

懸賞論文テンプレート(学部学生用)

2022 年 12 月 早稲田商学同攻会

※注意※

○本文(この原稿)には執筆者の氏名、所属ゼミ名、指導教員の氏名、謝辞は書かないでください。氏名、所属ゼミ名、指導教員の氏名は応募フォームにのみ書きます。

○別紙の応募要項、および執筆要領の規定に従わず作成された論文は、一切受理しません。

○論文提出後、表題を含め、一切の修正を認めません。

【日本語表題】

表 題：資金調達を成功に導くビジネスモデルのストーリー

(副表題：Bini et al.(2016)の枠組みによる実証研究)

※副表題を付けるかについては執筆者の自由とする。

資金調達を成功に導くビジネスモデルのストーリー

— Bini et al. (2016) の枠組みによる実証研究 —

<論文要旨>

近年、ビジネスモデルは投資家から脚光を浴びている項目のひとつである。しかし、Berre & Pendeven(2022)によるスタートアップの評価因子に関するレビューでは、ビジネスモデルが資金調達に与える影響は不明であるとされた。これは、ビジネスモデルの様々な要素を繋ぎ合わせる「ストーリー」としての側面が見過ごされていたからではないだろうか。

本稿では、Bini et al.(2016) が着目した完全性・焦点性・連結性という3つの特徴に基づき、ビジネスモデルのストーリーが資金調達に与える影響について調査した。

その結果、企業は自社の競争優位性に焦点を当ててストーリーを語ること、その中でも特に価値提案と資源・能力が重要であることが明らかになった。

本稿は、資金調達に成功するためのビジネスモデルのより良いストーリーテリングを示唆するものである。

1. はじめに

近年、スタートアップの資金調達において、ビジネスモデルは投資家から脚光を浴びている。実際に、国際統合報告評議会はビジネスモデルが事業報告における最上位の要素に相当すると宣言した。日本でも、経済産業省がビジネスモデルを企業と投資家の対話に盛り込むべきだと 2017 年に提言した。

しかし、このような動きに反して最新の研究では、スタートアップの主要な評価因子としてビジネスモデルが資金調達へ与える影響は不明であると結論づけられている(Berre & Pendeven, 2022)。

この研究結果に対して、我々はビジネスモデルの真に重要な側面が見過ごされているのではないかと考える。ビジネスモデルとは、企業の財務情報や非財務情報を繋ぎ合わせる高次の概念であり、資金調達に与える影響はひと際高いはずである。Nielsen et al.(2008)はビジネスモデルをマクロレベルの全体像として捉え、戦略、知的財産、財務・非財務パフォーマンス、事業のリスクに関する情報をつなぐテンプレートとして解釈できると指摘している。それにも関わらず、これまでの資金調達におけるビジネスモデル研究では、ビジネスモデルの様々な要素を繋ぎ合わせる側面すなわち「ストーリー」が見過ごされていたのではないだろうか。

実際、資金調達においてストーリーテリングは不可欠な概念である。スタートアップの環境は複雑なため、投資家はストーリーテリングを受けなければ最も大きな機会に集中することができない(Camp & Sexton, 1992; March & Olsen, 1976)。その証拠として、企業が投資家にストーリーを語ることで資金を獲得できる可能性が上がることが報告されている(Margiono et al., 2019)。

本稿では、ストーリーテリングの力こそがビジネスモデルにおいて肝要であると考えます。実際、ビジネスモデルの本質を企業の優れたストーリーとして捉えることは主流な解釈の 1 つである(Magretta, 2002; Massa et al., 2017)。それにも関わらず、どのようなビジネスモデルのストーリーがより多額の資金調達を促すかに関しては、未だ実証されていないままである。

そこで本稿では、Bini et al.(2016)が着目したビジネスモデルのストーリー

が持つべき 3 つの特徴(完全性・焦点性・連結性)を用いて、日本の目論見書のテキストデータから企業のストーリーの質を測定し、資金調達との関係を調査した。また本稿は、学術的な示唆にとどまらず、資金調達において企業はどのようなビジネスモデルのストーリーを伝達すればよいかという実務的な示唆も提供する。

2. 先行研究

2.1. スタートアップの資金調達とビジネスモデル

企業研究の最も基本的な問題の 1 つはスタートアップの資金調達であり、これまでに数多くの研究が資金調達の成功要因について調査してきた。その中でも、近年、ビジネスモデルが資金調達に影響を与える要因として注目されており、いくつかの研究が行われている。例えば、Kaplan & Stromberg(2004)は投資家がビジネスモデル・製品または製品・技術に魅力を感じて行った投資が 40%にのぼることを明らかにした。Gompers et al.(2020)もまた、ベンチャーキャピタルがビジネスモデルを重視していることを示した。

しかし、Berre & Pendeven(2022)は、スタートアップの主要な評価因子について調査した文献をレビューすること¹によって、ビジネスモデルと資金調達との関係は明らかになっていないことを指摘した。保有する資源や財務情報をはじめとした企業の特徴が概してスタートアップの評価を向上させることが明らかにされている一方で、ビジネスモデルは唯一例外的に評価にどのような影響を与えるかが「不明」なのである(図表 1)。

図表 1 スタートアップの評価因子が資金調達に与える影響(一部抜粋)

¹ スタートアップ評価に関する研究を発表する上位 8 つのジャーナルにおいて、1990 年から 2020 年までに寄稿された 524 件の論文を対象としている。そのうち、Systematic Literature Review プロトコルを用いて、87 件の査読済み論文を特定した。二重読解と帰納的検索により、36 個の評価因子と 5 つのマクロテーマに分類した。

	企業の特徴							起業家の特性		
	知的 財産	その他 資産	売上高	税引前 利益	セクター	ビジネス モデル	製品開発 の段階	性別	創業 経験	学歴
査読数	27	16	21	12	44	14	31	2	21	9
評価因子	++	+	+	+	+	不明	+/=	-	+	+

Berre & Pendeven(2021, p.17)より抜粋して金子・中村・林が作成。

しかし、我々はこの研究結果に対して、ビジネスモデルの真に重要な側面が見過ごされているのではないかと考える。ビジネスモデルとは、他の評価因子を繋ぎ合わせる高次の要素であり、資金調達において特に重要なはずである。Nielsen et al.(2008)がビジネスモデルを様々な情報をつなぐテンプレートとして解釈できると指摘しているように、ビジネスモデルは資金調達における文脈で要素の繋ぎ合わせという側面から研究されるべきである。

2.2. ストーリーとしてのビジネスモデル

ストーリーとは、要素、筋書き、登場人物などによって、物事の一連の流れが構成されているものであり、様々な要素を繋ぎ合わせることができる概念である(Bruner, 1990)。近年の研究では、ストーリーテリングが資金調達において不可欠であることが明らかになってきた(eg. Martens et al., 2007; Margiono et al., 2019)。投資家が意思決定を行う局面は不確実性が高く、多くの要素を考慮するために、ストーリーを通じた説明が求められる。Camp & Sexton(1992)や March & Olsen(1976)は、機関投資家やベンチャーキャピタルが意思決定をするスタートアップの局面は一般的に複雑であるため、投資家はストーリーを通して最も大きなチャンスを掴もうとしていることを指摘した。

