

学籍番号: BD191006

ステータスがもたらすスタートアップ企業の成果に及ぼす影響

Impacts of *Status* on the Performance of Start-ups

大学院 経営管理 研究科
博士後期課程 経営管理 専攻
氏名: 金 柄式 (Byeongsik Kim)

謝辞

私が一橋大学大学院経営管理研究科の博士後期課程で過ごした3年間では、本当に数多くの方々からご支援とご指導を頂きました。ここに記して感謝申し上げます。

まず、指導教員である青島矢一先生に心から感謝申し上げます。青島先生には、博士後期課程からの編入学にも関わらず研究室に受け入れてくださり、ゼミや個別の会合時間を通して極めて丁寧にご指導いただきました。また、研究テーマの選定で悩みを抱える中でも適切なアドバイスを頂いたことで、研究の方向性を何とか見つけ、博士論文の完成までこぎつけることが出来ました。10年以上ぶりの日本での生活で戸惑うことも多く、また先行きがなかなか見えない博士課程の途中で悩む時間が多かったですが、こうして謝辞を書くことが出来ているのも青島先生の尽力によるものです。ここではすべてを書き尽くせませんが、もう一度青島先生には心から感謝申し上げます。

また、論文指導教員である軽部大先生にも、深く感謝申し上げます。軽部先生には博士2年次から2年間、大学院ゼミにて厳しくも的確なご指導を頂きました。特に、既存研究のResearch Gapを発見し、理論的に深く追求していくという先生の研究に対する姿勢から多くのことを学ばせて頂きました。それだけでなく組織理論に関する様々な観点や、博士論文の研究テーマであるステータスの理論的な意義と課題点についても、多くのことを軽部先生のゼミから学ばせて頂きました。

博士2年次である2020年度から新型コロナウイルスが世界的に流行し、学内や学外での学会の場がオンラインに切り替わったことで、対面でのコミュニケーションが大きく減少してしまったことは残念でしたが、そうしたオンラインでの授業や学会を通して多くの先生方にお世話になりました。特に、イノベーションマネジメント・政策プログラム（以下IMPP）にて提供されている授業やセミナーを通して多くのことを学ばせて頂きました。江藤学先生、中島賢太郎先生、市川類先生、大山睦先生、カン・ビョンウ先生、吉岡（小林）徹先生、パドロン＝エルナンデス イバ先生、木村めぐみ先生、キム・ドンフン先生（現、高知工科大学）、小泉秀人先生、谷口諒先生、イ・ヒョヨン先生からは授業やセミナーを通して多くの学びと気づきを得ることが出来ました。特に、木村めぐみ先生とキム・ドンフン先生からはカジュアルな会話や食事でのやり取りを通して研究と生活両面において様々なアドバイスを頂き、また青島先生ゼミの先輩でもある谷口先生には格別に博士論文に目を通していただきました。

先生方だけでなく、同じゼミに所属する方々からも、多くのことを学ばせて頂きました。青島先生ゼミの阿知和勇人さん、網中裕一さん、袁賓師さん（現、東京大学大学院）、柳京岐さん（現、筑波大学大学院）、李樹萱さんにはゼミでの発表やゼミ外での交流を通してお世話になりました。特に、阿知和勇人さんとは研究だけでなく個人的な悩みなどもご相談させて頂き、色々な面でご支援を頂きました。また李樹萱さんとは博士3年次のゼミにて2人での発表や報告に伴う苦楽を共にさせて頂き、ネガティブな言動が多い私にポジティブな元気を与えていただきました。袁賓師さんには発表に関するアドバイスなど、主に研究に関してご支援を頂きました。柳京岐さんとは個人的なやり取りを多くさせて頂き、サポートを頂きました。軽部先生ゼミの寺本有輝さん、于雷さん、廣瀬正幸さん、新田隆司さん、橘樹さんからも様々な面でご支援いただきました。特に、新田隆司さんには進路等について多くのことをご相談させて頂き、また橘樹さんからは研究について多くの有益なフィードバックを頂きました。

IMPPのリサーチセミナーを通して交流をさせていただいた社会人の方々からも、多くの学びを頂きました。すべての方々には記しきれませんが、とくに上田宏幸さん（カゴメ株式会社）、村上隆介さん（住友化学株式会社）からは、リサーチセミナーでの交流を通して実務的な知見と感覚を頂くことが出来ました。また、同じ内部生である片岡純也さんには、データ分析について数多くの知見を頂きました。

研究室を共にしている高橋和宏さんとファン・テイ・スアン・トーさんにも感謝申し上げます。高橋和宏さんとは食事などを通して色々な事を語り合うことができ、落ち込みがちな生活の中でも刺激を頂くことが出来ました。ファン・テイ・スアン・トーさんとは同じ博士論文を準備する立場として、論文作成に伴う悩みを共有させて頂きました。

私の韓国での学部時代に戦略論・組織論の授業と卒業論文の指導を通して大学院に進学するきっかけを作っていただいたユ・テヨン先生（韓国外語大学校）や、修士時代の指導教員であり、ステータス研究の道を開いてくださったキム・ヨンギョ先生（高麗大学校）、他学部でありながらも様々な相談に乗っていただき、また授業を通して組織理論の面白さを伝えていただいたキム・スハン先生（高麗大学校）にも、あたらめて感謝申し上げます。先生方のご指導によって、今の研究の基礎が整えられました。

経済的にも、学会への参加発表（41th Strategic Management Society Annual Conference, 2022年度組織学会年次大会）にあたってIMPPから助成を頂いたことに感謝申し上げます。新型コロナウイルス過での学会発表ではありましたが、無事に学会に参加、発表を終えることができたのはひとえにIMPPからのご支援を頂いたからだと思っています。

最後に、日本にいる家族と韓国にいる親戚の方々に厚く感謝申し上げます。日本にいる家族の物的・精神的な支え無しには博士論文を無事に完成させることはできなかったと思います。また、韓国でやり残してきた面倒な事務処理を韓国にいる親戚の方々に行っていただいたことで、大学院での研究に集中することが出来ました。本当にありがとうございました。

2022年1月

金柄式

目次

第一章：はじめに	1
1.1. 問題意識.....	1
1.2. 本論文の構成.....	4
1.3. 研究対象.....	5
第二章：ステータス研究レビュー.....	10
2.1. はじめに	10
2.1.1. レビューの方法と構造.....	10
2.1.2. レビューの範囲と選定方法	11
2.2. ステータス概念がマネジメント研究に取り込まれるまで.....	11
2.3. ステータスの定義と測定.....	12
2.4. ステータスの変化.....	14
2.5. ステータスの効果.....	15
2.5.1. シグナリング効果.....	17
2.5.2. 心理的效果.....	19
2.6. ステータス研究に残された課題.....	21
第三章：ステータスの保証効果とその持続性.....	24
3.1. 本章における分析の構成.....	24
3.2. 仮説の導出.....	25
3.2.1. 高ステータス企業及び公的機関からの投資がもたらす保証効果.....	25

3.2.2. 受賞を介したステータスの上昇	27
3.3.3. 保証効果の消失, 外部投資家の期待の変化, 経営者による資源配分の歪み	28
3.3. データ及び研究方法	30
3.3.1. サンプル及びデータ収集.....	30
3.3.2. 変数.....	30
3.3.3 分析モデル.....	33
3.4. 分析結果	33
3.4.1. 記述統計量及び相関係数.....	33
3.4.2. OLSによる回帰分析の結果.....	37
3.4.3. 分析結果のまとめ	45
3.5. ディスカッション	47
第四章：投資企業の構成がスタートアップ企業の成果に与える影響	49
4.1. 本章における分析の構成.....	49
4.2. 仮説の導出.....	51
4.2.1. スタートアップ企業への投資シンジケートの多様性の影響.....	51
4.2.2. 投資企業の制度ロジックの違いがスタートアップ企業の成果に及ぼす影響	52
4.2.3. 投資企業のステータスがスタートアップ企業の成果に及ぼす影響.....	55
4.3. データ及び研究方法	58
4.3.1. サンプル及びデータ収集.....	58
4.3.2. 変数.....	59
4.3.3. 分析モデル.	63

4.4. 分析結果.....	63
4.4.1 記述統計量及び相関係数.....	63
4.4.2. ロジスティック回帰分析の結果.....	67
4.4.3. 分析結果のまとめ.....	71
4.5. ディスカッション.....	73
第五章：結論.....	75
5.1. 本研究の要約.....	75
5.2. 本研究の貢献点及びインプリケーション.....	78
5.2.1. 本研究の貢献点.....	78
5.2.2. 本研究のインプリケーション.....	80
5.3 本研究の課題点及び今後の研究課題.....	82
補論：ステータス, レピュテーション, レジティマシーの異同.....	84
参考文献.....	88

図表目次

図表1-1. 本論文の構成.....	5
図表1-2. 日本のスタートアップ企業の資金調達額.....	7
図表1-3. 日本の投資元タイプ別のスタートアップ企業に対する投資動向.....	9
図表1-4. 米国のスタートアップ投資件数に占めるCVCを含む取引件数の割合.....	9
図表3-1. 記述統計量.....	34
図表3-2. 相関係数.....	36
図表3-3. OLSによる回帰分析の結果 - 初値騰落率への影響.....	38
図表3-4. OLSによる回帰分析の結果 - IPOまでの期間への影響.....	40
図表3-5. OLSによる回帰分析の結果 - IPO時点での資金調達額への影響.....	42
図表3-6. OLSによる回帰分析の結果 - IPOから1年後のPER騰落率への影響.....	43
図表3-7. OLSによる回帰分析の結果 - IPOから3年後のPER騰落率への影響.....	45
図表3-8. 分析結果のまとめ.....	46
図表4-1. CVCの投資目的.....	54
図表4-2. 仮説のモデル.....	58
図表4-3. VCと事業会社によるシンジケート出資の組みあわせ表.....	61
図表4-4. 記述統計量.....	64
図表4-5. 相関係数.....	66
図表4-6. ロジスティック回帰分析の結果 - イグジットへの影響.....	68
図表4-7. ロジスティック回帰分析の結果 - IPOへの影響.....	69
図表4-8. ロジスティック回帰分析の結果 - M&Aへの影響.....	71
図表4-9. 分析結果のまとめ.....	72

第一章：はじめに

1.1. 問題意識

Podolny (1993)が企業組織におけるステータス (status) の重要性を指摘して以来、経営学におけるステータス研究は急速に進み、これまでさまざまな知見が蓄積されてきた。ステータスとは、一般に「社会的に構築される、階層や序列、順位におけるアクターの相対的なポジション」を指し、市場ではそれが製品やサービスのクオリティを代替する機能を持っている (Podolny, 1993 ; Piazza & Castellucci, 2014 ; Rindova et al., 2006 ; Sauder et al., 2012) .

特に近年は、ステータスの観点から企業組織に関する現象の分析を行った実証研究が蓄積されてきている (Podolny & Stuart, 1995 ; Podolny et al., 1996 ; Stuart et al., 1999 ; Ko & McKelvie, 2018など) . それらのステータス研究は、合理的な意思決定を前提とする古典的な経済学や経営学では説明できないような企業組織、あるいはその中のグループや個人の行動を体系的に説明する論理を提供してきた。例えば、White (1981, 2002) は、財の生産量や価格が市場の均衡によって決定されるという新古典派経済学の市場モデルに対して、市場内のアクターに付与されたステータスの序列によって製品やサービスの価格や生産量が決定されるとする新たな市場モデルを提示している (中野, 2017) .

実証研究が蓄積される一方で、ステータス研究を体系的に整理したレビュー論文 (Piazza & Castellucci, 2014 ; Sauder et al., 2012 ; Chen et al., 2012 ; George et al., 2016) も複数の学術誌に掲載され、ステータス研究の潮流が体系的に整理されている。それらのレビュー論文からは、ステータス研究が社会学をその起源としながらも、近年急速にマネジメント研究に取り込まれてきたことがわかる。

ステータス研究は、当初社会学の学術誌 (American Journal of Sociologyなど) で発表され、個人の性別や人種、職業による不平等性に着目していた (e.g., Redgeway, 1991) . しかし、Podolny (1993) がステータスの概念を用いて企業組織を対象とした研究を発表し、ステータスに代表される社会的要因が企業の競争優位に影響することが実証されて以来、ステータス概念はマネジメント研究に取り込まれ、実証研究が盛んに行われてきた。

既存研究におけるステータスの定義や測定は必ずしも一貫していないが、多くの研究はステータスを「社会的に構築される、階層や序列、順位におけるアクターの相対的なポジション」として扱ってきた (Sauder et al., 2012). そして、受賞 (e.g., Azoulay et al., 2014 ; Graffin et al., 2013 ; Jensen & Kim, 2015 ; Kovács & Sharkey, 2014 ; Malmendier & Tate, 2009) , ネットワーク中心性 (Podolny, 1993 ; Podolny & Philips, 1996 ; Pollock et al., 2015), プレステージな役職の経験 (Simcoe & Waguespack, 2011 ; Graffin et al., 2013 ; Podolny & Morton, 1999), ランキング (Stern et al., 2014) といった指標によってステータスを測定し、その効果を実証してきた。

初期のステータス研究では、ステータスは社会的に再生産され、固定化しやすいと考えられていた (Marton, 1968) . しかし近年の研究は、ステータスが、アクターの成果や他アクターとの関係性によって動的に変化することを示してきた (e.g., Kakkar et al., 2020 ; Shipilov & Li, 2008, Pollock et al., 2015 ; Delmestri & Greenwood, 2016) .

既存研究が明らかにしてきたステータスの効果は、大きく「シグナリング効果」と「社会心理的効果」に分けることができる。第一にステータスはシグナルとしての機能をもっている (Benjamin & Podolny, 1999 ; Podolny, 1993 ; Stuart et al., 1999) . つまり、情報不足によって商品やサービスのクオリティが不透明な場合、生産者のステータスがシグナルとして、外部の評価者に判断の指針を提供するのである。たとえば、Podolny (1993)は、正確なクオリティの判断が難しい社債の場合、それを取り扱う投資銀行のステータスが投資家よっての判断材料になっていたことを明らかにしている。

第二に、ステータスにはその持ち主に対する心理的効果がある。高いステータスを保有することが持ち主の自己肯定感を高め、成果に正の影響を及ぼすことを示した研究がある (Faunce, 1984) 一方で、それが心理的な負担感を生み、逆に成果に負の影響を及ぼすことを示す研究もある (Bothner et al., 2012 ; Bendersky & Shah, 2012 ; Jensen & Kim, 2015) がある。

例えば、Bothner et al. (2012)は、自身の高いステータスが注意散漫や向上心の低下、心理的な負担感の増大を引き起こし、実力の発揮を阻害し、成果に負の影響を及ぼすことを示した。このように既存研究は、高いステータスのもつ正の効果と負の効果の両方を明らかにしてきた。

しかし、既存のステータス研究がまだ十分に明らかにしていない課題がある。第一の課題はステータス効果の持続性である。既存研究は、環境変化のない比較的短期の観察期間において得られるステータスの効果を検証してきた。確かに、高いステータスのもつシグナリング効果によって、短期的には焦点アクターの成果を上昇させるかもしれないが、そのシグナ

リング効果が長期に持続するとは限らない。とりまく環境が変化し、評価者の期待が変われば、高いステータスの効果も薄れてくる可能性がある。高いステータスが発するポジティブなシグナルがアクターの実体と乖離した過剰な期待を形成する場合には、後に期待が失望に変わってしまうことも考えられる。このようなステータス効果の変化は、焦点アクターの資源動員の可能性に重大な影響をもたらすと考えられるが、既存研究では十分に扱われてこなかった。

第二の課題は、ステータスの高い複数のアクターから同時に保証効果を得ることの影響である。特に、異なる目的関数もしくは制度ロジックをもつ複数のアクターから保証効果を受ける場合に焦点アクターの成果がどのような影響を受けるのかという問いは、重要であるものの、既存研究では扱われてこなかった。

たとえば、スタートアップ企業への投資は、複数の投資企業・投資家によるシンジケートの形で行われるのが普通である。そこには、投資目的や制度ロジックの異なる複数の投資主体が存在している。高ステータスの投資企業との紐帯が保証効果をもつ一方で、投資企業の目的に沿った目標設定や戦略策定を強いられる可能性がある。さらに、投資企業間で投資目的や保有情報の違いからコンフリクトが生じると、それがスタートアップ企業の経営にマイナスの影響を与える可能性もある。このように、複数のアクター間の相互関係を介したステータスの影響は実務的にも重要な論点であるが、これまで十分な研究が行われてこなかった。

これら2つの研究課題に取り組むための実証対象として本研究では日本と米国のスタートアップ企業を選定した。第1の課題であるステータスの持続性に対しては、日本のスタートアップ企業の新規株式公開(Initial Public Offering, 以下IPO)前後の成果に注目した実証を行う。

IPOを目指すスタートアップ企業は、高ステータスな企業との紐帯によって「新しさの負債」(Liability of Newness, Stinchcombe, 1965)を克服して、継続的な資源動員を実現することができる(Stuart et al., 1999)。しかし、IPOを実現すると経営環境を大きく変化する。IPO以前の、企業情報が限られた不確実な状況においては、ステータスが投資家の判断材料を提供するシグナルとして重要な機能をもっている。だが、IPOによって情報開示が義務化されると、スタートアップ企業に対する不確実性が大幅に削減される。こうした場合においてもステータスの保証効果は依然として持続するだろうか。情報が公開されることによってかつての保証効果によって醸成された期待感が失望に変化することはないだろうか。これらの疑問にこたえるのが本研究の1つめの実証分析である。

第二の課題である、複数のアクターから同時に保証効果を得ることの影響については、米

国のスタートアップ企業を対象とした実証分析を行う。ここでは、スタートアップ企業の成果をIPOやM&Aによるイグジットによって測定し、投資目的や制度ロジックの異なる高ステータスのベンチャーキャピタル（Venture Capital, 以下VC）や事業会社・コーポレートベンチャーキャピタルからの投資が、イグジットの成果にどのような影響をもたらすのかを実証する。

1.2. 本論文の構成

図表1-1に示す通り、本論文は本章を含めた5つの章から構成されている。第二章では、既存のステータス研究を理解し整理するための包括的なレビューを行う。ここでは、元来社会学者によって行われていたステータス研究がマネジメント研究に取り込まれていった潮流を概観した後、概念定義や測定尺度などのステータス研究の重要な要素を議論する。また、既存研究が明らかにしてきたステータスの機能を、シグナリング効果と心理的效果に分けて説明する。その上で、既存研究では十分に明らかされてこなかった2つの研究課題を明示する。

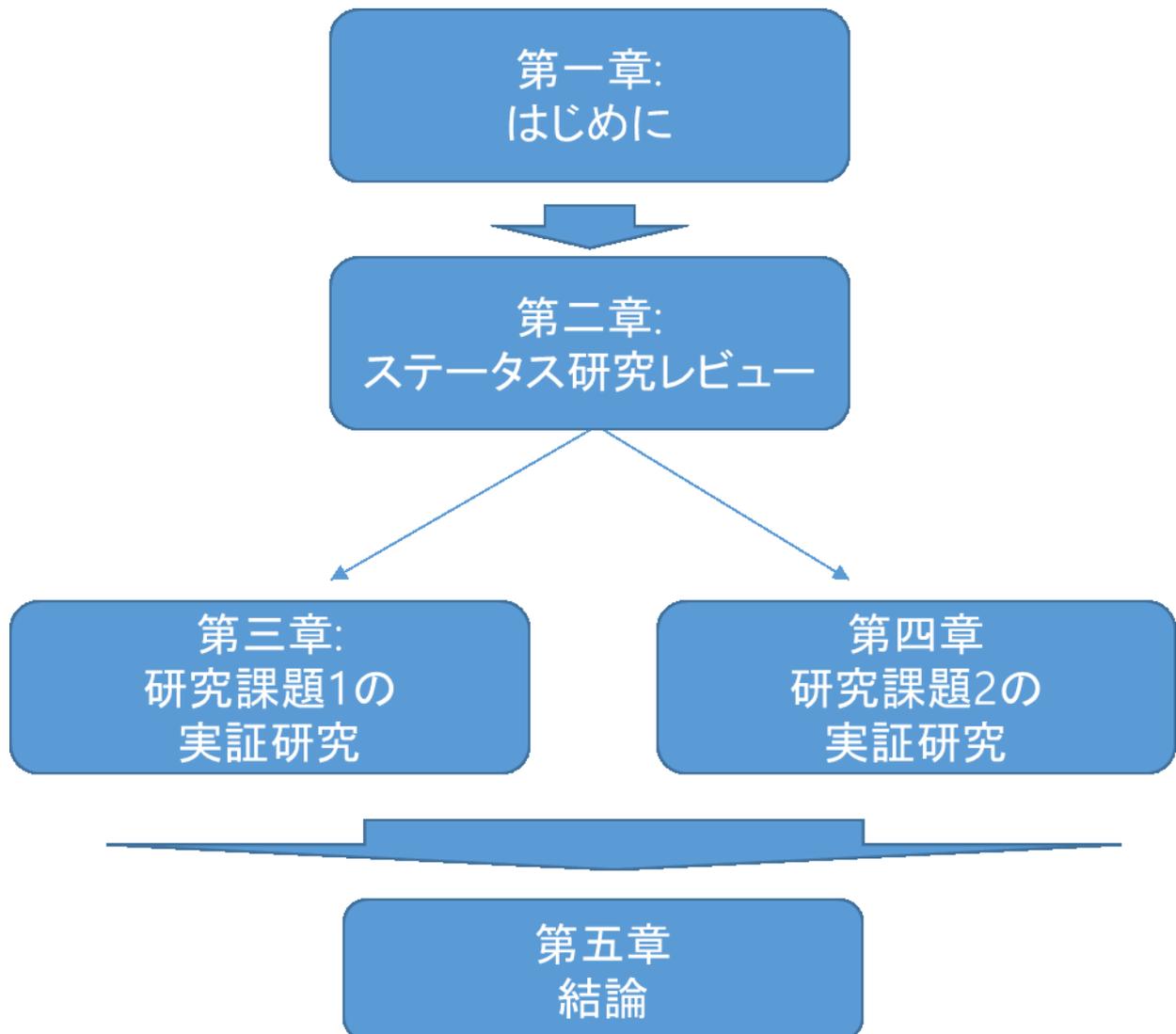
第三章と第四章では、上記のレビューにおいて導出した2つの課題に対応した実証研究を行う。第三章では、第一の研究課題であるステータス効果の持続性を検証する。IPOを行った日本のスタートアップ企業を対象として、ステータスの効果がIPO時点とIPO以後の成果に与える影響とその要因を解明する。新しさの負債を背負うスタートアップ企業は高ステータス企業及び公的機関からの投資、そして権威ある賞の受賞による保証効果は外部評価者（投資家）に肯定的なシグナリングを発生し、IPOに至る期間の短縮やIPO時での資金調達などの成果を上昇させる。しかし、環境に大きな変化が伴うIPO以降では、不確実性の縮小によるステータスの効果の消滅があるかもしれない。またステータスとクオリティの乖離が外部評価者に明らかになると、ステータス効果によって醸成された期待が逆に失望に変わり、むしろ成果に負の影響を及ぼす可能性があるかもしれない。これらを実証するのが目的である。

第四章では、第二の研究課題である複数企業からの保証効果をもたらす影響を検証する。具体的には、米国のスタートアップ企業を対象として、投資目的やステータスが異なる複数の投資企業から投資を受けることがもたらすイグジットへの影響を解明する。投資企業の所在国は様々である。またVCや事業会社・コーポレートベンチャーキャピタルでは投資目的が異なる可能性がある。こうした投資企業の多様性がスタートアップ企業の成果に与える影響を実証するのがここでの目的である。

第五章では、本研究全体を要約した上で、理論的な貢献と実務的な示唆を提示したうえで

で、本研究の限界と課題を明らかにして、今後の研究の方向性を示す。

図表1-1. 本論文の構成



1.3. 研究対象

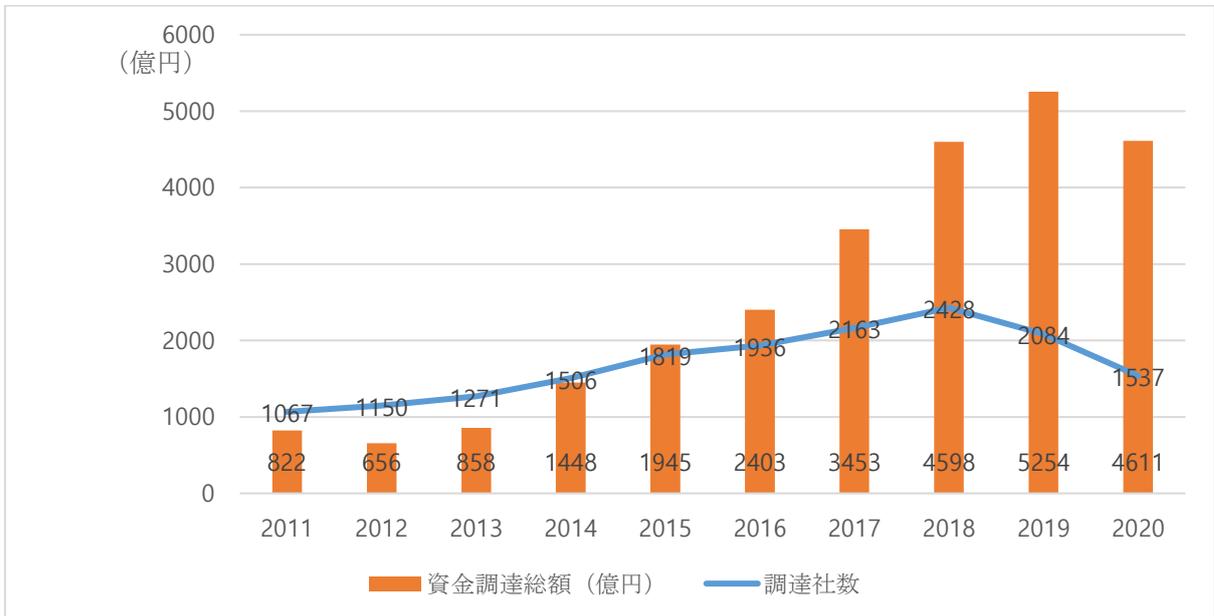
本研究では、ステータスの効果を実証するためにスタートアップ企業に対する投資とその成果との関係に注目する。スタートアップ企業に注目した理由として、第一に、ステータスの成果に対する影響が強くあらわれることが挙げられる。スタートアップ企業はその成長過程において事業継続のために出資者からの資金調達を必要とする。しかし、社会にとって新参者であるスタートアップ企業は、社会的信用に乏しく、また、事業計画にも多くの不確

実性が伴う。それゆえ資金や人材の調達に苦勞するのが通常である。こうした「新しさの負債」を抱えるスタートアップ企業にとっては高ステータス企業や主体からの支援が大きな役割を果たす。実際に既存研究は、高ステータス企業からの支援がスタートアップ企業の生存に大きな影響を与えることを明らかにしてきた (Stuart et al., 1999)。また既存研究と比べて、スタートアップ企業から得られる情報は少ないため、投資家はスタートアップ企業と連携している企業のステータスを投資判断の指標とする可能性が高い。このことからスタートアップ企業への投資家のステータスがスタートアップ企業の資金調達やその後の成果に大きな影響を与えると考えられる。

スタートアップ企業を研究対象とした第2の理由は、起業活動（スタートアップ企業の活動）が世界的に広がっており、大きな経済的インパクトを持つようになってきているためである。米国では、2020年には既に年間7兆4000万ドルのスタートアップ企業に対する投資が行われている (National Venture Capital Association, 2020)。図表1-2に示されるように、日本においても5,000億円規模の投資が行われており、その規模は、この10年間で5倍以上になっている。このことは、日本でもスタートアップ企業が保有する新技術や新事業に対する、投資家の関心の高まりを表しているものと考えられる。このように起業活動は、日本を含め世界中で活発に行われ、その経済的なインパクトも高まっている。それゆえ、起業活動を対象とした研究は実務的にも重要なインプリケーションを提供できるものとする。

加えて、スタートアップ企業に対する活発な投資が行われるにつれ、実証研究を行うだけの十分なデータの収集が可能となりつつあることも理由である。特に、日本のスタートアップ企業に対する投資を対象とした詳細な実証分析は吉田 (2020) などなど少数に限られているため、日本のスタートアップを対象とした研究には意義があると考えられる。

図表1-2. 日本のスタートアップ企業の資金調達額



(引用：INITIAL データベースを元に作成)

