

投資家を惹きつけるビジネスモデル —ベンチャー企業の明暗を分ける四類型—

1. はじめに

配車サービスの **Uber** やスマートフォンメーカーである小米（シャオミ）はこの 10 年で急成長を遂げ、多くの投資家の注目を集めてきた。これらの企業の特徴は、ビジネスモデルを追加して変化させ、成長してきたことである。**Uber** は車を保有する一般人がドライバーとなり、そのドライバーと移動手段を求めるユーザーとをマッチングさせるシェアリングサービスの提供にとどまらず、そのノウハウを活かして、時間の空いた一般人を利用してレストランとお店の味を楽しみたい人をマッチングさせるサービスを展開するなどして事業を拡大させてきた。小米は、低価格で品質の良いスマートフォンを販売する一方で、インターネットサービスにおいて有料のアプリや動画を提供することで利益を上げてきた。以上のように、今日において成功を遂げているベンチャー企業の多くはビジネスモデルを追加し、上手く組み合わせさせて成長しているのである。

ベンチャー企業においてビジネスモデルを組み合わせることの重要性は学術的にも語られている。**Trimi and Berbegal-Mirabent (2012)** は、1 つのビジネスモデルでは様々な競争環境に対応できないため、複数のビジネスモデルを準備する必要があると述べている。また **Nielsen and Lund (2018)** は、既存のビジネスモデルにプラットフォームモデルを組み合わせさせて実装させることが、企業が高い成長を達成する一つの方法であると述べている。つまり、ベンチャー企業においてビジネスモデルを追加し組み合わせることは高い成長を実現し、投資家からの注目に繋がる。しかし、どのようにビジネスモデルを組み合わせるかについて学術的に明確な仮説は打ち出されておらず、実証的にも明らかにされていない。

その中で、ベンチャー企業におけるビジネスモデルの組み合わせと企業成果との関係性をケーススタディによって明らかにした研究が存在する。**Sabatier et al. (2010)** はバイオテクノロジー業界におけるベンチャー企業

4社を取り上げ、各社がどのようにビジネスモデルを活用し顧客から収益を上げているのかを分析した。彼らは「市場」と「ビジネスモデル」の二軸からビジネスモデルの組み合わせが企業成果に与える影響を詳細に考察した点でその他の研究に比べて優れているが、ビジネスモデルをどのように組み合わせるかについての概念化には至っていない。

そこで本研究では、**Sabatier et al. (2010)** をもとに「市場」と「ビジネスモデル」の二軸から独自の四類型を作成して仮説を導出し、東証マザーズ・JASDAQ 市場に上場する情報通信業 170 社を分析対象としてビジネスモデルの活用におけるパターンが企業成果に与える影響を実証的に明らかにする。

本論文の構成は以下の通りである。まず、第 2 節で先行研究を概観した後、ビジネスモデルの活用における四類型を作成し、第 3 節で仮説を提示する。そして、第 4 節では調査対象及び分析方法を説明し、第 5 節で分析結果を示す。最後に、第 6 節で検証の結果について考察した後に、第 7 節で本論文の結論を述べる。

2. 先行研究

2.1. ビジネスモデルとは

ビジネスモデルは、企業の価値創造やパフォーマンス、競争優位を説明する際に重要な要素であり (Zott et al., 2011)、このトピックに関する研究は増え続けている (Aversa et al., 2015)。だが、ビジネスモデルの捉え方は多岐に渡り、学者の中でビジネスモデルの厳密な定義について明確な共通認識が得られているとは言い難い。Porter (2001) においてもビジネスモデルの定義は曖昧であると指摘されている。

しかし、一方で Massa et al. (2017) においては、ビジネスモデルの解釈は基本的に①企業の属性としての解釈②認知的または言語的スキーマとしての解釈③企業の活動を説明する正式な概念図としての解釈の 3 つに収束すると述べられている。1 つ目の解釈の場合、ビジネスモデルは価値を創造

または獲得するために、価値を付加する活動を含むという一般的な合意があると指摘されている。

そこで我々は Zott et al. (2011) 及び Massa et al. (2017) を参考にして、既存研究のビジネスモデルの定義の一部を図表 1 に提示する。

図表 1 において下線で示したように、既存研究の多くが収益を上げる仕組みに着目していることが分かる。Zott et al. (2011) もビジネスモデルは主に企業の技術と顧客ニーズまたは他の企業の資源を繋げるメカニズムとして見られ、ビジネスモデルの核心的なロジックは企業の収入とコスト、顧客への価値提案、価値獲得のメカニズムの軸が中心となることを示唆している。

図表 1 ビジネスモデルの定義

著者(年)	定義
Chesbrough and Rosenbloom, 2002	ビジネスモデルは、「技術的な可能性と経済的価値の実現を結びつける、経験則的な論理」である。(P.529)
Osterwalder, 2004	「ビジネスモデルは、企業が商品やサービスを売買し、 <u>お金を稼ぐ方法</u> を表しています。」(P.9)
Morris et al., 2005	「ビジネスモデルは、ベンチャーの戦略、アーキテクチャ、及び経済学の分野における相互に関連する一連の決定変数が、定義された市場で持続可能な競争上の優位性を生み出すためにどのように対処されるかを簡潔に表したものです。」(P.727)
Birkinshaw and Goddard, 2009	「会社が <u>お金を稼ぐ方法</u> 」(p.81)
Casadesus-Masanell and Ricart, 2010	「ビジネスモデルは、企業の実現された戦略を反映したもの」である。(p.195)