ビジネスモデルには、様々な要素を繋ぎ合わせる側面があるため、ストーリーテリングとの親和性が非常に高い。ビジネスモデルのストーリーは、認知を単純化し、外部の聴衆を説得したり、企業の正当性を感じさせるなど、外部とのコミュニケーション手段としても理解できる(Massa et al., 2017)。実際、英財務報告評議会は企業が報告書において質の高いストーリーを語れるようにするため、ビジネスモデルの開示を義務付けている。したがって、本稿では、ビ

ビジネスモデルのストーリーとしての側面に着目して資金調達との関係を明らかにすることとする。

2.3. ビジネスモデルのストーリーの質的特徴に関する研究

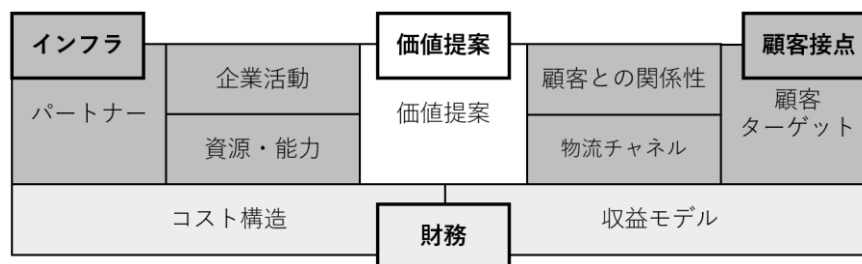
ビジネスモデル研究においてストーリーは重要な側面のひとつである。ビジネスモデルの基本的な概念は「何を」「誰に」届けるかということであり、Magretta(2002)はその本質を企業がどのように機能するかを説明するストーリーだと説明した。Magretta(2002)の代表的な解釈²から派生して、ビジネスモデルのストーリーに関する研究がこれまでにいくつか行われている(eg. Bini et al., 2016; Simoni et al., 2021)。

その中のひとつである Bini et al.(2016)は、Osterwalder(2004)が提示したビジネスモデルのオントロジーを用いて、ストーリーが持つべき 3 つの特徴に着目し、ストーリーの質を測定した。

Osterwalder(2004)のオントロジーとは、ビジネスモデルを企業内部に位置する 2 つの柱(インフラ管理の柱および財務の柱)と、企業外部に位置する 2 つの柱(製品の柱および顧客接点の柱)の計 4 つの柱で概念化したのもである。4 つの柱は、さらに 9 つの構成要素に分割でき、製品の柱は価値提案、顧客接点の柱は顧客ターゲット、物流チャネル、顧客との関係性、インフラ管理の柱は資源・能力、企業活動、パートナー、財務の柱は収益モデルとコスト構造により構成される(図表 2)。

図表 2 ビジネスモデルにおける 4 つの柱と 9 つの構成要素

² ビジネスモデルとは解釈が多岐にわたる概念であるが、Maasa et al.(2017)によって、①実在の企業の属性としてのビジネスモデル②認知・言語的スキーマとしてのビジネスモデル③形式的な概念表現・説明としてのビジネスモデル、の 3 つに整理された。本稿は②認知・言語的スキーマとしてのビジネスモデルに立脚している。



Osterwalder (2014, p.44)を引用・翻訳して金子・中村・林が作成。

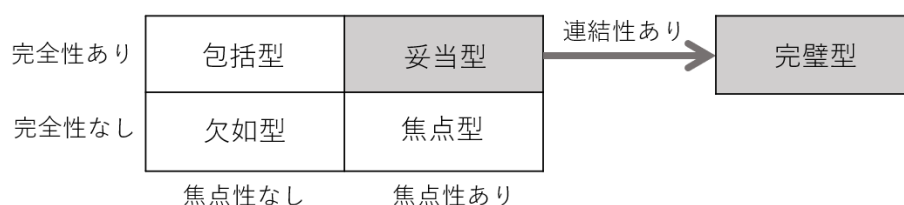
また、Bini らが着目した、ビジネスモデルのストーリーが持つべき 3 つの質的特徴は完全性・焦点性・連結性と名付けられ、以下のように説明されている。

- 完全性：ビジネスモデルの構成要素を全て含む包括的な記述かどうか。
- 焦点性：ビジネスモデルの記述が企業の競争優位を説明しているか。
- 連結性：ビジネスモデルの記述に要素間の相互関連性がみられるか。

以上の 3 つは、ビジネスモデルが様々な情報を統合する概念であることを考えると、ストーリーの質的特徴として十分に領けるものである。

さらに Bini らは、完全性・焦点性・連結性を用いて英国企業のアニュアルレポートにおけるビジネスモデルの記述を分析し、ビジネスモデルのストーリーパターンの枠組みを開発した。彼らは、まず完全性の有無と焦点性の有無からストーリーパターンを 4 つに分類している。それが①「欠如型」、②「包括型」、③「焦点型」、④「妥当型」である。次に、完全性と焦点性の双方が備わった「妥当型」は、連結性があるか否かによって区別し、連結性が加味されているものを⑤「完璧型」として分類した(図表 3)。

図表 3 ビジネスモデルの 5 つのストーリーパターン



Bini et al.(2016, p.96)の図を引用。名称は金子・中村・林による意識。

このように、ビジネスモデルのストーリーの質に関する測定方法とストーリーパターンの枠組みが開発されているにも関わらず、資金調達に与える影響は実証されていない。そこで本稿では、どのような質的特徴をもつビジネスモデルのストーリーを伝える企業の資金調達額が高いのかを調査する。

3. 仮説

Bini らは測定方法と枠組みを開発したものの、投資家からの評価や資金調達額に与える影響については検討していない。そのため、本稿ではストーリーの質的特徴に言及している他の先行研究を参照し、仮説の構築を行う。本稿では、ビジネスモデルのストーリーを伝達している「包括型」「焦点型」「妥当型」「完璧型」の4つに着目した。

まず、「包括型」のビジネスモデルとは、完全性のみが達成されているストーリーである。「包括型」では、自社のストーリーを網羅的に伝えようとするあまり、かえって情報取得と統合のコストが増加し、受け手の注意を散漫させかねない(Mukhopadhyay et al., 2021)。ストーリーの核となる焦点性が欠けた状態であるため、その企業の重要な側面がどこにあるのか分からなくなる。Nielsen & Madsen(2009)においても、ビジネスにおける全体的な活動が説明されるだけでは、本当に重要な差別化要素がかき消されてしまい、メッセージを伝えることが難しくなるとの指摘があった。