スタートアップ企業を研究対象とした第3の理由は、スタートアップ企業に対する投資が通常異なるタイプの投資家による共同出資の形をとるため、異なる制度ロジックを持つ複数の投資家による投資が、そのステータスによってスタートアップ企業の成果に与える影響の分析する上で格好の対象となることである。

スタートアップへの出資者として通常最も大きな役割を果たすのがVCである。VCは、米国において誕生した企業形態であり、スタートアップ企業に対する投資を専門に行う機関である (Nicolas, 2019)。VCは、スタートアップ企業のIPOないし買収及び合併 (Merger & Acquisition, 以下M&A) を通し、投資した資金を回収して、財務的リターンを得ることを目的としている。

VCに加えて、近年大きな役割を果たしているのが、事業会社によるスタートアップ企業への出資である。コーポレートベンチャーキャピタル (Corporate Venture Capital, 以下CVC) といわれる。CVCは、投資を本業としない事業会社がスタートアップ企業に投資を行うこと、もしくはそれを運営する組織のことを指す。運営は社内部門が行う場合と、社外に投資専門の子会社を運営して任せる場合がある。また独立したCVCファンドを組成せずに事業会社がスタートアップ企業に直接投資する場合もある。

VCと異なり事業会社やCVCは、戦略的リターンを求めてスタートアップ企業へ投資することが多い。つまり、自社の将来の事業ポートフォリオを構成する新技術や新事業を獲得することを目的としており、必ずしも財務的リターンを一義的な目的とはしない場合が多い。他にスタートアップ企業に対する投資を行う機関としては公的機関もある。その投資は、国内産業の発展、科学技術振興、先進技術の普及といった政策目的によるものである。

このように、スタートアップ企業に投資する主体は多様で、異なる目的や制度ロジックを持っている。それゆえ、異なる投資主体によるステータスの組みあわせの影響を検証する上で都合の良い実証環境を提供している。

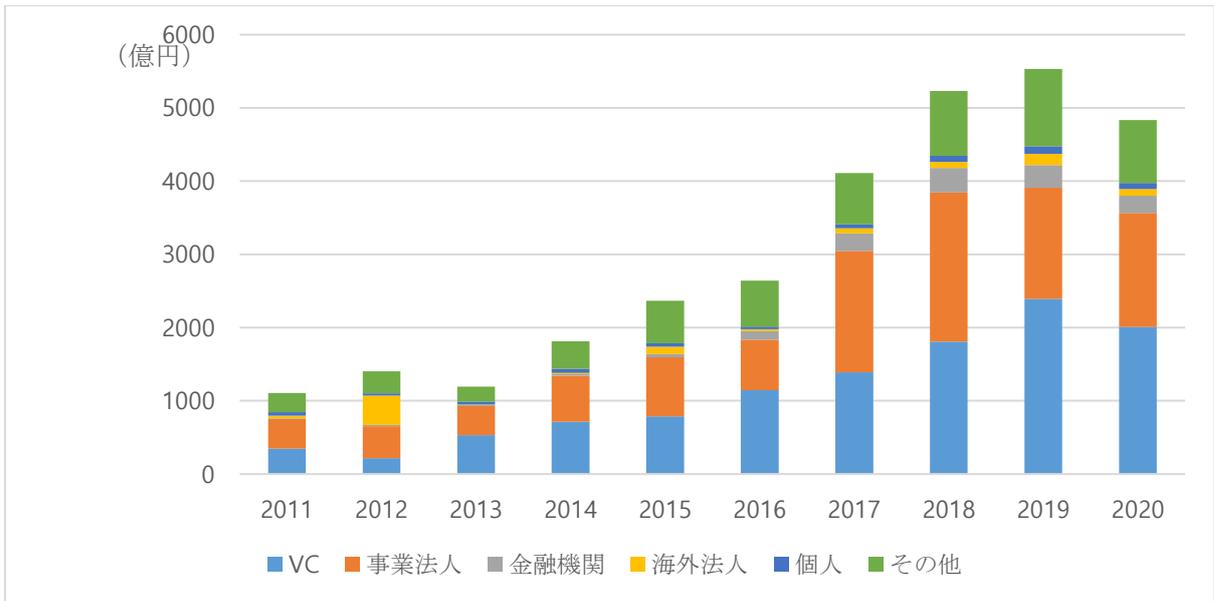
多様な投資主体の中でも本研究が注目するのは、VCと事業会社・CVCである。世界におけるスタートアップ企業への投資をみると、VCがスタートアップ企業への投資を先導しているが、日本では事業会社やCVCの役割が大きい。

図表1-3に示されるように、日本では事業会社による投資が全体の37%を占めており、VCによる投資金額を上回っている。ことことは、日本の既存の事業会社が、スタートアップ企業に対する投資を通して、自社が保有する資金や技術をイノベーションに繋げようとしている姿勢があることを示唆している。

一方の米国ではVCの役割が大きいですが、近年はCVCによる出資も活発化している。図表1-4に示されるように、2010年代頃の米国ではスタートアップ投資件数に占めるCVCを含む取引件数の割合は11~12%程度で推移していたが、その後、その割合は上昇し、ここ数年は17~18%程度となっている。

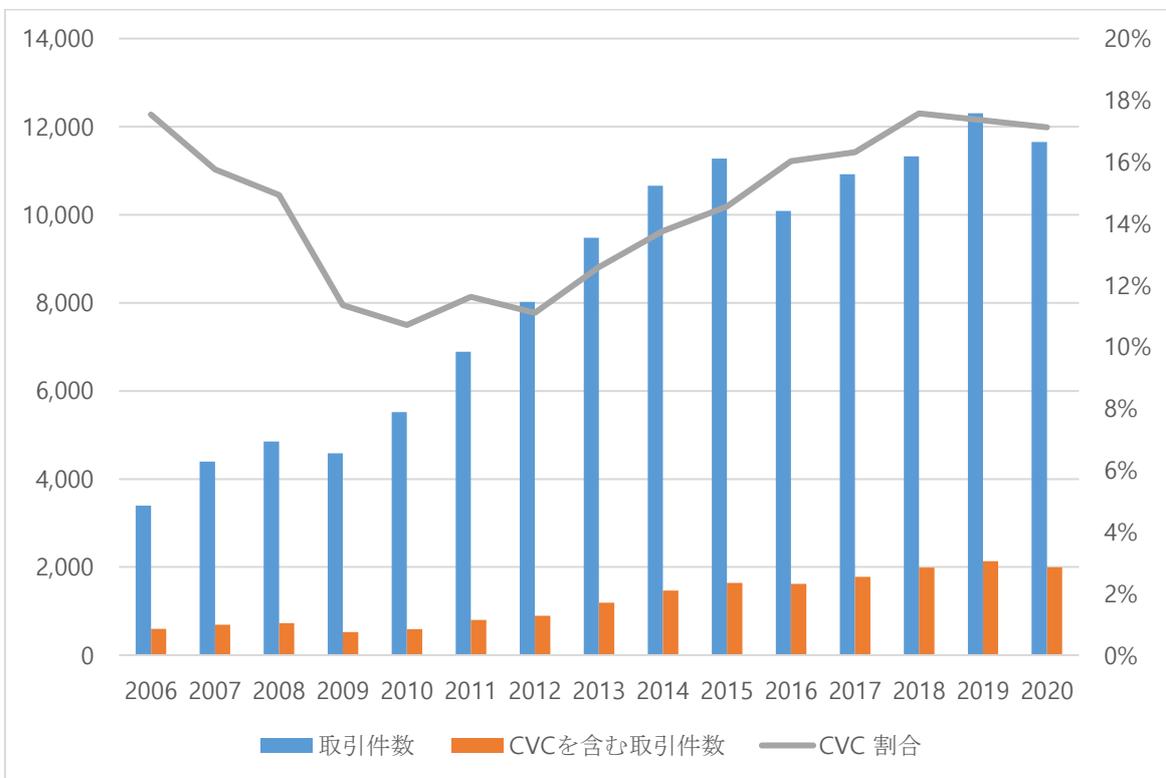
よって、スタートアップ企業に対する投資の効果を検証するにあたってはVC及び事業会社（CVC含む）の両方による投資に注目することが適切であると考えられる。

図表1-3. 日本の投資元タイプ別のスタートアップ企業に対する投資動向



(引用：INITIAL データベースを元に作成)

図表1-4. 米国のスタートアップ投資件数に占めるCVCを含む取引件数の割合



(引用：The Annual NVCA Year Book 2020)

第二章：ステータス研究レビュー

2.1. はじめに

本章では、既存のステータス研究をレビューしていく。その作業を通じてステータス研究の到達点とその課題を示すことが、本章の目的である。Podolny (1993) 以降ステータス研究は、様々な実証研究を通して、経済学的視点や他の経営学的視点で説明できない組織現象を説明する独自の論理を提供してきた。ステータス研究は研究領域および対象が多岐にわたることから、今後組織論や戦略論を始めとした経営学領域において様々な応用と発展が期待されている。一方、その学際的な性格ゆえに、研究者間でステータスという概念の定義に差異があり、類似した概念との混同もみられる (e.g., Rao, 1994)。

実証研究の進展とともに、ステータス研究に関するレビュー論文も登場した (Chen et al., 2012 ; Piazza & Castellucci, 2014 ; Sauder et al., 2012) 。それらの既存のレビュー論文は、既存研究を体系的に整理しているものの、それぞれ整理の方法が異なるため、より包括的かつ統合的な観点から整理しなおす必要性がある。

こうした問題意識を踏まえて、本章では既存のステータス研究を体系的に整理、分類し、かつそれらの課題点を提示する。これにより、既存のステータス研究の意義と課題点、そして今後のステータス研究の方向性を明確にする。

2.1.1. レビューの方法と構造

まず第2節では、ステータス概念がマネジメント研究に取り込まれるまでの歴史的潮流を概観する。第3節ではステータスの定義と測定に対する議論を行い、既存研究において必ずしも一貫していなかったステータスの概念定義を明確化する。第4節では、ステータスの変化に関する議論を整理し、固定的なステータス観に対する動的なステータス観を提示する。第5節ではステータスがもたらす効果を、シグナリング効果及び心理的成果に整理し議論する。最後の第6節では、ステータス研究に残された課題を指摘し、現状のResearchギャップを明示して本論文における実証研究の方向性を示す。

2.1.2. レビューの範囲と選定方法

本章では、レビューの範囲と選定方法を次の通りに定めた。まず、レビューの中心となる対象雑誌として、ステータスに関する論文が掲載されている社会学および経営学関連の主要雑誌9誌を選定した。それらは、American Journal of Sociology, American Sociological Review, Academy of Management Journal, Academy of Management Review, Organization Science, Management Science, Strategic Management Journal, Journal of Management, Organization Studiesである。次に、Web of Science 及び Google Scholar を使用してキーワードによる検索を行った。第一段階として「status & organization」と「status & management」を中心として検索をし、さらに「market」、「signal」、「dynamics」を付け加える形で絞り込みを行った。こうして抽出された論文の中で、上記の9雑誌を中心として1993年から2020年までに掲載された論文を対象とした。

2.2 ステータス概念がマネジメント研究に取り込まれるまで

ステータス概念に関連する古典的な研究としては、Karl Marxの「階級闘争」やMax Weber (1978)の「階層理論」、Simmel (2009 [初版])の「形式社会学」などを挙げることができる。そのなかでもMerton (1968)は、ステータスという用語は使ってはいないものの、コミュニティ内での個人のポジションとそれに起因する不平等を議論している点から、古典的なステータス研究の代表格として見られることが多い。

彼が示したのは、科学コミュニティにおける研究者のポジションによって、彼（女）らが享受できる資源量が変化し、結果として業績や知名度に差が生じるという構造であった。具体的には、(1) ポジションに差がある者同士が共同研究をした場合、ならびに(2) ポジションに差がある研究者が同様の成果を同時期に発表した場合、本来であれば各々の貢献度は同等であるはずなのに、すでに名が通っている研究者のみが高い評価とそれに付随する恩恵を享受するのに対して、名の知られていない若手の研究者は何も得られない、という現象である。Mertonは、聖書のマタイによる福音書にちなみ、その現象を「マタイ効果 (Matthew effect)」と呼んでいる。

そのようにステータス概念は社会学をルーツとしているけれども、現在ではマネジメント研究でも用いられている。そのきっかけを作った研究は、当時関心を集め始めていた経済社会学の流れを汲み、経済取引に影響を及ぼしうる非経済的要因としてステータスに注目したPodolny (1993)である(Sorenson, 2014)。

Podolny (1993) は、ステータスはクオリティのシグナルとなるため、高ステータスなアクターは各種コストを削減でき、その結果として競争優位を獲得できるという仮説を立て、債券市場を分析対象としてその仮説を検証した。その分析の中で彼は、投資銀行のステータスを測定するために、証券の発行に際して公開される墓石広告 (tombstone advertisements) に着目した。その広告には、当該証券の発行に関与する金融機関 (投資銀行や証券会社など) の名前が記載されており、上位に記載されているほど名誉あることとされているため、どの位置に記載されているかを各機関は非常に意識する¹。例えば、妥当と思われるよりも低い位置に記載された銀行は、当該証券発行のシンジケートから離脱することさえある。Podolny (1993) は、そうした慣行を利用し、墓石広告上での並び順をもとに各投資銀行のステータスを測定し²、高ステータスの投資銀行ほど低いコストで社債発行を引き受けているため、高い利益率を獲得していることを明らかにした。

墓石広告上の並び順を意識する傾向あるいは慣行は、企業間の相互作用の結果として生じたものである。換言すれば、その並び順は、社会的に構築された階層あるいは序列システムを反映していることになる。Podolny (1993) は、そうした社会的な要因 (非経済的な要因) であるステータスが企業の競争優位に影響することを実証したという点で画期的であった。その論文自体は社会学のジャーナル (American Journal of Sociology) で発表されたものの、ステータス概念がマネジメント研究に取り込まれる嚆矢となった (Sorenson, 2014)。

2.3. ステータスの定義と測定

ステータスという単語自体が一般的に用いられることが多いからか、そもそも概念定義を明確にしないまま分析を進める研究が散見される (e.g., Benjamin & Podolny, 1999)。そのため、ステータス概念に関する統一的な定義は存在していないように思われる。ただし、多くの研究は、「社会的に構築される、階層や序列、順位におけるアクターの相対的なポジ

¹ 厳密に言えば、いくつかのまとまり (ブラケット : bracket) ごとに企業名が墓石広告には記載されており、上位のブラケット (bracket) ほど格式が高い、ということである。ブラケット内ではアルファベット順に記載される。

² Bonacich (1987) のパワー中心性という概念に基づいて測定している。パワー中心性とは、隣接するアクターの中心性が高いほど、焦点アクターの中心性が相対的に低くなるような場合を想定した中心性である (鈴木, 2017)。

ション」としてステータス概念を扱ってきた³(Sauder et al., 2012). そのことは、既存研究の測定方法から窺える。

既存研究は、さまざまな方法でアクターのステータスを評価、測定してきた。まず、代表的な方法のひとつとして、コミュニティ内で栄誉とされる賞や勲章の受賞（章）というイベントの利用が挙げられる(e.g., Azoulay et al., 2014 ; Graffin et al., 2013 ; Jensen & Kim, 2015 ; Kovács & Sharkey, 2014 ; Malmendier & Tate, 2009). 例えば、英国議員を分析対象としたGraffin et al. (2013) は、英国内の叙勲制度を利用し、SirやDameといった勲章を得ているか否かを尺度のひとつとして各議員のステータスを評価している。また、ネットワーク内でのアクターの中心性も、代表的な測定方法のひとつである(Sauder et al., 2012). 例として、映画の製作者ネットワーク(Waguespack & Sorenson, 2011)やストリートギャングの個人間ネットワーク(Bothner et al., 2010), 修了生の雇用関係に基づくビジネススクール間のネットワーク(Jensen & Wang, 2018), トーナメントでの成績に基づく選手間ネットワーク(Bothner et al., 2012)を挙げることができる。中心性に関しては、既存研究ではアクターの相対的な中心性を測定できるBonacich(1987)のパワー中心性が頻繁に用いられていた(Podolny, 1993 ; Podolny & Philips, 1996 ; Pollock et al., 2015). それだけでなく、ネットワーク内で最も多くの関係を持つ頂点に注目するアクター次数中心性（degree centrality）や、焦点アクターが紐帯を有している相手の次数中心性も考慮した固有ベクトル中心性（eigenvector centrality）も用いられる。その背景には、アクターのステータスはその紐帯から影響を受ける、というアイデアがある(Sauder et al., 2012).

受賞（章）というイベントやネットワーク以外にも、ワーキンググループの座長経験(Simcoe & Waguespack, 2011)や政党のリーダー経験(Graffin et al., 2013)といった要職経験の有無や名家の出身か否か(Podolny & Morton, 1999), 出身大学のランク(Stern et al., 2014)といった指標が、ステータスの測定に用いられてきた。階層や序列等における相対的なポジションとしてステータス概念を捉えているがゆえに、既存研究は、そうした測定尺度を採用してきたのである。

しかしながら、測定方法に関する統一的な見解は確立されているとは言えず、それぞれの研究がその研究コンテキストに沿った測定尺度（受賞、ネットワーク中心性、プレステージ

³ 例えば、ステータス概念に関する嚆矢的研究であるPodolny (1993) は、「競合する生産者の製品の質との比較で知覚される、焦点生産者の製品の質」としてステータス概念を定義している。しかし先述したように、Podolny (1993) は、墓石広告上の並び順をもとにステータスを測定している。そのことから、Podolnyも、ステータスを相対的なポジションとして捉えていたと言える。

な役職の経験、ランキング) 用いて検証を行っている。ただし、どのようなコンテキストにおいてどのような測定尺度を使用するのが望ましいのかについてはまだ明らかになっていない部分が多い。そのため、測定尺度に関するより詳細な検証が研究上の課題であるといえる。

2.4. ステータスの変化

上述したMertonは、ステータスは社会的に再生産されるため固定化しやすいという観点を示したが、それに対してステータスの動的な変化に注目した研究も存在する。Podolny & Phillips (1996)によれば、たとえ高いステータスを獲得しても、成果が社会の期待に及ばない場合や高ステータスの他の組織と十分な関係を結べない場合には、ステータスの低下が生じることがある。また、同研究は米国の債券市場における投資不適格債 (non-investment grade bond) を取り扱う投資銀行を対象とした分析から、過去の債券取引の数と取引金額が投資銀行のステータスの向上に有意な影響を及ぼすことを明らかにした。過去の実績が現在のステータスの形成に影響することを示した研究であり、ステータスの変化に関する礎となる研究である。

こうしたステータスの変化に注目した研究からは、アクターのどういった行動や戦略がステータスを上昇させるかについての示唆点が提供されている。具体的な例として、過去の成果(実績)に加え、コミュニティ内で重要視される階層や序列の上位ないしはネットワークの中心に位置するほどアクターのステータスは高くなることが示されている。そうしたポジションは、優れた実績(望ましい行為や優れた成果)を残していくことで獲得される(Kakk ar et al., 2020)。例えば、法律事務所間での弁護士の移籍を分析したTan & Rider (2017)は、高ステータスの他事務所への移籍、とりわけ昇進(アソシエイトからパートナーへの昇格)を伴う移籍の割合が増えると、「キャリアアップにつながる経験を積むことのできる事務所」というシグナルになり、結果として焦点事務所のステータスが向上する(若手弁護士たちにとって憧れの事務所になる)ことを示した。また、Shipilov & Li (2008)は英国投資銀行M&Aアドバイザー業務での銀行間関係に注目した。この研究からは、構造的な空隙を埋めるポジションにいと、有益な情報を集めることができる。その情報欲しさに、多くの組織がパートナーを申し込んでくる。そのなかには高ステータスの組織もいる。焦点組織(投資銀行)は、その交渉力ゆえ、高ステータスなアクターをパートナーに選択できる。結果、ステータスが高くなることが示された。こうした既存研究からは、ステータスを上昇させるための戦略的な行動として、階層や序列の上位ないしはネットワーク上の中心とみなされているポジションを狙うという選択肢があることが示唆される。一方、そうした階層や序列

の上位ないしはネットワーク上の中心に位置することは低いステータスをもつアクターとの関係を持つことに繋がる可能性があり、自身のステータスに負の影響を与えうる可能性もある (Podolny, 2005) .

ステータスは過去の成果、階層や序列内での位置に加えて、レピュテーションやカテゴリーといった他の社会構成要素に影響を受けうるということが既存研究で示されている。Pollock et al. (2015) は、米国VCを研究対象として、ある重要なイベント数とそのVCのステータスとレピュテーションを共進化（共に上昇）させるのかを検証した。結果からは、ステータスとレピュテーションは互いに正の関係であることが示された。また、VCの年齢が長く、かつ投資企業をブロックバスターIPO⁴まで導いた回数が多い場合にレピュテーションがステータスをより大きく上昇させることが示された。Delmestri & Greenwood (2016) はイタリアの蒸留酒であるグラッパ(Grappa)を研究対象として、その市場でのカテゴリーの変容がどのようにしてステータスを上昇させるのかを定性的に検証した。グラッパは、かつては低ステータスな酒として認識されていた。しかし、ワインなど高ステータスな酒の包装などを真似ていくことで、「グラッパを飲む」という行為を高ステータスな文化的プラクティスに埋め込んでいき、ステータスを向上させていったことが示された。この研究からは、たとえあるアクターや製品が周囲からステータスが低いとの認識を持たれているとしても、それを他のカテゴリーや新しいカテゴリーに位置づけること (recategorization) によって克服することが出来ることが示された。

2.5. ステータスの効果

ステータスの効果に関して既存研究は、主に高ステータスなアクターに注目し、当該アクターが享受する恩恵に加え、被る損失も明らかにしてきた⁵。ここで「ステータスの効果」とは、アクターの性質や能力といったクオリティに関係なく、「ステータスが高い（あるいは低い）」というだけで発生する効果を意味している。極端な例としては、優れた能力を備えていないにもかかわらず、名家に生まれたというだけでさまざまな資源や機会に恵まれる

⁴ 投資家に大規模な収益をもたらすIPO

⁵ ミドルステータスの影響を分析した研究もある。例えば、Philips & Zuckerman (2001)は、ローステータスなアクターは何も失うものがないために、また一方で高ステータスなアクターには特異性信用 (idiosyncratic credits) が働くために、それぞれ逸脱的な行動をすることが可能であるものの、ミドルステータスはそうもいかないために最も行動を制約されやすい、としている。

というケースが挙げられる。そうした例からも、ステータス効果は、直観的に理解できるであろう。しかし、その存在を実証することは、必ずしも容易な作業ではない(Simcoe & Waguespack, 2011)。

そのひとつの理由は、アクターのクオリティ（性質や能力）とステータスは共進化する可能性がある(Pollock et al., 2015)からである。もし仮に初期時点では優れたクオリティを備えていなかったとしても、ステータスの高さから資源や機会に恵まれ、その結果としてクオリティが改善されていく可能性がある。そうすると、ある時点で高ステータスなアクターが恩恵を享受していても（損失を被っていても）、それがクオリティとステータスいずれに由来しているのかを弁別することは難しくなってしまう。

また、そもそもアクターのクオリティ自体を研究者が直接観察することが難しい、という要因も、ステータス効果の実証を困難にしている(Washington & Zajac, 2005)。クオリティに影響する要因をコントロールしきれなければ、高ステータスなアクターが享受している恩恵（あるいは被っている損失）があったとしても、それがステータスに起因しているとは言いきれなくなってしまう。高ステータスなアクターに恩恵や損失をもたらしている評価者が、当該アクターのクオリティではなく、ステータスに反応していることを示す必要がある。

それらの問題に対して既存研究は、アクターのクオリティ（の影響）をコントロールできる文脈を選択したり(Simcoe & Waguespack, 2011; Stern et al., 2014; Waguespack & Sonrenson, 2011; Washington & Zajac, 2005)、クオリティが同程度だがステータスで差のあるアクター同士をマッチングしたりする(Azoulay et al., 2014; Kovács & Sharkey, 2014; Malmendier & Tate, 2009)ことで対応してきた。前者の例として、Simcoe & Waguespack (2011)は、インターネット標準を策定するオープンコミュニティにて、標準の提案（学術論文に近いペーパー）数が増大する時期に事務手続き的理由から第2著者以降が“et al.”で省略される（あるいはそもそも第2著者以降が省略される）というプラクティスを利用し、高ステータスな人物が著者名から消えることの影響を以て、ステータスの効果を検証している。一方で後者に関して、例えばKovács & Sharkey (2014)は、ブックアワードの発表前にGoodreads.com上のレイティングが同等でありながら、アワードを受賞した作品と受賞を逃した作品をマッチングすることで、アワードの受賞（ステータスの向上）の効果を検証している。

ステータス効果に関して既存研究は、当該アクターが享受する恩恵に加え、ステータスの高さゆえに陥る「落とし穴」があることも明らかにしてきた。それらの知見を本節では、シグナリング効果と心理的效果とに分けて整理する。シグナリング効果は、アクターを評価する主体（例えば、消費者）が当該アクターのステータス情報を利用することで生じる効果で

ある。一方で後者の心理的効果とは、アクターが自身のステータスに反応することで生じる効果である。

一方、高ステータスなアクターが被る損失も既存研究は示してきた。例として、Jensen (2006) は、2002年に発生したアーサー・アンダーセン社による大規模な会計不正とそれによる企業間連携の解消に注目した。この研究の結果からは、会計不正に巻き込まれた企業と提携関係にある焦点企業は、そうした不正に巻き込まれた企業に対する否定的な視線が自社までに及ぶことを避けるために、その提携関係を解消することが明らかになった。このことから、高ステータスなアクターに対して評価者は高い期待を寄せている（品行方正だろうという期待）ため、不正が起きた場合に評価者は「期待を裏切られた」という反応をより強く見せる可能性がある。そのため、高ステータスであることがむしろ損失を大きくさせるという可能性が示されている。このことから、高ステータスであることは評価者からの期待を醸成し、その期待に伴う恩恵を受けうる（投資の増加や関係性の構築、昇進など）。しかし、そうした期待を裏切ってはいけないという心理からアクターの行動に制約を課す事になる（Philips & Zukceman, 2001 ; Zuckerman, 1999）かもしれない。あるいは、高ステータス（と認識されていること）と実際のクオリティが乖離していることが明らかになった場合や、高ステータスによって醸成された期待に見あう成果が現れない場合、評価者は期待を裏切られたと感じ、そのアクターに対する支援や関係を断絶することが考えられる。つまり、高ステータスであることは正と負の両側面を持ち合わせていると言える。

2.5.1. シグナリング効果

ステータスは、不確実性下で重要になる(Azoulay et al., 2014)。なぜなら、ステータスはアクターの性質や能力のシグナルとなる（として利用される）からである(Sauder et al., 2012)。すなわち、ステータスの高さに関して評価者は、「ステータスが高いのだから、当該アクターは品行方正なのだろう（あるいは能力が高いのだろう）」という推論を働かせ、知覚する不確実性を軽減するのである。そのため、評価者は高ステータスのアクター（あるいはその成果）に経済的な資源や認知的な資源を提供しやすく、そのことが翻って、高ステータスなアクターが享受する恩恵となる。

例えば、Kovács & Sharkey (2014) は、権威あるブックアワードの受賞作品とノミネート止まりの作品、特にアワード発表前の時点で評価が同等の作品同士を比較し、受賞作品の方がその後売れやすいことを発見している。アワード発表前には評価が近い、すなわちクオリティが同程度だと考えられていたはずなのに、アワードを受賞（ステータスが向上）したことで、潜在的な読者たちの知覚するクオリティに差が生じたのである。このほかにも、

歴史書物に名前が出てくるほどの名家の出身者である場合には新規参入に際して報復を受けづらかったり(Podolny & Morton, 1999), オールスターに選出された経験のある野球選手ほどアンパイアの判定が甘くなったり(Kim & King, 2014), ワーキンググループの座長を務めたことのある人物による提案ほど通りやすかったり(Simcoe & Waguespack, 2011)することが明らかにされている。

こうしたシグナリング効果に関して念頭に置いておくべき点は、評価者によって「シグナル」となるステータス情報が異なる点である。例えば、評価の難しい(ゆえに、クオリティに高い不確実性が伴う)芸術作品に注目したErtug et al. (2016)は、公共性を重視する美術館と商業性を重視するギャラリーとでは、どの新人アーティストの作品を展示するかを決める際にそれぞれ異なるステータス情報に反応していることを実証的に明らかにした。その事例が示すように、価値観や信念、目的の異なる評価者間では、反応するステータス情報が異なる。

