

Title	CEOのバックグラウンドがSaaS業界のスタートアップのEXITに与える影響
Sub Title	
Author	坂口, 僚(Sakaguchi, Ryo) 芦澤, 美智子(Ashizawa, Michiko)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2024
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2024年度経営学 第4239号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002024-4239

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2024 年度）

論文題名

CEO のバックグラウンドが SaaS 業界のスタートアップの EXIT に与える影響

主 査	芦澤 美智子 准教授
副査	齋藤 卓爾 教授
副査	村上 裕太郎 教授

氏 名	坂口 僚
-----	------

論文要旨

指導教員	芦澤 美智子	氏名	坂口 僚
(論文題名)			
CEO のバックグラウンドが SaaS 業界のスタートアップの EXIT に与える影響			
(内容の要旨)			
経済産業省が 2021 年に発表した「大企業×スタートアップの M&A に関する調査報告書」によれば、オープンイノベーションは大企業における中長期的な価値向上に寄与するとともに、スタートアップにとって安定的な成長を実現する手段となり得るとされる。一方で、日本の大企業は自前主義の傾向が強く、多くの企業では自社の成長戦略の中にオープンイノベーションの活用をうまく組み込んでいないと指摘されている。実際、オープンイノベーションの一類型である M&A に焦点を当てると、米国ではスタートアップの約 9 割が M&A によって EXIT を迎えるのに対し、日本ではその割合が約 3 割にとどまっている。 そこで、M&A が特に多いとされる SaaS 業界に着目し調査を進めた結果、実は同業界内においては年々 M&A の割合が増加していることが明らかになった。さらには、直近の 2024 年（11 月末時点、11 か月累計）の SaaS 業界スタートアップの EXIT では、M&A の割合が約 9 割まで伸びており、これは米国と同水準にまで達している。 以上より、SaaS 業界のスタートアップにおける EXIT の決定要因を解明することで、日本におけるオープンイノベーション活性化の糸口を模索したいと考えた。 本研究では、トップマネジメントチームの属性が企業の意思決定に影響を及ぼすとするアップーエシュロン理論、人は他者の行動や結果を観察して模倣するという社会的学習理論を基盤に、SaaS 業界のスタートアップにおける CEO の経験と EXIT との関係に着目し、分析を行った。 分析の結果、CEO が SaaS 業界出身である場合、スタートアップ企業の EXIT が M&A となる可能性が高まることが明らかになった。一方で、CEO が外資系企業出身である場合、企業の EXIT が M&A である可能性が高まるという仮説は棄却された。これらの結果は、SaaS 業界のスタートアップの EXIT において、CEO が M&A に馴染みがあることよりも、業界内でのネットワークやコミュニティが重要な要素であることを示唆している。 最後に SaaS 業界の実務家の見解について取り上げ、今回の学術的な結果と実務家の見解が一致していることが確認できた。これは、本研究は実社会において応用が可能であり、スタートアップ経営者や投資家に対して CEO のバックグラウンドと EXIT についての重要な示唆を提供している。			

<目次>

1.	はじめに.....	4
1-1	本研究の背景.....	4
1-2	本研究の目的.....	7
2.	関連理論の解釈.....	12
2-1	オープンイノベーション.....	12
2-2	アッパーエシュロン理論.....	14
2-3	社会的学習理論.....	16
3.	先行研究.....	18
4.	仮説.....	22
5.	分析の対象と手法.....	23
5-1	分析対象.....	23
5-2	従属変数.....	24
5-3	独立変数.....	24
5-4	推計方法.....	26
6.	分析結果.....	27
7.	考察と事例研究.....	29
8.	意義と限界.....	32
8-1	研究の意義.....	32
8-2	研究の限界.....	33
9.	参考文献等.....	36
	謝 辞.....	39

<図表目次>

図表 1：日米スタートアップの EXIT 別推移（IPO or M&A）	5
図表 2：日米主要企業の M&A の件数	5
図表 3：日米主要企業の企業価値推移（単位：兆円）	6
図表 4：企業が上場後、被買収にあうまでの期間別割合	7
図表 5：M&A の各プロセスにおける課題・阻害要因と対策案	7
図表 6：国内スタートアップの資金調達額と社数	9
図表 7 SaaS 業界における IPO と M&A の件数の推移（全社対象）	10
図表 8：SaaS 業界における IPO と M&A の件数の推移（VC 投資先のみ）	10
図表 9：The Open Innovation Paradigm	14
図表 10：伝統的なクローズド・イノベーションとの違い	14
図表 11：The upper echelons conceptual model	15
図表 12：The upper echelons logic of strategic choice	15
図表 13：トップマネジメントチームのバックグラウンドと企業のパフォー マンスの関係に関する先行研究の図解	19
図表 14：記述統計量	26
図表 15：相関係数	26
図表 16：ロジスティック回帰分析の結果	28
図表 17：直近 7 年間ににおける SaaS 業界の主な買い手（3 社以上買収先）	30
図表 18：本研究について実務家へヒアリングした際の各人の見解	32
図表 19：SaaS 業界における IPO と M&A の件数累計(2014～)	35