Gambardella and McGahan, 2010	「ビジネスモデルとは、 <u>合理的なコストで収益を生み出すための組織のアプローチ</u> であり、価値の創造と獲得の両方についての仮定を取り入れています。」(P.263)
Teece, 2010	「ビジネスモデルは、顧客への価値提案を支持する論理・データ・その他の証拠、そして <u>その価値を提供する企業の収益とコストの実行可能な構造を明確にしたもの</u> 」である。(p.179)
Bocken et al., 2015	「ビジネスモデル」のフレームワークは、企業の目的、ネットワーク全体での価値創造の機会、及び価値の獲得（ <u>収益を生み出す方法</u> ）をマッピングすることにより、持続可能なビジネス思考の構造化された方法を提供します。(p.67)

Zott et al. (2011) 及び Massa et al. (2017) より作成

2.2. ベンチャー企業におけるビジネスモデルの重要性

ビジネスモデルという用語を用いた最も古い研究の一つである Stinchcombe (1965) は、ビジネスモデルは成熟企業よりも経路依存性や硬直性に制約されていないベンチャー企業にとって重要であると指摘する。実際に、Zott et al. (2007) はビジネスモデル設計において重要な要素を特定するために、ヨーロッパとアメリカの 190 社のベンチャー企業を対象に実証研究を行い、新規性を持つビジネスモデルが企業価値を上げることを特定した。また Trimi and Berbegal-Mirabent (2012) は、テクノロジーベンチャーを立ち上げるプロセスでのビジネスモデルの重要性を強調している。彼

らは、1つのビジネスモデルでは様々な競争環境に対応できないため、複数のビジネスモデルを準備する必要があると述べている。さらに Nielsen and Lund (2018) においても、企業が高い成長を達成する方法として、既存のビジネスモデルにプラットフォームモデルを組み合わせて実装させることを挙げている。

これらの先行研究から、ベンチャー企業においてはビジネスモデル設計と企業成果は密接に結びついており、そして、ビジネスモデルを複数組み合わせて設計することは成長をはじめとする企業成果に繋がると考えられている。しかし、ベンチャー企業における先行研究は事例分析にとどまっており、どのようにビジネスモデルを組み合わせることが企業成果に繋がるのかを実証的に明らかにした研究は存在しない。

2.3. ケーススタディによる複数のビジネスモデルと企業成果の関係性

複数のビジネスモデルと企業成果との関係性をケーススタディによって明らかにした先行研究として Sabatier et al. (2010) が存在する。彼らは企業が様々なビジネスモデルを組み合わせる企業戦略を実施するためのビジネスモデルポートフォリオという概念を提示し、その概念をもとに企業がどのように価値を創造し提供しているのかを分析した。バイオテクノロジー業界におけるベンチャー企業4社にインタビュー調査を行い、各社が投資から収益までの時間差や活動のリスクと期待収益率、及び供給者などの関係者との相互依存の度合いのバランスをとるために、どのようにビジネスモデルを活用しているのかを考察した。その結果、4社中3社は同じ市場で異なるビジネスモデルのポートフォリオを扱っており、もう1社は異なる市場で同じビジネスモデルを複製して企業成果を高めていた。このことから補完的なリソースでビジネスモデルを構築するか、会社の既存のビジネスモデルで新しい市場に対処することにより企業の独自性が保証されることを明らかにした。つまり、補完的なビジネスモデルポートフォリオの開発は、成長企業が様々な方法で利益を獲得できる戦略である。

しかし、一方で Sabatier et al. (2010) は、新市場において会社の既存のビジネスモデルを用いることができずに活動が多様化しすぎる場合、投資から収益までの時間差やリスクと期待収益率、及び関係者との相互依存の度合いのバランスを保つことが難しくなる点を指摘している。つまり、限られた市場において複数のビジネスモデルを融合することと新市場に既存のビジネスモデルを横展開することはそれぞれ企業成果を高めるが、多様化しすぎると悪影響を及ぼすのである。

これらを踏まえて、我々は縦軸に展開する「市場数」、横軸に扱う「ビジネスモデルのパターン数」を置き、図表 2 のような独自の四類型を作成した。市場数とビジネスモデルのパターン数がともに少ない場合は「特化型」、市場数が少ないがビジネスモデルのパターン数が多い場合は「融合型」、市場数が多いがビジネスモデルのパターン数が少ない場合は「横展開型」、市場数とビジネスモデルのパターン数がともに多い場合は「多角化型」とラベル付けをした。

図表 2 ビジネスモデルの活用における四類型

		ビジネスモデルのパターン数	
		少ない	多い
市場数	多い	横展開型	多角化型
	少ない	特化型	融合型

3. 仮説

Sabatier et al. (2010) において高業績をあげた二類型のビジネスモデルを我々の四類型と対応させ、多様化しすぎることの弊害を踏まえて以下の 2 つの仮説を導出する。

H1：多くの市場で多くのビジネスモデルを扱う「多角化型」の企業に比べて、少ない市場で多数のビジネスモデルを扱う「融合型」の企業は、企業成果が高い

H2：多くの市場で多くのビジネスモデルを扱う「多角化型」の企業に比べて、多くの市場で少数のビジネスモデルを複製する「横展開型」の企業は、企業成果が高い

4. リサーチデザイン

4.1. 調査対象

前節の仮説を検証するにあたり、本研究では 2019 年 8 月 5 日時点において東証マザーズ市場及び JASDAQ 市場に上場する情報通信業界を調査対象とした。東証マザーズ・JASDAQ 市場とは、東証一部二部と同様に東京証券取引所に開設されている株式市場である。調査対象企業の有価証券報告書については「企業情報データベース eol」（株式会社プロネクサス）より、財務データについては「日経バリューサーチ」（日本経済新聞社）から取得した。