また、こうしたシグナリング効果は、必ずしもアクター自身のステータスだけで決まるわけではなく、当該アクターが高ステータスな他のアクターと紐帯を有している場合でも発生する。すなわち評価者は、「高ステータスなアクターは合理的な判断に基づいて焦点アクターと関係を結んでいるのであり、したがって焦点アクターの性質や能力は優れているのだ」と推測するのである。

そのようなスピルオーバーを検証するために既存研究は、新興企業や若い企業家を分析対象としてきた。そうしたアクターは、トラックレコードがなく、その性質や能力の判断材料が乏しい。そのために投資家などの評価者たちは、紐帯情報を手掛かりとして、当該アクターの性質や能力を推測するからである。例えば、Stuart et al. (1999)は、バイオテクノロジーのベンチャー企業を対象として、紐帯を通じたステータスのスピルオーバーを実証的に明らかにしている。彼らは、ベンチャー企業の戦略的パートナーのステータスを、(1)特許の引用ネットワーク内での次数中心性、(2)戦略的提携ネットワーク内での次数中心性、(3)IPOの墓石広告上の並び順の3軸で評価した上で、パートナーのステータスが高いベンチャー企業ほど、IPOまでにかかる期間が短く、また調達金額も大きくなることを示した。また、企業家の資源獲得プロセスを分析したZott & Huy (2007)は、トップビジネス・スクールの出身であることや著名な人物や組織と関係があることを適切な場面でアピールしている企業家ほど、投資家から資源を引き出すことに成功していたことを見出している。出身大学や他者(社)のステータス効果が紐帯を通じて企業家にスピルオーバーしていたのである。こうした、高ステータスなアクターとの紐帯から得られる効果は、保証効果(endorse

ment effect) と呼ばれる⁶。

そうしたスピルオーバーは、低ステータスなアクターとの紐帯からも生じる。つまり、自らのステータスが高くとも、低ステータスなアクターと紐帯を有しているがために、自身のステータスゆえに享受できるはずの恩恵が減じられるのである。例えば、Jensen & Wang (2018) は、研究活動が活発なビジネススクール109校を対象として、高ステータスのデパートメントであっても、他のデパートメントのステータスが低い（すなわち、スクール内でステータス格差が生じている）場合、ステータスの高さゆえに享受できる恩恵（査読を通過しやすくなる）が弱まることを明らかにしている。また、そうしたネガティブなスピルオーバーが生じる可能性があるために、高ステータスなアクターは、低ステータスなアクターとの紐帯を忌避する傾向がある⁷(Podolny, 1994)。

一方、正のスピルオーバーだけでなく負のスピルオーバーが発生することを示した研究が Reschke et al. (2018) である。米国のHHMI (Howard Hughes Medical Institute) に選出された（当該機関から研究費助成を受ける）研究者は、その後掲載された論文数が上昇する。一方、その研究者に関心が集中してしまうため、周辺の研究者（同僚や共著者）が掲載した論文は逆に引用数が低下してしまうことを明らかにした。

2.5.2. 心理的効果

既存研究は、ステータスがアクター自身の心理に作用し、結果としてパフォーマンスに影響しうることを示してきた。具体的には、ステータスが高いということで、アクターの自己肯定感 (self-esteem) が高まる結果としてパフォーマンスが向上する場合(e.g., Faunce, 1984)に加えて、例えば現状への満足感から向上心を失ってしまってパフォーマンスが低下する場合(e.g., Bothner et al., 2012)もあることが報告されている。

前者のようなポジティブな心理作用に着目した研究としては、Gregg et al. (2018) がある。この論文では高ステータスを持つ個人は他者からの尊敬と憧憬を受けることで自尊心を

⁶ ネットワーク内でのポジションをもとにアクターのステータスを評価する際には、こうした保証効果を考慮して、焦点アクターの次数中心性だけでなく、紐帯相手の中心性を加味した固有ベクトル中心性 (eigenvector centrality) が用いられることが多い(Sauder et al., 2012)。

⁷ 類似の現象として、Jensen (2006) は、米国の大手会計事務所であったArthur Andersonの不正行為が明るみになった際、当該事務所とパートナー関係にあった企業は他社から提携関係を解消されやすかったことを示した。

増すことができることを社会的支配理論とバロメーター理論の観点から示している。こうした自尊心は自身の職務に対する意欲を増加させ、結果的にパフォーマンスを向上させる機能が存在する可能性がある。

一方で後者のようなネガティブな作用としては、注意散漫 (distraction) や向上心の低下 (complacency) が典型として指摘されている。Bothner et al. (2012) は、そのような心理作用を検証するには、パフォーマンスが個人の集中力に大きく左右される状況が望ましいとして、米国のプロゴルフ協会 (PGA) ならびに全米自動車競走協会 (NASCAR) のデータを分析し、ネガティブな心理作用の存在を示唆している。選手を分析単位とした彼らの分析では、ステータスが向上するにつれて選手のパフォーマンス (PGAならストローク数、NASCARなら予選ラウンドでのスピード) が改善していくものの、一定水準のステータスを越えると今度はパフォーマンスが低下していく傾向が観察された。そのような傾向を彼らは、ステータスが高まっていく中で、練習や試合に集中できる環境に恵まれる (例えば、スポンサーがつく) 結果としてパフォーマンスが向上するものの、ステータスが上昇しすぎると、今度は向上心が低下してしまったり、気が散ってしまう機会 (例えば、CM出演) が増えたりするために、パフォーマンスが低下するためだと説明している。同様の傾向として、Malmendier & Tate (2009) は、米国のビジネス雑誌が主催するCEOアワードに着目し、特にガバナンスの弱い企業のCEOがアワード受賞をすると、そのCEOは本を執筆するようになり、他社の社外取締役役に就任したりする傾向が表れることを発見している。この結果は、アワードを受賞した (ステータスが高まった) ことで、向上心が低下したり、本業から気を逸らすようになったりした可能性を示唆している。

同類の研究としてBendersky & Shah (2012)は、米国のMBAプログラムに所属している中間管理職を研究対象として、プログラム内でのステータスの変化 (上昇と下降) の繰り返しがそのコースグレードに及ぼす影響を検証した。その結果、ステータスの変化を経験した後、最終的に高いステータス維持した学生のコースグレードは、高ステータスを一定して保持していた学生のそれに及ばないことを明らかにした。このことから、高ステータスを手に入れたとしても、それを維持したり、下降したステータスを上昇させるために心理的な労力を消費し、本来のパフォーマンスを発揮できなくなる可能性があることが示されている。

こうしたステータスの心理的効果はアクターのパフォーマンスを下落させるのみならず、アクターを非合理的、あるいは逸脱的行動に駆り立てる可能性もある。Bothner et al. (2007) の研究では、あるトーナメントにおいて自身のステータスが下落するリスクに直面したアクターが起こし得る逸脱的行動を、全米自動車競走協会 (NASCAR) トーナメントを研究対象として検証した。当該トーナメントでの焦点選手が自身より順位の低い、あるいは近い

選手に順位を追い越される可能性がある場合に、逸脱的行動としてのカークラッシュが発生する可能性が上昇することが結果から示された。トーナメント内でステータス、つまり順位の下落に直面する場合、心理的なプレッシャーからアクターをカークラッシュのようなリスクを伴う逸脱的行動に駆り立てる可能性があることがこの研究から示唆されている。

2.6. ステータス研究に残された課題

Podonly (1993) の実証研究以降、ステータス研究は、企業組織に限らず、さまざまな文脈でステータス効果を確認してきた。それらの研究の多くは、「ステータスが高い」というだけでアクターが享受する恩恵があることを実証的に明らかにしてきた。経済合理性では解釈が難しい現象に対して説明力のあるフレームワークを提示したという点で、そうしたステータス研究の意義は大きい。より具体的には、従来の新古典派経済学では、企業が目的合理性を持ち利潤を最大化することを前提とした市場メカニズムを提示していた。それに対してステータス研究は、企業の成果や行動は社会構造や階層内でのステータスに影響を受けることに注目し、新古典派経済学が提示した市場メカニズムを一部代替する、社会構造や階層内での市場メカニズムという新たな見方を提示した（中野, 2017）と言える。

それらステータスのポジティブな効果を示す研究群は、Merton (1968) が示したマタイ効果、ひいては「ステータス構造は固定的である」という見方を肯定するものである。一方で近年は、そのようなステータス観に対する批判として、ステータス構造がダイナミックに変化するを指摘する実証研究が増えつつある。それらの研究は、高ステータスなアクターがいかにそのポジションを追われうることか (fall from graceと表現されることが多い) に焦点を当て、主にステータスの高さに伴うコストを分析している(e.g., Bothner et al., 2012 ; Dewan & Jensen, 2020 ; Graffin et al., 2013 ; Kakkar et al., 2020)。

そのように、必ずしも新しい概念ではないものの、ステータス概念に関する実証研究はまだ勢いを失っていない。そのことは、裏を返せば、ステータス研究にはまだ残された課題が多いということでもある。それを踏まえて本稿は、以下2つの研究課題を提示したい。

まず、ステータス効果の持続性である。ステータスは、クオリティのシグナルとなるために効果を発揮する。しかし、実際のクオリティと完全に連動しているか、すなわちステータスとクオリティがタイトにリンクしているかという点、必ずしもそうではないであろう。なぜなら、ステータスは、実績に関係なく維持あるいは向上したりする場合 (Washington & Zajac, 2005) もあれば、紐帯から影響を受ける場合 (Jensen & Wang, 2018) もあるから

である。たしかに、ステータスとクオリティが共進化する可能性はある(Pollock et al., 2015)。しかし、常にそうなるとは限らない。そうであれば、アクターのクオリティが徐々に明らかになってきた段階で、評価者の中には、アクターのステータスとクオリティが必ずしもタイトにリンクしていないことに気づく者も現れるかもしれない。そうすると、ステータスの効果は必ずしも長続きしないか、あるいは高ステータスによって醸成された評価者の期待が失望に変わってしまうと考えられる。

そのような可能性を示唆する研究として、Azoulay et al. (2014) が挙げられる。彼らは、上述した米国のHHMIの研究者に選出されるというイベントに着目し、選出された科学者がそのアナウンス前に発表した論文の被引用数が増えるという効果は存在したものの、その効果は極めて短い期間でしか観察されなかったと報告している。類似の傾向は、NFLのコーチのキャリアを分析したKilduff et al. (2016) でも観察されている。彼らは、1980-2010年の間にコーチとしてのファーストキャリアをスタートした1298名を対象とし、偉業を達成しているヘッドコーチが率いるチームでのコーチ経験がある人物とそうでない人物のキャリアを比較した。その結果、(1) 前者の方がコーチとしての昇進を経験しやすかったものの、最初の昇進以降のキャリアを比較すると、(2) 後者の方が更なる昇進を経験しやすく、前者はむしろ降格を経験しやすいことが示された。

これらの結果は、ステータスとクオリティがルースに関係していることが明らかになり、「化けの皮が剥がれた」という現象を示唆している。したがって、タイムスパンを長くとってみると、ステータスの効果、特にシグナリング効果は消失する可能性がある。あるいは、シグナリング効果は評価者の期待を過剰に醸成する場合があり、実態の伴わない過剰な期待醸成は環境の変化や時間の経過とともに失望に変わる可能性もある。こうした可能性は、上述の2つの研究を例外とすれば、ほとんど検討されてこなかった。しステータス効果の持続性は、まだ十分には解明されていない、ステータス研究における重要な研究課題である。そこで本研究では、以下の研究課題を設定する。

研究課題1：高いステータスによるシグナリング効果は環境変化にともなって変化するのか。特に、高いステータスによるシグナリング効果は、アクターの短期的な成果と長期的な成果にいかなる違いをもたらすのか。

いまひとつの研究課題は、保証効果に関する。既述のように、高ステータスのアクターとの紐帯は、クオリティのシグナルとなるために、焦点アクターに資源をもたらす(e.g., Stuart et al., 1999)。そうした効果は多くの研究が確認してきたものの、ここでは、高ステータス

タスの単一のアクターと紐帯を有する状況が想定されている。しかし、その想定が必ずしも現実的ではない場面もある。例えば、トラックレコードが乏しく、保証効果が重要になるスタートアップ企業は、複数のアクターから投資を受けるのが一般的である。では、それら複数のアクターがいずれも高ステータスである場合、焦点アクターにはどのような影響が及ぶのであろうか。ひとつの可能性としては、保証効果の線形性が考えられる。すなわち、高ステータスなアクターとの紐帯の数に比例して、焦点アクターの得る資源量は増えていくという関係である。そうしたポジティブな影響に対して、ネガティブな影響も考えられる。例えば、紐帯相手である高ステータスなアクター同士が異なる目的関数を持っている場合には、獲得できる資源量が増えたとしても、焦点アクターの行動（すなわち、獲得した資源を活用する方法）が制約を受ける可能性がある。だとすると、高ステータスなアクターと可能な限り多くの紐帯を形成すればいい、というわけではなくなる。そうした紐帯がもたらす光が保証効果だとすれば、そこに影はあるのか、またあるとすればどのようなものか、明らかにする必要があるのである。そこで本研究では、以下の研究課題を設定する。

研究課題2：複数のアクターから保証効果を得る場合、焦点アクターの成果はどのような影響を受けるのか。特に、複数のアクターが異なる目的関数をもっている場合、焦点アクターの成果はどのような影響を受けるのか。

第三章：ステータスの保証効果とその持続性

3.1. 本章における分析の構成

前章で示したように既存研究は、不確実性が高い環境においてステータスが、製品や組織のクオリティを示すシグナルとして機能することを明らかにしてきた (Podolny, 1993; Benjamin & Podolny; 1999)。ステータスが持つシグナルとしての機能は、“新しさの負債 (liability of newness)” (Stinchcombe, 1965) ゆえに人的資源および財務資源の動員に困難が伴うスタートアップ企業に資源動員の可能性を提供する。スタートアップ企業は、高いステータスを持つ企業と連携することによって外部の投資家に対して肯定的なシグナルを送り、資金調達を実現できるようになる。こうした保証効果 (endorsement effect) が、スタートアップ企業のIPOまでの期間を短縮し、また、IPO時の資金調達額を増加させることを既存研究は明らかにしている (Stuart et al., 1999)。

このように既存研究は、保証効果がスタートアップ企業の資源獲得にもたらす直接的で短期的な効果を実証してきたが、そうした保証効果が長期的に継続するのか、もしくは、スタートアップ企業の長期的な成果にどのような影響を与えるのか、という点は明らかにされてこなかった。そこで本章では、前章で提示した「研究課題1」に対応して、ステータスの保証効果による短期的な影響と長期的な影響の両方を比較して明らかにする。

本章ではまず、既存研究が明らかにしてきた保証効果の資源獲得への影響を日本のスタートアップ企業のデータを用いて追認する。具体的には、スタートアップ企業のIPOまでの期間とIPO時点での資金調達量への影響を分析する。既存研究の多くは欧米のスタートアップ企業を対象に行われてきたが、日本企業を対象とした研究は少ない。その理由の一つは、既存研究が利用してきた国際的なデータベースには日本におけるスタートアップ企業の情報が十分に掲載されていないことにある。そこで本章の研究では、日本のスタートアップ企業のデータベースである *INITIAL* から情報を抽出して、独自のデータベースを作成して分析を行った。その意味で、この分析自体にも実証的な意義があると考えられる。

続いて、保証効果のもつスタートアップ企業の成果への長期的な影響を実証する。高いステータスによる保証効果は、保証の対象となる組織のクオリティが不透明な状況において有効に働くことが示されてきた (Podolny, 1993)。IPOはこうした状況を大きく変化させるイベントである。スタートアップ企業の財務情報や経営情報は、IPOの過程において市場に対して広く公開されるため、それまでの不透明性は大きく払拭される。

こうした新たな環境下でも高いステータスをもつ企業との連携は、従来通りの保証効果を生み出すのだろうか。IPOによって不確実性が払拭されたら、保証効果ゆえに投資家が抱いた過剰期待が、逆に失望に変化するのではないか。そしてそれらがスタートアップ企業の経営にマイナスの影響をもたらすかもしれない。さらに、保証効果による投資家からの期待に伴う過剰な資源動員が、スタートアップ企業の合理的な経営を阻害する可能性も考えられる。これらの可能性を検証するために、本章の後半では、ステータスの高いアクターからの保証効果が、スタートアップ企業のIPO後の成果にどのような影響を与えるのかを実証的に分析する。

3.2. 仮説の導出

3.2.1. 高ステータス企業及び公的機関からの投資がもたらす保証効果

既述のように、高ステータス企業との紐帯は不透明なスタートアップ企業のクオリティに対する好意的なシグナルとして機能し、困難をともなう資源動員を可能にする (Castellucci & Ertug, 2010 ; Podolny & Philips, 1996 ; Bothner et al., 2010) 。 高いステータスをもつアクターとの紐帯によってスタートアップ企業は「新しさの負債」を克服しようとする。たとえば、Stuart et al. (1999) は、高ステータスのVCと関係を結ぶスタートアップ企業ほどIPOまでの期間が短く、IPO時に多くの資金調達を実現していた明らかにしている。またKo & McKelvie (2018)は、スタートアップ企業の創業者の教育水準が高く、創業経験が豊富であるほど、また、スタートアップ企業への投資企業の名声が高いほど、二回目以降の資金調達額が増加することを示した。特に高ステータスの企業との関係を介した保証効果は、株式市場が冷え込んでいる時期に強まることが示されている (Gulati & Higgins, 2003) 。 またBaum et al. (2004)は、スタートアップ企業が提携先ネットワークを広めることによって外部からの資源動員の可能性を広げ、売上や研究開発費を高めていることを示した。これらの研究が示唆するように、スタートアップ企業は、高ステータス企業を後ろ盾にして外部投資家からの資金調達を実現し、経営成果を向上させることができると考えられる。

さらに高ステータス企業には、人材、資金、技術、ノウハウなど豊富な経営資源が蓄積されている。それゆえ、高ステータス企業から投資を受けることによってスタートアップ企業は、保証効果を介した資金調達だけでなく、高ステータス企業内に蓄積された経営資源からの恩恵を受けることもできるだろう (Narayanan et al., 2009) 。 近年は事業会社の直接投資だけでなく、高ステータス事業会社が運営するCVCによる投資も活発化している。それら高ステータス企業のCVCから投資を受ける場合も同様に、保証効果による資源動員とCVCの親会社が保有する経営資源から恩恵を受けることが可能である。

保証効果は、高ステータス企業との紐帯だけでなく、公的機関との紐帯を通しても得られるだろう。たとえば Baum & Oliver (1991) は、カナダのチャイルドケア産業において、政府機関などの公的機関と関係のある組織ほど生存率が有意に高いことを示している。公的機関から補助金を獲得したり投資を受けたりすることは、資金獲得のみならず、組織の成長に必要な社会的正当性を確保することにもつながると考えられる (Zimmerman & Zeitz, 2002)。

上記の議論が示すように、スタートアップ企業に関する詳細情報が一般に公開されていないIPO以前の不透明な環境下では、高ステータス企業や公的機関から投資を受けることによる保証効果が投資家の期待を高め、成長に必要な資金獲得を容易にする。さらに、高ステータス企業からは成長に必要な人的・技術的支援も得られるだろう。その結果として、IPO時点における株式公開価格やIPO時点での資金調達額、IPOにいたるまでの期間の短縮といった成果が高まると考えられる。この議論は以下の仮説としてまとめることができる。

仮説1-a: 高ステータス企業や公的機関からの投資額が増加するほど、スタートアップ企業のIPO時点での成果は高まる。

一般に、スタートアップ企業に対する投資活動は、シード、シリーズA、シリーズB、シリーズCなど、異なるステージから構成されている (Ko & McKelvie, 2018 ; Hsu, 2006)。これらの内、高ステータス企業や公的機関からの投資がもたらすステータスのシグナルとしての機能は、スタートアップ企業が設立されて間もないアーリーステージであるほど強まると想定できる。なぜなら初期段階であるほど、スタートアップ企業に関する情報が乏しく、将来に対する不確実性が高いからである (Fisher et al., 2016)。そうした中で、高ステータス企業や公的機関による投資は、スタートアップ企業に新規事業や革新的技術などの将来性があるというシグナルを外部投資家に伝達するだろう。たとえば、Islam et al. (2018)は、アーリーステージに政府機関から支援を受けることは、企業のポテンシャルを示すシグナルとして機能し、その後のステージにおける外部投資家からの資金調達を増加させることを実証している。

また、アーリーステージにおける高ステータス企業や公的機関からの投資は、スタートアップ企業の成長に必要な人的・技術的資源の早期獲得にもつながると考えられる。この点に関して、たとえば Kim & Park (2017) は、アーリーステージでCVCから投資を受けたスタートアップ企業は、事業会社の技術をより早い段階で受け入れ、より多くの特許を取得していることを示している。つまり製品やサービスの商業化につながる機会を早期につかむことができるのである。

さらに、高ステータス企業や公的機関によるアーリーステージにおける投資は、スタートアップ企業に対する経営上のガバナンス強化にもつながるかもしれない。高ステータスの企業から投資を受けることによって、スタートアップ企業は、法的コンプライアンス、外部へのディスクロージャー、効率的な経営体制など、経営に必要なノウハウを早期に吸収することができる。それがスタートアップ企業の成果や生存にプラスの影響を与えると考えられる。

以上の議論は以下の仮説としてまとめることができる。

仮説1-b：アーリーステージにおいて高ステータス企業及び公的機関から投資を受けるほど、スタートアップ企業のIPO時点における成果が高くなる。

3.2.2. 受賞を介したステータスの上昇

スタートアップ企業は、社会的に荣誉ある賞を受賞することによっても保証効果を得ることができる。たとえば、映画俳優におけるオスカー賞 (Jensen & Kim, 2015)、権威ある医療機関による賞 (Reschke et al., 2018)、米国ニュースマガジンによる最高経営責任者 (CEO) に対する賞 (Jensen et al., 2021) を扱った研究では、それぞれ受賞がステータスの上昇に繋がることが示されている。既存研究はさらに、受賞によるステータスの上昇が、受賞者の成果に与える影響も検証している。それらの研究によれば、権威ある賞の受賞は、受賞者に対する社会的関心につながり、受賞者のその後の成果に正の影響を及ぼすことになるという (Azoulay et al., 2014; Reschke et al., 2018)。しかし一方で、受賞によって外部からの期待に応えることに対する負担感が増大し、逆に受賞者の成果に負の影響を及ぼすとした研究もある (Kovacs & Sharkey, 2014; Jensen & Kim, 2015)。

これらの研究は主に個人を対象としたものであるが、特に受賞のもつ正の効果は、企業に対しても同様に働くと考えられる。なぜなら、外部の投資家は、受賞の有無を投資の判断材料として利用する可能性があるからである (Rossman & Schilke, 2014)。

この点でたとえば、酸化ガリウムパワー半導体の事業化をすすめるスタートアップ企業であるFLOSFIAでは、公的機関の賞を受賞したことによって資金調達が容易になったという。社長の人羅俊実氏は次のようにのべている。

・・・知名度を高めるためにさまざまな表彰制度へ応募しました。その結果、2017年には、大学発ベンチャーを対象とする日本最大のベンチャー表彰制度である「大学発ベンチャー表彰2017」で新エネルギー・産業技術総合開発機構理事長賞を受賞することができました。・・・業界から注目してもらえたことで、大手企業からも共同

研究や資金拠出の話がたくさんいただくようになりました⁸。

また、構造タンパク質素材の開発と製造を進めるユニコーン(評価額が10億ドル以上のスタートアップ企業)であるSpiberでも文科省の科学技術・学術研究所のナイスステップな研究者に選定されたことが資金調達につながっていたという。取締役の菅原潤一氏は以下のよ

うにのべている。

経緯で大変だったことの一つは、学生ベンチャーだったために信頼がないゼロからのスタートだったことです。・・・その中で、ナイスステップな研究者という賞を頂いたことは、信頼を得て、資金調達に成功する一つのきっかけとなりました。投資家からすれば、数ある投資先の中からどこに投資しようかと検討する際、ナイスステップな研究者のような信頼のおける賞に選定されているということは一つの大きな判断材料になります⁹。

このように、賞の受賞は、スタートアップ企業が資金調達を実現する際に保証効果をもつと考えられる。受賞の中でも、特に政府省庁などの公的機関の名を冠した賞など権威ある賞を受賞した場合に、外部投資家に対するシグナルとして強く機能するだろう。結果として、IPOまでの資金調達を容易にし、IPOにいたる期間の短縮やIPO時の株式公開価格や資金調達額の増大などIPO時点における高い成果につながると考えられる。こうした議論は以下の仮説として整理できる。

仮説2：公的機関の名の付く賞などの権威ある賞を受賞したスタートアップ企業ほどIPO時点における成果が高くなる。

3.2.3. 保証効果の消失、外部投資家の期待の変化、経営者による資源配分の歪み

スタートアップ企業の将来性が不透明な段階では、高ステータスのアクターによる保証効果が、市場における好意的な期待を形成することによって、資源獲得を可能とし、企業の成果を高める方向に働く。しかしそうした保証効果が、IPO以後も継続的に働き、スタートアップ企業の成果に正の影響を与え続けるとは限らない。保証効果が消滅する

⁸ 『一橋ビジネスレビュー』2020年春号。pp.113より

⁹ 『STI Horizon』2016. Vol.2., No.2. pp.16より

か、むしろ、スタートアップ企業の成果にむしろ負の影響を与えることも考えられる。

スタートアップ企業は、IPOを境に外部環境の変化に直面する。IPO以前は特定の投資家によって支えられていたスタートアップ企業は、IPOを契機に社会の公器として一般の投資家に対応しなければならなくなる。それに伴って、財務情報の開示が義務づけられ、以前は限定的であった経営情報は広く社会に伝達されるようになる。既存研究は、ステータスによる保証効果が企業の実体が不明確な環境において発揮されやすいことを示してきた (Sauder et al., 2012 ; Sorenson, 2014 ; Washington & Zajac, 2005) 。一方、IPOによって企業の実体に関する不透明さは払拭されると、ステータスのシグナル機能は、投資家の判断において以前ほどの重要な役割を果たさなくなる可能性がある。

それだけでなく、IPOを契機に企業の実体が明らかになるにつれて、IPO以前にステータスの高い企業との紐帯から得られていた保証効果がスタートアップ企業のクオリティの過大評価につながっていたことが判明してしまうかも知れない、つまり、化けの皮が剥がれて、投資家の失望を招く可能性がある。ステータスの保証効果が生む企業に対する期待と実際の企業のクオリティと乖離することは既存研究が指摘してきた点であり (Gloud, 2002 ; Lynn et al., 2009 ; Washington & Zajac, 2005) ，それゆえ、高い保証効果を受けてきたスタートアップほど期待と実体とに乖離が生じ、IPO後に投資家からネガティブな反応を受けるかもしれない。

さらに保証効果による過剰期待の形成は、スタートアップ企業の経営陣が有効に活用できる範囲を超えた量の資源動員をもたらす可能性もある。その場合、スタートアップ企業は、獲得した資源から期待に添った経済価値を生むことができないだろう。この点に関して既存研究は、たとえば、受賞によるステータスの突然の向上にともなって獲得した資源は、経営者の経験不足ゆえに、不適切に、あるいは非効率的に配分されてしまうことを示している (Jensen & Kim, 2015) 。過剰期待によって得た資源を、経営者が適切に事業活動に配分できず、期待に添った経済価値を生み出せなければ、スタートアップ企業の業績は低下することになるだろう。

上記の議論を踏まえると、高ステータスのアクターから投資を受けたり、権威ある賞を受賞したりすることによる保証効果は、IPO以後のスタートアップ企業の成果にはむしろ負の影響を及ぼすと考えることができる。また、成果の中でも特に、株価など外部投資家の期待を反映する成果指標に対して強く負の影響があるものと想定できる。これらの議論は以下の仮説として整理することができる。

仮説3：IPO以前に高ステータス企業や公的機関から投資を受けたスタートアップ企業ほど、また、権威ある賞を受賞したスタートアップ企業ほど、IPO以後の成果が低くなる。

3.3. データ及び研究方法

3.3.1 サンプル及びデータ収集

上記の一連の仮説を検証するために本研究では、日本のスタートアップ企業への投資とスタートアップ企業のIPO前後の成果を分析した。分析対象としたのは、日本のスタートアップ企業のデータベースである *INITIAL* に収録されている2000年～2020年の間に設立されたスタートアップ企業の中で、2020年6月時点でIPOに成功している企業である。そこから高ステータス企業の子会社を除外して、最終的なサンプルは605社となった。これらスタートアップ企業のIPOまでの期間や資金調達額は、*INITIAL* に掲載されている情報から把握した。他方で、スタートアップ企業のIPO後の株価や財務成果については、*日経NEEDS FINANTIAL QUEST* から得た。