次に、「焦点型」のビジネスモデルとは、焦点性のみが達成されているストーリーである。「焦点型」では、企業の競争優位の構築に繋がる要素を投資家に伝えることができる。Amit & Zott(2008)は、様々な価値ドライバーを組み合わせて生じるビジネスモデルの競争優位が企業の価値の源泉であり、最終的な財務成果に変わると指摘した。Gregory et al.(2016)もまた、競争優位性の向上をはじめとする経済効果が企業価値を動かすことを指摘しているように、「焦点型」は投資家を惹きつけやすい。

続いて、「妥当型」のビジネスモデルとは、完全性と焦点性が達成されているストーリーである。「妥当型」では、企業の網羅的な説明によって自社の重

要な構成要素が伝わらなくなるという懸念を焦点性で補うことができる。投資家が真に必要とする競争優位について、十分ではないが伝えることが可能である。

最後に、「完璧型」のビジネスモデルとは、完全性・焦点性・連結性の全てが達成されているストーリーである。「完璧型」では、ビジネスモデルの構成要素の背景にある因果関係を投資家に伝えることができる。Amir et al.(2003)は、非財務情報の開示において、無形要因の相互関係が不足していることを述べ、投資家がより連結性の高い情報開示を求めていることを指摘している。「完璧型」は完全性によって網羅的な説明がされてはいるものの、焦点性と連結性の力で自社の重要な価値側面をひとつの物語としてまとめることができる。

以上のことから、「包括型」のビジネスモデルに対して、「焦点型」「妥当型」「完璧型」のビジネスモデルはより投資家を魅了することが分かる。したがって、我々は以下の仮説を立てた。

H1：「焦点型」は「包括型」と比較して資金調達額が高い。

H2：「妥当型」は「包括型」と比較して資金調達額が高い。

H3：「完璧型」は「包括型」と比較して資金調達額が高い。

これまでの議論で我々は、企業の競争優位性を示す焦点性こそが資金調達により深く関わるのではないかと主張してきた。では、ビジネスモデルの9つの構成要素のうち、どの要素の焦点性を高めるべきなのだろうか。

ビジネスモデルの基本的な概念が「何を」「誰に」届けるかであることを考慮すると、ビジネスモデルにおける顧客への価値提供を示す価値提案と顧客セグメントに関する情報を提供する顧客ターゲットは重要である可能性が高い。Schumacher (2022)は、価値提案はビジネスモデルの核となる要素であり、収益モデルのベースとなるため、説得力のある価値提案こそがデジタルベンチャー企業の成功に最も関連すると指摘した。

H4：価値提案に関して焦点化された情報が多い企業は資金調達額が高い

また、Coviello & Joseph(2012)は、顧客が新製品開発やイノベーションにとって重要な存在であることを、Denoo et al.(2022)は、若い企業の進化や価値創造・価値獲得は顧客によって深く形成されることを明らかにしている。

H5: 顧客ターゲットに関して焦点化された情報が多い企業は資金調達額が高い

さらに、ビジネスモデルの設計には、企業の価値提案を実現する資源・能力が必要不可欠である。ビジネスモデルの成功は人的資本と組織資本、知的財産の組み合わせによってもたらされるものであり、企業におけるコアコンピタンスは、ノウハウ、知識、専門知識、経験、スキル、行動である(Otola et al., 2021)。

H6: 資源・能力に関して焦点化された情報が多い企業は資金調達額が高い

4. リサーチデザイン

4.1. 調査対象

調査対象企業は以下の基準に沿って選定された。まず、調査を開始した 2022 年 4 月 20 日時点で東証グロース・スタンダード・JASDAQ に上場していることである。そのうえで、スタートアップの資金調達により注目するため、新興市場であるマザーズ市場に Initial Public Offering(以下、IPO)を果たした企業に限定した。また、環境の違いをコントロールすることを目的に、業種は情報・通信業に絞っている。一般的にスタートアップは IT 企業であることが多く、情報・通信業では赤字上場も目立っているように、現時点での利益よりも長期的な収益性・成長性という観点でビジネスモデルが重視されやすい。最終的なサンプルサイズは 191 となった。

実証に十分なサンプルサイズを確保するため、分析対象は公開データベースから入手可能な目論見書とした。スタートアップはその特性上、開示済み情報が少ないため、目論見書は IPO 会社の投資判断において最も参考になる資料で

あり、分析対象として適切である。また、ビジネスモデルのストーリーに着目するために、目論見書の全体ではなく、「事業の内容」のセクションを分析に用いた。ビジネスモデルの開示が義務付けられている海外市場とは異なり、日本の目論見書には「ビジネスモデル」の項目が設けられていない。しかし、「事業の内容」には企業が行うビジネス活動が広域的に記述されている。また、このセクションには取引の構造を図示した事業系統図の記載が求められている。このことから、「事業の内容」のセクションは企業がビジネスモデルの情報を記述していると理解できる。

4.2. 被説明変数の測定

本稿では、目論見書におけるビジネスモデルのストーリーが資金調達額に与える影響を測定するため、被説明変数は IPO 時の資金調達額である。ただ、当該データには極端な数値が含まれていることや、データのばらつきも大きいことから、その影響を軽減するために常用対数変換を行っている。全ての資金調達額のデータ収集には株式メディアみんかぶが用いられた。

4.3. 説明変数の測定

本稿では、完全性・焦点性・連結性に基づいたストーリーパターン(Bini et al., 2016)のダミー変数を説明変数として用いる。ダミー変数の作成にあたって、Bini らの手順に従い、手作業の主題別内容分析を行った³。また、結果の信頼性を保証するためには、分析手順の透明性を高めることが推奨される(Beattie & Thomson, 2007)。したがって、以下で実際のコーディングに用いた詳細な手順を公開する。

コーディング作業は 4 つの Step に分けて行われた。Step1 では、文章をテキストユニットに分割している。テキストユニットとは「それ自体で意味のある『単一の情報』を含む各単語群」(Beattie et al.2004、p.207)である。テキス

³ コーディングには高度な解釈が必要なため、テキスト分析ソフトは使用されない(Lee & Guthrie, 2010)。

トユニットを使用することで、コーディングの際に主観を減らすことができ、文章中に異なるカテゴリーに関わる情報が含まれている場合でも、適切なコーディングが可能になる(Bini et al.,2016)。ユニット分割は指導教員とテキスト分析を専門とする大学院生の指導のもと、著者 3 名でマニュアルを作成して実施した。ランダムに企業を選びユニット数の一致が確認された後(図表 4)、191 社の対象データは 3 名での分担により計 33,145 ユニットに分割された。

図表 4 テキストユニットへの分割数一覧

	評価者A	評価者B	評価者C
企業a	102	101	106
企業b	109	106	113
企業c	71	75	70
企業d	100	107	107
企業e	100	105	105