1. はじめに

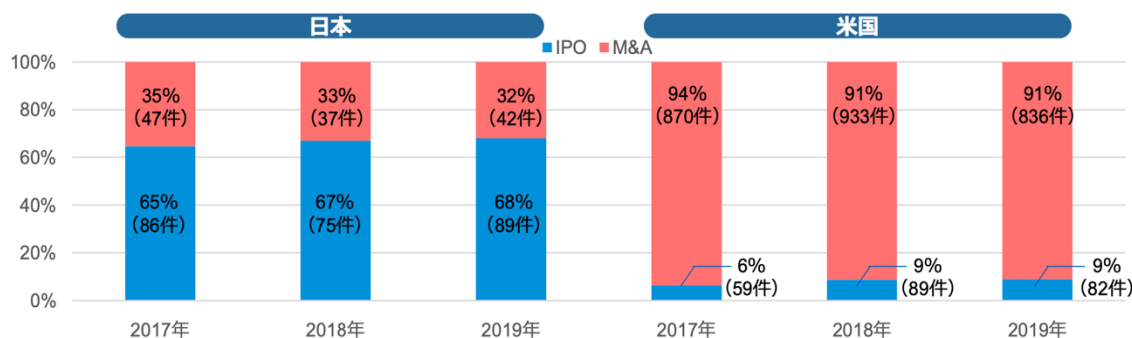
1-1 本研究の背景

近年、オープンイノベーションの推進によって、スタートアップ¹と大企業等との連携が徐々に図られるようになってきている。経済産業省が2021年に発表した「大企業×スタートアップのM&Aに関する調査報告書」によると、大企業にとって、スタートアップとのオープンイノベーションは、自社単独での研究開発よりも時間や費用等の観点において効率的なケースもあり、中長期的な企業価値向上に向けて、積極的な活用が望ましいとされている。また、スタートアップにとっても大企業とのオープンイノベーションは、財務基盤や既存チャネルの活用などのメリットもあり、安定的な成長に資する選択肢であると示唆されている。

然しながら、日本の大企業は一般的に自前主義の傾向が強く、多くの企業では自社の成長政略の中にオープンイノベーションの活用をうまく組み込めていないと推測される。実際に、オープンイノベーションの一類型であるスタートアップのM&Aに焦点を当ててみると、日米で傾向は異なる。米国のスタートアップのEXITは、約9割がM&Aによる売却を選択し、残りの約1割がIPOの選択を取る。一方で、日本のスタートアップのEXITは、M&Aによる売却が約3割に留まっており、残りの約7割の企業がIPOを選択している。

¹ 革新的なビジネスモデルや新しい技術を活用して急成長を目指す新興企業を指す。通常、設立間もない企業を意味し、ベンチャーキャピタルやエンジェル投資家からの資金調達を通じて事業を拡大するケースが多い。同様の新興企業を表す言葉として「ベンチャー」という呼称も存在するが、本稿では「スタートアップ」として呼称を統一する。

図表 1：日米スタートアップの EXIT 別推移（IPO or M&A）



出典：経済産業省（2021）「大企業×スタートアップの M&A に関する調査報告書」より VC の投資先企業の IPO、M&A の状況についてベンチャーエンタープライズ「ベンチャー白書」よりあずさ監査法人が作成

米国では、GAFAM²に代表される大企業がスタートアップを積極的に M&A による買収をすることで成長を続けるケースが多い。一方で、日本の大企業は自前主義を重視する傾向が強いことから、スタートアップに対する M&A を自社の成長戦略としてうまく組み込んでいないと推測される。