IPO以前のスタートアップ企業に対する投資企業・投資家も *INITIAL* の情報をもとに把握した。そして、以下の属性を持つ投資企業を高ステータス企業として識別した。つまり、(1) 日経平均株価の算定銘柄（日経225銘柄）である企業とそれらの子会社、(2) それら企業が運営するVC及びCVC、そして(3) 公的機関である。

スタートアップ企業のIPO市場の内訳として、スタートアップ企業向けの市場であるJASDAQ市場及び東証マザーズ市場が大半を占めている（77.0%）。それ以外のIPO市場として、TOKYO PRO Marekt（4.6%）、東証二部（3.5%）、そして地方におけるスタートアップ企業向けの市場（旧大証ヘラクレス（6.0%）、名証セントレックス（2.0%）、札証アンビシャス（1.8%）、福証Q-BOARD（0.2%））、その他（5.0%）が含まれている。

3.3.2 変数

3.3.2.1 従属変数

以下で説明するように、スタートアップ企業のIPO時点での成果は「初値騰落率」、 「IPOまでの期間」、 「IPO時点での資金調達額」 の3つの指標によって測定した。一方、IPO後の成果は、「株価収益率（以下、PER）の増減率」で把握した。

初値騰落率。 ここで初値騰落率とは、株式のIPO時の公開価格に対して公開初日の終値がどれだけ変化したかを表しており、以下の式で計算される。公開価格と終値が同じであれば0をとり、終値が公開価格の2倍となれば1をとる。

$$\text{初値騰落率} = (\text{公開初日の終値} - \text{公開価格}) / \text{公開価格}$$

一般に市場における新参者であるスタートアップ企業の場合、アンダーライターとなる証券会社が決める公開価格は低く抑えられる傾向にある。これはIPOディスカウントといわれる。ただし高ステータス企業から投資を受けているスタートアップ企業の場合には、その保証効果ゆえにIPOディスカウントを受けにくいと考えられる。結果として、初値騰落率が低下すると予測される。実際に、スタートアップ企業が得る保証効果は、IPO時点の初値騰落率に反映されることを既存研究は示唆している（金子，2019）。

IPOまでの期間(年)。IPOまでの期間を設立年度時からIPOが行われた年日時の差分として定義した。スタートアップ企業にとってIPOは重要な戦略目標であり、IPOまでの期間を早めることによってスタートアップ企業は成長に必要な経営資源や社会的認知を早く獲得することができる。それゆえ多くの既存研究が、スタートアップ企業の成果を測る指標としてIPOまでの期間を用いてきた（Stuart et al., 1999）。

IPO時点での資金調達額(百万円)。IPO時点での資金調達額とは、IPO時に新規株式を発行することで外部投資家から調達した資金の総額である（単位：100万円）。既存研究は、スタートアップ企業が受けた保証効果を測定する尺度としてIPO時点での資金調達額を用いてきた（Stuart et al., 1999）。

PER騰落率。スタートアップ企業のIPO以後の成果の測定尺度として以下の式で示されるPERの騰落率を取り上げた。短期的影響と長期的影響を把握するために、騰落率は、IPOから1年後と3年後の2時点で測定した。

$$\text{PERの騰落率} = \frac{(\text{IPOから1年後もしくは3年後のPER} - \text{IPO時のPER})}{\text{IPO時のPER}}$$

PERは株価を一株当たり当期純利益（Earnings Per Share, 以下EPS）で割ったものであり、株価がEPSの何倍になっているかを示しており、投資家からの期待を表す指標である。

3.3.2.2 独立変数

高ステータス企業及び公的機関からの投資額(百万円)。高ステータス企業及び公的機関からの投資額を表す変数として、日経225指標にリストアップされている企業および公的機関からの投資金額（単位：100万円）を用いた。日経225指標は日本経済新聞社が東京証券取引所1部に上場している企業から選定した企業群の株価から構成されている。

こうして企業毎に得られた高ステータス企業及び公的機関からの総投資額を、さらに、投資を受けた時期によってアーリーステージ、ミドルステージ、レイターステージの3期間に分割した。スタートアップ企業の設立からIPOまでの期間の内、前半の1/3をアーリーステージ、中盤の1/3をミドルステージ、後半の1/3をレイターステージとした。

権威ある賞の受賞ダミー。 権威ある賞としては、スタートアップ企業に対して与えられる賞の中で公的機関の名が含まれる賞（e.g., 経済産業大臣賞）と大賞と名の付く賞（e.g., 環境スタートアップ大賞）を選定した。これらの賞のいずれかをIPO以前に受賞している場合に1、非受賞であれば0をとるダミー変数を作成した。

3.3.2.3 コントロール変数

産業ダミー。 スタートアップ企業の成果は、それが属する産業によって影響を受ける事が予想されるため、当該企業が属する産業をダミー変数として用いた。本研究ではINITIALデータベースの内容に従い10種類の産業ダミーを作成した。

IPO年度ダミー（2004, 2006, 2015年）。 スタートアップ企業がIPOを行った年度をダミー変数として作成した。IPOを行った年度の影響を考慮するため、特にIPOを行った企業数が多かった2004年度、2006年度、2015年度の年度ダミーをモデルに含めた。

2000年から設立までの期間（年）。 本研究は、2000年以降に設立されてこれまでのIPOにいたった企業のみを検証の対象としている。そのため、設立年度が最近である企業ほどIPOまでの期間が短くなる傾向にある。この点を考慮し、2000年からスタートアップ企業の設立度までの年数をコントロール変数として導入した。

JASDAQ指数（IPO年月, IPO年月の1年前）。 IPO時点の初値やIPO後のPERは、IPO時の株式指数から影響を受ける可能性がある。そのため、スタートアップ企業がIPOを行った年月での、IPOでのスタートアップ企業向けの証券取引市場であるJASDAQの株式指数をモデルに含めた。同時に、スタートアップ企業がIPOを行った年月の1年前のJASDAQの株式指数もモデルに含めている。上記において、スタートアップ企業のIPO市場はそうしたスタートアップ企業向け市場（JASDAQ市場及び東証マザーズ指標）が大半を占める一方で、他のIPO市場に上場を行った企業も含まれていることを示した。その中でも本研究では、一般的にスタートアップ企業が多く上場し、かつスタートアップ企業向けの代表的な市場として一般的に認知されているJASDAQ市場の指数をコントロール変数として導入した。

株式公開価格（円）．初値騰落率はIPO時点での株式公開価格を基準に算定されるが，それは，その公開価格の絶対値の大きさに左右されると考えられる．そこでIPO企業の株式公開価格をコントロール変数として導入した．

メディア露出数．IPO時の株価（株式公開価格や初値）はスタートアップ企業に関する情報がどれだけ投資家に伝達されているのかにも依存すると考えられる．特にメディア露出は投資家に対して好意的な期待をもたらす可能性が高い．そこでそうした外部への露出の影響をコントロールするため，*INITIAL*データベースのニュース検索エンジンを用い，IPO以前に掲載された「企業連携」「新製品開発」「資金調達」に関連した記事数をモデルに含めた．

3.4.3 分析モデル

本研究の推計では最小二乗回帰手法（OLS）による回帰分析を用いた．分散不均一の問題に対処するために，ロバスト推定手法を用いた．なお，本研究の分析モデルでは従属変数と独立変数の関係が線形であると仮定しているため，従属変数及び独立変数の対数変換は行っていない．

3.4. 分析結果

3.4.1. 記述統計量及び相関係数

図表3-1は本研究のデータセットの記述統計量を示している．初値騰落率の平均は1.01であり，これはスタートアップ企業のIPO時点での初値が株式公開価格に対して平均して約101%増加する（2倍になる）ことを示している．また，IPOまでの期間は平均で約8年4か月であり，IPO時の平均資金調達額は約14億2600万円である．

IPO後のPER増減率は上場後から1年後，2年後，3年後のいずれにおいても0を上回っている．既存研究は，IPO後の株式指数がしばしば下落することを示しているものの（Dong & Michel, 2009 ; Kutsuna et al., 2002），本研究のサンプル企業に関してはそうしたアンダーパフォーマンスは見られない．

高ステータス組織からの投資額については，ミドルステージステージでの投資額が最も大きく平均9906万円であった．続いて，レイターステージの6839万円，アーリーステージの5213万円となっている．また権威ある賞を受賞した企業は，全体の約2%であった．

図表3-1. 記述統計量

変数名	観測数	平均	標準偏差	最小値	最大値
初値騰落率	564	1.009	1.134	-428	9.889
IPOまでの期間(年)	605	8.304	4.462	32	19.51
IPO時点での資金調達額 (百万円)	527	1426.795	5235.606	30.1	110302.5
PER騰落率(1年後)	532	.22	11.23	-38.327	249.642
PER騰落率(2年後)	415	.146	4.733	-16.356	73.141
PER騰落率(3年後)	317	.06	2.813	-20.777	20.563
トータルでの投資額(百万 円)	605	219.639	917.266	0	14655.09
アーリーステージでの投資 額(百万円)	605	52.134	283.485	0	4000.4
ミドルステージでの投資額 百万円)	605	99.064	635.905	0	11072.49
レイターステージでの投資 額(百万円)	605	68.386	330.48	0	6418.4
受賞ダミー	605	.021	.145	0	1
IPO2004年度ダミー	605	.04	.195	0	1
IPO2006年度ダミー	605	.056	.23	0	1
IPO2015年度ダミー	605	.099	.299	0	1
設立までの期間(2000年よ り, 年)	603	5.653	4.585	.011	19.153
JASDAQ指数(IPO年月)	605	113.767	38.165	39.5	182.26
JASDAQ指数(IPO年月の1 年前)	603	105.485	38.201	38.49	182.26
株式公開価格(円)	574	88445.47	242410.35	90	3300000
メディア露出数	605	.516	2.135	0	26

図表3-2は各変数間の相関係数を表している。第1列はIPO時点での成果である初値騰落率と各独立変数の関係を表している。初値騰落率は、アーリーステージ及び全体のステージでの高ステータス企業及び公的機関からの投資額と負の相関関係にある($P < .05$)。その一方で、権威ある名を冠した賞の受賞は正の相関関係にある($P < .05$)。

第2列はIPOまでの期間と各独立変数の関係を表している。IPOまでの期間とアーリーステージでの高ステータス企業及び公的機関からの投資額の間には負の関係がある($P < .05$)。

第3列は、IPO時点での資金調達額と各独立変数の関係を表している。IPO時点での資金調達額とアーリーステージ及び全てのステージでの高ステータス企業及び公的機関からの投資額との間には有意に正の相関関係があることがわかる($P < .05$)。

第4列から第6列には、IPO後のPERの増減率と各独立変数との関係を表している。PERの増減率と各独立変数との間に有意な相関関係は見られなかった。

図表3-2. 相関係数

変数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)
(1) 初値騰落率	1																		
(2) IPOまでの期間(年)	0.106*	1																	
(3) IPO時点での資金調達額(百万円)	-0.109*	0.017	1																
(4) PER騰落率(1年後)	-0.042	-0.072	-0.04	1															
(5) PER騰落率(2年後)	-0.100*	-0.081	-0.006	0.797*	1														
(6) PER騰落率(3年後)	-0.094	0.011	-0.013	0.452*	0.611*	1													
(7) トータルでの投資額(百万円)	-0.095*	-0.077	0.095*	-0.016	-0.021	-0.04	1												
(8) アーリーステージでの投資額(百万円)	-0.084*	-0.080*	0.095*	-0.009	-0.025	-0.032	0.622*	1											
(9) ミドルステージでの投資額(百万円)	-0.061	-0.07	0.079	-0.008	-0.015	-0.039	0.896*	0.421*	1										
(10) レイターステージでの投資額(百万円)	-0.057	-0.009	0.033	-0.02	-0.024	-0.02	0.518*	0.039	0.201*	1									
(11) 受賞ダミー	0.126*	0.003	0.006	-0.003	-0.014	-0.028	0.127*	0.029	0.118*	0.099*	1								
(12) IPO2004年度ダミー	0.019	-0.222*	0.004	-0.007	-0.034	-0.073	-0.005	0.01	0.001	-0.025	0.028	1							
(13) IPO2006年度ダミー	0.053	-0.195*	-0.014	-0.022	0.028	-0.078	0.004	0.011	0.013	-0.024	-0.036	-0.05	1						
(14) IPO2015年度ダミー	-0.025	0.081*	-0.014	-0.011	0.007	0.019	-0.045	-0.02	-0.047	-0.015	-0.011	-0.067	-0.081*	1					
(15) 設立までの期間(2000年より, 年)	-0.131*	-0.365*	-0.012	-0.014	0.009	0.083	0.011	-0.044	0	0.069	0.035	-0.199*	-0.202*	0.036	1				
(16) JASDAQ指数(IPO年月)	0.140*	0.359*	-0.014	0.004	-0.049	-0.005	-0.038	-0.140*	-0.026	0.065	0.013	-0.140*	-0.103*	-0.004	0.458*	1			
(17) JASDAQ指数(IPO年月の1年前)	0.005	0.338*	-0.013	-0.027	-0.06	-0.026	-0.043	-0.130*	-0.027	0.044	-0.029	-0.245*	0.018	-0.04	0.404*	0.796*	1		
(18) 株式公開価格(円)	0.04	-0.338*	0.045	0	-0.027	-0.111*	0.023	0.02	0.04	-0.028	-0.043	0.360*	0.230*	-0.119*	-0.342*	-0.235*	-0.215*	1	
(19) メディア露出数	-0.023	0.028	0.140*	-0.035	-0.05	-0.054	0.133*	-0.032	0.079	0.244*	0.039	-0.049	-0.059	-0.034	0.223*	0.250*	0.206*	-0.087*	1

* $p < 0.05$

3.4.2. OLSによる回帰分析の結果

3.4.2.1 初値騰落率への影響

図表3-3にはIPO時点の初値騰落率を従属変数とした分析結果が示されている。コントロール変数のみを投入したモデル1からは、2000年から設立までの期間、JASDAQ指数の1年ラグ、メディア露出数が初値騰落率に有意に負の影響を表していることがわかる。その一方で、JASDAQ指数が初値騰落率に有意に正の影響を及ぼしていたことがわかる。

モデル2は、高ステータス企業及び公的機関からの投資の合計額が多いほどIPO時点での成果高まるとした仮説1-aに対応している。分析結果によれば、高ステータス企業及び公的機関からの投資額が初値騰落率に有意に負の影響を及ぼしており ($P < .05$)、投資額が100万円増加すると初値騰落率が約0.011%低下することを示している。

モデル3は、アーリーステージにおける高ステータス企業及び公的機関からの投資の合計額が多いほどIPO時点での成果が高まるとした仮説1-bに対応している。分析結果によれば、アーリーステージでの高ステータス企業及び公的機関からの投資額は初値騰落率に有意に負の影響を及ぼしており ($P < .05$)、投資額が100万円増加すると初値騰落率が約0.016%低下することを示している。

これらの分析結果は、ステータスによる保証効果が初値騰落率を下落させるとした既存研究 (Carter & Manaster, 1990 ; Megginson & Weiss, 1991 ; Carter et al., 1998) の結果と整合的である。保証効果を受けたスタートアップ企業は質の高い企業とみなされ、債券引受を行う証券会社や投資銀行 (アンダーライター) による過小値付けを相対的に回避できるということを示している。

モデル6は、権威ある賞の受賞がIPO時点での成果を高めるという仮説2に対応している。分析結果によれば、有意水準は10%レベルであるものの、権威ある賞の受賞は初値騰落率に正の影響を及ぼす傾向にあることがわかる。推計結果は、権威ある賞の受賞が初値騰落率を2倍に引き上げていることを示している。

保証効果が初値騰落率を高めるというこの結果は、モデル2やモデル3の結果と矛盾しているが、既存研究の中にも保証効果が初値騰落率を向上させることを示した既存研究も存在している (Kirkuulak & Davis, 2005 ; Kaneko & Pathway, 2003) 。初値騰落率は、分母である公開価格と分子である初値の双方の影響を受けている。保証効果がアンダーライターによる公開価格の値付けにポジティブに作用すると初値騰落率は低下するが、一方で、保証効果が株式市場における一般投資家によるスタートアップ企業の評価にポジティブに働くと初値が上がり、騰落率も上昇することになる。このようにステータスによる保障効果は、初値騰落率を上げる方向にも下げる方向にも働く可能性がある。本分析結果は、高ステータス企業から投資を受けてきた実績は投資のプロによる企業評価を高める一方で、権威ある賞の受賞

はむしろ一般投資家の評価に影響を与えている可能性を示唆している。

図表3-3. OLSによる回帰分析の結果 - 初値騰落率への影響

変数	初値騰落率					
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6
IPO2004年度ダミー	-0.220 (0.290)	-0.215 (0.290)	-0.217 (0.290)	-0.216 (0.290)	-0.224 (0.291)	-0.250 (0.296)
IPO2006年度ダミー	0.262 (0.266)	0.272 (0.266)	0.269 (0.267)	0.267 (0.266)	0.260 (0.266)	0.263 (0.267)
IPO2015年度ダミー	-0.140 (0.140)	-0.151 (0.140)	-0.143 (0.141)	-0.147 (0.141)	-0.144 (0.140)	-0.132 (0.138)
設立までの期間 (2000年より, 年)	-0.0422*** (0.0102)	-0.0411*** (0.0103)	-0.0417*** (0.0103)	-0.0419*** (0.0102)	-0.0416*** (0.0102)	-0.0438*** (0.0102)
JASDAQ指数 (IPO年月)	0.0136*** (0.00228)	0.0135*** (0.00227)	0.0135*** (0.00229)	0.0135*** (0.00228)	0.0137*** (0.00228)	0.0132*** (0.00215)
JASDAQ指数 (IPOの1年前)	-0.00997*** (0.00209)	-0.0100*** (0.00208)	-0.01000*** (0.00209)	-0.00999*** (0.00209)	-0.0100*** (0.00208)	-0.00966*** (0.00202)
株式公開価格(円)	-3.26e-08 (1.66e-07)	-3.97e-08 (1.66e-07)	-4.10e-08 (1.66e-07)	-3.54e-08 (1.66e-07)	-2.87e-08 (1.66e-07)	-1.16e-08 (1.71e-07)
メディア露出数	-0.0322** (0.0128)	-0.0257* (0.0134)	-0.0320** (0.0128)	-0.0303** (0.0130)	-0.0239* (0.0137)	-0.0352*** (0.0134)
トータル_投資額 (百万円)		-0.000113** (5.09e-05)				
アーリー_投資額 (百万円)			-0.000156** (6.52e-05)			
ミドル_投資額 (百万円)				-0.000103 (7.97e-05)		
レイター_投資額 (百万円)					-0.000222** (8.79e-05)	
受賞ダミー						1.177* (0.671)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	1.279*** (0.169)	1.303*** (0.168)	1.297*** (0.171)	1.288*** (0.168)	1.282*** (0.169)	1.281*** (0.169)
観測数	561	561	561	561	561	561
R-squared	0.183	0.187	0.184	0.184	0.187	0.206

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

3.4.2.2 IPOまでの期間への影響

図表3-4にはIPOまでの期間を従属変数とした回帰分析の結果が示されている。コントロール変数のみを投入したモデル1からは、IPO年度ダミー（2004, 2006年度）、2000年から設立までの期間、株式公開価格がIPOまでの期間に有意に負の影響を与えていることがわかる。一方で、IPO年度ダミー（2015年度）、JASDAQ指数、JASDAQ指数の1年ラグがIPOまでの期間に有意に正の影響を与えていることがわかる。

モデル2は仮説1-aに対応している。分析結果は、高ステータス企業及び公的機関からの投資の総額が、IPOまでの期間に有意に負の影響を及ぼしていることを示している（ $P < .01$ ）。その一方で、仮説1-bに対応するモデル3は、統計的に有意な結果を示していない。つまりアーリーステージにおける高ステータス企業及び公的機関からの投資はIPOまでの期間短縮に貢献していない。分析結果はむしろ、ミドルステージで投資を受けることがIPOまでの期間を短縮させる効果があることを示している。

権威ある賞を受賞の効果に関する仮説2に対応したモデル6は、仮説での想定とは反対に正の関係をしめしており、統計的にも有意ではなかった。

図表3-4. OLSによる回帰分析の結果 - IPOまでの期間への影響

変数	IPOまでの期間(年)					
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6
IPO2004	-3.775***	-3.771***	-3.774***	-3.767***	-3.778***	-3.784***
年度ダミー	(0.870)	(0.869)	(0.871)	(0.869)	(0.871)	(0.872)
IPO2006	-4.872***	-4.851***	-4.867***	-4.845***	-4.873***	-4.871***
年度ダミー	(0.558)	(0.558)	(0.559)	(0.558)	(0.559)	(0.558)
IPO2015	0.820***	0.802***	0.818***	0.800***	0.816***	0.822***
年度ダミー	(0.165)	(0.165)	(0.165)	(0.166)	(0.165)	(0.166)
設立までの期間 (2000年より,年)	-0.829***	-0.827***	-0.828***	-0.828***	-0.828***	-0.829***
(2000年より,年)	(0.0244)	(0.0243)	(0.0244)	(0.0243)	(0.0244)	(0.0243)
JASDAQ指数 (IPO年月)	0.0505***	0.0504***	0.0504***	0.0504***	0.0506***	0.0504***
(IPO年月)	(0.00453)	(0.00453)	(0.00455)	(0.00453)	(0.00453)	(0.00454)
JASDAQ指数 (IPOの1年前)	0.0271***	0.0270***	0.0271***	0.0271***	0.0271***	0.0272***
(IPOの1年前)	(0.00439)	(0.00439)	(0.00439)	(0.00439)	(0.00439)	(0.00440)
株式公開価格(円)	-6.13e-06***	-6.13e-06***	-6.13e-06***	-6.13e-06***	-6.12e-06***	-6.12e-06***
(1.76e-06)	(1.76e-06)	(1.76e-06)	(1.76e-06)	(1.76e-06)	(1.76e-06)	(1.76e-06)
メディア露出数	0.0213	0.0313	0.0215	0.0270	0.0279	0.0204
(0.0218)	(0.0218)	(0.0225)	(0.0219)	(0.0211)	(0.0236)	(0.0214)
トータル_投資額 (百万円)		-0.000173***				
(6.63e-05)		(6.63e-05)				
アーリー_投資額 (百万円)			-0.000104			
(0.000365)			(0.000365)			
ミドル_投資額 (百万円)				-0.000306***		
(8.08e-05)				(8.08e-05)		
レイター_投資額 (百万円)					-0.000178	
(0.000127)					(0.000127)	
受賞ダミー						0.327
(0.404)						(0.404)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	5.090***	5.131***	5.102***	5.122***	5.094***	5.091***
(0.526)	(0.526)	(0.527)	(0.529)	(0.527)	(0.527)	(0.527)
観測数	571	571	571	571	571	571
R-squared	0.748	0.749	0.748	0.750	0.748	0.748

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

3.4.2.3 IPO時点での資金調達額への影響

図表3-5は、IPO時点の資金調達額を従属変数とした分析結果を示している。仮説1-aを検証するモデル2からは、高ステータス企業及び公的機関からの投資の総額がIPO時点の資金調達額に正の影響を及ぼす傾向があることがわかる ($P < .1$)。推計結果は、高ステータス企業及び公的機関からの投資額が100万円増加するとIPO時点の資金調達額が34万円増大することを示している。

仮説1-bを検証するモデル3の結果は、アーリーステージでの高ステータス企業及び公的機関からの投資額がIPO時点の資金調達額に有意に正の影響を及ぼすことを示している ($P < .01$)。推計結果は、アーリーステージにおける高ステータス企業及び公的機関から投資額が100万円増加するとIPO時点の資金調達額が約141万円増加することを示している。ミドルステージでの投資額がIPO時点での資金調達額に与える影響を有意に正であるが、レイターステージでの投資額とは有意な関係が見られなかった。

仮説2を検証するモデル6の結果では、権威ある賞の受賞がIPO時点の資金調達額に負の影響を及ぼす傾向がみられるものの、統計的に有意な結果ではなかった。

図表3-5. OLSによる回帰分析の結果 - IPO時点での資金調達額への影響

変数	資金調達額(百万円)					
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6
IPO2004年度ダミー	-132.5 (438.9)	-144.1 (422.0)	-153.6 (418.2)	-152.7 (416.6)	-138.3 (437.6)	-110.1 (427.8)
IPO2006年度ダミー	-662.2 (649.0)	-703.7 (634.6)	-720.3 (650.5)	-712.0 (642.5)	-665.4 (655.1)	-662.7 (649.7)
IPO2015年度ダミー	-51.25 (352.6)	-19.09 (363.7)	-28.76 (351.0)	-19.25 (357.6)	-58.05 (362.6)	-56.27 (353.0)
設立までの期間 (2000年より, 年)	-18.45 (92.64)	-20.59 (91.84)	-22.44 (92.50)	-18.38 (92.74)	-17.25 (90.18)	-17.10 (92.27)
JASDAQ指数 (IPO年月)	-3.088 (7.597)	-2.985 (7.650)	-2.075 (7.620)	-3.104 (7.592)	-2.957 (7.365)	-2.823 (7.548)
JASDAQ指数 (IPOの1年前)	3.937 (8.590)	4.103 (8.553)	4.288 (8.608)	3.967 (8.598)	3.875 (8.494)	3.749 (8.562)
株式公開価格(円)	0.00127 (0.000909)	0.00129 (0.000915)	0.00134 (0.000908)	0.00128 (0.000911)	0.00128 (0.000900)	0.00126 (0.000917)
メディア露出数	389.6 (329.0)	369.7 (337.4)	386.9 (329.5)	379.3 (331.4)	402.2 (356.9)	392.0 (330.5)
トータル_投資額 (百万円)		0.342* (0.200)				
アーリー_投資額 (百万円)			1.413*** (0.262)			
ミドル_投資額 (百万円)				0.553*** (0.133)		
レイター_投資額 (百万円)					-0.336 (0.779)	
受賞ダミー						-810.2 (759.5)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	543.4 (470.6)	492.5 (483.9)	379.8 (472.8)	529.1 (471.0)	545.8 (476.8)	540.4 (470.8)
観測数	524	524	524	524	524	524
R-squared	0.052	0.055	0.057	0.055	0.052	0.052

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

3.4.2.4 IPO以降の成果への影響：PER増減率

図表3-6は、IPOから1年後のPER騰落率を従属変数として回帰分析の結果を示したものである。モデル1にはコントロール変数のみを投入している。

モデル2の結果からは、高ステータス企業及び公的機関からの投資の総額が、IPOから1年後のPER騰落率に負の影響を及ぼしていることがわかる ($P < .05$)。推計結果は、投資額が100万円増加すると、IPOから1年後のPER騰落率が約0.016%下落することを示唆している。またモデル4の結果は、ミドルステージでの高ステータス企業及び公的機関からの投資額とIPOから1年後のPER騰落率が有意に負の関係があることを示している ($P < .05$)。一方、アーリーステージとレイターステージでの投資額とPER騰落率には有意な関係がみられなかった。

またモデル6は、権威ある賞の受賞とIPO 1年後のPER騰落率との間の正の関係を示唆しており、統計的にも有意でなかった。

図表3-6. OLSによる回帰分析の結果 - IPOから1年後のPER騰落率への影響

変数	PER騰落率(1年後)					
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6
IPO2004年度ダミー	-1.747 (1.996)	-1.760 (2.001)	-1.752 (2.000)	-1.756 (2.000)	-1.753 (1.999)	-1.781 (1.988)
IPO2006年度ダミー	-0.926*** (0.348)	-0.908*** (0.345)	-0.913*** (0.345)	-0.914*** (0.346)	-0.925*** (0.349)	-0.926*** (0.349)
IPO2015年度ダミー	-0.587 (0.704)	-0.595 (0.706)	-0.593 (0.706)	-0.593 (0.706)	-0.587 (0.704)	-0.589 (0.704)
設立までの期間 (2000年より, 年)	-0.0661 (0.0592)	-0.0665 (0.0593)	-0.0668 (0.0596)	-0.0663 (0.0593)	-0.0658 (0.0592)	-0.0664 (0.0592)
JASDAQ指数 (IPO年月)	0.0238 (0.0293)	0.0237 (0.0293)	0.0237 (0.0293)	0.0237 (0.0293)	0.0240 (0.0293)	0.0237 (0.0293)
JASDAQ指数 (IPOの1年前)	-0.0277 (0.0307)	-0.0278 (0.0308)	-0.0277 (0.0308)	-0.0277 (0.0308)	-0.0279 (0.0308)	-0.0276 (0.0308)
株式公開価格(円)	2.25e-07 (6.59e-07)	2.26e-07 (6.61e-07)	2.23e-07 (6.60e-07)	2.24e-07 (6.60e-07)	2.30e-07 (6.60e-07)	2.44e-07 (6.68e-07)
メディア露出数	-0.305** (0.143)	-0.298** (0.142)	-0.304** (0.143)	-0.304** (0.143)	-0.291** (0.142)	-0.313** (0.141)
トータル_投資額 (百万円)		-0.000155** (7.11e-05)				
アーリー_投資額 (百万円)			-0.000380 (0.000407)			
ミドル_投資額 (百万円)				-0.000152** (7.19e-05)		
レイター_投資額 (百万円)					-0.000371 (0.000294)	
受賞ダミー						0.832 (1.126)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	0.753 (0.953)	0.793 (0.960)	0.778 (0.964)	0.778 (0.957)	0.765 (0.955)	0.753 (0.954)
観測数	528	528	528	528	528	528
R-squared	0.011	0.011	0.011	0.011	0.011	0.011