調査対象としてマザーズ上場企業及び JASDAQ 上場企業を選定した理由は 2 つある。1 つ目は、東証マザーズ・JASDAQ 市場はどちらも主にベンチャー企業に対して開設されている市場であるからである。将来の成長可能性に富んだ企業を対象としていることが特徴であり（市場概要, 2019）、Sabatier et al. (2010) の仮説を検証する上で相応しいと考えたためである。2 つ目は、各社の有価証券報告書の事業系統図と事業内容を用いて、外部から経営指標やビジネスモデルが特定可能であるためである。東証一部や二部市場の企業は歴史が長く、経営環境の変化に伴い事業数も多岐に渡っている傾向にある。そのため、事業系統図の抽象度が高く概念的なものであり、企業がどのようなビジネスモデルを扱っているかを特定することが難しいと判断し、調査対象から除外した。

また、1996 年～2010 年における既存のビジネスモデルの実証研究のう

ち 48%が情報通信業界を対象としている (Lambert and Davidson, 2013) ことから調査対象として情報通信業界を選定した。これらの企業のうち、ホールディングス企業は配当金を主な収益源としており、事業からの収益を主とする他の企業と収益形態が異なるため、16 社を調査対象から除外した。また、事業系統図や事業内容に関する情報が不足している企業はビジネスモデルの特定が困難であると判断し、8 社を調査対象から除外した。

以上の過程を経て、本研究においては東証マザーズ及び JASDAQ 市場に上場する情報通信業 170 社を調査対象とする。

4.2. 説明変数の測定

4.2.1. 四類型における二軸の説明

図表 2 の四類型の各軸について説明をしていく。Sabatier et al. (2010) は「市場数」と「ビジネスモデルのパターン数」の二軸から結果の考察を行った。「市場」とは企業が自社の製品やサービスを通じて顧客に価値を提供する場のことを示す。東証マザーズ・JASDAQ 上場企業は有価証券報告書において事業セグメントによって顧客に提供する製品やサービスを分類していることから、我々は「市場数」を「事業セグメント数」と見なして研究を行う。「ビジネスモデルのパターン数」に関しては、図表 1 からビジネスモデルの本質である収益モデル (Amit and Zott, 2001) に着目し、「ビジネスモデルのパターン数」を「収益モデルのパターン数」と見なして研究を行う。

4.2.2. 「事業セグメント数」及び「収益モデルのパターン数」の測定

事業セグメント数に関しては、各企業の有価証券報告書における【従業員の状況】に表記されている各セグメントの数から特定した。

収益モデルのパターン数に関しては、我々の研究室の方針として板橋

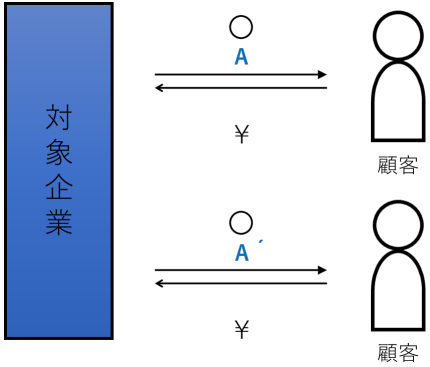
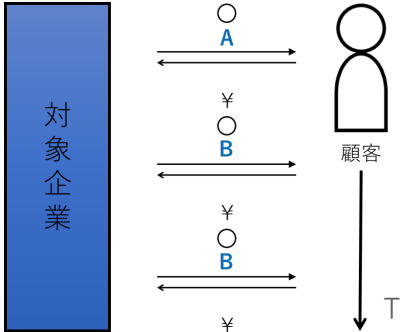
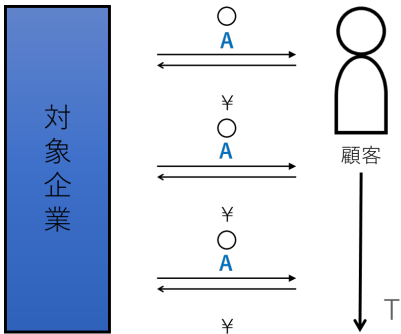
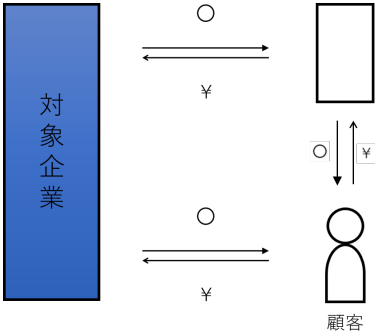
(2010)におけるピクト図解を分類体系として採用した¹。収益モデルに関する先行研究は少なからず存在するが、どれも実証研究を行うには不十分な枠組みであった。Slywotzky and Morrison (1997) は企業をプロフィットゾーン（高い利益率をもたらす経済領域）へと移行させる 22 の利益モデルに分類したが、「起業家利益モデル」など外部から測定するのが不可能な変数が含まれていた。Remane, et al. (2017) は 182 の業界横断的なビジネスモデルのパターンによる分類を提示した。既存のビジネスモデルパターンの研究をレビューしているため重複なく網羅的に分類できるが、「対象企業のデジタル化の程度」などの企業内部の実態を把握する必要がある変数が含まれていることや、変数間の尺度が曖昧であることから、実証研究には適していないと判断した。また、Dubosson-Torbay et al. (2002) は e ビジネスにおける収益モデルを分類したが、概念的な定義は多義性が生まれ、解釈にずれが生じてしまうことが問題点として挙げられた。対するピクト図解は、外部から測定可能でかつ明確に解釈ができる分類体系である。板橋（2010）によると、ビジネスとは「誰かと誰か」が「商品・サービスとカネ」を交換する行為であり、ピクト図解はその交換の種類を 8 つのモデルで示している。それにより収益モデルを「見える化」することができ、その企業の根幹となる収益を上げる仕組みが浮き彫りとなるのが特徴である。また、箱と矢印など一定のルールに基づいて関係性を図に落とすため、それぞれのモデルの抽象度が揃っており、かつ 8 モデルとパターン数が少ないため、その企業の収益モデルを明確に特定することが可能となる。図表 3 にピクト図解の各収益モデルの定義を提示する。