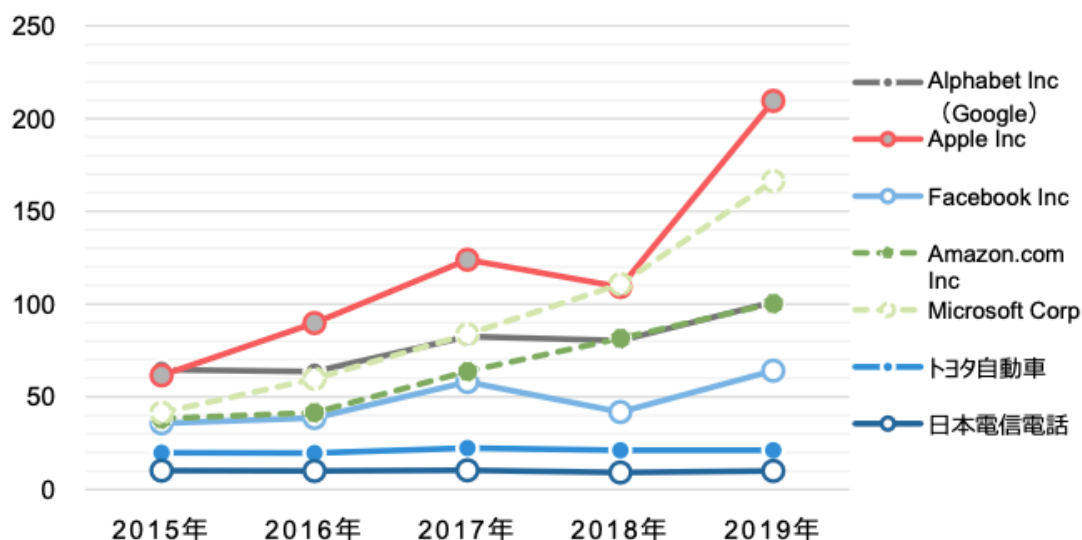
図表 2：日米主要企業の M&A の件数

会社名	M&A件数 (2010～2020年)	1年あたり 平均件数
Alphabet Inc (Google Inc.)	229件	約20件
Apple Inc	128件	約11件
Facebook Inc	101件	約9件
Amazon.com Inc	143件	約13件
Microsoft Corp	223件	約20件
トヨタ自動車	38件	約3件
日本電信電話	74件	約6件

出典：経済産業省（2021）「大企業×スタートアップの M&A に関する調査報告書」

² GAFAM とは、Google、Apple、Facebook（現 Meta）、Amazon、Microsoft の頭文字を取った略称であり、世界的に影響を持つ米国の IT 大手企業群を指す。これらの企業は、インターネット、クラウドコンピューティング、モバイル端末、広告プラットフォーム、人工知能など、多岐にわたる分野で事業を展開しており、世界経済における主要なプレーヤーとされている。

図表 3：日米主要企業の企業価値推移（単位：兆円）



出典：経済産業省（2021）「大企業×スタートアップの M&A に関する調査報告書」

De & Jindra（2012）は、米国市場では IPO 後 3 年以内に 15~20%の企業が M&A にて買収されており、これは企業の失敗により買収にあっているのではなく、成功している企業が将来の成長性を見込まれて買収されているケースであると主張している。また、Signori & Vismara（2017）は、IPO 後に流動性が高まり、M&A による買収が進む傾向にあると指摘している。米国では IPO の比率が EXIT 全体の 1 割しかないことに加え、これらの研究から IPO 後すぐに M&A が起こる割合が高いことから、実質的にはさらに IPO の比率は M&A に比して少ないことが推測される。

では、日本でも同様の現象が発生しているのだろうか。下記は 1993 年 1 月 1 日から 2021 年 4 月 30 日までの IPO 社数 3,427 社と、1996 年 1 月 1 日から 2024 年 4 月 30 日までの日本の上場企業被買収件数 1,428 件について分析したものである。日本では上場から 3 年以内に買収される割合は 3%未満と低い。7 年以内に期間を延ばしても買収される割合はわずか 9%未満であり、IPO 後すぐに M&A が発生する可能性は米国より低い水準にあると示唆される。このことから、日本のスタートアップの EXIT は米国と比較して M&A の割合が低く、オープンイノベーションが進んでいない状況の一因を示していると考えられる。

図表 4：企業が上場後、被買収にあうまでの期間別割合

上場後から被買収までの期間	件数	割合
3 年以内	87/3,427 件	2.54%
5 年以内	179/3,427 件	5.22%
7 年以内	282/3,427 件	8.23%

出典：レコフ M&A データベースを元に筆者作成（上場企業買収件数は out-in を含む、子会社株式取得及びグループ内企業買収を除く。分母は 1993 年 1 月 1 日から 2021 年 4 月 30 日までの IPO 社数 3,427 社）

1-2 本研究の目的

なぜ日米のスタートアップの EXIT について、このような違いが生じるのだろうか。先ほどの 2021 年に経済産業省が発表した調査報告書「大企業×スタートアップの M&A に関する調査報告書」によれば、日本における M&A の阻害要因は、図表 5 に示されるように、プロセスごとに様々なものが存在している。特に、M&A に対する社内やステークホルダーの理解不足³や、日本企業特有の文化的背景が大きな阻害要因となっていると考えられる。