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表3-7は、IPOから3年後のPER騰落率を従属変数とした回帰分析の結果を示したものである。コントロール変数のみを投入したモデル1からは、IPOから3年後のPER騰落率にはIPO年度ダミー（2006年度）と株式公開価格が負の影響を及ぼしていたことがわかる。

モデル2の結果は、高ステータス企業及び公的機関からの投資の総額がIPOから3年後のPER騰落率に負の影響を及ぼす傾向にあったことを示している ($P < .1$)。またモデル3とモデル4の結果は、アーリーステージもしくはミドルステージでの高ステータス企業及び公的機関からの投資額がIPOから3年後のPER騰落率に負の影響を及ぼす傾向にあることも示している (どちらも, $P < .1$)。

さらにモデル6の結果からは、権威ある賞の受賞がIPOから3年後のPER騰落率に負の影響を及ぼす傾向にあることを示していた ($P < .1$)。またIPO前のメディアへの露出度も同様に、IPOから3年後のPER騰落率にマイナスの影響を与えていた ($P < .1$)。

図表3-7. OLSによる回帰分析の結果 - IPOから3年後のPER騰落率への影響

変数	PER騰落率(3年後)					
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6
IPO2004年度ダミー	-0.613	-0.585	-0.584	-0.584	-0.616	-0.654
	(0.549)	(0.538)	(0.538)	(0.538)	(0.550)	(0.569)
IPO2006年度ダミー	-0.885***	-0.847***	-0.853***	-0.851***	-0.882***	-0.892***
	(0.305)	(0.298)	(0.306)	(0.296)	(0.308)	(0.307)
IPO2015年度ダミー	0.0903	0.0814	0.0839	0.0825	0.0891	0.0672
	(0.379)	(0.379)	(0.379)	(0.379)	(0.379)	(0.381)
設立までの期間 (2000年より, 年)	0.0334 (0.0416)	0.0318 (0.0416)	0.0317 (0.0417)	0.0320 (0.0416)	0.0334 (0.0417)	0.0340 (0.0417)
JASDAQ指数 (IPO年月)	0.000644 (0.00852)	0.000472 (0.00852)	0.000551 (0.00853)	0.000523 (0.00852)	0.000586 (0.00850)	0.00124 (0.00854)
JASDAQ指数 (IPOの1年前)	0.000179 (0.00899)	0.000575 (0.00900)	0.000356 (0.00901)	0.000556 (0.00899)	0.000244 (0.00896)	-0.000178 (0.00900)
株式公開価格(円)	-7.63e-07** (3.65e-07)	-7.66e-07** (3.67e-07)	-7.70e-07** (3.66e-07)	-7.72e-07** (3.68e-07)	-7.57e-07** (3.69e-07)	-7.88e-07** (3.80e-07)
メディア露出数	-0.300 (0.185)	-0.301 (0.186)	-0.304 (0.185)	-0.304 (0.185)	-0.297 (0.186)	-0.318* (0.188)
トータル_投資額 (百万円)		-0.000168* (8.87e-05)				
アーリー_投資額 (百万円)			-0.000537* (0.000295)			
ミドル_投資額 (百万円)				-0.000223* (0.000119)		
レイター_投資額 (百万円)					-0.000191 (0.000923)	
受賞ダミー						-2.038* (1.064)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	-0.0157 (0.949)	-0.0146 (0.949)	-0.00683 (0.950)	-0.0249 (0.950)	-0.00970 (0.951)	-0.0335 (0.951)
観測数	316	316	316	316	316	316
R-squared	0.046	0.048	0.048	0.048	0.046	0.051

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

3.4.3. 分析結果のまとめ

以上の分析結果を図表3-8に整理した。仮説1-aについては、3つの成果変数の全てに関して仮説と整合的な結果が得られた。つまり、スタートアップ企業は、IPO以前に高ステータスの主体から投資受けるほど、IPOディスカウントが小さくなり初値騰落率が下がり、素早いIPOを実現し、IPO時に多くの資金調達額を実現できていた。

仮説1-bについても、IPOまでの期間を除いて仮説と整合的な結果が出ている。IPOまでの期間とIPO時の資金調達額については、ミドルステージにおける投資額と有意に関連して

いる一方で、レイターステージでの投資額とはどれも有意な相関がみられない。これらを総合すると、IPO前の比較的早い時期に高ステータスの主体から投資を受けることが保証効果をもち、スタートアップ企業のIPO関連の成果につながっていると考えられるだろう。

他方で、権威ある受賞の影響に関する仮説2については全て棄却された。初値騰落率との関係については、10%水準で有意な関係が見られたが、符号は仮説と逆であった。既述のとおり、符号が逆になった理由としては、権威ある賞の受賞によるステータスの保証効果は、プロフェッショナルの投資家には有効でなく、一般投資家に対してのみ有効であることが考えられる。つまり、受賞は、株式公開価格の決定には影響しないが、公開後の株価を押し上げる要因にはなっている可能性がある。

仮説3もおおむね支持されたといえる。高ステータス企業及び公的機関からの投資の総額が多いほど1年後のPERも3年後のPERも低下率が大きかった。アーリーステージでの投資額は1年後のPERの騰落率にだけマイナスの影響があったが、ミドルステージでの投資額は1年後のPERも3年後のPERの騰落率にもマイナスの影響を与えていた。また、権威ある賞を受賞している企業やIPO以前にメディアで取り上げられた企業ほど、3年後のPERの下落率が大きかった。これらは、ステータスによる保証効果がIPO以前の過剰な評価を生み出し、それがIPO後に失望を生んだか、もしくは過剰な資源を手にした経営陣が非効率的な経営を行うようになった可能性を示唆している。

図表3-8. 分析結果のまとめ

研究テーマ	対応仮説	従属変数	結果	仮説支持
IPOまでの成果への影響	仮説1-a	初値騰落率	負の影響(P<.05)	支持
	仮説1-a	IPOまでの期間	負の影響(P<.01)	支持
	仮説1-a	IPO資金調達額	正の影響(P<.1)	支持の傾向
	仮説1-b	初値騰落率	負の影響(P<.05)	支持
	仮説1-b	IPOまでの期間	有意な関係なし	棄却
	仮説1-b	IPO資金調達額	正の影響(P<.01)	支持
	仮説2	初値騰落率	正の影響(P<.1)	棄却(逆)
	仮説2	IPOまでの期間	有意な関係なし	棄却
	仮説2	IPO資金調達額	有意な関係なし	棄却
IPO以降の成果への影響	仮説3	1年後のPER騰落率	負の影響(P<.05)	支持
	仮説3	3年後のPER騰落率	負の影響(P<.1)	支持の傾向

3.5. ディスカッション

本章では、日本のスタートアップ企業に対する投資データを用いて、高ステータス企業及び公的機関からの投資及び権威ある賞の受賞がスタートアップ企業のIPO時点及びIPO以後の成果にどのような影響を及ぼす影響を分析した。その結果、ステータスによる保証効果は、IPO時点までの成果にはプラスの影響を与えるが、IPO以後の長期的な成果にはむしろマイナスの影響を与える可能性があることを明らかにした。

既存研究は、ステータスによる保証効果がスタートアップ企業の抱える「新しさの負債」を克服する手段として有効に機能することを明らかにしてきた。それに対して本研究は、保証効果は、そうした短期的で直接的な便益を提供する一方で、長期的にはスタートアップ企業の成果にマイナスの影響を与える可能性があることも示した。

長期的にマイナスの影響を与えるメカニズムを詳細には明らかにできなかったが、いくつかの可能性が考えられる。1つには、IPOによってスタートアップ企業の実体に関する不確実性が払拭されると、期待と実体の乖離が明確となり、それは投資家の失望につながり、企業評価を押し下げてPERの下落につながっているという因果ルートである。もちろん、IPOによって明らかになる実体が従来の期待以上であることもありえるだろう。しかし本研究が示唆していることは、高ステータス企業や公的機関のステータスに支えられたスタートアップ企業は、平均的には過剰な期待を受けていると考えられる。

もう1つの可能性は、IPO時点までの過剰な期待によって、経営陣の能力を超えた資金調達を実現したスタートアップ企業は、調達した資金を効率的に活用することができずに、業績を悪化させ、その結果として投資家の評価が低下するというルートである。この因果ルートを明らかにするには、スタートアップ企業のIPO後の業績推移を詳細に分析する必要があるだろう。

一般に、スタートアップ企業は、初期段階において高ステータス企業から投資を受けたり、権威ある賞を受賞するなりして、投資家からの関心を得ることが、IPO関連の成果に繋がるといわれているが、それを実証した研究はほとんどない。本研究の結果はそうした通説と整合的である。つまり、スタートアップ企業が成功するには、初期段階でその存在の正当性を獲得できるように、高ステータスのアクターとの紐帯を築くことが重要であることが、本研究を通じてあらためて実証されたのである。ただし、スタートアップ企業は、そうした保証効果が長期的には経営や市場からの評価にマイナスの影響を与える危険性があることを理解する必要がある。スタートアップ企業の経営者は、市場からの期待と企業の実体の乖離による失望を生まないように実体と期待と双方をコントロールすることが必要である。また、自らは活用できないような過剰な資金調達には気をつける、もしくは調達した資金を十分に活

用できる戦略や組織能力を獲得することが必要であることも本研究が示唆する重要な点である。

本研究には限界もある。第1の限界は、IPO以後の成果指標としてPERの増減率にのみ依存している点である。IPO以後の成果を把握するには、売上や利益などの、より直接的な財務指標を考慮する必要がある。本研究では、投資家からの期待値を反映する指標としてPERを選択したが、IPO以後の成果をより正確に測定するには、他の成果指標も検討する必要があるだろう。

第2の限界は、コントロール変数が不十分であることである。その中でも、IPO時点の初値やIPO以後のPERに影響を及ぼし得る要因をコントロールするため、スタートアップ企業のIPO時の株式指数の代表としてJASDAQ指数を導入した。しかし、全てのスタートアップ企業がJASDAQ市場をIPO市場として選定しているわけではない。したがって、こうしたコントロール変数が従属変数に及ぼす影響を全てコントロールするには限界があるといえる。また、IPO以後の成果は本研究では考慮されなかった様々な要因に影響されるだろう。したがって、今後は投資家とステークホルダーの変化等、より適切な要因をコントロールする必要があるといえる。

第3の限界は、データベースに起因する限界である。元来スタートアップ企業に関する情報、特に財務情報や投資情報は限られているため、それらの実態を正確に把握する事は難しい。本研究では、スタートアップ企業に対する投資情報を専門的に取り扱っている *INITIAL* データベースを元にデータセットを構築し、可能な限り正確な情報に基づいて分析を試みた。しかしながら、こうしたデータベースがスタートアップ企業に対する投資情報のすべてを正確に反映しているとは限らない。そのため、今後は他のデータベース等を参照することで、データセットの正確性をより高める必要があると考える。また、サンプル企業の選定においても、本研究ではスタートアップ企業に該当する企業を可能な限り正確に選定することを試みた。しかしながら、東証二部等のスタートアップ企業向けではないIPO市場を選択した企業もサンプルに含まれている。したがって、サンプル企業が全て一般的なスタートアップ企業の基準や定義を満たしているとは言い切れないかもしれない。従って、今後の研究ではスタートアップ企業概念定義をより厳密に行ったのち、検証を行うことが適切であるだろう。

第四章：投資企業の構成がスタートアップ企業の成果に与える影響

4.1. 本章における分析の構成

スタートアップ企業は、多くの場合、複数の企業や投資家から資金を調達して革新的活動を遂行する (Park & Bae, 2018 ; Jeng & Wells, 2000) . 特に、VCは、スタートアップ企業への投資の大半を占める主な供給の源泉である。それゆえ既存研究の多くは、VCによる投資がスタートアップ企業の成果にどのような影響を及ぼすかを検証してきた (Manigart et al., 2002 ; Megginson & Weiss, 1991 ; Hsu, 2006) .

VCが単独でスタートアップ企業への投資を行うことは稀である。多くの場合、複数のVCあるいは事業会社が、1つのシンジケートを形成し、協働して投資を行う。既存研究は、VCがシンジケートを組む理由 (Brander et al., 2002) , シンジケートによる投資の特徴 (Lerner, 1994) , シンジケートにおけるVCの役割 (Bothner et al., 2015) 等を明らかにしてきたが、シンジケートの構成がスタートアップ企業の成果に及ぼす影響を実証した研究は少ない (Jaaskelainen, 2012) . 同様に、VCと事業会社やCVCが協働で出資する場合、それらの構成がスタートアップ企業の成果に及ぼす影響を検証した実証研究は限られている。

スタートアップ企業に投資する主体の全てが同じような財務的リターンを求めているとは限らない (吉田, 2020) . 純粋なVCは、スタートアップ企業のIPOや売却から得る財務的リターンを求めるものだが、事業会社のCVCは事業会社の長期的な事業ポートフォリオへの戦略的貢献を目的として投資を行う傾向にある。また、公的機関が投資を行う時には、国の技術や産業の基盤育成を目的とすることが多いだろう。これらの異なる目的をもった複数の投資主体から投資を受け、それぞれから経営に対する影響を受ける場合、スタートアップ企業はどのような行動を選択するのか。例えば、CVCが長期的な技術蓄積を要求する中、VCが早期の事業化とIPOを求める場合、スタートアップ企業の経営にどのような影響があるのだろうか。投資主体の構成がもたらすスタートアップ企業への影響は、既存研究ではあつかわれていないが、スタートアップ企業の成長を説明する上で重要な要因であると考えられる。

目的の異なる複数の投資からどのような影響を受けるのかは、それらの投資主体のステータスにも依存すると考えられる。「新しさの負債」を克服するためにスタートアップ企業は高ステータス企業のもつ社会的ステータスを活用することができることは既にのべてきた。その場合、スタートアップ企業は、高ステータス企業に対して、財務的資源だけでなく社会

的資源にも依存することになるので、その高ステータス企業の目的に沿うような行動を促される可能性があるだろう。一方で、投資目的の異なる複数の企業から投資を受けており、かつ、どちらも高い社会ステータスを持っている場合には、スタートアップ企業の経営は両者の目的の狭間で混乱するかもしれない。そしてそうした経営の混乱状況がスタートアップ企業の成果にマイナスの影響を与えうる可能性もあるだろう。

こうした考えのもとで本研究では、スタートアップ企業へ投資する企業グループ内の出自や特性の差異（そしてそれらに起因する投資目的の違い）と、そうした企業が高いステータスを持つ場合に、スタートアップ企業の成果に及ぼす影響を分析した。

本研究では投資企業の3つの特性に注目する。1つは所在国である。スタートアップ企業に対する投資は国際化が進んでおり、国境を跨ぐ投資に関する研究も蓄積されているが（Moore et al., 2015 ; Madahaven & Iriyana, 2009）, 投資企業の所在国の多様性による影響を扱った研究はない。国内企業への投資と海外企業への投資では目的が異なるだけでなく、スタートアップ企業の経営への関与の度合いが異なってくると思われる。それゆえ、投資企業の所在国の多様性はスタートアップ企業の成果に影響をあたえらると思える。

もう1つの特性は投資企業の生業（出自）の違いである。本研究では特に、VCと事業会社・CVCの違いに注目する。既述のとおり投資を専門とするVCは、株式の売却を通じた財務的リターンを目的とする。それに対して、事業運営を主とする事業会社、もしくは事業会社が組成するCVCは、スタートアップ企業のもつ技術や事業の吸収、自社のイノベーションの活性化（Dushnisky & Lenox, 2006）, スタートアップ企業との提携を通じた新規事業の創出といった戦略的リターンを目的としている。こうした目的の違いゆえに、VCと事業会社・CVCの投資構成割合の違いはスタートアップ企業の経営成果に影響をもたらすと考えられる。

3つめはステータスの影響である。高ステータス企業から投資を受ける場合、スタートアップ企業は、その高ステータス企業の意向の影響を受ける可能性があるが、高ステータスの複数の高ステータス企業から投資を受ける場合には、異なる意向の狭間で矛盾に直面するかもしれない。

こうした投資家の構成とスタートアップ企業の成果との関係を明らかにするために、本研究では、米国のスタートアップ企業に関するデータを使用する。またスタートアップ企業の成果としては、イグジット（Exit: IPOおよびM&A）に注目する。

4.2. 仮説の導出

4.2.1. スタートアップ企業への投資シンジケートの多様性の影響

スタートアップ企業への投資では、単独のVCによる投資ではなく、VCを含む複数の投資主体による共同出資の形態をとる場合が多い（幸田，2016；Lerner，1994）。シンジケート投資が行われる理由として既存研究は、投資リスクの分散（Bygrave，1987）、情報共有によるスクリーニング（Lerner，1994）、経営ノウハウの効率的な伝授（Brander et al.，2002）などをあげている。

シンジケート投資は、複数の企業による協働的な出資となるため、チームとしての特性、特に多様性は投資成果に影響すると考えられる。多様性がチームの成果に重要な影響を及ぼすことは、様々な既存研究によって示されてきた（Horwitz & Horwitz，2007；Reagans & Zuckerman，2019；Hoisl et al.，2017）。投資主体は、それぞれが異なる制度環境に直面しているため、投資目的や行動特性に違いが生じることがありうる。その結果としてのチームの多様性がスタートアップ企業の経営に影響し投資成果を左右するかもしれない。

米国のスタートアップ企業には様々な国の企業や投資家が投資を行っている。米国のスタートアップ企業が、グローバルな事業展開を進める上で、異なる国に属する投資企業が保有する多様な知識、経験、ノウハウが有効に働くであろう。その結果、すばやい成長軌道に乗ることが可能になり、IPOやM&Aによるイグジットを早めると考えられる。このことから以下の仮説が導かれる。

H1-a: 投資企業の国籍多様性が高いほど、投資先スタートアップ企業のイグジット（IPOもしくはM&A）の確率は高まる。

しかしながら、投資チームの国籍多様性は、必ずしもスタートアップ企業の成果に正の影響を及ぼすとは限らない。投資企業がチームとしてスタートアップ企業に投資を行う場合、投資企業間の緊密な連携が重要になる。しかし、投資企業が異なる国の所属している場合、各投資企業とスタートアップ企業との間の距離が異なるため、投資企業間で保有する情報に偏りが生じてしまう。こうした情報の非対称性が投資企業間の緊密な連携や投資方針の統一性を妨げると可能性がある。チームメンバーの国籍の多様性がチーム内での情報統合を阻害する可能性があることは既存研究でも示されてきた（Dahlin et al.，2005）。

また、投資企業の国籍が多様である場合、相互に投資の目的が一致しない可能性がある。例えば、米国の事業会社がスタートアップ投資を行う場合、言語的・文化的な違いがないため、着地点として買収や合併を考えやすい。それに対して外国の投資企業の場合には、言語的・文化的違いが問題とならないようなIPOを通じた財務的リターンを目的とする可能性が高いだろう。このように、投資チームの国籍が多様である場合、スタートアップ企業はイグジットに関する一貫した戦略を策定することが難しくなり、イグジットに成功する確率を押し下げることが予測される。このことから以下の仮説が導かれる。

H1-b: 投資企業の国籍多様性が高いほど、投資先スタートアップ企業のイグジット（IPOもしくはM&A）の確率は低くなる。

4.2.2. 投資企業の制度ロジックの違いがスタートアップ企業の成果に及ぼす影響

既存研究は、投資企業の投資目的の違いを、制度ロジックという概念を用いて説明している（Pahnke et al., 2015 ; Souitaris & Zerbinati, 2012 ; 吉田, 2020）. 制度ロジックの議論によれば、制度環境によって正しいとされる規範や価値観は異なり、組織や個人はそうした規範や価値観に従うことが要求される。その見返りとして組織や個人は様々な恩恵を受けることができるのである（Beshaorv & Smith, 2014 ; Nigam & Ocasio, 2010）.

制度ロジックは組織や個人の行動、戦略、生存を説明する上で重要な役割を果たす。例えば、証券アナリストによる分析レポートが規範として機能するようになると、企業の戦略投資がその分析レポートに沿った形で行われるようになることを示した研究がある（Benner & Ranganathan, 2012; Benner & Ranganathan, 2013）。また、社会規範となっている衛生基準に従わないレストランは、オンライン上で顧客から低評価を受けることを明らかにした研究もある（Lehman et al., 2014）。いずれにおいても、法律、ルール、社会的規範に従う組織がそうでない企業に比べて高い成果を挙げることが示されている。

スタートアップ企業への投資する企業の違いも制度ロジックの観点から理解することができる。たとえばVCは、投資した資金を投資先企業のイグジットによって回収する。特にスタートアップ企業への投資の場合、IPO後に値上がりした株式を売却することによって、VCは大きな利益を得ることができる。VCはさまざまな投資家から投資資金を集めて運用しているため、なるべく早く回収することが規範となっている。それゆえ、VCによるスタートアップ企業への投資は、比較的短期の財務的リターンを目的とするものとなりがちである。

実際に既存研究は、VCからの投資を受けたスタートアップ企業は先進的なイノベーション活動よりも、商業化しやすく短期的に利益を生みやすい活動を行う傾向にあることを示している (Pahnke et al., 2015) 。つまり、スタートアップ企業がVCから投資を受ける場合には、VCの目的である財務的リターンに沿うような行動が促されるのである。

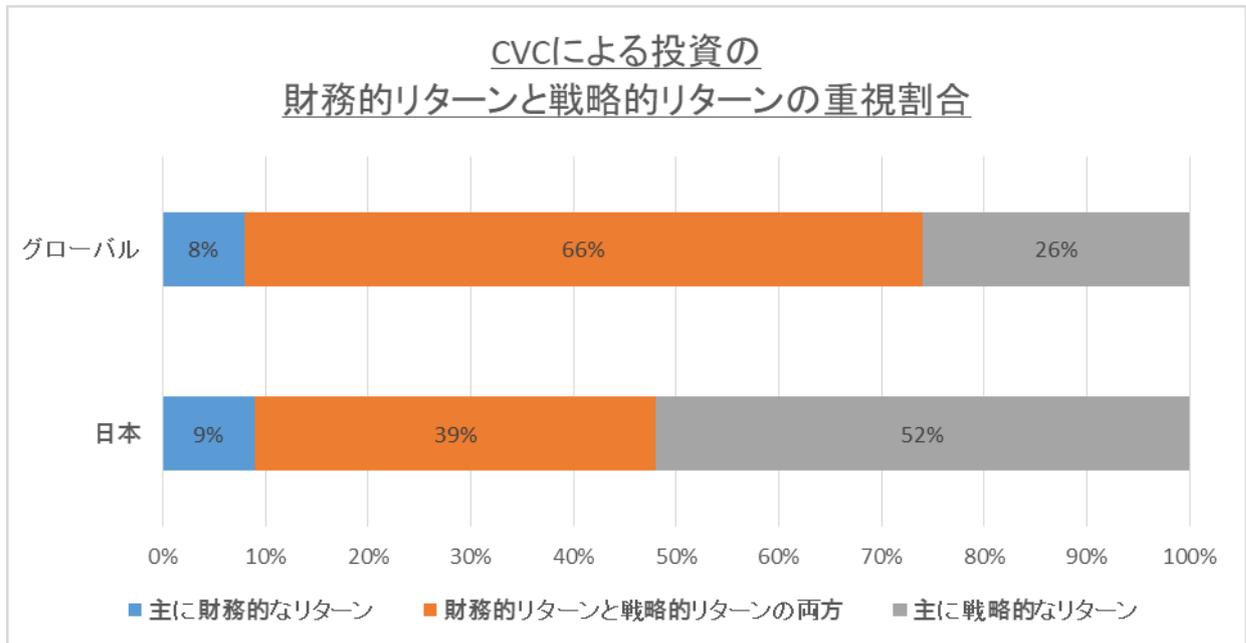
特に、高いステータスをもつVCから投資を受けることはスタートアップ企業の行動に大きな影響を及ぼすと考えられる。高いステータスを持つVCからの投資は、事業資金の獲得と保証効果の獲得 (Stuart et al., 1999 ; Ko & Mckelvie, 2018) の両方の意味をもつため、より依存度が高くなるからである。たとえば、スタートアップ企業が長期的な技術蓄積や人材育成を志向したとしても、高ステータスのVCが早期イグジットを要求するのであれば、それにスタートアップ企業が抗うことは難しいであろう。こうしたことから、高ステータスのVCによる投資が増えるほど、スタートアップ企業は早期のイグジットを目指すことになり、その結果として、イグジットの確率を上昇させると想定できる。またイグジット戦略の中でも財務的リターンが大きくなりやすいIPOを行う確率が増すものとする。このことから以下の仮説が導かれる。

H2-a: 高ステータスのVCからの投資額が大きいほど、投資先スタートアップ企業のIPOの確率は高まる。

一方、事業会社やCVCの場合には、VCよりも戦略的リターンが重視される。図表4-1にはCVCの投資目的を質問したアンケート調査の結果であるが、日本、グローバルともに「主に財務的リターン」と答えた企業は極めて少ない。日本では戦略的リターンを重視する傾向があり、グローバルには戦略的リターンと財務的リターンの両方を追求する傾向にある。

既存研究も事業会社やCVCによるスタートアップ企業への投資が事業会社に戦略的リターンをもたらすことを指摘している (Dushnisky & Lenox, 2006 ; Behrens & Toucci, 2020) 。またDushnisky & Lenox (2006)は、CVCが戦略的リターンを目的として投資する方が、財務的リターンを目的として投資する場合よりも、投資先スタートアップ企業の価値を上昇させることを示している。これらの研究からも、事業会社やCVCが財務的リターンより戦略的リターンを優先して投資を行うことがうかがえる。

図表4-1. CVCの投資目的¹⁰



(日本：n=75, グローバル：n=88)

事業会社やCVCにとって最も大きな戦略的リターンは、投資先企業の買収によって実現される。技術獲得、技術提携、共同開発などによっても戦略的リターンを得ることはできるが、成果としては買収が最も大きくなるだろう。それゆえ、事業会社やCVCから多くの投資を受けたスタートアップ企業ほど買収される確率が高くなる、つまりM&Aによるイグジットの確率が高くなると想定される。特に高ステータスの事業会社もしくはそのCVCの投資が増えるほど、M&Aによるイグジットの確率が高まると考えられる。このことから以下の仮説が導かれる。

H2-b：高ステータスの事業会社やCVCからの投資額が増えるほど、投資先スタートアップ企業のM&Aによるイグジットの確率が高まる。

¹⁰ 出所：一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会（2021）「我が国のコーポレートベンチャリング・ディベロップメントに関する調査研究」pp. 6を元に筆者作成

4.2.3. 投資企業のステータスがスタートアップ企業の成果に及ぼす影響

高ステータス企業からの投資は保証効果をもち、他の投資家からの投資の呼び水となり、銀行からの融資を可能にし、人材獲得を容易にすることによって、スタートアップ企業のイグジット成功率を上昇させる。しかし保証効果は無償で得られるものではない。たとえば、高ステータス企業から出資を受けると、その企業の意向に合わせざるを得ず、スタートアップ企業としては不本意な行動を選択せざるを得ないこともある。複数の高ステータス企業から投資を受ける場合にはさらに厄介である。それらの投資企業が同じゴールに向かって一枚岩であればよいのだが、お互いの目的が異なる場合には、スタートアップ企業には矛盾した要求が突きつけられることもありえる。

ただし、投資企業間でステータスに偏りがある場合には、高いステータスを持つ企業の意向が重視されるであろう。たとえば、高ステータスVCとステータスの低い事業会社やCVCから投資を受ける場合、スタートアップ企業は、高ステータスのVCの目的に順応するものと想定される。その結果、スタートアップ企業は、投資企業に短期的な財務的リターンをもたらすIPOを早期に実現するように促されるだろう。このことから次の仮説が導かれる。