我々は各企業の収益モデルを有価証券報告書にある事業系統図及び事業内容の記載を参考に判断した。図表 4 は実際の事業系統図とそこから導き出されたピクト図を比較したものである。事業系統図には商品と収益の流れが図として記載されており、ピクト図との整合性が高いと判断したため、参照するに至った。

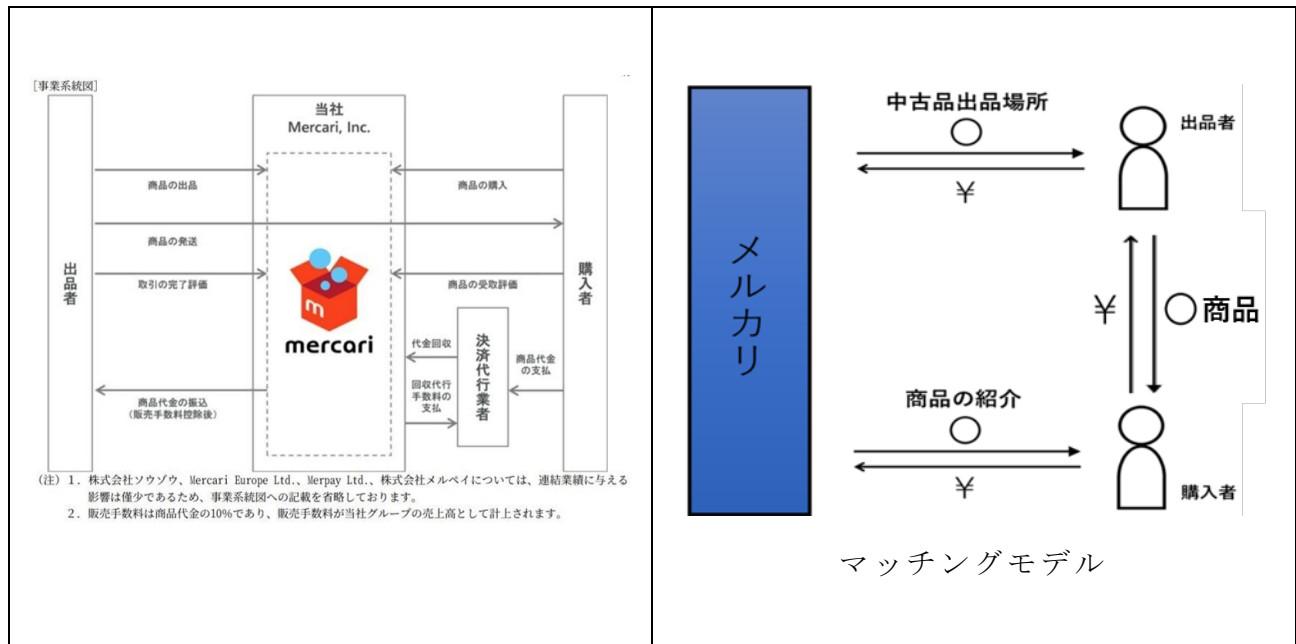
¹ 小嶋、益田、山本（2018）を引用。

図表 3 ピクト図解の定義

モデル名	図式	定義
シンプル物 販モデル		ビジネスの主体となるヒトや企業が商品やサービスを開発・製造し、ユーザーに提供して対価を受け取るビジネスモデル。
小売モデル		商品を作らず、仕入れて売るだけのモデル。
広告モデル		商品そのものの価格を抑えるかあるいは無料にして、広告掲載料を企業から得て利益をあげるモデル。
合計モデル		消費者を呼び込むための商品を用意し、「ついで買い」を狙うモデル。

二 次 利 用 モ デ ル		同じ商品（資産）を自 社内で二度、三度と利 用して収益を上げる モデル。
消 耗 品 モ デ ル		大元となる商品本体 の価格は抑え、付属す る消耗品やメンテナ ンスにお金を使い続 けてもらうことで 徐々に収益率を上げ ていくモデル。
継 続 モ デ ル		商品やサービスを長 期的かつ定期的に使 い続けてもらうこと で徐々に収益率を上 げていくモデル。
マ ッ チ ン グ モ デ ル		商品・サービスを提供 する側とユーザー側 とを仲介し、両方もし くはどちらか片方に 課金することで収入 を得るモデル。

図表 4 事業系統図とピクト図の一例（株式会社メルカリより）



株式会社メルカリの有価証券報告書より作成

各事業の収益モデルは、以下の手順で導出した。まず、学部生 3 人が有価証券報告書の事業系統図及び事業内容からそれぞれ判断した後に全員でクロスチェックを行った。その後、ビジネスモデルを専門とする教授と大学院生を交えてランダムチェックを行った。見解が一致しなかった場合は、複数回協議を重ねて最終的な収益モデルを結論付けた。

有価証券報告書から収益モデルを特定することに関して、投資家にインタビューを行ったところ、投資家は有価証券報告書を投資の判断基準としていたことが分かった。また、企業が有価証券報告書に記載できる内容は事実のみと定められており、記載形式も決まっているため内容の比較が行いやすい。このことから有価証券報告書から企業の収益モデルを判断することは妥当性があり、適していると言える。

4.2.3. 四類型の分類基準

図表 2 に提示した四類型は事業セグメント数の平均値 1.64 以上もしくは

それ以下、収益モデルのパターン数の平均値 2.38 以上もしくはそれ以下で分類した。事業セグメント数と収益モデルのパターン数がともに平均より少ない場合は「特化型」、事業セグメント数が平均より少ないが収益モデルのパターン数が平均より多い場合は「融合型」、一方で事業セグメント数が平均より多いが収益モデルのパターン数が平均より少ない場合は「横展開型」、事業セグメント数と収益モデルのパターン数ともに平均より多い場合は「多角化型」に分類した。