図表 5：M&A の各プロセスにおける課題・阻害要因と対策案

プロセス	課題・阻害要因	対策案
全般	短期的な利益の評価を重視する傾向にある	「中長期的な企業価値向上」を考慮した成長投資戦略を策定
	M&A は全て成功すると考えてしまう	M&A のリスクを適切に認識した上で成長投資戦略を策定
投資戦略策定	具体的な M&A 戦略が策定されていない	成長投資戦略の目的に沿った具体的な M&A 戦略を策定
	M&A よりも自社単独による研究開発を優先する	スタートアップに対する M&A を研究開発投資の一種として戦略を策定
実行	M&A 後に買収先の問題が発見される	DD 等の実施体制整備
	M&A に精通した人材が不足している	人材採用・育成、専門家関与
	バリュエーションが合意に至らない	スタートアップの「非財務情報」や「シナジー」に関する情報の両者での適切な把握及び認識のすり合わせ
モニタリング	M&A の成果を適切に評価できない	M&A 後の具体的なモニタリング体制整備
	PMI が上手くいかない	具体的な統合方針・プランの策定/ミッション・ビジョン・カルチャー共有
	人材留保に失敗する	ミッション・ビジョン・カルチャー共有/M&A 後のインセンティブ付与
	のれんの減損発生に懸念がある のれん等の減損は全て失敗と認識する	M&A の各プロセスでの IR（情報開示）の実施

出典：経済産業省（2021）「大企業×スタートアップの M&A に関する調査報告書」

³ Amor, S. B., & Kooli, M.（2020）は、特に評判の高いベンチャーキャピタルが支援する企業は M&A よりも IPO にて EXIT する可能性が高いことを示している。

ただし、これらの要因は主に M&A の買収側に焦点を当てたものであり、M&A の売却側に焦点を当てた研究は少ないのが現状である。そこで本研究では、M&A における売却側に着目し、どのようなリソースが M&A の EXIT に影響を与えるのかを解明することを目的としている。

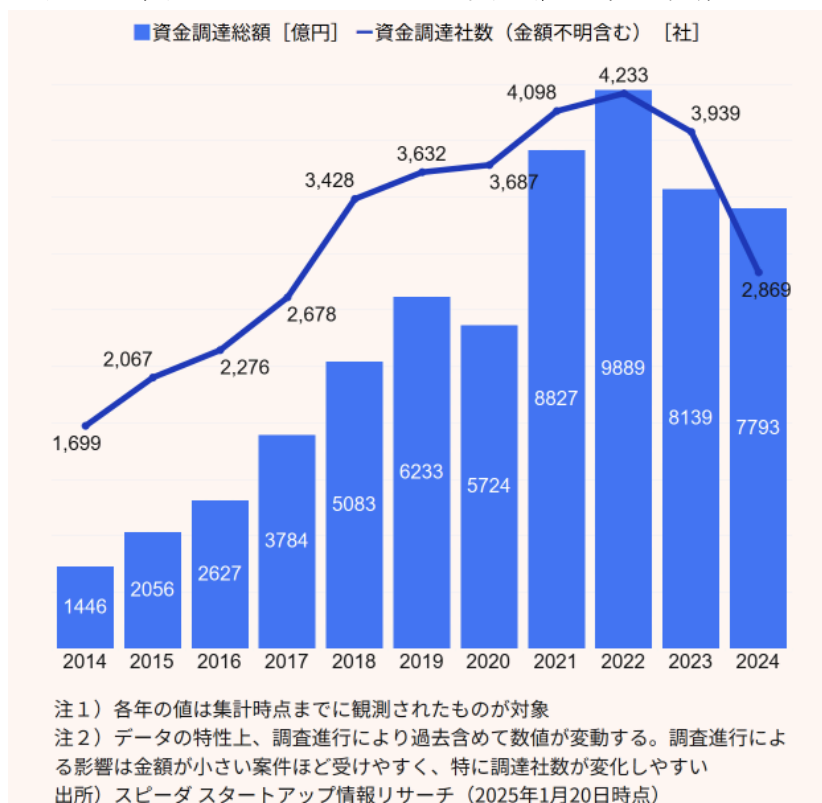
日本のスタートアップの中でも、一般的に SaaS(Software as a Service)業界は、M&A が特に活発な業界であると言われている。その背景には、昨今のクラウドコンピューティング技術⁴の進歩により、新たなソリューションが次々と生まれ、市場が急速に拡大していることが挙げられる。世界的にみても、SaaS 業界は、デジタルトランスフォーメーションの波に乗り、近年急速に成長を遂げている業界である。Gartner (2023) の調査によれば、2022 年のグローバルでの SaaS 業界の市場規模は約 2,400 億ドルに達し、年平均成長率 (CAGR) は 20% を超えると予測されている。この成長は、クラウドコンピューティング技術の普及、企業のコスト削減ニーズ、リモートワークの増加など、複数の要因によるものである。

一方、日本市場では、2020 年以降のデジタル庁設立や DX⁵推進政策の影響を受けて、SaaS の需要が急増している。Statista SaaS market trends in Japan (2023) によれば、日本における SaaS 市場規模は 2023 年に約 1 兆円に達し、CAGR は 15% と見込まれている。資金調達環境についてはスピーダのスタートアップ情報リサーチによると図表 6 の通り、年々調達額は増加傾向にあるも、2022 年をピークに徐々に下落し始めている。

