した。想定される CEO 特性に関するモデルを構築し、実証分析により企業特性と適合するモデルからその関係性の解明を試みた。

## 2. 理論と仮説

経営学の資源依存論の分野では TMT は経営資源の搬入経路 [2]として捉えられている。これは、取締役会において TMT 構成員の能力や過去の経験が、企業に資源として搬入され、それが当該企業業績や企業行動、意思決定に影響を与えるという議論である。

既存研究では、創業から IPO までの時間的な長さ (期間) は、投資における潜在的回収を示すのみならず、企業成長に必要な経営資源を獲得

する企業能力を決定するため重要である [3]。特に創業初期企業にとって CEO の存在は将来の企業像や方向性を決める権限をもつため重要である [4]。特に CEO のある属性と組織のパフォーマンスとの因果関係に着目する計量分析が行われており、「上層部 (Upper Echelons) 理論」 [5]が議論されている。

既存研究では種々の CEO 特性が企業戦略や構造、VB の行方が CEO の前職の経営層経験 [6]、創業者としての役目 [7]、学歴 [8]、社長と会長の兼務 [9]、CEO の持つ人脈 [9] [10]、年齢 [11]などのような要素に影響を受けていることが実証されている。

これらを整理し本研究の理論的枠組みを示すと図 1 の様になる。以上により、本研究において、CEO 特性と IPO 判断の関係に関して、仮説を立てると 3 つとなる。

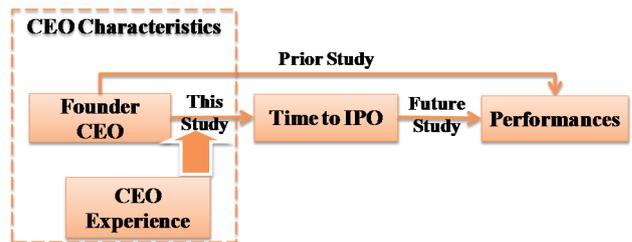


図 1. 本研究の理論的枠組

1 つ目は、創業者 CEO は、創業から IPO までの期間の長さにも負の影響を与える、という仮説を提示する。この仮説の背景には、プリンシパルエージェント問題がある。つまり、株主の利益のために動くことを委任されているはずの CEO が、株主利益に反し CEO 自身の利益を優先した行動を可能性がある。例えば、TMT のコンフリクトが大きくなると意思決定の統一が難しくなるため、CEO が TMT のコンフリクトや政治的な対立を減らしていること [9]、さらに創業者 CEO の割合は

IPO 後の企業価値に正の影響を及ぼしていること [12]に関する研究がある。

2つ目は、前職で TMT 経験済 CEO は、創業から IPO までの期間の長さにも負の影響を与える、という仮説を提示する。この仮説の背景には、経営上層部視座 [5]がある。つまり CEO の前職での TMT 経験が企業戦略に影響を及ぼすとの定量的な実証研究がある [13] [14] [15]。

3つ目は創業者 CEO がかつ、TMT 経験済 CEO は、創業から IPO までの期間の長さにも負の影響を与える、という仮説を提示する。この仮説の背景には、創業者 CEO と前職での TMT 経験により、早期 IPO に影響を及ぼしている可能性がある。つまり、現政府の成長戦略が目指す経済成長を実現のための IPO 活性化の重要性である。

従って、本論文の仮説は表 1 に提示した通りである。

表 1. 本研究の仮説

|      | 創業から IPO までの期間、CEO 特性                                   | 仮説 |
|------|---|----|
| 仮説 1 | 創業者 CEO は、創業から IPO までの期間の長さにも負の影響を与える。                  | -  |
| 仮説 2 | 前職で経営経験済 CEO は、創業から IPO までの期間の長さにも負の影響を与える。             | -  |
| 仮説 3 | 創業者 CEO がかつ、前職で経営経験済 CEO は、創業から IPO までの期間の長さにも負の影響を与える。 | -  |

### 3. 観測企業および方法

#### 3.1. 観測企業

本研究で用いた観測企業は、2015年1月1日から12月31日までに新規上場した企業 (IPO 企業) 90社である。計量分析の対象として財務状況、CEO 特性などは、EDINET の有価証券報告書から抽出した。