4.3. 被説明変数の測定

Amit and Zott (2007) において、「企業の株価は株主の期待が反映されたものであり、ベンチャー企業の業績の評価指標と見なすことができる。」(P.187) と述べられている。このことから我々は、企業の株価と発行済株式総数を掛け合わせた指標である時価総額を各企業の企業価値の代理変数として使用する。その際に、自然対数を用いて対数変換を行い、170 社の時価総額の平均からの乖離をとった。また、Zott and Amit (2007) では、「ROI、ROA、Tobin's q などの実現実績の尺度は、ベンチャー企業にはあまり適していない。」(P.187) と述べられていることから、これらは被説明変数として採用しなかった。

4.4. 統制変数の測定

企業価値に影響を与えうる、説明変数以外の要因をコントロールするために、Zott and Amit (2007) を参考にして、企業規模（従業員数の自然対数値）、社齢（設立してからの年数）の 2 つの変数を統制変数に加える。また、東洋経済中分類に基づき 7 つの業種中分類ダミー²を用いる。さらに上場当初は企業価値が過剰に評価される可能性があるため、市場在籍年数（東

² 詳しくは通信サービス、ソフトウェア・情報技術、メディア、エレクトロニクス、事務機器、金融サービス、サービス業の各ダミーである。

証マザーズもしくは JASDAQ に上場してからの年数) を統制変数として用いる。

4.5. 分析方法

仮説を検証するにあたり、本研究ではまず、「事業セグメント数」及び「収益モデルのパターン数」の二軸において交互作用が認められるかどうか測定するために二限配置分散分析を行う。その後、統制変数を加え、四象限（特化型、融合型、横展開型、多角化型）と時価総額との相関関係を測定するために重回帰分析を行う。推定式は以下の通りである。

$$EV = \alpha + \beta_1 X_1 (\text{特化型ダミー}) + \beta_2 X_2 (\text{融合型ダミー}) + \beta_3 X_3 (\text{横展開型ダミー}) + \beta_4 \sim \text{Industry} (\text{業種中分類 7 種}) + \beta_{10} \text{Age} (\text{社齢}) + \beta_{11} \text{Scale} (\log \text{従業員数}) + \beta_{12} \text{ListingYear} (\text{市場在籍年数})$$

5. 分析結果

5.1. 二元配置分散分析

本研究では IBM® SPSS statistics 26 を用いて分析を行った。まず、「事業セグメント数」及び「収益モデルのパターン数」を説明変数、時価総額の自然対数値の平均からの乖離を被説明変数として、 2×2 の分散分析を行った。図表 5 は分散分析における記述統計である。各群のサンプル数は、セグメント少数・モデルパターン少数群は 68、セグメント少数・モデルパターン多数群は 34、セグメント多数・モデルパターン少数群は 28、セグメント多数・モデルパターン多数群は 40 であった。セグメント少数・モデルパターン多数群の平均値とセグメント多数・モデルパターン少数群の平均値が高い傾向にあった。

図表 5 分散分析における記述統計

従属変数：log時価総額の平均からの乖離				
セグメント	少数		多数	
モデルパターン数	少数	多数	少数	多数
観測数	68	34	28	40
平均値	-0.19	0.44	0.41	-0.35
標準偏差	0.90	1.06	1.25	0.91

Note：少数第三位で四捨五入

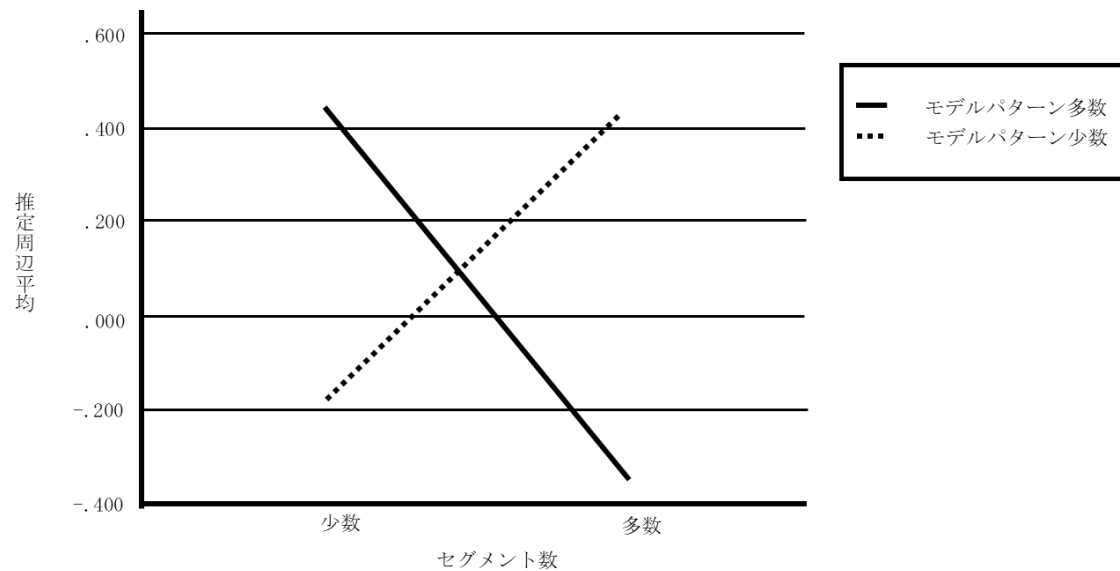
図表 6 及び図表 7 が二元配置分散分析の結果である。まず、等分散性の検定において 5%水準を上回ったため、各群の分散は均一であることが検証された。事業セグメント数、収益モデルパターン数のそれぞれの主効果に有意は認められなかったが、交互作用に有意が認められた ($F(1,166)=18.45$ 、 $p<0.01$)。このことから、事業セグメント数と収益モデルパターン数は交互に関連し合いながら企業価値に対して影響を及ぼしていることが分かる。