⁴ インターネットを通じてストレージやソフトウェアなどをオンデマンドで提供する技術を指す。これにより、企業や個人は、物理的なサーバーを購入・管理することなく、必要なリソースをインターネットを通じていつでも利用することが可能となる。代表的なクラウドサービスには、Amazon Web Services (AWS)、Google Cloud Platform (GCP) などがある。

⁵ デジタルトランスフォーメーションの略。企業がデジタル技術を活用して、製品・サービス、業務プロセス、ビジネスモデルを変革し、競争力を向上させる取り組みを指す。DX は、単なる IT の導入にとどまらず、データ活用や組織文化の変革を伴うものであり、企業の持続可能な成長を支える戦略として重要視されている。

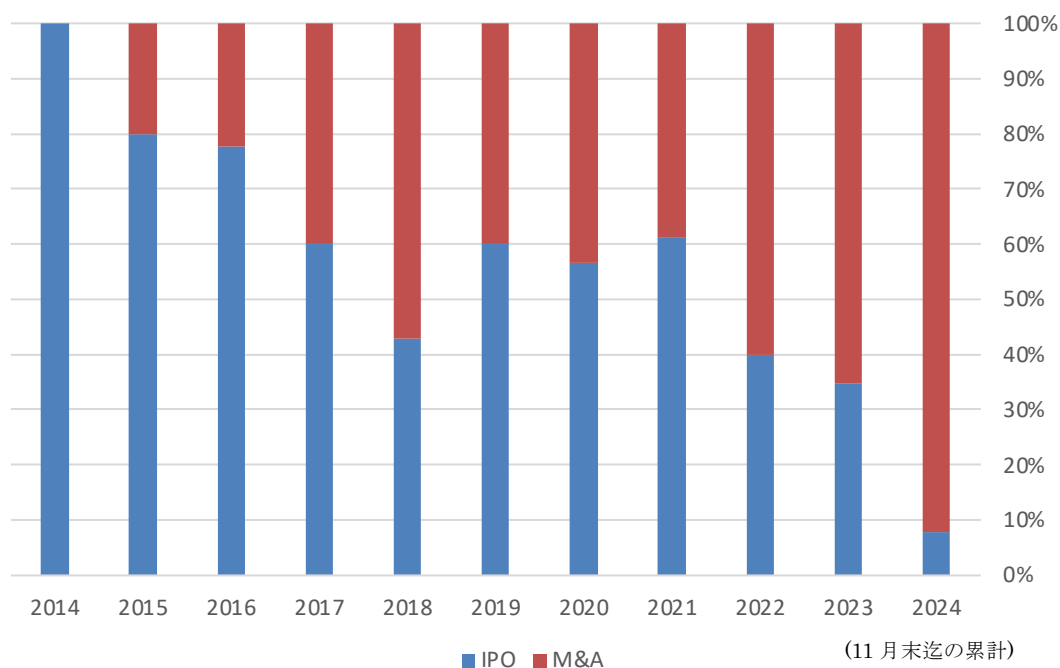
図表 6：国内スタートアップの資金調達額と社数



このような市場環境の変化は、国内スタートアップ企業の EXIT 戦略に直接的な影響を及ぼしている。

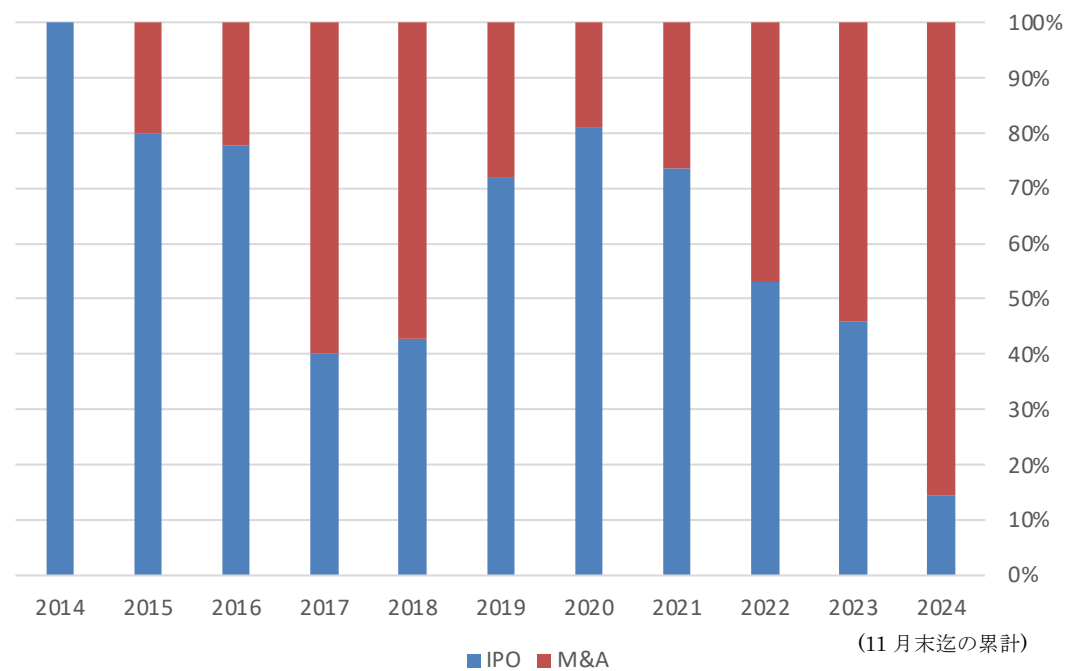
実際に SaaS 業界におけるスタートアップの各年の EXIT の動向について調査したところ、図表 7 の通り、M&A による売却が IPO 比年々増加傾向にあることが明らかになった。経済産業省の上述のレポートと対象を揃えるために、ベンチャーキャピタルの投資先のスタートアップのみに絞って整理したところ、図表 8 の通り、2020 年をピークに IPO の割合が M&A に比して減少傾向にあることが分かった。いずれも、直近の 2024 年（11 月末迄の累計）では、M&A の比率が IPO に比べて約 9 割まで増加しており、米国と同等の水準まで M&A による売却が増加していることが確認された。