H3-a: 高ステータスのVCと低ステータスの事業会社やCVCの両方から投資を受ける場合、投資先スタートアップ企業のIPOによるイグジットの確率が高まる。

一方、高ステータスの事業会社やCVCと低ステータスのVCの両方から投資を受ける場合、スタートアップ企業は事業会社やCVCの目的に順応するものと想定される。その結果、スタートアップ企業は、新技術や新事業の創出を戦略的な目標と据えて成長し、最終的には事業会社による買収という形でイグジットが実現する可能性が高くなると想定される。このことから以下の仮説が導かれる。

H3-b: 高ステータスの事業会社・CVCと低ステータスのVCの両方から投資を受ける場合、投資先スタートアップ企業のM&Aによるイグジットの確率が高まる。

一方、投資企業間でステータスのレベルが均衡している場合には異なる制度ロジックの狭間でスタートアップ企業に混乱が生じる可能性がある。既述のとおり、VCは、IPO時における株式の売却を通して財務的リターンを得ることを目指すのに対し、事業会社やCVCは、ス

スタートアップ企業のM&Aを通じた技術や知識の吸収を主な目的としている。このような制度ロジック間の違いは、投資企業間でコンフリクトを生み、それがスタートアップ企業の経営に混乱をもたらす可能性がある。

投資企業の制度ロジックの違いがスタートアップ企業の成果に及ぼす影響を検証した研究としては吉田（2020）がある。この研究では、異なる制度ロジックを持つ投資企業（金融機関、VC、事業会社）から投資を受けたスタートアップ企業は、IPOまでの期間が長引くとの結果が示されている。異なる制度ロジックを持つ投資企業の影響力が共存する場合、スタートアップ企業はどちらの制度ロジックに従えばよいのか迷う結果、戦略目的があいまいになり、イグジットまでに時間がかかってしまうことを示唆している。

こうした投資企業間の目的コンフリクトの影響は、投資企業間でステータスが均衡しているほど、大きくなると考えられる。たとえば、高ステータスのVCと高ステータスの事業会社やCVCの両方から投資を受ける場合、投資企業間で異なる制度ロジックのぶつかり合いが起き、それがスタートアップ企業の目標策定に混乱をもたらし、結果的にイグジットの可能性を下落させるものとする。低ステータスのVCと低ステータスの事業会社やCVCの両方から投資を受ける場合にも同様に力の均衡から投資企業間でコンフリクトが生じ、スタートアップ企業のイグジットを妨げることになると考えられる。このことから以下の2つの仮説が導かれる。

H3-c：低ステータスのVCと低ステータスの事業会社やCVCの両方から投資を受ける場合、投資先企業のイグジット（IPOもしくはM&A）の確率は低くなる

H3-d：高ステータスのVCと高ステータスの事業会社やCVCの両方から投資を受ける場合、投資先企業のイグジット（IPOもしくはM&A）の確率は低くなる

投資企業の中には、通常、投資ラウンドを先導するリードインベスターが存在する（Hochberg et al., 2007；Smith & Bergman, 2020）。リードインベスターは、通常、最も多額の投資を行い、投資ラウンドの実現に最も主体的に関与する投資企業である。それゆえ、リードインベスターの制度ロジックが、スタートアップ企業の目標設定や戦略的行動に影響を与えられられる。特に、リードインベスターが高ステータス企業である場合には、その影響が大きくなるであろう。なぜなら、高ステータスのリードインベスターは、目的の

異なる投資企業間の調整をうまく進めることができ、その結果、自らの目的達成に向けてスタートアップ企業を促すことができるからである。スタートアップ企業の行動に影響を及ぼし得る。つまり、複数の投資企業間が意見調整を行う際に、リードインベスターのステータスがシグナルとして機能し、全体の方向性をリードインベスターの意向に沿う形で行われる可能性がある。

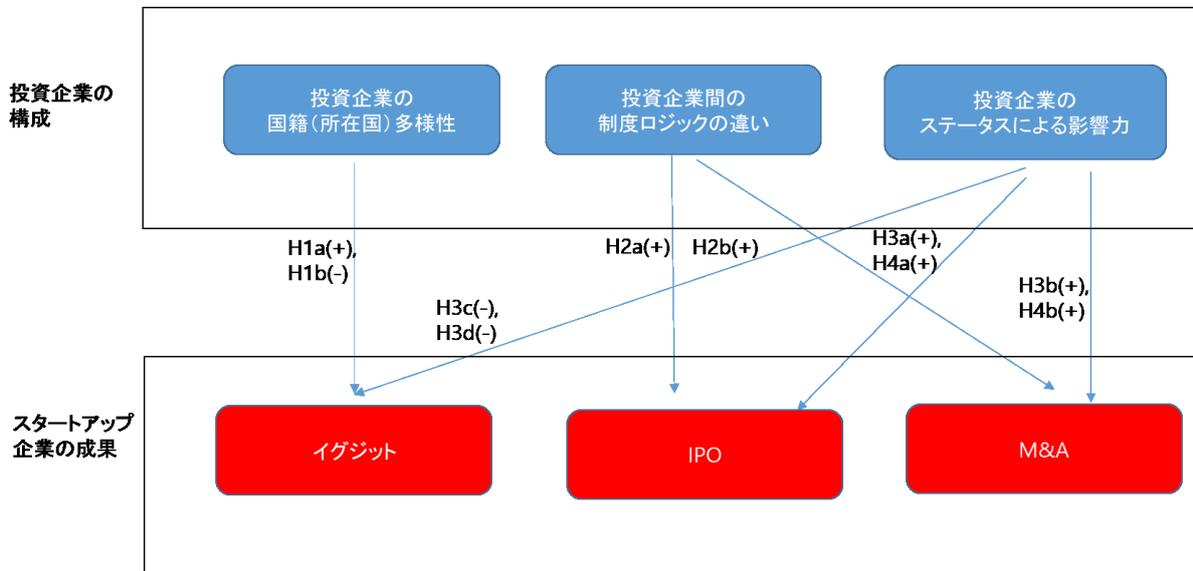
そこでもしリードインベスターが高ステータスのVCである場合には、VCの目的である財務的リターンの獲得に向けて、スタートアップ企業のIPOを促進すると考えられる。一方、リードインベスターが高ステータスの事業会社もしくはCVCである場合には、それらの目的である戦略的リターンの獲得に向けて、スタートアップ企業のM&Aが起きやすいと考えられる。これらのことから以下の2つの仮説が導かれる。

H4-a : リードインベスターが高ステータスのVCである場合、投資先スタートアップ企業の IPOによるイグジットの確率が高まる。

H4-b : リードインベスターが高ステータスの事業会社もしくはCVCである場合、投資先スタートアップ企業のM&Aによるイグジットの確率が高まる。

以上の仮説を図示したのが、以下の図表4-2である。

図表4-2. 仮説のモデル



4.3. データ及び研究方法

4.3.1. サンプル及びデータ収集

上記の仮説を検証するため、2000年から2020年までの米国のスタートアップ企業に対する投資データを用いた。米国は、歴史的にスタートアップ企業の生成と発展の中心であり、スタートアップ企業数は他国と比較して圧倒的に多い。それゆえ、スタートアップ企業に対する投資効果を検証する上で十分なサンプル数を確保できる。また、米国国内の企業だけでなく米国国外の企業からの投資情報も多く含まれる。さらに、投資企業の出自もVC、事業会社やCVC、金融機関と様々であり、高ステータス企業のみならず比較的知名度の低い企業も存在する。従って、本研究の仮説を検証するに当たって理想的な環境を提供している。

分析では、企業財務及びスタートアップ企業投資に関する専門データベースであるRefinitiv社のEikonデータベースを用いた。当データベースには、米国企業を始め各国企業に対する投資情報が記録されている。本研究では、米国所在の企業に対する、その設立から10年以内に行われた投資を米国スタートアップ企業に対する投資とみなしてデータを抽出した。その結果、175,464件の投資件数を特定した。しかし、この中には、同一企業に対する投資が複

数含まれているため、スタートアップ企業毎に投資データを1行に集約した。結果、27,831社が米国スタートアップ企業として同定された。

*Eikon*データベースは、各国企業の財務データを提供しており、スタートアップ企業に対する投資情報はThomson Reuter社の*VentureXpert*データベースを踏襲している。*VentureXpert*データベースは、スタートアップ企業に関する既存研究で多く使われてきた(Madhavan & Iriyama, 2009 ; Guler, 2007 ; Wang & Wang, 2012 ; Ko & McKelvie, 2018 ; Bothner et al., 2015)。それゆえ、*Eikon*データベースが収録するスタートアップ企業に対する投資関連情報は、本研究の検証を行うに当たって信頼できるものであるといえる。

4.3.2 変数

4.3.2.1 従属変数

イグジット。 スタートアップ企業の成果としてイグジットを用いた。ここでイグジットとは、上記のIPOかM&Aのどちらかを指している。スタートアップ企業が、IPOしているかもしくはM&Aされた場合に1、それ以外を0とするダミー変数である。既存研究の中にも、イグジットをスタートアップ企業の成果としたものは多い (Behrens & Toucci, 2020 ; Park & Steensma, 2012)。

IPO。 スタートアップ企業がIPOを行っている場合に1、IPOを行っていない場合には0をとるダミー変数である。

M&A。 スタートアップ企業が合併もしくは買収された場合に1、それ以外は0をとるダミー変数である。

4.3.2.2 独立変数

投資企業の所在国多様性. 投資企業の所在国多様性は、所在国別の投資企業の投資額シェアに基づくハーフィンダール・ハーシュマン指数（Herfindahl-Hirschman Index, 以下HHI指数）の逆数で把握した。具体的には以下の式で計算される。

$$\text{投資企業の所在国多様性} = 1 / \sum_{i=1}^n k_i^2$$

k_i は特定のスタートアップ企業が受けた投資額全体に占める、特定の所在国の投資企業*i*の投資額が占める割合である。つまり、特定のスタートアップ企業に対する投資企業の所在国が多様であるほど（それぞれ所在国の違う投資企業の投資シェアが増えるほど）、この指数は増大する。ただし、この結果では係数が極めて小さく、オッズ比に結果が反映されなくなる。そのため、上記の計算式によって算出された結果に10,000を乗算することにより、結果がオッズ比に反映されるようにした。

高ステータスVCからの投資金額(ln). スタートアップ企業に対する投資総額で上位15位以内に位置する米国のVCを高ステータスVCと定義し、スタートアップ企業がそれら高ステータスVCから受けた投資金額の総額を対数変換したものである。0を対数変換する際の問題に対処するため、Yamamura（1999）に従い、投資金額に0.5を加えた後に対数変換を行った。また、上記の高ステータスVCの定義に該当しないVCを、低ステータスVCとして定義した。

高ステータス事業会社および高ステータスCVCからの投資金額(ln). 米国Fortune誌が毎年公開している*Fortune Global 500*において2021年度の上位200位以内の位置する企業を高ステータス事業会社と定義し、スタートアップ企業が高ステータス事業会社もしくはそれらが保有するCVCから受けた投資金額の総額に0.5を加えた後、対数変換したものである。また、上記の高ステータス事業会社・CVCの定義に該当しない事業会社・CVCを、低ステータス事業会社・CVCとして定義した。

*Fortune Global 500*には米国以外の企業も含まれるが、200位以内の企業は売上高が500億ドルを超えるため、たとえ米国外に所在する企業であっても、米国内で高いステータスを持つ企業であると判断した。また、*Fortune Global 500* ランキングは毎年変化するが、200

位内の企業の多くは長年にわたって200位内を維持しているため 最新の当該ランキングを参照しても問題ないものと判断した。

投資企業の組み合わせ. 投資シンジケートにおける投資企業の組み合わせとして、以下の図表に示される4種類を識別した。(1) 高ステータスVCと低ステータスの事業会社・CVCからの投資を受けた場合、(2) 高ステータス事業会社・CVCと低ステータスのVCから投資を受けた場合、(3) 低ステータスVCと低ステータスの両方から事業会社・CVCからの投資を受けた場合、(4) 高ステータスVCと高ステータス事業会社・CVCの両方から投資を受けた場合の4つを識別するダミー変数を作成した。

図表4-3. VCと事業会社によるシンジケート出資の組み合わせ

事業会社/CVCのステータス	高	(2) 高ステータス事業会社・CVC / 低ステータスVC (H3-b)	(4) 高ステータスVC / 高ステータス事業会社・CVC (H3-d)
	低	(3) 低ステータスVC / 低ステータス事業会社・CVC (H3-c)	(1) 高ステータスVC / 低ステータス事業会社・CVC (H3-a)
		低	高
		VCのステータス	

高ステータスのリードインベスターの存在. 「スタートアップ企業が受けた投資金額の総額に対して最も大きな割合を投資した企業」をリードインベスターと定義した上で、(1) リードインベスターが高ステータスVCである場合、(2) リードインベスターが高ステータス事業会社・CVCである場合を識別するダミー変数を作成した。

4.3.2.3 コントロール変数

産業ダミー. 既存研究に従って、スタートアップ企業が属する産業をコントロール変数としてモデルに含めた (Berhence & Tocci, 2020 ; Stuart et al., 1999) . 本研究で使用した *Eikon* データベースでは、スタートアップ企業の産業は9つに分類されており、それぞれを識別するダミー変数を作成した.

スタートアップ企業の所在地. 本研究は米国のスタートアップ企業を対象としているため、企業が所在する地域 (州) がイグジットの可能性に影響することが想定される (Berhence & Tocci, 2020) . そこで、スタートアップ企業の所在値として、特にスタートアップ企業が数多く所在する9つの州 (カリフォルニア州, ワシントン州, イリノイ州, ミシガン州, テキサス州, ジョージア州, マサチューセッツ州, ニューヨーク州, ペンシルバニア州) を識別するダミー変数を含めた.

投資資金総額 (ln) . スタートアップ企業に対する投資の全般的な影響を考慮するため、スタートアップ企業に対する投資資金総額(米国ドル)をコントロールした. 投資資金総額(ln) は、スタートアップ企業に対する全ての投資金額を合算した後に対数変換を行ったものである.

設立からの経過年数 (年) . スタートアップ企業が設立されてからの経過年数がイグジットの確率に及ぼす影響をコントロールするため、設立からの経過年数をモデルに含めた. 設立からの経過年数は、スタートアップ企業の設立年日から2021年01月01日までの期間を年度換算したものである.

VCによる投資額比率 (%) . VCによる投資の影響をコントロールするため、特定のスタートアップ企業に対する総投資額の内、VCによる投資が占める比率をモデルに含めた.

事業会社・CVCによる投資額比率 (%) . 事業会社やCVCによる投資の影響をコントロールするため特定のスタートアップ企業に対する総投資額の内、事業会社とCVCによる投資が占める比率をモデルに加えた.

レイターステージでの投資額比率（％）．スタートアップ企業に対する投資の影響を測定するに当たって生じる懸念は内生性の問題である．つまり，そもそも成果が上がる（イグジットしやすい）と見込まれるスタートアップ企業に投資企業が投資を行なっている可能性がある．この問題を完全に除去することは難しいが，ここでは，レイターステージでの投資比率をコントロールした．上記のような内生性の問題は，スタートアップの実力や将来性が明らかになるレイターステージにおいて生じやすいと考えたからである．

4.3.3. 分析モデル．

本研究の推計ではロジスティック回帰モデルを用いた．従属変数であるイグジット，IPO，M&A のすべてがダミー変数であるため，従属変数の事象が発生する確率を推定するにあたってロジスティック回帰が適切な推定方法と判断した．なお，分散不均一（Heteroscedasticity）の問題に対処するため，推定手法としてロバスト推定を行っている．

また多重共線性の影響を考慮して独立変数のVIFを算出した．その結果，全てのモデルにおいて独立変数と平均のVIFが2を下回った．一般的に多重共線性の影響が起これるとされるVIFの値が5～10であり，それを大きく下回ったため，多重共線性の問題は小さいものと判断した．

4.4. 分析結果

4.4.1 記述統計量及び相関係数

図表4-4は各変数の記述統計量を示している．まず，従属変数であるイグジットの平均値が0.328であり，約32.8%の企業がイグジットに成功したことを示している．イグジットの内訳としては，IPOが5.3%，M&Aが27.6%であり，M&AによるイグジットがIPOによりイグジットの5倍以上となっている．独立変数である投資企業の組み合わせをみると，最も多いのは低ステータスVCと低ステータスの事業会社・CVCとの両方から投資を受けている場合で，16.9%を占めている．

全体の投資総額に占めるVCからの投資の割合は約77.1%で，全体の投資総額に占める事業会社及びCVCからの投資の割合は約7.4%であり，VCによる投資額が圧倒的に多いことがわかる．

図表4-4. 記述統計量

変数	観測数	平均	標準偏差	最小値	最大値
イクジット	27831	.328	.47	0	1
IPO	27831	.053	.224	0	1
M&A	27831	.276	.447	0	1
所在国多様性指標	27831	1.15	.388	1	6.292
高ステータスVCからの投資金額(ln)	27831	-7.709	6.175	-2.996	20.82
高ステータス事業会社・CVCからの投資金額(ln)	27831	.79	4.665	-.693	22.756
高ステータスVC及び低ステータス大手事業会社・CVCからの投資ダミー	27831	.035	.184	0	1
高ステータス事業会社・CVC及び低ステータスVCからの投資ダミー	27831	.086	.281	0	1
低ステータスVC及び低ステータス事業会社・CVCからの投資ダミー	27831	.169	.374	0	1
高ステータスVC及び高ステータス事業会社・CVCからの投資ダミー	27831	.024	.152	0	1
リードインベスターが高ステータスVCダミー	27831	.081	.272	0	1
リードインベスターが高ステータス事業会社・CVCダミー	27831	.046	.209	0	1
設立からの経過年数(2021年まで, 年)	27831	14.318	7.094	.079	30.608
投資金額総額(ln)	27831	15.825	1.904	6.397	22.918
VCからの投資金額比率(%)	27831	77.13	32.945	0	100
事業会社・CVCからの投資金額比率(%)	27831	7.407	18.316	0	100
レイターステージでの投資金額比率(%)	27831	5.392	16.967	0	100

図表4-5には各変数間の相関係数が示されている。列（1）は、仮説1-a及び1-b, 仮説3-c及び3-dに対応している。イグジットと、所在国多様性、高ステータスVCと低ステータス事業会社・CVCからの投資、高ステータスVCと高ステータス事業会社・CVCからの投資との相関係数は、それぞれ-0.007, 0.071, 0.023であり、後者2つの係数は5%水準で有意となっている。これは仮説と異なる結果である。

列（2）の結果は仮説2-a, 仮説3-a, 仮説4-aに対応している。従属変数であるIPOと、高ステータスVCからの投資金額、高ステータスVCと低ステータス事業会社及びCVCから投資、リードインベスターが高ステータスVCとの相関係数はそれぞれ0.068, 0.07, 0.024である。これらの関係は全て5%水準で有意であり、仮説と整合的である。

列（3）は仮説2-b, 仮説3-b, 仮説4-bに対応している。従属変数であるM&Aと、高ステータス事業会社・CVCからの投資、高ステータス事業会社・CVCと低ステータスVCからの投資、リードインベスターが高ステータス事業会社・CVCとの相関係数はそれぞれ0.031, 0.035, -0.006である。前者2つの係数は5%水準で正に有意であり、仮説と整合的である。

図表4-5. 相関係数

変数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
(1) イクジット	1																
(2) IPO	0.338*	1															
(3) M&A	0.882*	-0.146*	1														
(4) 所在国多様性指標	-0.007	0.043*	-0.028*	1													
(5) 高ステータスVCからの投資金額(ln)	0.048*	0.068*	0.017*	0.048*	1												
(6) 高ステータス事業会社・CVCからの投資金額(ln)	0.050*	0.043*	0.031*	0.166*	0.142*	1											
(7) 高ステータスVC及び低ステータス大手事業会社・CVCからの投資ダミー	0.037*	0.070*	0.004	0.077*	0.517*	0.152*	1										
(8) 高ステータス事業会社・CVC及び低ステータスVCからの投資ダミー	0.053*	0.041*	0.035*	0.170*	0.137*	0.959*	0.148*	1									
(9) 低ステータスVC及び低ステータス事業会社・CVCからの投資ダミー	0.071*	0.061*	0.044*	0.229*	0.108*	0.196*	0.398*	0.211*	1								
(10) 高ステータスVC及び高ステータス事業会社・CVCからの投資ダミー	0.023*	0.050*	-0.001	0.061*	0.425*	0.500*	0.369*	0.484*	0.118*	1							
(11) リードインベスターが高ステータスVCダミー	0.009	0.024*	-0.002	0.023*	0.801*	0.078*	0.326*	0.073*	0.040*	0.276*	1						
(12) リードインベスターが高ステータス事業会社・CVCダミー	-0.005	0.001	-0.006	0.129*	0.070*	0.695*	0.068*	0.616*	0.088*	0.291*	0.064*	1					
(13) 設立からの経過年数(2021年まで, 年)	0.359*	0.089*	0.333*	-0.058*	-0.102*	-0.011	-0.039*	-0.008	0.031*	-0.048*	-0.136*	-0.064*	1				
(14) 投資金額総額(ln)	0.224*	0.204*	0.133*	0.199*	0.284*	0.245*	0.196*	0.242*	0.293*	0.171*	0.175*	0.118*	0.084*	1			
(15) VCからの投資金額比率(%)	0.079*	0.005	0.081*	-0.066*	0.077*	-0.150*	-0.044*	-0.106*	-0.166*	-0.039*	0.077*	-0.168*	0.012*	0.173*	1		
(16) 事業会社・CVCからの投資金額比率(%)	0.008	0.014*	0.001	0.150*	0.017*	0.395*	0.153*	0.313*	0.457*	0.137*	-0.002	0.401*	-0.005	0.115*	-0.446*	1	
(17) レイターステージでの投資金額比率(%)	0.083*	0.045*	0.064*	0.004	0	0.032*	0.024*	0.026*	0.049*	0.008	-0.020*	0.013*	0.189*	0.098*	0.005	0.054*	1

* $p < 0.05$

4.4.2. ロジスティック回帰分析の結果

図表4-6は、イグジットを従属変数としたロジスティック回帰分析の結果を示したものである。係数はオッズ比である。モデル1にはコントロール変数のみを投入している。モデル1からは、設立からの経過期間、投資総額(ln)、VCからの投資額比率、事業会社・CVCからの投資額比率がイグジットに有意に正の影響を及ぼしていることがわかる。

モデル2は仮説1-aと1-bに対応している。結果によれば、投資企業の所在国多様性がイグジットに有意に負の影響を及ぼしており ($P < 0.01$)、仮説1-aは棄却され、仮説1-bが支持されたといえる。

モデル3は仮説3-cに対応している。結果によれば、低ステータスVCと低ステータス事業会社・CVCからの投資はイグジットと有意な関係は見られず、仮説3-cは棄却されたといえる。

モデル4は仮説3-dに対応している。モデル4の結果によれば、高ステータスVCと高ステータス事業会社・CVCの両方からの投資はイグジットとは統計的に有意な関係がなかった。この結果から仮説3-dは棄却されたといえる。

図表4-6. ロジスティック回帰分析の結果 - イグジットへの影響

変数	イグジット			
	Model1	Model2	Model3	Model4
設立からの経過年数(2021年まで, 年)	1.132*** (0.00247)	1.131*** (0.00247)	1.132*** (0.00247)	1.132*** (0.00247)
投資金額総額(ln)	1.318*** (0.0115)	1.329*** (0.0118)	1.320*** (0.0119)	1.316*** (0.0117)
VCからの投資金額比率(%)	1.005*** (0.000568)	1.005*** (0.000566)	1.005*** (0.000568)	1.005*** (0.000568)
事業会社・CVCからの投資金額比率(%)	1.002* (0.000952)	1.002** (0.000949)	1.002* (0.00103)	1.001 (0.000957)
レイターステージでの投資金額比率(%)	0.999 (0.000784)	0.999 (0.000784)	0.999 (0.000784)	0.999 (0.000784)
所在国多様性指標		0.814*** (0.0310)		
低ステータスVC及び低ステータス 事業会社・CVCからの投資ダミー			0.977 (0.0416)	
高ステータスVC及び高ステータス事業会社・ CVCからの投資ダミー				1.101 (0.0956)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
地域(州)ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	0.000701*** (0.000107)	0.000794*** (0.000122)	0.000688*** (0.000107)	0.000714*** (0.000110)
観測数	27,831	27,831	27,831	27,831

Robust seeform in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

図表4-7はIPOを従属変数とした回帰結果を示している。係数は同じくオッズ比である。モデル1から、設立からの経過期間、投資総額(ln)、VCからの投資額比率、事業会社・CVCからの投資額比率、レイターステージでの投資額比率がIPOの確率に有意に正の影響を及ぼしていることがわかる。

モデル2は仮説2-aに対応している。結果からは、高ステータスVCの投資金額(ln)がIPOと正に関係しており、統計的にも有意な水準であった ($P < 0.01$)。この結果から、仮説2-aは支持されたといえる。

モデル3は仮説3-aに対応している。結果によれば、高ステータスVCと低ステータス事業会社・CVCの両方から投資を受ける場合、それ以外の場合と比べて、IPOの確率が約1.5倍

となっており、係数は統計的にも有意な水準であった ($P < 0.01$)。この結果から、仮説3-aは支持されたといえる。

モデル4は仮説4-aに対応している。結果からは、リードインベスターが高ステータスVCである場合、IPOの確率がそれ以外の場合と比べて約1.3倍となっており、統計的にも有意な水準であった ($P < 0.01$)。この結果から、仮説4-aは支持されたといえる。

図表4-7. ロジスティック回帰分析の結果 - IPOへの影響

変数	IPO			
	Model1	Model2	Model3	Model4
設立からの経過年数(2021年まで, 年)	1.074*** (0.00480)	1.078*** (0.00495)	1.076*** (0.00484)	1.076*** (0.00496)
投資金額総額(ln)	1.940*** (0.0490)	1.895*** (0.0485)	1.917*** (0.0489)	1.929*** (0.0489)
VCからの投資金額比率(%)	0.998* (0.00127)	0.998* (0.00127)	0.998* (0.00127)	0.998* (0.00127)
事業会社・CVCからの投資金額比率(%)	0.995** (0.00214)	0.995** (0.00215)	0.994*** (0.00222)	0.995** (0.00214)
レイターステージでの投資金額比率(%)	1.005*** (0.00163)	1.005*** (0.00164)	1.004*** (0.00164)	1.005*** (0.00163)
高ステータスVCからの投資金額(ln)		1.019*** (0.00410)		
高ステータスVC及び低ステータス事業会社・CVCからの投資ダミー			1.497*** (0.163)	
リードインベスターが高ステータスVCダミー				1.300*** (0.125)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
地域(州)ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	1.58e-07*** (7.20e-08)	2.23e-07*** (1.02e-07)	1.86e-07*** (8.48e-08)	1.65e-07*** (7.50e-08)
観測数	27,831	27,831	27,831	27,831

Robust seeform in parentheses

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

図表4-8は、M&Aを従属変数とした回帰分析の結果を示している。係数は同じくオッズ比である。モデル1からは、設立からの経過期間、投資総額(ln)、VCからの投資額比率、事業会社・CVCからの投資額比率がM&Aの確率に有意に正の影響を及ぼしていることがわかる。その一方、レイターステージでの投資額比率がM&Aの確率に有意に負の影響を及ぼしてい

る。

モデル2は仮説2-bに対応している。結果からは、有意水準が低いものの、高ステータス事業会社・CVCからの投資額が、M&Aの確率に正の影響を及ぼしていた ($P < 0.10$)。このことから、仮説2-bは支持される傾向にあったといえる。

モデル3は仮説3-bに対応している。結果によれば、高ステータス事業会社・CVCと低ステータスVCとの両方から投資を受ける場合、それ以外の場合と比べてM&Aの確率が約1.11倍になっており、統計的にも有意な水準であった ($P < 0.5$)。この結果から、仮説3-bは支持されたといえる。

モデル4は仮説4-bに対応している。結果によれば、リードインベスターが高ステータスの事業会社やCVCであることはM&Aによるイグジットとは有意な関係はみられなかった。この結果から、仮説4-bは棄却されたといえる。