#### 3.2. 被説明変数

設立から上場までの期間の長さは、各企業の創業年月から IPO 年月までの時間を用いた。

#### 3.3. 説明変数

CEO 特性の変数として以下を用いた。CEO 年齢 (CEO Age)、創業者 CEO (Founder CEO) の存在、

TMT 経験のある CEO (CEO experience)、CEO が他職を兼務する CEO 人脈数 (CEO Network)、会長職が存在せず会長職も兼務する兼務 CEO (CEO duality)、CEO 歴 (CEO tenure)、総株式発行数に占める CEO の持ち株率 (CEO ownership) を用いた。

#### 3.4. 制御変数

企業規模変数は、IPO 時の売上高 (Revenue)、従業員数 (Firm size)、取締役会の規模を示す変数として当該企業の監査役を除いた取締役総数 (TMT size) を制御変数として使用した。

#### 3.5. 分析手法

推計式としては、最小二乗法に基づく重回帰分析を用いた。まず、仮説 1 の検証を目的に、創業者 CEO が創業から IPO までの期間に及ぼす影響のモデル 1、2、3 を検討する。次に仮説 2 と仮説 3 の検証を目的に、CEO 特性が創業から IPO までの期間に及ぼす影響をについてモデル 4、5、6 を検討する。

以上の分析モデルの中で本研究が最も注目するのは、CEO 特性を分析モデルとする研究において CEO の TMT 経験が創業から IPO までの期間に与える影響力のモデル 4 である。

### 4. 結果と考察

モデルで取扱った各変数の基本統計量と相関行列の結果を表 2 に示す。この表から設立から上場までの期間に対して、統計的に有意で正に符号が大きい 4 つは、従業員数、CEO 年齢、前年度総売上高、取締役数でいずれも正である。また負に大きいのは、創業者 CEO であり、これのみ有意であった。とりわけ、CEO 特性に関する要素では、以上の CEO 年齢および創業者 CEO のみが有意であることが確認された。

以上の結果を受けて、正に符号が大きい企業特性である従業員数、前年度総売上高、取締役数を制御変数として CEO 特性について、重回帰分析を行った。結果を表 3 に示す。

表 2. 相関係数

|                    | Mean  | SD    | [0]       | [1]       | [2]      | [3]      | [4]      | [5]      | [6]       | [7]     | [8]  | [9]     | [10] |
|--------------------|-------|-------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|---------|------|---------|------|
| [0] Time-to-IPO    | 23.86 | 6.12  | 1         |           |          |          |          |          |           |         |      |         |      |
| [1] TMT Size       | 6.12  | 3.77  | 0.52 ***  | 1         |          |          |          |          |           |         |      |         |      |
| [2] Revenue        | 3.77  | 5.05  | 0.54 ***  | 0.48 ***  | 1        |          |          |          |           |         |      |         |      |
| [3] Firm Size      | 5.05  | 50.98 | 0.72 ***  | 0.61 ***  | 0.69 *** | 1        |          |          |           |         |      |         |      |
| [4] CEO Age        | 50.98 | 0.54  | 0.55 ***  | 0.51 ***  | 0.35 *** | 0.52 *** | 1        |          |           |         |      |         |      |
| [5] Founder CEO    | 0.54  | 0.49  | -0.34 *** | -0.27 *   | -0.05    | -0.22 *  | -0.11    | 1        |           |         |      |         |      |
| [6] CEO Experience | 0.49  | 0.42  | 0.08      | 0.21 *    | 0.08     | 0.26 *   | 0.18     | -0.22 *  | 1         |         |      |         |      |
| [7] CEO Network    | 0.42  | 0.07  | 0.10      | 0.16      | 0.06     | 0.11     | 0.03     | -0.26 *  | 0.29 **   | 1       |      |         |      |
| [8] CEO Duality    | 0.07  | 12.44 | -0.09     | -0.28 **  | -0.02    | -0.04    | -0.18    | 0.24 *   | -0.17     | -0.23 * | 1    |         |      |
| [9] CEO Tenure     | 12.44 | 0.10  | 0.01      | -0.02     | -0.03    | -0.04    | 0.35 *** | 0.42     | -0.32 *** | -0.09   | 0.02 | 1       |      |
| [10] CEO Ownership | 0.10  | 0.00  | -0.16     | -0.36 *** | -0.08    | -0.13    | -0.18    | 0.29 *** | -0.16     | -0.17   | 0.03 | 0.28 ** | 1    |