Step2 以降は、3 人の評価者による協議に基づいて、1 ユニットずつコーディングが行われている。Step2 では、表 5 パネル 1 の説明にしたがって、各テキストユニットがビジネスモデルの 9 つの構成要素のうち、どれに該当するのかをコーディングした⁴。

図表 5 ビジネスモデルの構成要素と焦点性に関するキーコンセプト

⁴ どの構成要素にも該当しないテキストユニットも存在する。

ビジネスモデル 構成要素	パネル1: 各構成要素に関する情報	パネル2: 焦点性につながる情報を特定するためのキーコンセプト
価値提案	製品・サービスの説明	顧客にとって価値がある理由。 製品・サービスがどう企業を差別化しているか。
顧客ターゲット	市場セグメントや顧客ポートフォリオ	セグメンテーション戦略。企業が顧客を特定する方法。
物流チャネル	顧客リーチのためのデリバリーシステムと マーケティングツール	顧客数を最大化するための施策。 (営業・広告・プロモーション)
顧客との関係性	企業と顧客の相互作用・関係性	新規顧客の獲得に向けた取り組み。 顧客との関係を延長する仕組み。 既存顧客に追加製品・サービスを販売する企業行動。
資源・能力	企業の資源や能力	独自性、模倣困難性、差別化につながる資本または能力。 企業の創造プロセスの基盤となるインプットと能力。
企業活動	企業の活動 (物流、オペレーション、サポート活動等)	企業の価値創造プロセスを前進させる活動。
パートナー	プロジェクト・特定の活動を 共同で行うための他企業との取り決め	パートナー企業との取り決めにより、 どのように企業・顧客の価値を創造できるか。
収益モデル	企業の収益や業績に関するあらゆる情報	価値提案がどのように収益に結びついているか。 価値の対価として得ている収益か。
コスト構造	企業のコストに関するあらゆる情報	重要なコストをどのように管理し、 企業業績への影響を軽減しているか。

Step3 では、Step2 で分類されたテキストユニットに関して、焦点性の有無をコーディングした。図表 5 のパネル 2 は、焦点性を特定するために使用したキーコンセプトである。例えば以下の文章は、コストをどのように抑えているかが言及されているため、コスト構造に焦点性があると判断された。

スマートフォンやタブレットのカメラを利用した簡易認証つきクラウド型勤怠管理システムです。(価値提案) / 「スマレジ」の基本アーキテクチャである「スマートフォンアプリとクラウドの組み合わせ」を採用することで、(企業活動) / 開発コストを低く抑えています。(コスト構造_焦点性あり)

Step4 では、Step3 で焦点性があると判断されたユニット間の繋がりの有無をコーディングした。以下のような繋がりが見いだされた場合に、連結性があると判断される。

また、本機能もエクセルで簡単に出力できるため、/ 労働時間の削減、業務

効率化に貢献できます。

以上のコーディングをもとに、各企業のビジネスモデルは Bini et al.(2016) に従って 5 つのストーリーパターンに分類された。ビジネスモデルの 4 つの柱それぞれについて少なくとも 1 つの情報が提供されている場合、完全性ありと判断される。さらに、開示された各構成要素のそれぞれについて 1 つ以上の焦点化された情報がある場合、焦点性ありと判断される。最後に、焦点化された情報の中に 1 つ以上の繋がりが見出された場合、連結性ありと判断される。また、仮説 4.5.6 に関しては、焦点化された 9 つの構成要素の出現数をそれぞれ説明変数とした。

4.4. 統制変数の測定

本稿では、IPO 時の資金調達額に影響を与えうる要因を Mousa et al.(2014) を参考に統制している。まず、事業内容による影響を統制するために、東洋経済業種中分類を収集し、0 から 13 で置き換えた⁵。次に、企業の特性として社齢や企業規模による投資家評価への影響を考慮し、創業から IPO までの年数と IPO 時の従業員数を収集した。また、企業業績は IPO 時の総資産利益率(ROA)を用いている(Mousa & Reed, 2013)。さらに、創業チームの影響については、年齢、創業経験、創業者効果の 3 つを使用した。経営者の年齢は人的資本の重要な要素であり、IPO 時のトップマネジメントチーム(以下、TMT)の平均年齢を収集している(Sapienza & Grimm,1997)。また、過去に創業経験のある経営者は、マネジメントの巧みさから IPO の成功確率が高まるため、創業者が 2 社目以降の場合にダミー変数として 1 を置いた。創業者の存在は企業の株式公開時の評価に直接影響を与えると示されているため、TMT に対する創業者の数の比率を創業者効果として収集した(Nelson,2003)。続いて、より革新的な技術を

⁵ 中分類ダミーは、0 をソフトウェア・情報技術、1 を住宅、2 を通信サービス、3 を金融サービス、4 を他産業サービス、5 を建設・不動産、6 をメディア、7 を他個人サービス、8 をヘルスケア・医薬、9 を公共、10 を外食・娯楽サービス、11 をエレクトロニクス、12 をアパレル・娯楽用品、13 を中分類不明として置き換えている。

持つ企業は調達金額が高くなると考えられるため、無形科学資産の指標因子として、研究開発費を用いた(Deeds, 1997)。加えて、企業ごとのリスクポジションの違いを統制するため、目論見書内に記述されたリスク要因の数を収集した(Beatty & Zajac, 1994)。組織スラックの影響も考慮して、売上高運転資本比率を収集している(Chen & Miller, 2007)。また、外部環境が与える影響を統制するために、IPO 年を年度ダミーとして置いた。最後に、Tidhar & Eisenhardt(2020)のビジネスモデル分類を用いて、ビジネスモデルダミーを 0 から 2 で作成している。本稿はビジネスモデルそのものの良し悪しではなく、ストーリーの質を測定するため、ビジネスモデルそのものが与える影響は統制されるべきである。

4.5. 分析方法

本節では、具体的な分析方法について説明する。どのような質的特徴をもつビジネスモデルのストーリーを伝える企業の資金調達額が高いのかを明らかにするために、IBM® SPSS statistics28 を用いて重回帰分析を行った。説明変数・統制変数間に多重共線性が発生しないことをはじめに確認し、H1 から H3 ではビジネスモデルのストーリーパターンを説明変数として投入した。H4 から H6 では焦点化されたビジネスモデルの 9 つの構成要素を説明変数として投入した。次章では、それぞれの分析結果について説明する。

