

Title	スタートアップのExitに影響する要因の階層分離：先行研究レビューに基づく試み
Author(s)	松永， 淳； 仙石， 慎太郎； 児玉， 耕太
Citation	年次学術大会講演要旨集， 35： 749-752
Issue Date	2020-10-31
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	http://hdl.handle.net/10119/17396
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

スタートアップの Exit に影響する要因の階層分離 —先行研究レビューに基づく試み—

○松永 淳（東京工業大学），仙石 慎太郎（東京工業大学），児玉 耕太（立命館大学）
matsunaga.a.ab@m.titech.ac.jp

1. 要旨

起業家や株主が保有するスタートアップの株式を新規株式上場（initial public offering, IPO）や合併・買収（mergers and acquisitions, M&A）により売却することは、出口（exit）戦略等と呼ばれる。スタートアップ（ベンチャー企業）の出口戦略は多様な選択肢を採り得るが、日本では株式上場（IPO）を至上とする傾向が顕著であり、合併・買収（M&A）等の他の機会の喪失を招いている可能性がある。そこで我々は、スタートアップの出口戦略に影響する要因を抽出し、関係性を整理した。まず、先行研究の調査をもとに、影響する要因の候補を抽出した。次いで、これら要因の候補を、4つの異なる階層を設定し分類した：(i)環境（他律的な要因）、(ii)利害関係者（利害に依存する要因）、(iii)知的資本（資産価値に関連する要因）、及び(iv)個人（自律的な要因）。最後に、本検討結果をもとに、今後の検証のためのモデルを仮説的に提示した。

2. 背景と目的

スタートアップは経済成長を駆動する源として位置付けられて久しい。一例として、米国シリコンバレーでは、起業家、起業支援者、投資家、企業、大学、研究機関、金融機関、公的機関等が結びつき、新たな技術やビジネスモデルを用いたスタートアップを次々と生み出し、それらがまた優れた人材・技術・資金を呼び込み発展を続けている（Bahrami and Evans 1995）。また、スタートアップの exit 後に起業家がスタートアップを去り、再び起業する連続起業家も数多く存在している。このことにより、起業から exit まで循環するスタートアップエコシステムが有効に機能している。

日米のスタートアップエコシステムの違いについてこれまでに多くの議論がなされているが、とりわけ exit に関しては、日本のスタートアップは米国に比して IPO を選択する傾向が強く、M&A の割合が低い。また、このような選択肢の狭隘化は、大企業の資本投入や販売チャネルの活用を阻害し、スタートアップのイノベーションによる経済成長の機会を喪失している可能性がある（Kushida 2016）。本研究は、この問題に対処するため、スタートアップの exit の定義に立ち返り、その影響要因を理解・整理することを目的とする。

3. 手法

先行研究の調査では、文献データベースとして、Scopus 及び Google Scholar を用いた。まず、Google Scholar 上でキーワードとして“startup”, “exit”, “trigger”, 及び“review”を設定し、17,200 件の文献タイトルを抽出した。次いで、被引用件数が 206 件で最も多い先行研究として Wennberg & De Tienne 2014 に着目し、本先行研究で言及された、スタートアップの exit への影響要因（triggers）と結果（outcomes）の関係性、及び個人レベルとファームレベルの分類を参考とし、抽出された要因の整理を試みた。

4. 結果と考察

4.1. 先行研究の調査結果

exit の結果について個人レベルとファームレベルに分けて整理された（Wennberg and De Tienne 2014）。個人レベルの結果として、能力獲得（ability to exit）、満足感（satisfaction with exit）、悲嘆（grief）、学習（learning）、収穫（harvest）、ポートフォリオ起業家（portfolio entrepreneur）、連続起業家（serial entrepreneur）と区別され、ファームレベルの結果として、破産（bankruptcy）、閉鎖（closure）、IPO、買収（acquisition）、独立販売（independent Sale）、経営陣による経営権取得（MBO: management buy-out）/従業員による経営権取得（EBO: employee buy-out）、事業承継（family succession）と区別された。

exit を起こす要因について個人レベルとファームレベルに分けて整理された (Wennberg and De Tienne 2014)。個人レベルの要因として、意志 (intentions)、戦略 (individual strategies)、動機 (motivation)、ネットワーク (networks)、個性 (personality)、金儲け (earnings from the business) が挙げられた。ファームレベルの要因として、戦略 (firm-level strategies)、資源/機能 (resources/capabilities)、パフォーマンス (firm performance)、整員 (teams)、マネジメント (management) と区別された。