図表 6 セグメント数及びモデルパターン数における効果の検定

従属変数：log時価総額の平均からの乖離				
	平方和	自由度	平均平方	F値
セグメント数	0.37	1	0.37	0.37
モデルパターン数	0.16	1	0.16	0.16
セグメント数 * モデルパターン数	18.39	1	18.39	18.45**
誤差	165.46	166	1.00	
total	184.08	169		

Note：少数第三位で四捨五入、** $p<0.01$

図表 7 セグメント数と収益モデルパターン数の交互作用



5.2. 重回帰分析

次に、二元配置分散分析の結果を踏まえて重回帰分析を行った。図表 8 は記述統計及び相関分析の結果である。各変数間に多重共線性は認められなかったため、前述の統制変数を用いて分析を行った。図表 9 が重回帰分析の結果にあたる。Model1 では統制変数である社齢、従業員数、市場在籍年数、業種中分類を投入し、Model2 では説明変数である特化型、融合型、横展開型を投入した。その結果、融合型と横展開型が 1% 有意になり、特化型には有意は認められなかった。融合型、横展開型を採用している企業は多角化型を採用している企業と比較して、いずれも企業価値が高いことが明らかになった（融合型=0.275, $p<0.01$ ；横展開型=0.246, $p<0.01$ ）。つまり企業は安易に事業セグメント数と収益モデルのパターン数を拡大し、「多角化型」に移行すれば良いというわけではないということが示された。

以上の結果より、仮説である H1、H2 は支持された。

図表 8 重回帰分析における記述統計及び相関分析

	平均値	標準偏差	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 log時価総額の平均からの乖離	0.00	1.04															
2 通信サービスダミー	0.19	0.40	-0.12														
3 ソフトウェア・情報技術ダミー	0.51	0.50	0.03	-.502**													
4 メディアダミー	0.10	0.30	0.12	-.164*	-.341**												
5 エレクトロニクスダミー	0.01	0.08	0.03	-0.04	-0.08	-0.03											
6 事務機器ダミー	0.01	0.08	0.00	-0.04	-0.08	-0.03	-0.01										
7 金融サービスダミー	0.04	0.20	-0.02	-0.10	-.212**	-0.07	-0.02	-0.02									
8 サービス業ダミー	0.14	0.35	-0.01	-.199**	-.415**	-0.14	-0.03	-0.03	-0.08								
9 社齢	25.12	14.97	0.05	-0.02	0.06	0.01	-0.02	-0.04	-0.11	-0.01							
10 log従業員数	4.73	1.11	.187*	-0.12	.171*	-0.02	-0.08	0.06	-0.08	-0.04	0.01						
11 市場在籍年数	9.89	8.71	-0.12	0.13	0.06	0.03	-0.02	-0.09	-0.09	-.190*	-0.13	.393**					
12 特化型	0.40	0.49	-0.15	-0.01	0.05	-0.07	0.09	-0.06	0.07	-0.06	-0.01	-.322**	-0.01				
13 融合型	0.20	0.40	.213**	-0.10	0.08	0.03	-0.04	-0.04	-0.10	0.05	0.00	0.01	-.207**	-.408**			
14 横展開型	0.16	0.37	.175*	-0.10	0.05	0.12	-0.03	-0.03	0.07	-0.09	0.04	.292**	.203**	-.363**	-.222**		
15 多角化型	0.24	0.43	-.186*	.184*	-.180*	-0.05	-0.04	0.14	-0.05	0.09	-0.03	0.10	0.03	-.453**	-.277**	-.246**	

Note: ** p<0.01, * p<0.05

図表 9 重回帰分析の結果

従属変数：log時価総額の平均からの乖離		
変数名	Model1	Model2
(定数)		
通信サービスダミー	0.002	0.019
ソフトウェア・情報技術ダミー	0.050	0.009
メディアダミー	0.155	0.116
エレクトロニクスダミー	0.057	0.057
事務機器ダミー	-0.029	-0.001
金融サービスダミー	0.009	0.001
社齢	0.015	0.013
log従業員数	0.284**	0.248**
市場在籍年数	-0.243**	-0.217*
特化型		0.136
融合型		0.275**
横展開型		0.246**
観測数	170	170
R ²	0.105	0.170
調整済み R ²	0.055	0.106
F	2.097	2.672

Note：少数第四位で四捨五入、** p<0.01、* p<0.05

6. 考察

分析によって融合型と横展開型が多角化型と比較して企業価値を高めることが確認された。企業価値を高める要因として、Sabatier et al. (2010) は、補完的なリソースでビジネスモデルを構築するか、会社の既存の能力で新しい市場に対処することで投資とリターンとのタイムラグを縮め、リスクを回避することによって投資家を繋ぎ止めておくことができるからだと言主張する。企業価値を高める要因を特定するため、我々は融合型、横展開型に分類される企業のうち、時価総額が高いものについてそれぞれの傾向を分析した。その結果、融合型の企業においては既存の顧客情報などの資産を多重利用してコア事業にビジネスモデルを組み合わせている傾向が見られた。また、横展開型の企業では、コア事業において成功したビジネスモデルを業界構造が類似した市場に対して展開することで事業を拡大している傾向が見られた。いずれの事例においても、ベンチャー企業はリソースが限られているため、レバレッジ効果を発揮することが重要であると言える。

これらの議論を踏まえて、融合型に分類される株式会社 UUUM、横展開型に分類される株式会社ラクスルの事例を紹介する。

株式会社 UUUM (以下 UUUM という) は動画コンテンツ事業の単一セグメントである。クリエイターの活動をサポートし、クリエイターとともに様々なコンテンツを世の中に提供する「クリエイターサポートサービス」、クリエイターと親和性のあるコンテンツを開発・制作する「自社サービス」を展開している。