5. 分析結果

5.1. 変数間の相関と記述統計量

図表6 相関

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
1 log誤差	—																										
2 欠如型	-0.23 ***	—																									
3 包摂型	-0.36 ***	-0.58 ***	—																								
4 集点型	0.20 ***	-0.09 *	-0.27 ***	—																							
5 変当型	0.06 ***	-0.03 ***	-0.09 *	-0.02 ***	—																						
6 変型	0.58 ***	-0.20 ***	-0.57 ***	-0.09 ***	—																						
7 他他他	0.54 ***	-0.24 ***	-0.17 ***	0.13 ***	0.02 ***	0.40 ***	—																				
8 顧客ターゲット	0.21 ***	-0.24 ***	-0.06 ***	0.06 ***	0.13 ***	0.26 ***	0.16 ***	—																			
9 物流チャネル	0.17 ***	-0.11 *	-0.11 *	-0.05 ***	0.08 ***	0.26 ***	0.12 ***	0.01 ***	—																		
10 顧客との関係性	0.26 ***	-0.20 ***	-0.05 ***	-0.05 ***	0.12 ***	0.27 ***	0.37 ***	0.21 ***	0.27 ***	—																	
11 資源・能力	0.42 ***	-0.16 ***	-0.18 ***	0.10 *	0.10 *	0.32 ***	0.37 ***	0.21 ***	0.11 *	0.28 ***	—																
12 企業活動	0.40 ***	-0.25 ***	-0.04 ***	0.04 ***	0.02 ***	0.28 ***	0.45 ***	0.12 ***	0.16 ***	0.38 ***	0.41 ***	—															
13 パートナー	0.23 ***	-0.08 ***	-0.17 ***	0.15 ***	0.03 ***	0.21 ***	0.12 ***	0.35 ***	0.07 ***	-0.07 ***	0.29 ***	0.12 ***	—														
14 収益モデル	0.30 ***	-0.18 ***	-0.19 ***	-0.10 *	0.33 ***	0.42 ***	0.34 ***	0.29 ***	0.21 ***	0.20 ***	0.14 ***	0.18 ***	0.20 ***	—													
15 コスト構造	0.00 ***	-0.20 ***	0.21 ***	-0.09 ***	-0.03 ***	-0.02 ***	-0.07 ***	-0.12 ***	0.04 ***	-0.07 ***	0.05 ***	0.02 ***	0.02 ***	-0.03 ***	—												
16 中規模	0.04 ***	-0.10 *	0.05 ***	-0.02 ***	0.02 ***	0.04 ***	-0.07 ***	0.18 ***	0.07 ***	0.08 ***	-0.04 ***	0.01 ***	0.09 *	0.05 ***	0.09 *	—											
17 社齡	-0.12 *	0.12 *	0.06 ***	-0.04 ***	0.01 ***	-0.18 ***	0.05 ***	-0.15 ***	-0.07 ***	-0.14 ***	-0.19 ***	-0.05 ***	-0.12 *	-0.16 ***	0.01 ***	-0.12 *	—										
18 従業員数	0.28 ***	-0.05 ***	-0.17 ***	0.05 ***	-0.02 ***	0.24 ***	0.09 ***	0.02 ***	-0.04 ***	0.08 ***	0.19 ***	0.41 ***	0.16 ***	0.03 ***	-0.02 ***	-0.08 ***	0.02 ***	—									
19 RDA	-0.22 ***	0.11 *	0.01 ***	-0.07 ***	-0.05 ***	-0.07 ***	-0.35 ***	-0.07 ***	-0.03 ***	-0.13 ***	-0.26 ***	-0.15 ***	-0.06 ***	-0.17 ***	0.07 ***	0.02 ***	0.05 ***	0.00 ***	—								
20 TMT平均年齢	-0.07 ***	0.11 *	-0.07 ***	0.04 ***	0.10 *	-0.06 ***	-0.02 ***	-0.01 ***	-0.06 ***	-0.14 ***	-0.09 ***	-0.13 ***	0.00 ***	-0.07 ***	-0.02 ***	-0.17 ***	0.42 ***	0.07 ***	0.10 *	—							
21 創業経緯	0.07 ***	0.06 ***	-0.08 ***	-0.10 *	-0.04 ***	0.11 *	-0.04 ***	0.07 ***	0.05 ***	-0.12 *	0.08 ***	-0.11 *	0.19 ***	0.01 ***	0.05 ***	0.10 *	-0.09 *	0.04 ***	-0.05 ***	0.00 ***	—						
22 創業年齢	0.15 ***	-0.15 ***	0.06 ***	-0.10 *	-0.01 ***	0.13 ***	0.00 ***	0.02 ***	0.10 *	0.05 ***	-0.07 ***	-0.04 ***	-0.08 ***	0.12 ***	-0.05 ***	0.03 ***	-0.27 ***	0.03 ***	-0.03 ***	0.04 ***	0.02 ***	—					
23 研究開発費	0.14 ***	-0.09 ***	-0.06 ***	0.12 *	-0.03 ***	0.12 ***	0.00 ***	0.01 ***	0.00 ***	-0.06 ***	0.21 ***	-0.05 ***	0.02 ***	-0.04 ***	-0.07 ***	0.03 ***	0.03 ***	0.08 ***	0.04 ***	0.04 ***	0.02 ***	0.02 ***	—				
24 リスク要因	0.21 ***	-0.24 ***	0.12 ***	-0.20 ***	0.00 ***	0.19 ***	0.12 ***	0.12 ***	0.09 ***	0.16 ***	0.10 ***	0.16 ***	0.07 ***	0.26 ***	0.01 ***	0.09 *	-0.18 ***	0.08 ***	-0.09 *	-0.15 ***	0.14 ***	0.07 ***	-0.09 ***	—			
25 売上高経営比率	0.06 ***	-0.06 ***	0.00 ***	0.18 ***	-0.02 ***	0.05 ***	0.02 ***	0.08 ***	0.01 ***	-0.05 ***	0.09 ***	-0.01 ***	0.10 *	-0.04 ***	-0.06 ***	0.13 ***	-0.15 ***	-0.09 ***	-0.15 ***	-0.10 *	0.12 *	0.13 ***	-0.02 ***	0.13 ***	—		
26 IPO年	0.25 ***	-0.11 *	-0.07 ***	-0.05 ***	0.04 ***	0.22 ***	0.45 ***	0.11 *	0.07 ***	0.14 ***	0.25 ***	0.36 ***	-0.04 ***	0.25 ***	-0.06 ***	-0.29 ***	0.23 ***	0.22 ***	-0.28 ***	0.14 ***	0.01 ***	-0.07 ***	0.00 ***	0.29 ***	-0.01 ***	—	
27 デジタルモデル	-0.07 ***	-0.18 ***	0.19 ***	-0.10 *	0.07 ***	-0.03 ***	-0.15 ***	-0.03 ***	0.13 ***	0.20 ***	-0.07 ***	-0.02 ***	-0.09 ***	0.13 ***	0.09 ***	0.16 ***	-0.12 ***	0.00 ***	0.11 *	-0.27 ***	-0.01 ***	0.09 ***	0.06 ***	0.28 ***	-0.07 ***	-0.02 ***	—