先行研究 (Wennberg and De Tienne 2014) の exit を起こす要因に対して、起業家及びグループメンバーの以前の経験 (previous experience of the group members) とグループの配置 (constellation of the group) がグループの exit に影響する重要な要因であるという定性的研究がなされ、その概念的な修正モデルが提唱された (Edlund and Kemper 2019)。

先行研究 (Wennberg and De Tienne 2014) の著者の一人である De Tienne は出口戦略として 3 つ (1. 財政的収穫 (financial harvest)、2. 管理 (stewardship)、3. 自発的廃業 (voluntary cessation)) に分離して、ファームレベルで exit を起こす要因として、革新性 (innovativeness) を抽出した (De Tienne et al 2015)。

4.2. 影響要因の階層分離とその必要性

先行研究 (Wennberg and De Tienne 2014) の個人レベルの要因として意志 (intentions)、戦略 (individual strategies)、動機 (motivation)、ネットワーク (networks)、個性 (personality)、金儲け (earnings from the business) が挙げられた。この中で、意志、動機、個性は個人レベルのみで自律的に制御可能な要因と考えられる。一方で戦略、ネットワーク、金儲けは個人レベルのみで自律的に制御することはできず、個人を取り巻く利害関係者 (例えばベンチャーキャピタル (VC)、協業する大企業、顧客、サプライヤー、仲介業者、株式市場等) の様な、利害に依存する要因に影響を受けることも考慮すべきである。

先行研究 (Wennberg and De Tienne 2014) のファームレベルの要因として、戦略 (firm-level strategies)、資源/機能 (resources/capabilities)、パフォーマンス (firm performance)、整員 (teams)、マネジメント (management) と区別された。これらの要因は必ずしもファームレベルのみで自律的に制御可能な要因によって影響を受けるだけでなく、戦略、マネジメントはファームを取り巻く利害関係者の様な利害に依存する要因に影響を受けることを考慮すべきである。又、パフォーマンスはファームを取り巻く環境 (例えば法制度、国家的施策等) の様な、他律的な要因にも影響を受けることも考慮すべきである。

資源/機能 (resources/capabilities) には、とりわけ知的財産や著作権の様な知的資産 (intellectual assets) や経験、ノウハウ、スキルの様な人的資源 (human resources) を含んでいる。Sullivan は知的資産 (intellectual assets) と人的資源 (human resources) を統合して知的資本 (intellectual capital) と定義し、これが資産的価値を有してビジネス機会 (戦略的協業、ライセンス、共同会社設立等) を創出すると指摘している (Sullivan 1999)。これはファームレベルのみで自律的に制御することはできず、利害関係者との交渉により必ずしも可変なものでもなく、ファームを取り巻く環境の様な他律的なものでもない。従って、知的資産を含む資源/機能 (resources/capabilities) は、前出の自律的に制御可能な要因、利害に依存する要因、或いは他律的な要因とは別の資産的価値を有する要因と分類すべきである。

4.3. 影響要因の階層の設定と分離

スタートアップの出口戦略に影響する要因については様々な視点で議論がなされてきた。具体的には、(i) エコシステム、法規制のような環境に起因する他律的な要因 (例えば Iliev 2010)、(ii) VC をはじめとする利害関係者に起因する利害に依存する要因 (例えば Cumming 2008)、(iii) 知的財産やスキルのような知的資本 (intellectual capital) は、知的資産 (intellectual assets) と人的資源 (human resources) からなることが提案されており (Sullivan 1999)、これに起因する資産価値を有する要因 (例えば Smith & Sharif 2007)、(iv) 起業家をはじめとする個人に起因する自律的に制御可能な要因 (例えば Hsu 2013) が挙げられた。

ところで、社会構造的転換 (socio-technical transition) という社会構造を複数階層に分けて考える multi-level perspective (MLP) の概念が提唱されている (Geels 2002)。エコシステムの概念に対して MLP によりアプローチし、multi-actor network について研究がなされた (Tsujimoto et al 2018)。この着想より、筆者らは上述の要因を階層に分離して議論すべきと考えて、前記 4 つの異なる階層 (i) 他律的な次元 (環境)、(ii) 利害に依存する次元 (利害関係者)、(iii) 資産的価値を有する次元 (知的資本)、及び (iv) 自律的に制御可能な次元 (個人) に定義し分離した。

ここで、「環境」は、「個人」及び「利害関係者」には適応・従属させる関係、「知的資本」を運用・活用する関係、であり「環境」はスタートアップの exit に対してマクロ的・俯瞰的に影響する階層であ