図表 7 SaaS 業界における IPO と M&A の件数の推移（全社対象）



出典：スタートアップ DB のデータより筆者が作成

図表 8 : SaaS 業界における IPO と M&A の件数の推移（VC 投資先のみ）



出典：スタートアップ DB のデータより筆者が作成

このように、日本全体と SaaS 業界におけるスタートアップの EXIT の傾向に顕著な違いが見られることがわかった。そこで、この背景にある要因を探究し、SaaS 業界のスタートアップにおける EXIT の決定要因を解明することで、日本におけるオープンイノベーション活性化の糸口を模索したいと考えた。

企業のリソースと EXIT の関係についての先行研究はいくつかある。Kooli et al. (2022) は、商標の取得数が少ない企業ほど IPO 後すぐに被買収企業となることが多いことを示した。Amor, S. B., & Kooli, M. (2020) は、企業に出資するベンチャーキャピタルの属性に着目し、評判の高いベンチャーキャピタルが支援する企業は M&A よりも IPO にて EXIT する可能性が高いこと、ベンチャーキャピタルが若手かシニアかの違いによって EXIT が M&A か IPO かは左右されないことを示した。また、Pahnke et al. (2023) は、EXIT の成功について、一つのリソースのみが影響するのではなく、複数のリソースの組み合わせが重要であり、成功しやすいいくつかの組み合わせのパターンがあることを示した。

M&A は日常のビジネスとは異なる手続きが必要となる為、経験を重ねると心理的にも、物理的にも M&A のハードルは低くなることが予想される。すなわち、CEO のこれまでの経験や属性が EXIT へ影響すると予想される。CEO の経験や属性と企業への影響を示した研究はいくつかあるが、業績に関わるものが多く、EXIT への影響を示したものはない。

そこで、本研究では、オープンイノベーションの概念と合わせて、トップマネジメントチーム⁶の属性が企業の意思決定に影響を及ぼすとする Hambrick & Mason (1984) のアッパーエシュロン理論、人は他者の行動や結果を観察して模倣するという Bandura (1977) の社会的学習理論を基盤に、SaaS 業界における CEO の経験と EXIT との関係について研究を進めることとした。具体的には、スタートアップの EXIT の選択において、CEO の経験が M&A と IPO の比率にどのような影響を与えるか、実証研究を進めることとした。

⁶ 一般的に TMT と略される。企業の経営戦略や意思決定を担う経営陣を指す。通常、CEO（最高経営責任者）、CFO（最高財務責任者）、COO（最高執行責任者）などの主要な役職者で構成される。

2. 関連理論の解釈

2-1 オープンイノベーション

「オープンイノベーション」は、Chesbrough (2003) が提唱した概念であり、企業がイノベーションを創出し、競争優位を維持するためには、従来の外部へ閉じたモデルではなく、よりオープンなアプローチが必要というものである。企業が内部の R&D にのみ依存するのではなく、外部の知識や技術を積極的に活用し、内部の成果を外部と共有することで、イノベーションを促進し、競争優位を得ることを促すとされる。Chesbrough (2003) は、オープンイノベーションを「企業が外部の知識や技術を積極的に取り入れ、内部で創出した知識や技術を外部に開放することで、新たな価値を創造する戦略」と定義した。この概念は、従来の「クローズド・イノベーション」(企業内部で知識や技術を囲い込み、独占的に活用するアプローチ) からの転換を促すもので、特に市場環境が急速に変化する現代において、その重要性が増していると考えられる。初期のオープンイノベーションは、主に大企業同士の技術ライセンス契約や共同研究開発に焦点を当てていたが、近年ではスタートアップ、学術機関、政府機関、さらには消費者コミュニティを含むエコシステム全体を活用する形へと進化している (Bogers et al., 2017)。これにより、イノベーションの加速化だけでなく、市場リスクの分散や新規市場参入の促進といった多面的な効果が期待されている。