図表4-8. ロジスティック回帰分析の結果 - M&Aへの影響

変数	M&A			
	Model1	Model2	Model3	Model4
設立からの経過年数(2021年まで, 年)	1.127*** (0.00248)	1.127*** (0.00249)	1.127*** (0.00249)	1.127*** (0.00249)
投資金額総額(ln)	1.161*** (0.00973)	1.157*** (0.00996)	1.157*** (0.00993)	1.160*** (0.00977)
VCからの投資金額比率(%)	1.006*** (0.000590)	1.006*** (0.000590)	1.006*** (0.000590)	1.006*** (0.000590)
事業会社・CVCからの投資金額比率(%)	1.003*** (0.000991)	1.003*** (0.00104)	1.003*** (0.00103)	1.003*** (0.00103)
レイターステージでの投資金額比率(%)	0.998** (0.000821)	0.998** (0.000822)	0.998** (0.000822)	0.998** (0.000821)
高ステータス事業会社・CVCからの投資金額(ln)		1.006* (0.00333)		
高ステータス事業会社・CVC及び低ステータス VCからの投資ダミー			1.113** (0.0596)	
リードインベスターが高ステータス事業会社・ CVCダミー				1.081 (0.0834)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
地域(州)ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
定数項	0.00445*** (0.000644)	0.00467*** (0.000687)	0.00468*** (0.000686)	0.00448*** (0.000649)
観測数	27,831	27,831	27,831	27,831

Robust seeform in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.4.3. 分析結果のまとめ

以上の分析結果を整理したものが図表4-9である。仮説1-a及び仮説1-bについては、仮説1-bと整合的な結果が得られた。つまり、スタートアップ企業への投資企業の国籍(所在国)多様性が増大する場合、その企業がイクジットする確率が低下することが示された。このことから、投資企業の所在国が多様化してしまうと投資企業間の不一致が顕著になり、投資先のスタートアップ企業をイクジットに導けなくなるものと考えられる。

仮説2-a及び仮説2-bについては、支持もしくは支持の傾向が得られた。つまり、高ステー

タスのVCの投資額が増えるほどそのスタートアップ企業がIPOを行う確率が高まり、また高ステータスの事業会社・CVCの投資額が増えるほどそのスタートアップ企業がM&Aされる確率が高まることが示された。このことから、高ステータスの投資企業からの投資額が増すと、その影響力が増大し、その制度ロジックに沿うような結果をもたらす可能性があるといえる。

仮説3-a及び仮説3-bについても同様に支持の結果が得られた。つまり高ステータス企業と低ステータス企業の両方から投資を受ける場合、高ステータス企業の制度ロジックに沿うような結果をもたらす可能性があることが示された。反面、仮説3-c及び仮説3-dは棄却された。このことは、制度ロジックが異なりながらもステータスが拮抗している投資企業から同時に投資を受けたとしても、イクジットの確率に有意な影響を及ぼさないことを示している。

仮説4-a及び仮説4-bについては、仮説4-aのみが支持され、仮説4-bは棄却された。つまり、リードインベスターが高いステータスのVCである場合には投資先のスタートアップ企業がIPOする確率を有意に上昇させる。反面、リードインベスターが高いステータスの事業会社・CVCである場合には、投資先のスタートアップ企業がM&Aされる確率に有意な影響を及ぼさない事が示された。このことは、高ステータスのVCはリードインベスターとして投資企業の意見一致やスタートアップ企業の戦略的目標の設定において強い影響力を持ちうるが、高いステータスの事業会社・CVCはそういった影響力を持ちえない可能性があることを示している。

図表4-9. 分析結果のまとめ

研究テーマ	対応仮説	従属変数	結果	仮説支持
投資企業の国籍(所在国)多様性	仮説 1 -a	イクジットの確率	負の影響(P<.01)	棄却
	仮説 1 -b	イクジットの確率	負の影響(P<.01)	支持
投資企業間の制度ロジックの違い	仮説 2-a	IPOの確率	正の影響(P<.01)	支持
	仮説 2-b	M&Aの確率	正の影響(P<.1)	支持の傾向
投資企業のステータスによる影響力	仮説 3-a	IPOの確率	正の影響(P<.01)	支持
	仮説 3-b	M&Aの確率	正の影響(P<.05)	支持
	仮説 3-c	イクジットの確率	有意な関係なし	棄却
	仮説 3-d	イクジットの確率	有意な関係なし	棄却
	仮説 4-a	IPOの確率	正の影響(P<.01)	支持
	仮説 4-b	M&Aの確率	有意な関係なし	棄却

4.5. ディスカッション

スタートアップ企業は、多くの場合、複数の投資企業・投資家から資金調達を行う。それらの投資企業は、それぞれ異なる制度環境に直面しており、スタートアップへ投資する目的も異なることがある。スタートアップ企業は、そうした投資企業が高いステータスを持つ場合、その保証効果を受けることで資源動員が可能となる。反面、その目的に順応しなければならないという代償を支払わなければならない可能性がある。

こうした可能性を検証するため、本研究では米国スタートアップ企業に対する投資データを用い、複数の投資企業の出自と制度ロジックによる投資の目的に、スタートアップ企業がその投資企業のステータスによって順応することで、それらスタートアップ企業の成果が受ける影響を分析した。

分析結果は、高いステータスを持つ投資企業の制度ロジックもしくは投資目的に沿ったイグジットが行われる傾向にあることを示していた。つまり、高ステータスのVCから投資を受けたスタートアップ企業は、短期的な財務的リターンを生むIPOを行う傾向にあり、高ステータスの事業会社・CVCから投資を受けたスタートアップ企業は、投資企業に戦略的リターンをもたらすM&Aによるイグジットを選ぶ確率が高まることが示された。このように、高ステータス企業からの資金調達は、保証効果の獲得という便益がある一方で、（自社の意向にかかわらず）投資企業の目的に沿った行動を強いられるというマイナス面もあることが示唆された。高ステータス企業への依存がもたらすこうした潜在的な問題をあきらかにしたことは本研究の重要な貢献であると考えられる。

また、本研究の結果は、投資企業の所在国多様性がイグジットの確率を有意に低下させることを示していた。このことは、投資企業の言語や文化が異なる場合、投資企業間の連携の齟齬や投資目的の不一致などの理由により、スタートアップ企業をイグジットまで導くことが出来なくなる可能性があることを示唆していた。

これまで、投資企業間の制度ロジックの違いがスタートアップ企業の成果に与える成果を実証した研究は吉田（2020）に限られてきた。そうした中、本研究では高ステータスなVCと事業会社・CVCから投資を受ける場合、それらの制度ロジックによってスタートアップ企業の成果が違ったものになるのかを実証した。具体的に、異なる制度ロジックを持ちながらもステータスが拮抗する場合、異なる制度ロジックを持つ投資企業のステータスが拮抗する場合には、投資企業間で影響力のコンフリクトが生じ、結果的にスタートアップ企業のイグジットの確率を下落させるという仮説を立てたが、その仮説を支持するような有意な関係は見られなかった。この結果から推理されることは、投資企業間でのコンフリクトは生じてい

ないか、生じていてもスタートアップ企業の経営には影響しないということかもしれない。また、VCあるいは事業会社・CVCのどちらかの制度ロジックが勝つということなのかもしれない。この点は、今回の実証分析では十分に明らかにできなかった。今後の研究課題である。

本研究には限界点もある。第一に、イグジットをスタートアップ企業の成果指標とすることの妥当性である。スタートアップ企業の成果としてイグジットを選定した研究が複数存在するものの（Behrens & Toucci, 2020 ; Park & Steensma, 2012）, すべてのスタートアップ企業がイグジットを目標とするとは限らない。投資企業もスタートアップ企業のイグジットを目的としない場合がありうる。たとえば、スタートアップ企業への投資を通して、継続的な事業連携や共同研究開発を求める場合もある。

第二の限界は、スタートアップ企業にM&Aによってイグジットする場合、投資企業がM&Aを行ったのか、その他の企業がM&Aを行ったのかが不明である点である。事業会社・CVCがスタートアップ企業に投資を行う場合、自社がその企業を買収して技術や事業を獲得できれば成果となるが、投資したスタートアップ企業が他企業に買収されてしまえば戦略的リターンを得ることはできない（財務的リターンは得られるかもしれないが）。本研究ではM&Aによるイグジットという場合には前者を想定しているが、実際にどちらであったのかは特定できていない。今後、事業会社・CVCがスタートアップ企業に投資した場合、自らがスタートアップ企業をM&Aしたのか否かを把握することが必要である。

第五章：結論

本章ではこれまでの議論を要約した後、本研究の貢献点及びインプリケーションを述べる。その後、本研究の限界点及び今後の研究課題を提示する。

5.1. 本研究の要約

Podolny (1993)の研究以降、ステータス研究は急速にマネジメント研究に取り込まれ、企業組織を対象とした実証研究が蓄積されてきた。また、ステータス研究に関するレビュー論文も複数発表され、既存のステータス研究を体系的に理解することが可能になった。しかしながら、既存のステータス研究では十分に検証されていない課題も存在していた。その一つがステータスの持続性であり、もう一つは複数の高ステータスなアクターとの紐帯がもたらす影響である。これらは、高ステータスな企業との紐帯による保証効果が資源獲得に影響するスタートアップ企業の成果を理解する上で特に重要であると思われるが、既存研究は十分には取り組んでこなかった。

本論文の第二章ではまず、ステータス研究に関する包括的なレビューを行い、既存研究が明らかにしてきたことを整理し、残された研究課題を抽出した。それらの研究課題に対応して、第三章と第四章では実証分析を行った。

本研究では、ステータスの効果を実証する研究対象としてスタートアップ企業を選んだ。スタートアップ企業に注目した第一の理由は、ステータスの成果に及ぼす影響が強く表れるためである。市場における新参者であり情報の少ないスタートアップ企業のクオリティを判断する上で、投資家は、付与されたステータスが発するシグナルを頼る傾向にあることを既存研究は明らかにしてきた。第二の理由は、起業活動が世界的に活発化しており、経済社会の対する影響が大きくなっていると同時に、分析に必要なデータが利用可能であることである。第三に、スタートアップ企業に対する投資企業の出自とそれによる制度ロジックは様々であるため、複数の投資家による投資が、その制度ロジックとステータスによってスタートアップ企業の成果に与える影響を実証する上で適した環境を提供してくれるからである。

第二章では、既存のステータス研究をレビューする作業を通してその到達点と課題を示した。ステータス研究は元来社会学の分野で進んでいたが、Podolny (1993) が企業組織を対象としたステータス研究を行なって以来、マネジメント研究に急速に取り込まれるようにな

った。ステータスの概念定義は、研究者間で差異があるものの、多くの研究が「社会的に構築される、階層や序列、順位におけるアクターの相対的なポジション」と定義してきた (Sauder et al., 2012)。ステータスの測定尺度としては、受賞、ネットワーク中心性、プレステージな役職の経験、ランキングなどが主に取り扱われてきた。また、初期のステータス研究では、ステータスは固定的であるという観点が強かったが、その後、ステータスは動的に変化するという見方が様々な既存研究によって提示されてきた (Podolny & Phillips, 1996)。ステータスの変化に影響を及ぼす要因としては、過去の成果（業績）、ネットワーク上の位置、レピュテーションやカテゴリーなどの社会的要素が指摘されてきた。

続いて、ステータスの効果をシグナリング効果と心理的效果に分けて説明した。前者は不確実性の高い状況下でアクターの性質やクオリティを示すシグナルとなる効果である。後者はアクター自身の心理に作用する効果で、成果に正または負の影響を及ぼすものである。

最後に、既存のステータス研究は明らかにしていない二つの研究課題を提示した。一つ目の研究課題はステータス効果の持続性である。つまり、ステータスのシグナリング効果が環境変化にともなってどのように変化するかという問いである。言い換えれば、ステータスによるシグナリング効果がアクターの短期的成果と長期的成果にどのように異なる影響を与えるのかという問いである。この問いに対応した実証研究を行っているのが第三章である。

二つ目の研究課題は、複数のアクターから同時に保証効果を得ることがもつアクターの成果への影響である。特に、異なる目的関数もしくは制度ロジックをもつ複数のアクターから保証効果を受ける場合、焦点アクターの成果どのような影響を受けるのかという問いである。この問いに対応しているのが第四章の実証研究である。

第三章では、高ステータス企業及び公的機関からの投資や権威ある名を冠した賞の受賞が日本のスタートアップ企業のIPO前後の成果に及ぼす影響を明らかにした。

スタートアップ企業が「新しさの負債」を克服して、市場から資金を調達し、成果を出すには、高ステータスの企業との紐帯による保証効果が重要な役割を果たす。しかし、高いステータスによる保証効果が長期的には持続するとは限らない。時間の経過とともにスタートアップ企業を取り巻く不確実性が払拭されれば、外部投資家からの期待も変化する可能性がある。また、保証効果が動員を可能にした過剰な資源の不適切な配分がスタートアップ企業の成果にマイナスの影響を及ぼすことも考えられる。これらの可能性を検証するために、日本のスタートアップ企業を対象とした実証分析を行った。

分析結果は、まず、高ステータス企業及び公的機関からの投資がIPOまでの期間の短縮

とIPO時の資金調達額の増大につながることを示していた。これは、高ステータスな投資家との紐帯が投資家に対する肯定的なシグナルとなり、IPO時点までの成果を高めるという既存研究の結果と一貫していた (Stuart et al., 1999 ; Ko & McKelvie, 2018 ; Islam et al., 2018) 。一方で、権威ある賞の受賞はIPO時点の成果に有意な影響を与えていなかった。

次に、ステータスによる保証効果の持続性を明らかにするために、高ステータス企業及び公的機関からの投資、そして権威ある賞の受賞がIPO以後の成果に与える影響を分析した。結果は、高ステータス企業及び公的機関からの投資は、IPO以後の長期的な成果にはむしろマイナスの影響があることを示していた。これは、IPOによって不確実性が払拭されると保証効果による過剰な期待と実態の乖離に投資家が失望することや、保証効果を受けて得た過剰な資源の不適切な配分による成果の低下を示唆する結果であった。

第三章の分析からは、高ステータス企業との紐帯による保証効果は短期的には成果にプラスの影響を及ぼすが、長期的なマイナスの影響を与えうることが示された。

第四章では、複数の投資企業との紐帯がスタートアップ企業の成果に及ぼす影響を明らかにした。スタートアップ企業への投資は、複数の投資企業・投資家によるシンジケートの形で行われるのが普通であり、投資目的や制度ロジックの異なる複数の主体が出資者となっている。そこで、高ステータスの投資企業との紐帯は保証効果をもつが、一方で投資企業の目的に沿った目標設定や戦略策定を強いられる可能性がある。また、投資企業間で投資目的や保有情報の違いからコンフリクトが生じると、それがスタートアップ企業の経営にマイナスの影響を与える可能性もある。これらの可能性を検証するために、米国のスタートアップ企業を研究対象とした実証分析を行った。

分析ではまず、投資企業の国籍(所在国)多様性がスタートアップ企業のイグジットに及ぼす影響を検証した。投資企業の多様性は、多様な知識、経験、ノウハウを提供する点でスタートアップ企業の成果 (イグジット) を高める可能性があるが、地理的距離に起因する情報の非対称性、投資企業間の情報統合の困難さ、投資目的の不一致などにより、スタートアップ企業のイグジットを低下させる可能性もあると考えた。これら相反する影響を検証した結果、投資企業の国籍(所在国)多様性は、スタートアップ企業のイグジットの確率を低下させることが示された。

次に、スタートアップ企業が、高ステータスな投資企業の目的に沿ったイグジット戦略を採用する傾向を分析した。具体的には、高ステータスのVCからの投資はVCの投資目的である財務的リターンにつながるIPOを促し、高ステータスの事業会社・CVCから投資は戦略的リターンをもたらすM&Aによるイグジットを促すという仮説をたてて分析を進めた。結果はこれらの仮説を支持していた。

また、投資目的の異なる投資家とそのステータスによって、スタートアップ企業がその投資家の目的にどのように順応するのかを検証した。検証結果は、高ステータスのVCと低ステータスの事業会社・CVCから同時に投資を受ける場合、高ステータスのVCの制度ロジックが勝り、IPOによるイグジットの確率が高まることが示された。また高ステータスの事業会社・CVCと低ステータスのVCとの組みあわせでは、M&Aによるイグジットの確率が高まる傾向にあることが示された。

一方、高ステータスのVCと高ステータスの事業会社・CVCのように、ステータスが類似しているが目的が異なる投資企業から投資を受ける場合には、投資企業間でのコンフリクトに影響を受けてスタートアップ企業の成果が低下すると想定したが、実証分析では支持されなかった。

最後に、リードインベスターが高いステータスを持つ場合の影響を検証した。具体的には、リードインベスターが高ステータス企業である場合には、スタートアップ企業はその制度ロジックに順応するものと想定した。この想定に従い、リードインベスターが高ステータスのVCである場合にはIPOによるイグジットが増え、リードインベスターが高ステータスの事業会社・CVCである場合にはM&Aによるイグジットが増えるという仮説のもとで分析をおこなった。結果は、リードインベスターが高ステータスのVCである場合にIPOによるイグジットが増えることが示された。

第4章の分析からは、スタートアップ企業が投資企業の制度ロジックに沿うよう行動する可能性があることそしてそれは、高ステータスの企業から投資を受ける場合に起きやすいことが示された。ただし、投資企業間のコンフリクトによるマイナスの影響は実証されなかった。これについては測定上の問題なども考えられ、今後の課題として残された。

5.2. 本研究の貢献点及びインプリケーション

5.2.1. 本研究の貢献点

本研究の学術的に貢献の1つは、まず、ステータスがもたらす短期的な影響と長期的な影響の違いを明らかにしたことにある。

既存研究は、高いステータスのシグナリング効果が焦点アクターに様々な恩恵をもたらすこと (Podolny, 1993) や高ステータスのアクターとの紐帯が保証効果を生むことを明らかにしてきた (Stuart et al., 1999) .

しかしこれらの既存研究はステータスの短期的な影響、つまり、環境変化のない比較的短期の観察期間において得られる効果を検証していた。確かに、高いステータスは短期的には評価者に対するシグナリング効果を発揮し、焦点アクターの成果を上昇させるが、そのシグナリング効果が長期的に持続するとは限らない。とりまく環境が変化し、評価者の期待が変われば、高いステータスの効果も薄れてくる可能性がある。このようなステータスの効果の変化は、焦点アクターの資源動員の可能性に重大な影響をもたらすと考えられるが、既存研究では十分に扱われてこなかった。

そこで本研究では、高いステータスがつ、IPOまでの短期的な成果に及ぼす影響とIPO以後に現れる長期的な成果への影響を検証した。結果は、高いステータスによる保証効果は、短期的な成果を高める一方で、長期的な成果にはマイナスの影響をもたらすことを示していた。ステータスは、短期的にはシグナリングとして機能し、評価者からの関心を集め、スタートアップ企業による資源動員を可能にする。だが長期的には、IPOを契機とした情報公開に伴う評価者の期待の失望への変化や新しい環境における経営上の問題などによりステータスにより保証効果がむしろマイナスに作用する可能性がある。

こうした知見は、ステータスの効果のより深い理解につながるものである。既存研究の中にはステータスの正の効果だけでなく負の効果に注目した研究も複数存在する（Jensen, 2006 ; Bothner et al., 2012 ; Jensen & Kim, 2015など）。しかし そうしたステータスの負の効果は、どのような環境や時間軸において現れるのかについては明確にされてこなかった。本研究の結果から、ステータスが短期には正の影響を、長期的には負の影響を及ぼすものと断定するのは早計であるかもしれない。しかし、時間軸を加味してステータスのもつ正と負の効果を検証し、ステータスの効果が発揮される境界条件を示したという点で、本研究は重要な貢献をもつものと考えられる。

第二の貢献は、高いステータスの効果が評価者による過剰な期待を生み、その期待が実態と乖離していることが明らかになると、むしろそのアクターの成果を押し下げる可能性があることを提示したことである。

スタートアップ企業は、高ステータス企業や公共機関から投資を受けることによって保証効果を獲得し、評価者（投資家）の期待を醸成して資金調達を始めとしたIPO時点の成果を上昇させる。しかし、IPO以後にその期待と実態との間に乖離が存在することが明らかになると、評価者は「期待を裏切られた」と失望し、そのスタートアップ企業に対する支援を止めてしまう可能性がある。こうした、過度が期待の醸成をもたらす失望に関しては、ごく一部の既存研究（Azoulay et al., 2014 ; Kilduff et al., 2016）を除いてはあまり扱われてこなかった。本研究は、こうした因果ルートが存在を、日本のコンテキストにおいて追試した

という点で貢献がある。

第三の貢献は、高いステータスによる保証効果が過剰な資源動員をもたらす可能性があることを示した点である。高いステータスがスタートアップ企業の資源動員を可能にすることは既存研究で確認されてきた (Bothner et al., 2010 ; Ertug & Castellucci, 2010) 。しかし高いステータスによる保証効果は時としてスタートアップ企業が適切に活用できるレベルを超えた過剰な資源動員を生み、それが長期的には経営効率の低下をもたらす可能性がある。こうした可能性があることを示した点も本研究の貢献点の一つであると考えられる。ただし、この点をより厳密に検証するには、長期的な業績指標を含めた分析が必要である。

第四に、高ステータスをもつアクターとの紐帯が焦点アクターに恩恵をもたらすだけでなく、高ステータスのアクターの制度ロジックや目的に左右されるという意味で焦点アクターの自由度を奪う可能性があることを実証したことも貢献である。高ステータス企業から投資を受けることによる保証効果の代償として受ける制約を、制度ロジックの観点から分析するという視点はこれまでにはない新しい視点である。スタートアップ投資に関する研究でも、VC・事業会社・CVCなどの企業形態の違いに着目した研究 (e.g., Behrens & Toucci, 2020 ; Dushnitsky & Lenox, 2006) はあるが、異なる制度ロジックを持つ複数の投資企業が、そのステータスによってスタートアップ企業の成果にどのような影響を及ぼすのかは吉田 (2020) を除いて注目されていなかった。

本研究からは、スタートアップ企業のイグジットの方法 (IPOあるいはM&A) は、高ステータスの投資企業の意向に沿う傾向があることが明らかとなった。つまり、高ステータスのアクターとの紐帯は保証効果をもつが、その代償としてそのアクターの意向を受け入れざるを得なくなる可能性が存在することが示唆された。

また、実証分析では支持されず今後の実証上の課題を残したものの、制度ロジックの異なる高ステータスな投資企業から投資を受けることによるコンフリクトが、スタートアップ企業の経営に混乱を招く可能性を議論したことも新たな分析視角を提示したという点では学術的貢献と考えている。

5.2.2. 本研究のインプリケーション

本研究の実務的なインプリケーションは、大きく (1) スタートアップ企業に対するインプリケーションと、(2) 投資家に対するインプリケーションの2つに整理できる。

(1) スタートアップ企業に対するインプリケーション

スタートアップ企業に対する実務的なインプリケーションとして、まず高ステータス企業や公的機関からの投資、そして受賞による保証効果を適切に活用することの重要性が挙げられる。日本の通説では、高ステータス企業や公的機関から、特に設立して間もないアーリーステージで投資を受けることがスタートアップ企業の様々な成果に正の影響を及ぼすといわれている。本研究の結果は、そうした通説と整合的である。つまり、少なくともIPOまでは、高ステータス企業や公的機関からの投資がスタートアップ企業の成果を向上させるといえる。しかし、そうした投資は、IPO以後の市場からの評価には負の影響を及ぼしうる可能性があることには注意が必要である。高ステータス企業から投資を受けることは、正と負の両方の影響がありうることを理解し、適切な関係を結ぶことが実務上において重要であるといえる。

具体的には、IPO以前には高ステータス企業や公的機関と紐帯を結んでその保証効果を獲得することが肝心であるが、IPO以降にはその期待を裏切らないよう獲得した資源を適切に管理しながら経営を行う必要があるといえる。また本研究では、権威ある賞の受賞は、IPO時の初値騰落率を上昇させるがIPO以降のPER騰落率を下落させる傾向にあることが示された。このことから、受賞は、一般投資家の関心を集めるための戦略的目標となりうるが、一方でそれらの投資家の期待を過剰に醸成させてしまう可能性があるともいえる。ゆえに、受賞を資源動員のための一つの方法として活用しながらも、一般投資家からの長期的な期待には注意を払う必要がある。

第二に、スタートアップ企業が外部から投資を受ける際は、投資主体の目的、言い換えれば制度ロジックに留意する必要がある。スタートアップ企業は複数の投資企業からなるシンジケートから共同出資を受けるのが一般的である。しかし、投資家の目的が一貫しているとは限らない。異なる投資家には異なる投資目的や制度ロジックがある。そのことが、どの投資企業の目的や意向に沿うべきなのかという点でスタートアップ企業に混乱を招く可能性がある。また、高ステータス企業から投資を受けることからは保証効果を得られる反面、その意向に従わざるを得なくなるかもしれないことには留意すべきである。つまり、自社の意向ではなく投資企業の意向によって目標や戦略が左右される危険性があることを理解しておく必要がある。その上で、たとえば、自社の戦略目標を理解してくれる投資家を選び、異なる制度ロジックを持つ企業から投資を受けることは控えるといった対応が必要であろう。また、投資企業間のコンフリクトを避けるためには、投資目的の異なる複数の企業から投資を受けるよりは、投資目的の一致する企業からの投資を優先することも有効な手である。

(2) 投資家に対するインプリケーション

投資家に対する実務的なインプリケーションとしては、ステータスの保証効果に頼った投資判断の危険性を認識することの必要性がある。スタートアップ企業に関する情報が乏しい場合には、その企業に既に投資している企業のステータスや過去の受賞歴をシグナルとして参考にするかもしれない。しかしながら本研究は、そうしたシグナルが、スタートアップ企業の実態を正確に反映していない可能性があることを示唆していた。

スタートアップ企業の中には、実体が伴っていないにもかかわらず、正当性の獲得と資金調達を目的として高ステータス企業との連携や権威ある賞の受賞を戦略的な目指すスタートアップ企業もあるかもしれない。それゆえ、それらの社会的シグナルに過度に依存することは危険である。たとえ投資ターゲットのスタートアップ企業が高ステータス企業や公的機関から大規模な資金調達を実現したり、権威ある賞を受賞したりしたことがメディアによって大々的に報道されたとしても、それらに惑わされず、自ら収集した情報を参考にして総合的に判断するといった姿勢が重要である。

第二に、投資を決める場合には、ターゲット企業の状況だけでなく、他の投資家の制度ロジックやステータスにも注意を払う必要がある。なぜなら、他の投資家の制度ロジックやステータスの高さによって、自社の投資目的が達成されるかどうか左右される可能性があるからである。それゆえ、たとえば、投資目的が共通の投資家と一緒にシンジケートを組む、あるいは自身よりもステータスの低い投資家と組んで自社がリードするなどの工夫が必要となるだろう。

5.3. 本研究の課題点及び今後の研究課題

本研究には様々な限界や課題もある。一つ目の限界は、成果指標の選定についてである。本研究の第三章では、IPO時点における初値騰落率、IPOまでの期間、IPO時点での資金調達額、IPO以後のPER騰落率を成果指標とし、第四章ではイグジットの確率を成果指標とした。これらの成果指標は、PER騰落率を除いて、既存研究でも用いられてきたものである (Carter & Manaster, 1990 ; Megginson & Weiss, 1991; Carter et al., 1998 ; Stuart et al., 1999 ; Behrens & Toucci, 2020) 。しかし、スタートアップ企業の長期的な成果を把握するには、ROA (Krishnan et al., 2011), 年平均成長率 (Compound Average Growth Rate, CAGR) , 超過異常リターン (Cumulative Abnormal Return, CAR) などの長期的に推移にも注目する必要があると考える。今後の研究では、これらの業績推移を詳細に検討し

て分析する必要がある。また、実務家に対するインタビューなどによる定性分析を進めることで、スタートアップ企業の成果としてどの指標が適切なのかを定性的に検討することも必要である。

二つ目の限界は、ステータスの測定尺度についてである。第三章では日経225指標に採用されている企業、第四章では*Fortune Global 500* 中 200位以内に属する企業及び総出資額上位15社のVCを高ステータスの投資企業と定義した。一方、既存研究の中には、株式指標や企業ランキング以外の測定尺度を用いているものもある。今の所、リサーチコンテキストごとの望ましいステータスの測定尺度についての統一的な見解は提示されていない。そこで今後は、ステータスの測定尺度に関する体系的なレビューを行い、測定尺度の選定における課題点を理解した上で、あらためて適切な尺度を選定する必要がある。

三つ目の限界は、実証分析における内生性の問題である。本研究では、高い成果をあげる潜在力のあるスタートアップ企業に高ステータス企業が投資しているため、高ステータス企業が投資するスタートアップ企業の成果が高いという因果の可能性を十分には排除できていない。モデルではメディア露出数やレイターステージの投資をコントロール変数として投入することによってこの内生性の問題に一部対処しているものの十分とはいえない。内生性の問題を解決するのは容易ではないが、スタートアップ企業の実体を見抜くいわゆる目利きの能力をとらえることで、ある程度は対応できる可能性がある。たとえば、権威ある賞の選考において、ほとんど同じクオリティであるが、受賞と次点に分かれたような企業を比較するといった方法も1つ対処法であろう。

補論：ステータス概念と他の類似概念の異同¹¹

Podolny (1993) 以降、マネジメント領域でも、ステータス概念を用いた研究は盛んに行われている。しかし、そのなかでしばしば指摘される問題が、他の類似概念との混同である(Sorenson, 2014)。特に、レジティマシー (legitimacy) ならびにレピュテーション (reputation) といった概念との混同が問題視されることが多い。実際に、それら3概念あるいはステータス概念といずれかの概念との異同を議論したレビュー論文は、いくつか存在する(e.g., Bitektine, 2011 ; Bitektine et al., 2020 ; Deephouse & Suchman, 2008 ; Sorenson, 2014)。

それら3概念それぞれに関して、必ずしも統一的な定義は存在しないけれども、多くの研究が依拠する定義は以下のとおりである。

- ステータス：「社会的に構築される、階層や序列、順位における、アクターの相対的なポジション」(e.g., Sauder et al., 2012)
- レジティマシー：「社会的に構築される、規範や価値観、信念、定義に照らして、モノゴトが望ましいあるいは合致しているとされる認知」(e.g., Suchman, 1995)
- レピュテーション：「過去の行為や成果をもとに構築される、アクターの性質あるいは能力に対する相対的な評価」(e.g., Mishina et al., 2012)

このように定義からして、別々の概念であることは理解できる。しかし、既存研究が指摘するように、概念の混同が散見される。では、それら3概念のどこが似ているのか、また一方でどこに違いがあるのか。以下ではその問題を議論する。

1. 3概念間の共通項

ステータスとレジティマシー、レピュテーションの最大の共通点は、「見えざる資産 (intangible assets)」になるという点である(Bitektine et al., 2020)。すなわち、高いステータスを得たり、レジティマシーを獲得したり、よいレピュテーションを築いたりすることで、焦点アクターにはさまざまな資源がもたらされ、結果として成果の質や業績が向上する、ということである。例えば、高ステータスの製作陣による映画作品は、そうでない製作

¹¹ この議論は、主に谷口 (近刊) に依拠している。

陣による作品と同程度の過激な描写を含んでいても、課される年齢制限が甘くなると報告されている(Waguespack & Sorenson, 2011). レジティマシーに関しては、カナダの育児・保育サービス産業において、地域施設の利用許可を得ていたり、地方政府と業務委託契約を結んでいたりする組織、すなわちレジティマシーを得ている組織の生存率の方が有意に高い(退出率が低い)ことが示されている(Baum & Oliver, 1991). また、レピュテーションの例を挙げると、経済誌が発表するレピュテーション・ランキング(例えば、Fortuneの”Most Admired Companies”)の上位企業は、アナリスト予想を大幅に下回る決算発表をしても株価の変動幅が小さく済むことが実証されている(Pfarrer et al., 2010).