る。「知的資本」は、「個人」及び「利害関係者」とは所有される関係であり、スタートアップの exit に対して無形資産という経済価値を供する階層である。「個人」及び「利害関係者」は、スタートアップの exit に対してミクロ的・直接的に意思決定する階層である。

4.4 階層間の相互作用の推定

前節にて設定した 4 つの階層に関して、各階層間の 6 つの相互作用を推定し、先行研究調査で抽出された要因を仮説的に割り当てた (図 1)。

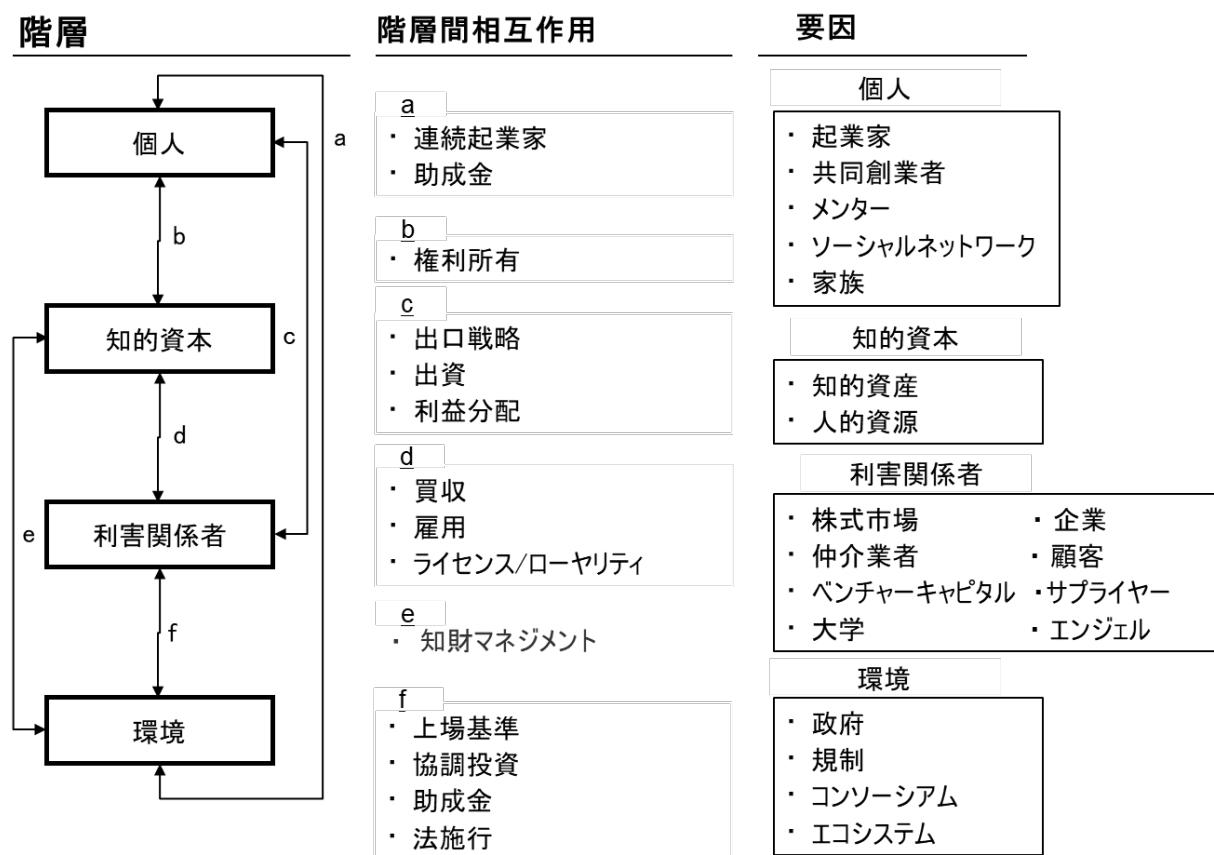


図 1. 4 つの階層と階層間相互作用

a. 個人－環境

例えば、米国シリコンバレーにおいては、exit 後に起業家がファームを去り、再び起業する連続起業家という文化が定着した。この文化により起業から exit まで循環するスタートアップエコシステムが機能している (Bahrami and Evans 1995)。このことは、起業家という「個人」がエコシステムという「環境」への適応・従属を示唆している。他の事例についても同様の関係性が推定される。