UUUM は動画コンテンツ事業という特定のセグメント内で4つもの収益モデルを組み合わせているのが特徴的である。主な収益源は YouTube 上の動画視聴に付随して発生するアドセンス収益である。このアドセンス収益は定期的かつ継続的に発生することから、図表 3 より「継続モデル」であると言える。また、YouTube 上の人気ジャンルの 1 つであり、親和性の高いゲームコンテンツを自社開発しており、ゲーム内の課金収入を主としているため「消耗品モデル」である。さらに、顧客企業の商品やサービスを紹介

した動画を専属クリエイターが制作し配信する対価として企業からプロモーション料を得ており、これは「広告モデル」である。また、専属クリエイターのファンに向けて、様々なオリジナルグッズの販売や LINE スタンプといったグッズを販売しており、これは専属クリエイターという UUUM の資産を活用して収益を上げているため「二次利用モデル」であると言える。

これらの収益源は一見ばらばらのようだが、深く分析するといずれも専属クリエイターという資産を様々な分野に派生させていることが分かる。また、UUUM は専属クリエイターのファンの顧客情報を活かして、ゲームコンテンツの提供やオリジナルグッズの販売など顧客に最適な価値を提供している。つまり、UUUM は自社の専属クリエイターという資産及び顧客情報を多重利用して収益を上げているのである。

自社が活躍できる事業領域が既に定まっており、そこに複数のビジネスモデルを融合させて収益源を広げていくことは成長性が見込まれる。これにより投資家からの期待が高くなり、企業価値が高まっていくのである。

横展開型である株式会社ラクスルは、印刷事業と運送事業の 2 つの事業セグメントを展開している。印刷事業は、シェアリングプラットフォームサービスである「ラクスル」を指す。「マッチングモデル」によってインターネットを使って全国の顧客から印刷の注文を集め、非稼働時間のある印刷会社とマッチングさせることによって価値を生み出している。

印刷業界と物流業界の中小企業は大手企業の外注を請け負っているという構造的な類似性があり、上位 10 社の企業が市場の約半分を占めていた。そのため同社は印刷事業で得たノウハウを生かして「マッチングモデル」を新たに運送事業である「ハコベル」に展開させた。この事業は、荷物を送りたい企業や個人と空き時間に仕事を受注したい運送会社の軽貨物ドライバーをマッチングさせ、インターネット上で荷物の配送予約から支払いまでを行うことができるのが特徴であり、同社が時間のある供給者と顧客を繋げることで価値を生み出す、シェアリングプラットフォームのモデルを活用していることが分かる。

自社が得意とするビジネスモデルを確立させており、そのビジネスモデルを様々な事業セグメントに展開していくことは成長が見込まれる。これ

により投資家にとっての魅力が増すため、企業価値が高まっていくのである。

以上 2 社の事例からも、ベンチャー企業は限られた少ないリソースでいかに大きな収益を上げるかが重要であることが分かる。つまり、既存の顧客情報などの資産を多重利用してそこにビジネスモデルを組み合わせることや、既存のビジネスモデルを新しい事業に展開させることは急成長に繋がる鍵となり、投資家から評価されるのである。

7. おわりに

本研究は、ビジネスモデルの活用におけるパターンが企業成果に与える影響を実証的に明らかにすることを研究目的として調査を行った。その結果、異なる事業セグメントに特定のビジネスモデルを展開する「横展開型」と特定の事業セグメント内で異なる複数のビジネスモデルを組み合わせる「融合型」の企業は、異なる事業セグメントに多様なビジネスモデルを展開する「多角化型」の企業と比較していずれも企業価値が高いことが明らかになった。つまり、顧客の情報やビジネスモデルなどの自社の経営資源を多重利用することは急成長に繋がる鍵となるが、多角化しすぎると限られた経営資源を分散させてしまい、急成長は期待しにくくなってしまう可能性が認められた。

本研究の貢献点は 3 つある。1 つ目はビジネスモデルの活用における四類型を提示し、Sabatier et al. (2010) の 4 社の事例を枠組みとして活用できる形にしたことである。また、Sabatier et al. (2010) の「市場」と「ビジネスモデル」の二軸を統合して分類することにより、一般的な多角化研究ではあまり言及されない「融合型」のような企業の発展形態を指摘した。

2 つ目はビジネスモデルの活用パターンが企業成果に与える影響を実証的に明らかにした点である。ベンチャー企業におけるビジネスモデルの組み合わせの重要性については先行研究でいくつか議論が交わされてきた。しかし、それらは事例研究にとどまっており、どのようにビジネスモデルを組み合わせることが企業成果に繋がるのかを実証的に明らかにした研究は

存在しない。Sabatier et al. (2010) の研究をもとに実証分析を行うことで既存研究では述べられていなかったビジネスモデルの活用パターンにおける新しい示唆を与えることができた。

3 つ目は企業がビジネスモデルを設計する際の指針を示した点である。我々が本研究で提示した分類体系が、実務家が自社の経営状況や経営資源を把握した上で今後成長していくためにどのような事業設計をしていくか検討する際の参考となるだろう。

本研究の限界点は 2 つある。1 つ目は、研究対象として東証マザーズ・JASDAQ 上場企業である、ベンチャー企業に着目したことである。東証一部や二部に上場する成熟企業を対象とした場合に異なる結果が導出される可能性がある。また、情報通信業界に絞ったことから、その他の業界で同じ調査を行うことでより一般化をすることが可能となる。

2 つ目は、有価証券報告書に時価総額の一事業ごとの内訳が記載されていないため、複数のビジネスモデルの組み合わせと企業価値との因果関係における詳細を明らかにできなかったことである。どの事業のどのようなビジネスモデルの組み合わせが企業価値に影響を与えているのか、またどのようなプロセスでビジネスモデルが追加されていたのかが解明されることは今後の研究課題である。