このように、ステータスとレジティマシー、レピュテーションは、アクターの獲得できる資源量やそのタイプに影響を与える。ただし、常にそうであるわけではなく、いずれも不確実性下において上述のような効果を発揮する(Azoulay et al., 2014 ; Meyer & Rowan, 1977 ; Weigelt & Camerer, 1988). 例えば、口コミといった評判、すなわちレピュテーションは、数値等で事前にクオリティを評価できる探索財に関しては影響力が弱いものの、クオリティを事前に評価できない経験財に関しては購買の意思決定(例えば、どのホテルに宿泊するかといった意思決定)を左右するほどの影響力を持つ(Orlikowski & Scott, 2014 ; Sorenson, 2014). 上述のレジティマシーの事例も同様に、育児・保育施設の質を事前に見定めることはできないために、保護者たちは、業務委託契約などの「正統な組織の証」を頼りに、子供を預ける施設を選択していたのである(だからこそ、レジティマシーを得ている組織の生存率が有意に高い)。

では、なぜ不確実性下において資産となりうるのか。そのひとつの理由は、いずれもアクターの性質や能力のシグナルとして機能する(利用される)からである。すなわち、アクターの評価者(例えば、消費者)は、事前にクオリティを直接評価できない状況において、アクターのステータス(どのポジションにいるか)やレジティマシー(規範等に合致しているか)、レピュテーション(過去の実績は他に比してどうか)を手掛かりとして、当該アクターは品行方正か、あるいは高質な成果を生み出せるのかといったクオリティを押し量り、知覚する不確実性を軽減しようとするのである。

そのように同種のシグナルになるために、ステータスとレジティマシー、レピュテーションは連動しやすい。例えば、高ステータスの組織は、業界内の規範や信念に沿った行動を取る正統な組織であろうし、過去に優れた実績を残している可能性が高い。そうした連動性に加え、上述のように「見えざる資産」になるという等結果性を備えているために、実際の現象を観察する際に、それらの概念(とその影響)を弁別することは必ずしも容易ではない(Washington & Zajac, 2005). その実証的な難しさもまた、ステータスとレジティマシ

一、レピュテーションの混同を招く原因となっている。

2. ステータス概念と他2概念各々との差異

上述のような本質的な共通点があるものの、各々が常に同じ動きをするわけではない。以下では、ステータスとどこが違うのかをレジティマシーとレピュテーションにわけて議論する。

(1) レジティマシー

ステータスとレジティマシーの間で観察される主たる混同は、紐帯（組織との紐帯としての所属）の扱い方であろう。紐帯あるいは所属という情報は、ステータスとレジティマシーいずれの尺度としても用いられてきた。例えば、ステータス研究ではビジネススクール間の修了生の雇用関係(Jensen & Wang, 2018)が、レジティマシー研究では地方政府との契約関係(Baum & Oliver, 1991)がそれぞれの測定尺度として利用されている。加えて、アクターの出身大学のランクに関して言えば、ステータス研究(e.g., Stern et al., 2014)とレジティマシー研究(e.g., Zott & Huy, 2007)のいずれにおいても用いられている。

そうした混同が生じる原因のひとつは、ステータスがレジティマシーに影響するという関係にある。その関係を企業家の例で表現すれば、出身大学のランクが企業家のステータスの高低を表し、そのステータスをもとに、投資家は企業家のレジティマシーを評価している、という構図である。既存研究の多くは、そうした関係には言及せず、いずれかの概念だけに分析の焦点を当てている。それゆえに、紐帯の扱い方をめぐって、ステータスとレジティマシーの混同が起きている。

そうした混同を避けるためには、各々の概念定義に立ち返る必要がある。ステータスは、コミュニティ内でのアクターの相対的なポジションである(Sauder et al., 2012)。したがって、いかなる紐帯あるいは所属であっても、アクターのステータス（の高低）を示す情報となる。一方で、レジティマシーは、評価者の抱く規範や信念、価値観に照らして判断される(Suchman, 1995)。それゆえ、レジティマシーに影響する紐帯や所属情報（すなわち、ステータス）は、評価者に依存する。企業家の例に沿うと、出身大学のランクという所属情報がレジティマシーに影響するのは、「成功する企業家はトップスクールの出身である」という信念を投資家が持っているためである(Zott & Huy, 2007)。裏を返せば、そうした信念を投資家が持っていないければ、出身大学のランクは、企業家のステータスには影響するも

の、そのレジティマシーには影響しない、ということになる。

(2) レピュテーション

前節で議論したように、ステータスとレピュテーションは、アクターの性質や能力のシグナルになるという共通点を有している。ただし、シグナルとしての正確性という点で、両概念間には差がある。

レピュテーションは、過去の実績、とりわけ直近の実績に基づいて構築される (Pollock et al., 2015)。それゆえ、よいレピュテーションを築いているアクターは、それに見合った性質や能力をその観察時点で備えている可能性が高い。それに対して、ステータスが高いからといって、当該アクターが必ずしも優れた性質あるいは高い能力を備えているとは限らない。なぜなら、ステータスは、紐帯から影響を受けたり (Jensen & Wang, 2018)、直近の実績に関係なく維持ないしは強化されていったりする (Washington & Zajac, 2005) からである。

そうした正確性を考慮して、既存研究は、よいレピュテーションから生じる恩恵を「勝ち取った報酬 (earned rewards)」, 高いステータスから生じる恩恵を「労せず得た報酬 (unearned rewards)」という表現で対比することがある。その表現から示唆されるように、高ステータスに伴う恩恵とは、「ステータスが高い」というただそれだけのことで生じているものを指している。

参考文献

日本語文献

- 青島矢一・藤原雅俊 (2020). 「京大初ベンチャーが仕掛ける次世代半導体のイノベーション」 『一橋ビジネスレビュー』 67(4), 110-117.
- 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 (2021). 『我が国のコーポレートベンチャリング・ディベロップメントに関する調査研究』 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H30FY/000148.pdf).
- 金子隆 (2019). 『IPOの経済分析：過小値付けの謎を解く』 東洋経済新報社.
- 幸田圭一郎 (2013). 「ベンチャー・キャピタル (VC) のシンジケーション組成理由についての実証分析」 『証券アナリストジャーナル』 51(9), 87-95
- 鈴木努 (2017). 『ネットワーク分析：第2版』 共立出版.
- 高橋安大・蒲生秀典・新村和久 (2016). 「ナイスステップな研究者から見た変化の潮流：Spiber株式会社 菅原潤一取締役兼執行役インタビュー」 『S T I H o r i z o n』 2(2), 15-19.
- 谷口諒 (近刊). 「組織に対する社会からの評価とその影」 『組織論レビュー (仮題)』 白桃書房.
- 中野勉 (2017). 『ソーシャルネットワークとイノベーション戦略』 有斐閣.
- ベーレンス, J.・トゥッチ, C. (2020). 「CVCはベンチャー企業を成功に導くか」 『一橋ビジネスレビュー』 68(1), 44-63.
- 吉田悠記子 (2020). 「VCと事業会社が出資先ベンチャー企業に与える影響」 『日本経営学会誌』 45, 29-42.

英語文献

- Azoulay, P., Stuart, T., & Wang, Y. 2014. Matthew: Effect or fable? *Management Science*, 60(1): 92-109.
- Baum, J. A. & Oliver, C. 1991. Institutional linkages and organizational mortality. *Administrative Science Quarterly*. 187-218.
- Baum, J. A. & Silverman, B. S. 2004. Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19(3): 411-436.
- Baum, J. A., Calabrese, T., & Silverman, B. S. 2000. Don't go it alone: Alliance network composition and startups' performance in Canadian biotechnology. *Strategic Management Journal*, 21(3), 267-294.
- Bendersky, C. & Shah, N. P. 2012. The cost of status enhancement: Performance effects of individuals' status mobility in task groups. *Organization Science*, 23(2): 308-322.
- Benjamin, B. A. & Podolny, J. M. 1999. Status, quality, and social order in the California wine industry. *Administrative Science Quarterly*, 44(3): 563-589.
- Benner, M. J. & Ranganathan, R. 2012. Offsetting illegitimacy? How pressures from securities analysts influence incumbents in the face of new technologies. *Academy of Management Journal*, 55(1): 213-233.
- Benner, M. J. & Ranganathan, R. 2013. Divergent reactions to convergent strategies: Investor beliefs and analyst reactions during technological change. *Organization Science*, 24(2): 378-394.
- Besharov, M. L. & Smith, W. K. 2014. Multiple institutional logics in organizations: Explaining their varied nature and implications. *Academy of Management Review*, 39(3): 364-381.
- Bitektine, A. 2011. Toward a theory of social judgments of organizations: The case of legitimacy, reputation, and status. *Academy of Management Review*, 36(1): 151-179.

- Bitektine, A., Haack, P., Bothello, J., & Mair, J. 2020. Inhabited actors: Internalizing institutions through communication and actorhood models. *Journal of Management Studies*, 57(4): 885-897.
- Bonacich, P. 1987. Power and centrality: A family of measures. *American Journal of Sociology*, 92(5): 1170-1182.
- Bothner, M. S., Kang, J.-h., & Stuart, T. E. 2007. Competitive crowding and risk taking in a tournament: Evidence from NASCAR racing. *Administrative Science Quarterly*, 52(2): 208-247.
- Bothner, M. S., Smith, E. B., & White, H. C. 2010. A model of robust positions in social networks. *American Journal of Sociology*, 116(3): 943-992.
- Bothner, M. S., Kim, Y.-K., & Smith, E. B. 2012. How does status affect performance? Status as an asset vs. status as a liability in the PGA and NASCAR. *Organization Science*, 23(2): 416-433.
- Bothner, M. S., Kim, Y.-K., & Lee, W. 2015. Primary status, complementary status, and organizational survival in the US venture capital industry. *Social science research*, 52: 588-601.
- Brander, J. A., Amit, R., & Antweiler, W. 2002. Venture - capital syndication: Improved venture selection vs. the value - added hypothesis. *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3): 423-452.
- Bygrave, W. D. 1987. Syndicated investments by venture capital firms: A networking perspective. *Journal of Business Venturing*, 2(2): 139-154.
- Carter, R. & Manaster, S. 1990. Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, 45(4): 1045-1067.
- Carter, R. B., Dark, F. H., & Singh, A. K. 1998. Underwriter reputation, initial returns, and the long - run performance of IPO stocks. *The Journal of Finance*, 53(1): 285-311.
- Castellucci, F. & Ertug, G. 2010. What's in it for them? Advantages of higher-status partners in exchange relationships. *Academy of Management Journal*, 53(1): 149-166.

- Chen, Y.-R., Peterson, R. S., Phillips, D. J., Podolny, J. M., & Ridgeway, C. L. 2012. Introduction to the special issue: Bringing status to the table—attaining, maintaining, and experiencing status in organizations and markets. *Organization Science*, 23(2): 299-307.
- Dahlin, K. B., Weingart, L. R., & Hinds, P. J. 2005. Team diversity and information use. *Academy of Management Journal*, 48(6): 1107-1123.
- Deephouse, D. L. & Suchman, M. 2008. Legitimacy in organizational institutionalism. *The Sage Handbook of Organizational Institutionalism*, 49: 77.
- Dewan, Y. & Jensen, M. 2020. Catching the big fish: The role of scandals in making status a liability. *Academy of Management Journal*, 63(5): 1652-1678.
- Delmestri, G., & Greenwood, R. (2016). How Cinderella became a queen: Theorizing radical status change. *Administrative Science Quarterly*, 61(4), 507-550.
- Dong, M. & Michel, J.-S. 2009. Does investor heterogeneity lead to IPO overvaluation? *SSRN 1364059*.
- Dushnitsky, G. & Lenox, M. J. 2006. When does corporate venture capital investment create firm value? *Journal of Business Venturing*, 21(6): 753-772.
- Ertug, G., Yogev, T., Lee, Y. G., & Hedström, P. 2016. The art of representation: How audience-specific reputations affect success in the contemporary art field. *Academy of Management Journal*, 59(1): 113-134.
- Faunce, W. A. 1984. School achievement, social status, and self-esteem. *Social Psychology Quarterly*. 3-14.
- Fisher, G., Kotha, S., & Lahiri, A. 2016. Changing with the times: An integrated view of identity, legitimacy, and new venture life cycles. *Academy of Management Review*, 41(3): 383-409.
- George, G., Dahlander, L., Graffin, S. D., & Sim, S. (2016). Reputation and status: Expanding the role of social evaluations in management research. *Academy of Management Journal*, 59(1), 1-13.

- Gould, R. V. 2002. The origins of status hierarchies: A formal theory and empirical test. *American Journal of Sociology*, 107(5): 1143-1178.
- Graffin, S. D., Bundy, J., Porac, J. F., Wade, J. B., & Quinn, D. P. 2013a. Falls from grace and the hazards of high status: The 2009 British MP expense scandal and its impact on parliamentary elites. *Administrative Science Quarterly*, 58(3): 313-345.
- Gregg, A., Sedikides, C., & Pegler, A. 2018. Self-esteem and social status: Dominance theory and hierometer theory. *Encyclopedia of Evolutionary Psychological Science*. Berlin: Springer International Publishing AG. doi, 10: 978-973.
- Gulati, R. & Higgins, M. C. 2003. Which ties matter when? The contingent effects of interorganizational partnerships on IPO success. *Strategic Management Journal*, 24(2): 127-144.
- Guler, I. 2007. Throwing good money after bad? Political and institutional influences on sequential decision making in the venture capital industry. *Administrative Science Quarterly*, 52(2): 248-285.
- Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A., & Lu, Y. 2007. Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *The Journal of Finance*, 62(1): 251-301.
- Hoisl, K., Gruber, M., & Conti, A. 2017. R&D team diversity and performance in hypercompetitive environments. *Strategic Management Journal*, 38(7): 1455-1477.
- Horwitz, S. K. & Horwitz, I. B. 2007. The effects of team diversity on team outcomes: A meta-analytic review of team demography. *Journal of Management*, 33(6): 987-1015.
- Hsu, D. H. 2006. Venture capitalists and cooperative start-up commercialization strategy. *Management Science*, 52(2): 204-219.
- Islam, M., Fremeth, A., & Marcus, A. 2018. Signaling by early stage startups: US government research grants and venture capital funding. *Journal of Business Venturing*, 33(1): 35-51.
- Jääskeläinen, M. (2012). Venture capital syndication: Synthesis and future directions. *International Journal of Management Reviews*, 14(4), 444-463.

- Jeng, L. A. & Wells, P. C. 2000. The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, 6(3): 241-289.
- Jensen, M. 2006. Should we stay or should we go? Accountability, status anxiety, and client defections. *Administrative Science Quarterly*, 51(1): 97-128.
- Jensen, M. & Kim, H. 2015. The real Oscar curse: The negative consequences of positive status shifts. *Organization Science*, 26(1): 1-21.
- Jensen, M. & Wang, P. 2018. Not in the same boat: How status inconsistency affects research performance in business schools. *Academy of Management Journal*, 61(3): 1021-1049.
- Jensen, M., Twardawski, T., & Younes, N. 2021. The Paradox of Awards: How Status Ripples Affect Who Benefits from CEO Awards. *Organization Science*.
- Kakkar, H., Sivanathan, N., & Gobel, M. S. 2020. Fall from grace: The role of dominance and prestige in the punishment of high-status actors. *Academy of Management Journal*, 63(2): 530-553.
- Kaneko, T. & Pettway, R. H. 2003. Auctions versus book building of Japanese IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4): 439-462.
- Kirkulak, B., & Davis, C. 2005. Underwriter reputation and underpricing: Evidence from the Japanese IPO market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 451-470.
- Kilduff, M., Crossland, C., Tsai, W., & Bowers, M. T. 2016. Magnification and correction of the acolyte effect: Initial benefits and ex post settling up in NFL coaching careers. *Academy of Management Journal*, 59(1): 352-375.
- Kim, J. W. & King, B. G. 2014. Seeing stars: Matthew effects and status bias in major league baseball umpiring. *Management Science*, 60(11): 2619-2644.
- Kim, J. Y. & Park, H. D. 2017. Two faces of early corporate venture capital funding: Promoting innovation and inhibiting IPOs. *Strategy Science*, 2(3): 161-175.
- Ko, E.-J. & McKelvie, A. 2018. Signaling for more money: The roles of founders' human capital and investor prominence in resource acquisition across different stages of firm development. *Journal of Business Venturing*, 33(4): 438-454.

- Kovács, B. & Sharkey, A. J. 2014. The paradox of publicity: How awards can negatively affect the evaluation of quality. *Administrative Science Quarterly*, 59(1): 1-33.
- Krishnan, C., Ivanov, V. I., Masulis, R. W., & Singh, A. K. 2011. Venture capital reputation, post-IPO performance, and corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(5): 1295-1333.
- Kutsuna, K., Okamura, H., & Cowling, M. 2002. Ownership structure pre-and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(2): 163-181.
- Lehman, D. W., Kovács, B., & Carroll, G. R. 2014. Conflicting social codes and organizations: Hygiene and authenticity in consumer evaluations of restaurants. *Management Science*, 60(10): 2602-2617.
- Lerner, J. 1994. The syndication of venture capital investments. *Financial management*. 16-27.
- Lynn, F. B., Podolny, J. M., & Tao, L. 2009. A sociological (de) construction of the relationship between status and quality. *American Journal of Sociology*, 115(3): 755-804.
- Madhavan, R. & Iriyama, A. 2009. Understanding global flows of venture capital: Human networks as the “carrier wave” of globalization. *Journal of International Business Studies*, 40(8): 1241-1259.
- Malmendier, U. & Tate, G. 2009. Superstar ceos. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4): 1593-1638.
- Manigart, S., Baeyens, K., & Van Hyfte, W. 2002. The survival of venture capital backed companies. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4(2): 103-124.
- Meggison, W. L. & Weiss, K. A. 1991. Venture capitalist certification in initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(3): 879-903.
- Merton, R. K. 1968. The Matthew effect in science: The reward and communication systems of science are considered. *Science*, 159(3810): 56-63.

- Meyer, J. W. & Rowan, B. 1977. Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2): 340-363.
- Mishina, Y., Block, E. S., & Mannor, M. J. 2012. The path dependence of organizational reputation: How social judgment influences assessments of capability and character. *Strategic Management Journal*, 33(5): 459-477.
- Moore, C. B., Payne, G. T., Bell, R. G., & Davis, J. L. 2015. Institutional distance and cross - border venture capital investment flows. *Journal of Small Business Management*, 53(2): 482-500.
- Narayanan, V., Yang, Y., & Zahra, S. A. 2009. Corporate venturing and value creation: A review and proposed framework. *Research Policy*, 38(1): 58-76.
- National Venture Capital Association. 2020. *The Annual NVCA Year Book 2020*.
- Nicolas, T. 2019. *VC : An American History*. Harvard University Press.
- Nigam, A. & Ocasio, W. 2010. Event attention, environmental sensemaking, and change in institutional logics: An inductive analysis of the effects of public attention to Clinton's health care reform initiative. *Organization Science*, 21(4): 823-841.
- Orlikowski, W. J. & Scott, S. V. 2014. What happens when evaluation goes online? Exploring apparatuses of valuation in the travel sector. *Organization Science*, 25(3): 868-891.
- Pahnke, E. C., Katila, R., & Eisenhardt, K. M. 2015. Who takes you to the dance? How partners' institutional logics influence innovation in young firms. *Administrative Science Quarterly*, 60(4): 596-633.
- Park, H. D. & Steensma, H. K. 2012. When does corporate venture capital add value for new ventures? *Strategic Management Journal*, 33(1): 1-22.
- Park, J.-H. & Bae, Z.-T. 2018. When are 'sharks' beneficial? Corporate venture capital investment and startup innovation performance. *Technology Analysis & Strategic Management*, 30(3): 324-336.
- Phillips, D. J., & Zuckerman, E. W. 2001. Middle-status conformity: Theoretical restatement and empirical demonstration in two markets. *American Journal of Sociology*, 107(2), 379-429.

- Pfarrer, M. D., Pollock, T. G., & Rindova, V. P. 2010. A tale of two assets: The effects of firm reputation and celebrity on earnings surprises and investors' reactions. *Academy of Management Journal*, 53(5): 1131-1152.
- Piazza, A. & Castellucci, F. 2014. Status in organization and management theory. *Journal of Management*, 40(1): 287-315.
- Podolny, J. M. 1993. A status-based model of market competition. *American Journal of Sociology*, 98(4): 829-872.
- Podolny, J. M. 1994. Market uncertainty and the social character of economic exchange. *Administrative Science Quarterly*, 458-483.
- Podolny, J. M. & Stuart, T. E. 1995. A role-based ecology of technological change. *American Journal of Sociology*, 100(5): 1224-1260.
- Podolny, J. M. & Phillips, D. J. 1996. The dynamics of organizational status. *Industrial and Corporate Change*, 5(2): 453-471.
- Podolny, J. M. & Scott Morton, F. M. 1999. Social status, entry and predation: The case of British shipping cartels 1879–1929. *The Journal of Industrial Economics*, 47(1): 41-67.
- Podolny, J. M. 2005. *Status signals*. Princeton University Press.
- Pollock, T. G., Lee, P. M., Jin, K., & Lashley, K. 2015. (Un) tangled: Exploring the asymmetric coevolution of new venture capital firms' reputation and status. *Administrative Science Quarterly*, 60(3): 482-517.
- Rao, H. (1994). The social construction of reputation: Certification contests, legitimation, and the survival of organizations in the American automobile industry: 1895–1912. *Strategic Management Journal*, 15(S1), 29-44.
- Reagans, R., & Zuckerman, E. W. (2001). Networks, diversity, and productivity: The social capital of corporate R&D teams. *Organization Science*, 12(4), 502-517.
- Reschke, B. P., Azoulay, P., & Stuart, T. E. 2018. Status spillovers: The effect of status-conferring prizes on the allocation of attention. *Administrative Science Quarterly*, 63(4): 819-847.

- Rindova, V. P., Pollock, T. G., & Hayward, M. L. 2006. Celebrity firms: The social construction of market popularity. *Academy of Management Review*, 31(1): 50-71.
- Ridgeway, C. 1991. The social construction of status value: Gender and other nominal characteristics. *Social Forces*, 70(2): 367-386.
- Rossmann, G. & Schilke, O. 2014. Close, but no cigar: The bimodal rewards to prize-seeking. *American Sociological Review*, 79(1): 86-108.
- Sauder, M., Lynn, F., & Podolny, J. M. 2012. Status: Insights from organizational sociology. *Annual Review of Sociology*, 38: 267-283.
- Shipilov, A. V. & Li, S. X. 2008. Can you have your cake and eat it too? Structural holes' influence on status accumulation and market performance in collaborative networks. *Administrative Science Quarterly*, 53(1): 73-108.
- Simcoe, T. S. & Waguespack, D. M. 2011. Status, quality, and attention: What's in a (missing) name? *Management Science*, 57(2): 274-290.
- Simmel, G. 2009. *Sociology: Inquiries into the construction of social forms*. Brill.
- Smith, B. R. & Bergman Jr, B. J. 2020. The other side of the coin: Investor identity and its role in resource provision. *Journal of Business Venturing Insights*, 14: e00175.
- Sorenson, O. 2014. Status and reputation: Synonyms or separate concepts? *Strategic Organization*, 12(1): 62-69.
- Souitaris, V., Zerbinati, S., & Liu, G. 2012. Which iron cage? Endo- and exoisomorphism in corporate venture capital programs. *Academy of Management Journal*, 55(2): 477-505.
- Stern, I., Dukerich, J. M., & Zajac, E. 2014. Unmixed signals: How reputation and status affect alliance formation. *Strategic Management Journal*, 35(4): 512-531.
- Stinchcombe, A. L. 1965. Organizations and social structure. *Handbook of organizations*, 44(2): 142-193.
- Stuart, T. E., Hoang, H., & Hybels, R. C. 1999. Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures. *Administrative Science Quarterly*, 44(2): 315-349.

- Suchman, M. C. 1995. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of management review*, 20(3): 571-610.
- Tan, D., & Rider, C. I. (2017). Let them go? How losing employees to competitors can enhance firm status. *Strategic Management Journal*, 38(9), 1848-1874.
- Waguespack, D. M. & Sorenson, O. 2011. The ratings game: Asymmetry in classification. *Organization Science*, 22(3): 541-553.
- Wang, L. & Wang, S. 2012. Economic freedom and cross-border venture capital performance. *Journal of Empirical Finance*, 19(1): 26-50.
- Washington, M. & Zajac, E. J. 2005. Status evolution and competition: Theory and evidence. *Academy of Management Journal*, 48(2): 282-296.
- Weber, M. 1978. *Economy and society: An outline of interpretive sociology*. Univ of California Press.
- Weigelt, K. & Camerer, C. 1988. Reputation and corporate strategy: A review of recent theory and applications. *Strategic Management Journal*, 9(5): 443-454.
- White, H. C. 1981. Where do markets come from? *American Journal of Sociology*, 87(3): 517-547.
- White, H. C. 2002. *Markets from networks: Socioeconomic models of production*. Princeton University Press.
- Yamamura, K. 1999. Transformation using $(x+0.5)$ to stabilize the variance of populations. *Population Ecology*, 41(3): 229-234.
- Zimmerman, M. A. & Zeitz, G. J. 2002. Beyond survival: Achieving new venture growth by building legitimacy. *Academy of Management Review*, 27(3): 414-431.
- Zuckerman, E. W. (1999). The categorical imperative: Securities analysts and the illegitimacy discount. *American Journal of Sociology*, 104(5), 1398-1438.
- Zott, C. & Huy, Q. N. 2007. How entrepreneurs use symbolic management to acquire resources. *Administrative Science Quarterly*, 52(1): 70-105.