b. 個人－知的資本

知的財産権は、起業家をはじめとする発明者又はスタートアップの権利として保有される (Smith & Sharif 2007)。このことから、起業家をはじめとする発明者という「個人」(またはその代理人としてのスタートアップ等)が、知的財産権をはじめとする「知的資本」を所有する関係性が発生する。

c. 個人－利害関係者

スタートアップの exit として起業家が IPO, M&A を選択する際に、スタートアップと VC との間で exit 戦略や利益分配について契約が交わされる (Cumming 2008)。このことから、起業家という「個人」が VC という「利害関係者」と交渉する関係性が存在する。

d. 知的資本－利害関係者

スタートアップに所属する人材が保有する知識を獲得するために、大企業が M&A という手段を選択することの有効性が示唆されている (Aranft & Lord 2000)。このことから、大企業という「利害関係者」が、スタートアップに所属する人材の知識という「知的資本」を獲得・所有する関係性が発生する。

e. 知的資本－環境

例えば、日本における研究開発コンソーシアムとその活動は、スタートアップに対する知的財産のマネジメントの主体として有効に機能したという指摘がある (Sengoku 2019)。このことは、研究開発コンソーシアムという「環境」が、知的財産という「知的資本」を運用・活用する関係性を示す。

f. 利害関係者－環境

米国の上場企業会計改革という規制は、exit としての選択肢の 1 つである IPO に影響した。その結果、IPO に関わる株式市場、仲介業者、VC に影響を及ぼした (Iliev 2010)。このことから、株式市場、仲介業者、VC という「利害関係者」が、IPO という exit に対して、規制という「環境」に適応・従属する関係性を読み取ることができる。

分類された各要因が各階層間において、直接的、間接的、複合的あるいは連鎖的にスタートアップの exit に影響することが推定される。スタートアップの exit という事象を単にスタートアップの自律的な判断によるものとして捉えるのではなく、Geels (2002) が提唱した社会構造を複数階層に分けて考える MLP の概念からなる社会構造的転換 (socio-technical transition) の 1 つと捉えるべきであると考察する。

5. 結びに代えて

本稿では、スタートアップの exit に及ぼす影響要因に関する先行研究のレビューを実施した。そのうえで、要因の帰属する階層として、(i) 他律的な次元として「環境」、(ii) 交渉により可変な次元として「利害関係者」、(iii) 資産的価値を有する次元として「知的資本」、(iv) 自律的に制御可能な次元として「個人」を設定し、この 4 つの各階層、及び各階層間の 6 つの相互作用に対して、抽出された要因を仮説的に割り当てた。本検討結果は、スタートアップの exit に影響する要因に関する実証研究における、一つの規範的フレームワークとして活用が期待される。

謝辞

本研究の一部は、科学研究費補助金・基盤研究 (B)「大学発ベンチャーにおけるローカルイニシアティブに関する研究」(2020-23 年度、課題番号 20H01546) の助成のもとで実施された。

参考文献

- [1] Aranft, A., & Lord, M. D. (2000) *J. High. Tech. Manag. Res.* **11**(2), 295-319
- [2] Bahrami, H., & Evans, S. (1995) *Calif. Manag. Rev.* **37**(3), 62-89
- [3] Cumming, D. (2008) *Rev. Financ. Stud.* **21**(5), 1947-1982
- [4] DeTienne, R. D., McKelvie, A., & Chandler, N. G. (2015) *J. Bus. Ventur.* **30**, 255-272
- [5] Edlund, P., & Kemper, L. (2019) Leaving a startup you helped to create: A qualitative study of managerial exits.
- [6] Geels, W. F. (2002) *Res. Pol.* **31**, 1257-1274
- [7] Hsu, D. K. (2013) *J. Small. Bus. Entrep.* **26**(4), 387-402
- [8] Iliev, P. (2010) *J. Finance* **65** 1163-1196
- [9] Kushida, K. (2016) *Asian Res. Pol. Sci. Tech. Tre.* 67-77
- [10] Sengoku, S. (2019) In *Innovation beyond technology* (pp. 141-171). Springer, Singapore.
- [11] Smith, R., & Sharif, N. (2007) *Technovation* **27**, 643-649
- [12] Sullivan, P. H. (2000) *Value driven intellectual capital: how to convert intangible corporate assets into market value*. John Wiley & Sons, Inc..
- [13] Tsujimoto, M., Kajikawa, Y., Tomita, J., & Matsumoto, M. (2018) *Technol Forecast Soc. Change* **136**, 49-58
- [14] Wennberg, E., & DeTienne, R. D. (2014) *Int. Small Bus. J.* **32**(I), 4-16