Note: 小数第5位で四捨五入。*** p<0.01 ** p<0.05 * p<0.1

図表7 記述統計量

変数	平均値	標準偏差	最大値	最小値
log調達額	9.13	0.45	10.57	8.17
欠如型	0.17	0.37	1	0
包括型	0.62	0.49	1	0
焦点型	0.04	0.20	1	0
妥当型	0.01	0.07	1	0
完璧型	0.16	0.37	1	0
価値提案	10.05	9.51	54	0
顧客ターゲット	3.39	3.15	20	0
物流チャネル	0.28	0.68	4	0
顧客との関係性	0.48	0.89	6	0
資源・能力	1.57	2.52	17	0
企業活動	3.83	4.26	24	0
パートナー	1.16	1.78	11	0
収益モデル	1.02	1.96	10	0
コスト構造	0.29	0.65	4	0
中分類	2.06	2.80	13	0
社齢	12.12	7.17	39	0
従業員数	96.63	121.34	1263	3
ROA	5.61	16.06	58.06	-75.94
TMT平均年齢	49.71	5.86	66	38
創業経験	0.19	0.40	1	0
創業者効果	14.02	9.31	43	0
研究開発費	27127.05	57536.78	361920	0
リスク要因	19.34	5.53	34	0
売上高運転資本比率	57.41	187.31	2208.25	-19.26
IPO年	2016.39	5.31	2022	2002
ビジネスモデル	0.34	0.69	2	0

まず、各変数間の相関をまとめた図表 6 では、多重共線性が確認されなかったため、全ての変数をモデル式に投入した。

次に、図表 7 の記述統計量に着目する。ビジネスモデルのストーリーパターンでは「包括型」が最も多く、対照的に「妥当型」は 1 社のみであった⁶。つまり、多くの企業は自社のビジネスモデルの要素を網羅的に開示することを意識しているとわかる。尚、「妥当型」はサンプルサイズの関係で分析対象から外すこととする。ビジネスモデルの構成要素に関しては、価値提案の平均値が 10.05 をとり最も出現頻度が高い。価値提案は標準偏差も相対的に大きく、ス

⁶ サンプルサイズは、「欠如型」が 32、「包括型」が 119、「焦点型」が 8、「欠如型」が 1、「完璧型」が 31 であった。

トリーテリングの差が顕著に出る項目であることが分かった。表面的な事業内容の伝達に留まる企業から、サービスの競争優位性となる価値提案に言及ができていない企業まで、大きく散らばっている。また、顧客ターゲットと企業活動は価値提案に次いで出現頻度が高く、どちらも平均3回以上言及されていた。一方で、コスト構造のように殆ど言及されていない構成要素も存在した。

5.2. クロス集計の結果

図表8 ストーリーパターンと焦点化された構成要素のクロス集計表

	価値提案	顧客ターゲット	流通チャネル	顧客との関係性	資源・能力	企業活動	パートナー	収益モデル	コスト構造
欠如型	4.91	1.72	0.13	0.09	0.69	1.47	0.84	0.22	0
包括型	8.76	3.25	0.23	0.45	1.22	3.69	0.93	0.73	0.39
焦点型	16.13	4.25	0.13	0.25	2.75	4.63	2.5	0.13	0
妥当型	13	9	1	2	5	5	2	10	0
完璧型	18.65	5.23	0.68	1.03	3.39	6.58	2	2.9	0.26

図表8は、縦軸に5つのビジネスモデルのストーリーパターンを置き、横軸に焦点化された9つの構成要素を置いたクロス集計表である。価値提案は「完璧型」で18回、「焦点型」で16回と他の要素に比べて多く言及されているほか、「完璧型」「焦点型」は他のストーリーパターンと比較して9つの構成要素の合計値も大きく、競争優位の伝達が十分に行われている。一方で「包括型」は構成要素間の値のバラつきが少なく、実際に満遍なく言及されていたことが分かる。「欠如型」は全ての構成要素において言及が最も少ないストーリーパターンであった。

5.3. 重回帰分析の結果

図表9 重回帰分析の結果（H1からH3）

従属変数：新規上場時の資金調達額（対数変換）		
変数名	Model 1	Model 2
(定数)		
中分類	0.079	0.040
社齢	-0.089	0.043
従業員数	0.224 ***	0.114 *
ROA	-0.136 *	-0.115 *
TMT平均年齢	-0.041	-0.046
創業経験	0.015	0.017
創業者効果	0.115 *	0.1 *
研究開発費	0.144 **	0.054
リスク要因	0.146 *	0.134 **
売上高運転資本比率	-0.007	-0.009
IPO年	0.165 **	0.06
ビジネスモデル	-0.146 **	-0.087
欠如型		-0.046
焦点型		0.26 ***
完璧型		0.504 ***
観測数	191	191
R ²	0.227	0.485
調整済みR ²	0.175	0.440
F	4.359	10.970 ***
Note：小数第4位で四捨五入、*** p<0.01 ** p<0.05 * p<0.1		

以下では、ビジネスモデルのストーリーパターンとIPO時の資金調達額の関係を明らかにするために行った重回帰分析の結果を説明する。図表9は統制変数のみを投入したModel1と、説明変数を加えて投入したModel2の結果である。モデル式の適合度は調整済みR²=0.440であり、モデル式の有意が確認された(F(15,175)=10.970,p<.001)。各変数の与える影響については、「完璧型」と「焦点型」で1%有意が確認され、「完璧型」の係数は0.504、「焦点型」の係数は0.260であった。つまり、「完璧型」と「焦点型」は「包括型」と比較して資金調達額に与える影響が大きく、特に「完璧型」はより大きな影響を与えることが明らかになった。以上の結果から、H1,H3は支持された。H2はサンプルサイズの都合上、分析が出来なかった。

図表10 重回帰分析の結果（H4からH6）

従属変数：新規上場時の資金調達額（対数変換）		
変数名	Model 1	Model 2
(定数)		
中分類	0.079	0.036
社齢	-0.089	-0.013
従業員数	0.224 ***	0.169 **
ROA	-0.136 *	-0.010
TMT平均年齢	-0.041	0.009
創業経験	0.015	0.038
創業者効果	0.115 *	0.133 **
研究開発費	0.144 **	0.118 *
リスク要因	0.146 *	0.121 *
売上高運転資本比率	-0.007	-0.007
IPO年	0.165 **	-0.076
ビジネスモデル	-0.146 **	-0.079
価値提案		0.402 ***
顧客ターゲット		0.042
物流チャネル		0.062
顧客との関係性		0.037
資源・能力		0.136 *
企業活動		0.066
パートナー		0.056
収益モデル		0.069
コスト構造		0.042
観測数	191	191
R ²	0.227	0.466
調整済みR ²	0.175	0.399
F	4.359	7.018 ***