8. 参考文献

- Aversa, P., S. Furnari and S. Haefliger (2015) “Business model configurations and performance: A qualitative comparative analysis in Formula One racing, 2005-2013.” *Industrial and Corporate Change*, 24(3), 655-676.
- Amit, R. and C. Zott (2001) “Value creation in e-business.” *Strategic Management Journal*, 22(6-7), 493-520.
- Birkinshaw, J. and J. Goddard (2009) “What is your management model?” *MIT Sloan Management Review*, 50(2), 81-90.
- Bocken, N. M. P., P. Rana and S. W. Short (2015) “Value mapping for

- sustainable business thinking.” *Journal of Industrial and Production Engineering*, 32(1), 67–81.
- Casadesus-Masanell, R. and J. E. Ricart (2010) “From Strategy to Business Models and onto Tactics.” *Long Range Planning*, 43(2-3), 195-215.
- Chesbrough, H. and R. S. Rosenbloom (2002) “The role of the business model in capturing value from innovation: Evidence from Xerox corporation’s technology spin-off companies.” *Industrial and Corporate Change*, 11(3), 529–555.
- Dubosson-Torbay, M., A. Osterwalder and Y. Pigneur (2002) “E-Business Model Design, Classification, and Measurements.” *Thunderbird International Business Review*, 44(1), 5–23.
- Gambardella, A. and A. M. McGahan (2010) “Business-model innovation: General purpose technologies and their implications for industry structure.” *Long Range Planning*, 43: 262–271.
- Lambert, S.C. and R. A. Davidson (2013) “Applications of the business model in studies of enterprise success, innovation and classification: An analysis of empirical research from 1996 to 2010.” *European Management Journal*, 31, 668–681.
- Massa, L., C. L. Tucci and A. Afuah (2017) “A CRITICAL ASSESSMENT OF BUSINESS MODEL RESEARCH.” *Academy of Management Annals*, 11(1), 73-104.
- Morris, M., M. Schindehutte and J. Allen (2005) “The entrepreneur’ s business model: toward a unified perspective.” *Journal of Business Research*, 58(6), 726-735.
- Nielsen, C. and M. Lund (2018) “Building Scalable Business Models.” *MIT Sloan Management Review*, 59(2), 65-69.
- Osterwalder, A. (2004) “The business model ontology—A proposition in a design science approach.” Dissertation 173, University of Lausanne, Lausanne, Switzerland.

- Patzelt, H., D. Z. Knyphausen-Aufseß and P. Nikol (2008) “Top Management Teams, Business Models, and Performance of Biotechnology Ventures: An Upper Echelon Perspective.” *British Journal Management*, 19, 205-221.
- Porter, M. E. (2001) “Strategy and the Internet.” *Harvard Business Review*.
- Remane, G., A. Hanelt., J. F. Tesch and L.M. Kolbe (2017) “The Business Model Pattern Database - A Tool For Systematic Business Model Innovation.” *International Journal of Innovation Management*, 21(1).
- Sabatier, V., V. Mangematin and T. Rousselle (2010) “From Recipe to Dinner: Business Model Portfolios in the European Biopharmaceutical Industry.” *Long Range Planning* 43, 431-447.
- Slywotzky, A. J. and D. J. Morrison (1997) “The Profit Zone : How Strategic Business Design Will Lead You To Tomorrow’s Profits.” New York, Times Business.
- Stinchcombe, A. (1965) “Social structure and organizations.” J. G. March, ed. *Handbook of Organizations*. Rand McNally, Chicago, IL, 142–193.
- Teece, D. J. (2010) “Business Models, Business Strategy and Innovation.” *Long Range Planning*, 43(2-3), 172-194.
- Trimi, S. and J. Berbegal-Mirabent (2012) “Business model innovation in entrepreneurship.” *International entrepreneurship and management journal*, 8(4), 449-465.
- Zott, C. and R. Amit (2007) “Business model design and the performance of entrepreneurial firms.” *Organization Science*, 18(2),181-199.
- Zott, C., R. Amit and L. Massa (2011) “The Business Model: Recent Developments and Future Research.” *Journal of Management*, 37(4),1019-1042.
- 板橋 悟 (2010) 『ビジネスモデルが見える化するピクト図解』ダイヤモンド

社。

日本取引所グループ—東京証券取引所「市場概要」

(<https://www.jpx.co.jp/equities/products/stocks/outline/index.html>)

アクセス日時：2019年8月5日

日本取引所グループ—東京証券取引所「上場会社情報」

(<https://www.jpx.co.jp/listing/index.html>)

アクセス日時：2019年8月5日

日本経済新聞社—日経バリューサーチ

(<https://valuesearch.nikkei.co.jp/login>)

アクセス日時：2019年8月5日

株式会社プロネクサス—企業情報データベース eol

(<http://eolddb.jp/EolDb/UserLogin.php>)

アクセス日時：2019年8月5日

株式会社メルカリ 平成30年度有価証券報告書

(<https://pdf.irpocket.com/C4385/BXIb/gsRg/NOD1.pdf>)

アクセス日時：2019年8月5日

株式会社 UUUM 平成30年度有価証券報告書

(<https://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS71102/7a12168c/431d/49d4/8cb5/5672d7100407/S100DZYG.pdf>)

アクセス日時：2020年1月6日

株式会社 ラクスル 平成30年度有価証券報告書

(https://ssl4.eir-parts.net/doc/4384/yuho_pdf/S100EC24/00.pdf)

アクセス日時：2019年1月6日

青木英孝（2009）「日本企業における多角化の推移」『千葉商大論叢』第46号、19-39頁。

小嶋、益田、山本（2018）「ビジネスモデルは経営成果に結びつくのか？—日本のマザーズ上場企業の実証研究—」1-23頁。