n=90, \*p<0.05, \*\*p<0.01, \*\*\*p<0.005

表 3. CEO 特性に関する重回帰分析の結果

|                         | model 1   | model 2   | model 3    | model 4    | model 5    | model 6    | model 7    | model 8    |
|-------------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| [1] TMT Size            | 1.13      | 0.47      | 0.00       | 0.08       | 0.06       | 0.09       | 0.09       | 0.11       |
| [2] Revenue             | 1.86      | 2.18      | 3.48       | 2.72       | 2.69       | 2.69       | 2.64       | 2.63       |
| [3] Firm Size           | 10.12 *** | 8.70 ***  | 7.80 ***   | 8.55 ***   | 8.57 ***   | 8.51 ***   | 8.50 ***   | 8.48 ***   |
| [4] CEO Age             |           | 0.51 ***  | 0.54 **    | 0.56 ***   | 0.56 ***   | 0.56 ***   | 0.58 ***   | 0.58 ***   |
| [5] Founder CEO         |           |           | -10.41 *** | -11.56 *** | -11.35 *** | -11.46 *** | -11.19 *** | -11.22 *** |
| [6] CEO Experience      |           |           |            | -7.79 *    | -8.06 *    | -8.00 *    | -8.21 *    | -8.22      |
| [7] CEO Network         |           |           |            |            | 1.08       | 1.18       | 1.24       | 1.28       |
| [8] CEO Duality         |           |           |            |            |            | 1.35       | 1.30       | 1.39       |
| [9] CEO Tenure          |           |           |            |            |            |            | -0.03      | -0.04      |
| [10] CEO Ownership      |           |           |            |            |            |            |            | 1.17       |
| R <sup>2</sup>          | 0.53      | 0.56      | 0.60       | 0.62       | 0.62       | 0.62       | 0.62       | 0.62       |
| Adjusted R <sup>2</sup> | 0.51      | 0.54      | 0.58       | 0.59       | 0.59       | 0.58       | 0.58       | 0.57       |
| F                       | 32.17 *** | 27.42 *** | 25.28 ***  | 22.72 ***  | 19.27 ***  | 16.67 ***  | 14.64 ***  | 13.01 ***  |

n=90, \*p<0.05, \*\*p<0.01, \*\*\*p<0.005

これによると設立から IPO までの期間においてモデル 2 の CEO 年齢は正に影響を及ぼしていることが確認された。またモデル 3 においては、その CEO 年齢を制御しても創業者 CEO は負に影響を及ぼしていることが確認された。さらに、これらを制御した上でのモデル 4 の TMT 経験は負に影響を及ぼしていることが確認された。その他の CEO 人脈、兼務 CEO、CEO 歴は非有意であった。

これらの結果から設立から IPO までの期間の大きさは、創業者 CEO であれば負に影響し、それを考慮しても CEO の前職での TMT 経験があれば負に影響を及ぼしていることが示唆された。

以上の分析モデルの中で本研究が有意であったのは、(TMT 経験)が与える影響に基づくものを議論するモデル 4 の結果ということであった。このモデルを図 2 に示す。

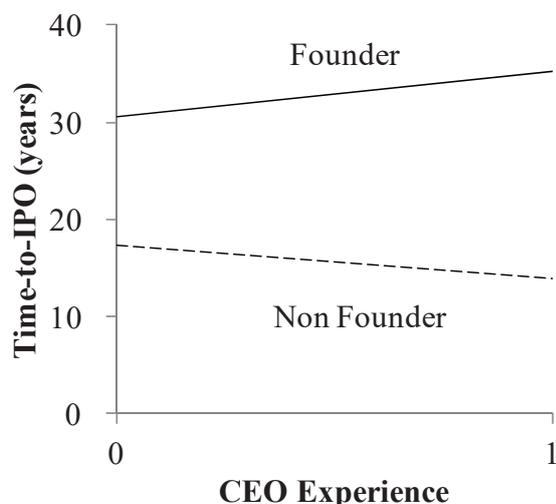


図 2 創業者 CEO 有無による CEO TMT 経験の創業から IPO までの期間に対する調節効果

この図から見て取れるように、創業者 CEO では TMT 経験がある場合は設立から IPO までの期間が長くなる。それとは反対に非創業者 CEO ではそれが短くなる傾向が得られた。これらの意味することは、創業者 CEO は前職での TMT 経験を生かして慎重に行動をするが、非創業者 CEO はそれに対して軽率になりがちになることが考えられる。この行動の違いを解明するのは今後の課題である。

今後の日本企業の新陳代謝を上げるには、例えば、比較的成功の多い ICT 関連産業でのベンチャー成功例の積み重ねや、大企業からのカーブアウトなど 成功例を増やし、世の中の価値観を変えていくことが重要である。そのためには例えば、以下の方策が有効かもしれない。