Note：小数第4位で四捨五入、*** p<0.01 ** p<0.05 * p<0.1

次に、どの構成要素に多くの焦点を当てていると資金調達額が高いのかを明らかにするために行った重回帰分析の結果を説明する。図表10は統制変数を投入したModel1と、説明変数を投入したModel2の結果である。モデル式の適合度は、調整済みR²=0.399であり、モデル式の有意が確認された。(F(21,169)=7.018,p<.001)。各変数の与える影響については、価値提案の1%有意と資源・能力の10%有意が確認された。価値提案の係数は0.402であり、資源・能力の係数は0.136であった。つまり、焦点性の中でも価値提案と資源・能力は調達額に影響を与えており、特に価値提案はその影響が強いと明らかになった。一方、顧客ターゲットに有意な差は確認されなかった。以上の結果から、H4、H6は支持され、H5は棄却された⁷。

⁷我々の結果は、1要素のみに絞ってストーリーを語るべきだと結論付けたものではない。サンプル企業で1要素に絞って焦点性を示している企業は2社のみである

6. 考察

ビジネスモデルのストーリーは、焦点性があるとき、すなわち競争優位の源泉となる構成要素を伝達できている場合に、資金調達額が高いことが明らかとなった。本稿での結果は、完全性(包括的な説明)よりも、焦点性(大事な要素)を重視した説明の重要性を示唆するものであり、Sort & Nielsen(2018)において紹介された「数百ページの情報には目を通したくない。あればあったで良いが、1〜2 ページで説明して欲しい」という投資家の言葉を裏付けるものである。投資家が欲しているのは、百ページにも及ぶ長々としたビジネスプランではなく、潜在的なビジネスチャンスを掴みとる主なバリュードライバーを示す簡潔な概要であった(Sort & Nielsen,2018)。競争が激化した現代社会においては、競争優位を端的に示すことのできない企業の評価が低くなることは想像に難くない。

また、9 つのビジネスモデルの構成要素の中でも、価値提案に焦点を当てたストーリーは、他の要素に焦点を当てたストーリーよりも有効であることが示された。Carlsson & Wilmot(2006)が顧客に対する価値こそがイノベーションに成功するスタートアップにおいて重要な要素であると指摘しているように、独自の価値提案によってイノベーションを起こす企業は、非線形的な成長が可能になるため、投資家を惹きつけやすい。

さらに、資源・能力に焦点を当てて伝達するストーリーも有効であることが示された。企業の競争優位を生む背景には、Resource Based View に代表されるように、その企業の持つ独自の資源の存在が大きい。したがって、企業のコアコンピタンスである資源を投資家に伝えることが求められる。

一方で、価値提案と比較して資源・能力の有意確率が低い理由は、自社でリソースを持たないにも関わらず資金調達額が高い企業があるためだろう。サンプルは全て情報・通信業の企業であり、アウトソースや協業によって価値創造を行う企業が散見された。これらの企業は自社でリソースを持たずとも、投資家から高い評価を得ていると考える。

最後に、焦点性の中で顧客ターゲットが有意に働かなかったのは、セグメンテーション戦略が必ずしも企業成長にプラスであるとは限らないためだと推察する。目論見書では、自社の顧客セグメントが幅広いことを伝達する企業が多

く存在したが、本稿で用いたコーディングにおいて幅広い顧客セグメントは焦点性のある情報とは判断されない。しかし、対象となる顧客が広範囲であるということは、市場規模が大きいことを意味するため、かえって多額の資金調達に成功するとも考えられる。

以上をまとめると、企業は自社の競争優位性に焦点を当てたビジネスモデルストーリーの中でも、価値提案や資源・能力により多くの焦点を当てているストーリーこそが資金調達を成功に導くと考えられる。

7. おわりに

本稿の貢献点は主に 3 つである。

第一に、これまで重要性が指摘されていたにも関わらず、その影響が不明とされていたビジネスモデルと資金調達の関係を Bini et al.(2016)の枠組みを用いた実証研究を通して明らかにした。これまで Bini らの枠組みは比較的新しく、測定方法の人的コストも高いことから、これまで実証は行われていなかった。我々はこの枠組みを初めて用いて、ビジネスモデルのストーリーが有する資金調達への大きな影響力を示すことができた。

第二に、Bini らが開発した 5 つのストーリーパターンの内、「完璧型」と「焦点型」が資金調達に正の影響を与えることを明らかにした。また、ビジネスモデルのストーリーがもつ 3 つの質的特徴の中でも特に焦点性が重要であることを示した。これまではビジネスモデルのストーリーが重要であると指摘されつつも、具体的にどのように伝えるべきかはブラックボックスであった。しかし我々の結果からは、資金調達を成功させたい企業に対して、どのようにビジネスモデルの伝達を行うべきかという実践的な示唆を与えることができる。

第三に、企業はビジネスモデルの構成要素のうち、特に価値提案と資源・能力に焦点を当てるべきであることを明らかにした。サンプル企業は 62%が「包括型」であり、多くの企業が網羅的な構成要素の伝達を重視していた。しかし実際は、自社の競争優位性を示す価値提案と資源・能力に力点を置くべきであることが分かった。

以上より、我々は学術的な示唆にとどまらず、資金調達において企業はどの

ようなビジネスモデルのストーリーテリングを行うべきかという実務的かつ具体的な示唆を提供する。ビジネスモデルそのものの良し悪しやその他様々な要素を統制し、目論見書におけるビジネスモデルのストーリーのみで調達額が高まることを示したため、企業の IR 担当にとっても目論見書の記述方法に関して有意義な情報を提供することができた。

一方で、本稿には主に 3 つの限界点も存在する。

まず、我々はビジネスモデルの情報が記載されている「事業の内容」からデータを収集している。しかし、「事業の内容」はビジネスモデルだけを説明するセクションではないため、連結性に悪影響があった可能性がある。

次に、本稿では「妥当型」のサンプルサイズが小さく分析を行うことができなかった。「完璧型」との比較ができていないため、連結性の有無が調達に与える影響を明確にはできていない。

最後に、業種を情報・通信業に限定しているため、他業種への応用については示せていない。例えば、鉄鋼業や機械の製造業はパートナーからの部品の仕入れが不可欠であったり、製造した製品が取引先企業に継続的に購入されたりすることが重要となる。したがって、パートナーや顧客との関係性により焦点を当てなければならない可能性もある。

今後は上述の限界点を踏まえて業種を広げることで、日本における本稿の一般化を試みることができる。また業種の拡張は「妥当型」のサンプルを増やすことにもつながり、連結性の有無による比較も可能になる。資金調達につながるビジネスモデルのストーリーテリングについてより詳細な研究を行うことが今後の研究課題である。

参考文献

- Amir, E., Lev, B.& Sougiannis, T. (2003) “Do Financial Analysts Get Intangibles?” *European Accounting Review*, 12(4), pp.635-659.
- Amit, R. & Zott, C. (2008) The Fit Between Product Market Strategy and Business Model: Implications for Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 29 (1), pp. 1-26.