Gassmann (2004) は、オープンイノベーションをその方向性に基づき、「インバウンド型」「アウトバウンド型」「カップリング型」の3つに分類している。

1. インバウンド型： 外部の知識や技術を企業内に取り込む形式。スタートアップとの連携や API⁷を活用した技術共有が代表的。SaaS 業界では特にこの形式が顕著であり、大企業がスタートアップを吸収することで迅速な技術革新を実現している。
2. アウトバウンド型： 内部で開発した知識や技術を外部に提供する形式。SaaS 企業によるライセンス提供やオープンソース戦略がこれに該当する。

⁷ Application Programming Interface の略。異なるソフトウェアやシステムが相互に通信し、機能やデータを共有するためのインターフェースを指す。これにより、開発者は既存の機能を効率的に利用し、新しいアプリケーションやサービスを構築することが可能となる。

3. カップリング型： インバウンド型とアウトバウンド型を組み合わせ外部との双方向の知識交流を目指す形式。エコシステムの構築やプラットフォームビジネスなどが代表例。

特に SaaS 業界では、迅速な市場変化への対応が求められるため、インバウンド型とカップリング型が積極的に活用されていると考えられる。この特性により、企業は競争優位を築くだけでなく、業界全体での成長を促進する効果も発揮している (West & Gallagher, 2006)。

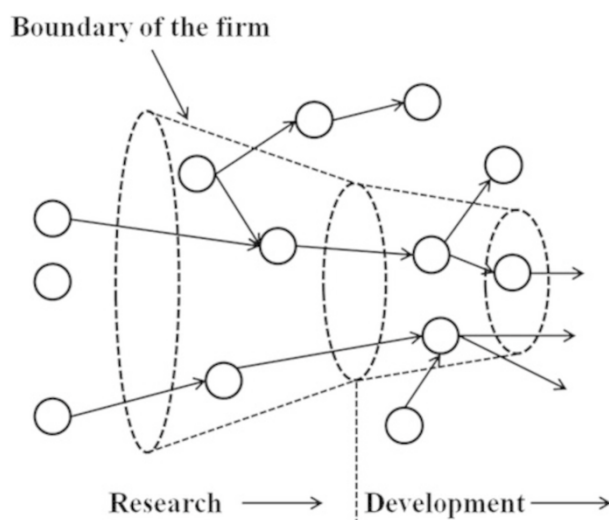
オープンイノベーションは、スタートアップの EXIT と密接に関連している。M&A は、大企業がスタートアップの技術や知識を迅速に取り込む手段として、オープンイノベーションの実践形態の一つとみなされる (Rohrbeck et al., 2009)。たとえば、Google や Microsoft といった SaaS 大手企業は、自社技術を補完するスタートアップを積極的に買収し、プラットフォームビジネスを強化することで市場シェアを拡大してきている。

SaaS 業界における M&A は、業務特性上、クロスセル⁸を可能にする製品統合が容易であるため、他業界に比べて活発に行われている現状がある。この点は、上述の通り、日本市場でも徐々に浸透してきており、スタートアップが大企業との M&A を通じて成長機会を得る例が増加している (経済産業省, 2021)。

以上から、オープンイノベーションはその概念的進化とタイプ別分類、EXIT との関連性を通じて、特に SaaS 業界において重要な役割を果たしていることが推察される。本研究では、SaaS 業界におけるスタートアップの EXIT に焦点を当て、このオープンイノベーションがどのように影響を及ぼしているのかをさらに解明する。

⁸ 既存顧客に関連製品やサービスを販売する戦略であり、SaaS 業界の M&A の推進力の一つとされる。

図表 9 : The Open Innovation Paradigm



出典 : Chesbrough (2003)

図表 10 : 伝統的なクローズド・イノベーションとの違い

クローズド・イノベーション	オープン・イノベーション
すべてを自社で開発・活用	内部・外部のリソースを活用
特許を保護して自社内で活用	特許を共有して市場を広げる
内部研究が中心	外部コラボレーションを推進