1. ベンチャー創業者は修羅場を経験させず、すぐに IPO を目指させる。
2. カーブアウト企業創業者には、TMT 経験を積んだ人材を選択する。

こうすることで、社会の価値観の変化と醸成を促進させることができると考えられる。

以上の推定結果をまとめると表 4 の様になる。仮説 1、仮説 2、仮説 3 は支持された。

表 4 本研究の推定結果

| 創業から IPO までの期間、CEO 特性 |  | 仮説 | 推定 |
|-----------------------|--|----|----|
| 仮説 1                  | 創業者 CEO は、創業から IPO までの期間の長さに負の影響を与える。                  | -  | -  |
| 仮説 2                  | 前職で経営経験済 CEO は、創業から IPO までの期間の長さに負の影響を与える。             | -  | -  |
| 仮説 3                  | 創業者 CEO であつ、前職で経営経験済 CEO は、創業から IPO までの期間の長さに負の影響を与える。 | -  | -  |

## 5. 結論

創業から IPO までの期間と CEO 特性の関係を調べた。その結果、前年度業績、従業員数、経営

総数、CEO 年齢に強い正の相関を、創業者 CEO の有無に負の相関を持つことを確認した。また、創業者 CEO の有無を制御してもなお CEO の前職での TMT 経験が負の影響を及ぼしていることが確認された。

## 引用文献

- [1] 日本経済再生本部, “成長戦略(素案),” 著: 平成 25 年 6 月産業競争力会議, 首相官邸, 2015.
- [2] 山本聡, “取締役会の規模・属性と企業の研究開発投資 -国内機械産業のパネルデータによる計量分析-,” *機械経済研究*, vol. 40, pp. 17-26, 2009.
- [3] Sea Jin Chang, “Venture capital financing, strategic alliances, and the initial public offerings of Internet startups,” *Journal of Business Venturing*, vol. 19, no. 5, p. 721-741, 2004.
- [4] G. Bruton, V. Fried and R. D. Hisrich, “Venture capitalist and CEO dismissal.” *Entrepreneurship, Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 21, no. 3, pp. 41-54, 1997.
- [5] D. M. Hambrick and P. A. Mason, “Upper echelons: the organization as a refraction of its top managers,” *Academy of Management Review*, vol. 9, no. 2, pp. 193-206, 1984.
- [6] M. J. Waller, G. P. Huber and W. H. Glick, “Functional background as a determinant of executives' selective perception,” *Academy of Management Journal*, vol. 38, no. 4, pp. 943-974, 1995.
- [7] M. A. Hitt and B. B. Tyler, “Strategic Decision Models: Integrating Different Perspectives,” *Strategic Management Journal*, vol. 12, no. 5, pp. 327-351, 1991.
- [8] M. F. Wiersema and K. A. Bantel, “Top management team demography and corporate strategic change,” *Academy of Management journal*, vol. 35, no. 1, pp. 91-121, 1992.
- [9] H. M. Fischer and T. G. Pollock, “Effects of Social Capital and Power on Surviving Transformational Change: The Case of Initial Public Offerings,” *Academy of Management Journal*, vol. 47, no. 4, pp. 463-481, 2004.
- [10] P. Davidsson and B. Honig, “The role of social and human capital among nascent entrepreneurs,” *Journal of business venturing*, vol. 18, no. 3, p. 301-331, 2003.
- [11] H. J. Sapienza and C. M. Grimm, “Founder characteristics, start-up process, and strategy/structure variables as predictors of shortline railroad performance,” *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 22, no. 1, pp. 5-24, 1997.
- [12] T. Nelson, “The persistence of founder influence: management, ownership, and performance effects at initial public offering,” *Strategic Management Journal*, vol. 24, no. 8, p. 707-724, 2003.
- [13] A. O. Andrews and T. M. Welbourne, “The People/Performance Balance in IPO Firm: The Effect of the Chief Executive Officer's Financial Orientation,” *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 25, no. 1, pp. 93-106, 2000.
- [14] J. P. Guthrie and D. D., “Contextual Influences on Executive Selection: Firm Characteristics and CEO Experience,” *Journal Management Studies*, vol. 34, no. 4, pp. 537-560, 1997.
- [15] D. Datta and P. Herman, “CEO Experiences: Effects on the Choice of FDI Entry Mode,” *Journal of Management Studies*, vol. 43, no. 4, pp. 755-778, 2006.