- Beatty, RP.& Zajac, EJ. (1994) "Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings" *Administrative Science Quarterly*, 39(2), pp.313-335.
- Beattie, V., McInnes, B.& Fearnley, S. (2004) "A Methodology for Analysing and Evaluating Narratives in Annual Reports: A Comprehensive Descriptive Profile and Metrics for Disclosure Quality Attributes" *Accounting Forum*, 28(3), pp.205-236.
- Beattie, V.& Thomson, SI. (2007) "Lifting the Lid on the Use of Content Analysis to Investigate Intellectual Capital Disclosures" *Accounting Forum*, 31(2), pp.129-163.
- Berre, M.& Le Pendeven, B. (2022) "What do we know about startup-valuation drivers? A systematic literature review" *Venture Capital*, pp.1-45.
- Bini, L., Dainelli, F.& Giunta, F. (2016) "Business Model Disclosure in the Strategic Report: Entangling Intellectual Capital in Value Creation Process" *Journal of Intellectual Capital*, 17(1), pp.83-102.
- Bruner, J. (1990) *Acts of Meaning*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Camp, SM. & Sexton, DL. (1992) "Technology Transfer and Value Creation: Extending the Theory beyond Information Exchange" *The Journal of Technology Transfer*, 17, pp.68-76.
- Carlson, CR., Wilmot, WW., (2006) *Innovation: The Five Disciplines for Creating What Customers Want*, NewYork, US: Crown Business.
- Chen, WR.& Miller, KD. (2007) "Situational and Institutional Determinants of Firms' R&D Search Intensity" *Strategic Management Journal*, 28(4), pp.369-381.
- Coviello, NE& Joseph, RM. (2012) "Creating Major Innovations with Customers: Insights from Small and Young Technology Firms" *Journal of Marketing*, 76(6), pp.87-104.

- Deeds, DL., Decarolis, D.& Coombs, JE. (1997) "The impact of firmspecific capabilities on the amount of capital raised in an initial public offering: Evidence from the biotechnology industry" *Journal of Business Venturing*, 12(1), pp.31-46.
- Denoo, L., Yli-Renko, H.& Clarysse, B. (2022) "The impact of customer ties and industry segment maturity on business model adaptation in an emerging industry" *Strategic Entrepreneurship Journal*, 16(3), pp.602-632.
- FRC (2013) "Explosure Draft: guidance on the strategic report" <https://www.frc.org.uk/getattachment/e17e5074-7139-4453-a176-3ca1fd229f51/-;.aspx> (2023 年 1 月 8 日閲覧)
- Gompers, PA., Gornall, W., Kaplan, SN.& Strebulaev, IA. (2020) "How Do Venture Capitalists Make Decisions?" *Journal of Financial Economics*, 135(1), pp.169-190.
- Gregory, A., Whittaker, J. & Yan, XJ (2016) "Corporate Social Performance, Competitive Advantage, Earnings Persistence and Firm Value" *Journal of Business Finance & Accounting*, 43 (1-2) , pp.3-30
- IIRC (2013) "The integrated IR Framework" *Available at* <https://www.theiirc.org/> (2023 年 1 月 8 日閲覧).
- Kaplan, SN.& Stromberg, P. (2004) "Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses" *Journal of Finance*, 59(5), pp.2177-2210.
- Lee, LL.& Guthrie, J. (2010) "Visualising and measuring intellectual capital in capital markets: a research method" *Journal of Intellectual Capital*, 11(1), pp.4-22.
- Magretta, J. (2002) "Why business models matter" *Harvard Business Review*, 80(5), pp.86-92.
- March, JG.& Olsen, JP. (1976) *Ambiguity and Choice in Organizations*, Bergen, NOR: Universitetsforlaget.
- Margiono, A., Kariza, A.,& Heriyati, P (2019) "Venture legitimacy and

- storytelling in social enterprises" *Small Enterprise Research*, 26(1), pp.55-77.
- Martens, ML., Jennings, JE., & Jennings, PD. (2007) "Do the stories they tell get them the money they need? The role of entrepreneurial narratives in resource acquisition" *Academy of Management Journal*, 50(5), pp.1107-1132.
- Massa, L., Tucci, CL. & Afuah, A. (2017) "A critical assessment of business model research" *Academy of Management Annals*, 11(1), pp.73-104.
- Mousa, FT., Wales, WJ. & Harper, SR. (2014) "When less is more: EO's influence upon funds raised by young technology firms at IPO" *Journal of Business Research*, 68(2), pp.306-313.
- Mousa, FT. & Reed, R. (2013) "The impact of slack resources on high-tech IPOs" *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(5), pp.1123-1147.
- Mukhopadhyay, S., Kumar, V., Sharma, A. & Chung, TS. (2021) "Impact of review narrativity on sales in a competitive environment" *Production and Operations Management*, 31(6), pp.2538-2556.
- Nelson, T. (2003) "The persistence of founder influence: Management, ownership, and performance effects at initial public offering" *Strategic Management Journal*, 24(8), pp.707-724.
- Nielsen, C. & Madsen, MT. (2009) "Discourses of transparency in the intellectual capital reporting debate: moving from generic reporting models to management defined information" *Critical Perspectives on Accounting*, 20(7), pp.847-854.
- Nielsen, C., Roslender, R. & Bukh, PN. (2008) "Intellectual capital reporting: can a strategy perspective solve accounting problems?" *Working Paper No. 7*, Department of Business Studies, Aalborg University, Aalborg.
- Osterwalder, A. (2004) "The Business Model Ontology - a proposition in a design science approach" *Universite de Lausanne*, Ph.D. thesis, p.44.
- Otola, I., Grabowska, M. & Kozak, M. (2021) "What constitutes the value in business model for social enterprises?" *Polish Journal of Management*

Studies, 24(2), pp.336-353.

Sapienza, HJ.& Grimm, CM. (1997) “Founder characteristics, start-up processes, and strategy/structure variables as predictors of shortline railroad performance” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22(1), pp.5-24.

Schumacher, N. (2022) "Can Business Model Components Explain Digital Start-up Success? A Qualitative Analysis of the Business Models of Start-ups from the Perspective of German Venture Investors" *Economic Thought and Practice*, 31(1), pp.81-98.

Simoni, L., Schaper, S. & Nielsen, C. (2021) Business Model Disclosures, Market Values, and Earnings Persistence: Evidence From the UK. *ABACUS-A Journal of Accounting Finance and Business Studies*, 58 (1), pp.142-173.

Sort, JC.& Nielsen, C. (2018) “Using the business model canvas to improve investment processes” *Journal of Research in Marketing and Entrepreneurship*, 20(1), pp.10-33.

Tidhar, R.& Eisenhardt, KM. (2020) “Get rich or die trying... finding revenue model fit using machine learning and multiple cases” *Strategic Management Journal*, 41(7), pp.1245-1273.

経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資) 研究会 報告書」
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/itorereport2.0.pdf (2023 年 1 月 7 日閲覧)