出典 : Chesbrough (2003) より筆者が作成

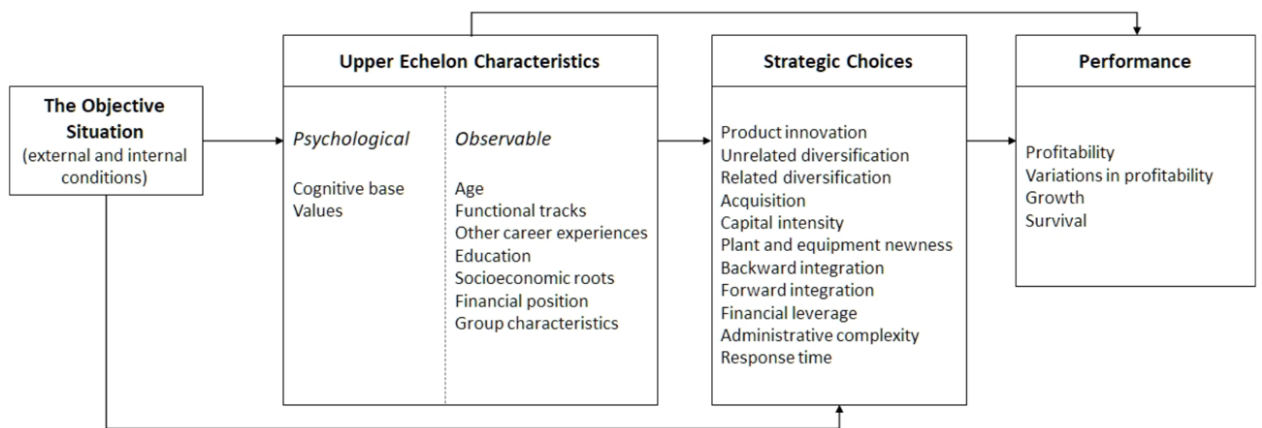
2-2 アPPERエシュロン理論

「アPPERエシュロン理論」は、Hambrick & Mason (1984) にて提唱された、企業の行動やパフォーマンスは、そのトップマネジメント(上層部)の個性、特性、経験の影響を強く受けるという理論である。企業は個人の集合体であり、「どのような人が会社を経営しているか」が、その会社のあり方を大きく左右するとしている。人には認知能力や情報処理能力に限界があるため、経営者もつねに完璧で合理的な判断ができるわけではない。そのため、経営者の年齢や教育、職務経験、文化的背景などの個人のバックグラウンドが、企業の意思決定や戦略の選択に大きく影響を及ぼすことをこの理論では示している。

Hambrick & Mason (1984) は、経営者の特性が意思決定に及ぼす影響を個人属性、認知的枠組み、価値観の三つに分類している。

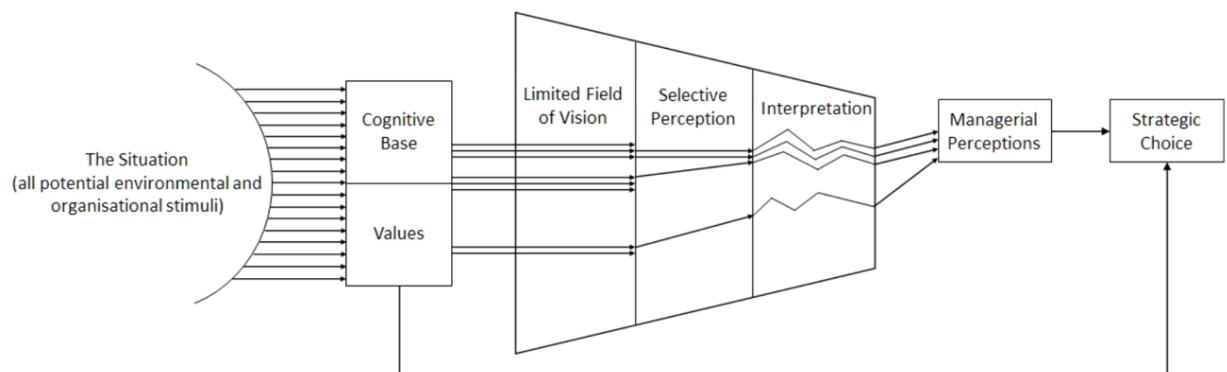
1. 個人属性 (Demographic Characteristics) : 年齢、性別、教育、職務経験などの属性が、経営者の認知能力や価値観に影響する。
2. 認知的枠組み (Cognitive Base) : 過去の経験や知識が、情報の選択や解釈において重要な役割を果たす。
3. 価値観 (Values) : 経営者の価値観が、企業のリスク許容度や成長戦略の選択に反映される。

図表 11 : The upper echelons conceptual model



出典 : Hambrick & Mason(1984)

図表 12 : The upper echelons logic of strategic choice



出典 : Hambrick & Mason(1984)

一方で、アップパーエシュロン理論に対する批判もある。アップパーエシュロン理論は、上述の通り、トップマネジメントチームの個人的特性が企業の戦略や成果に影響を与えているが、その因果関係が直接的であることを証明するのは難しいと批判されている（Hambrick, 2007）。たとえば、CEO の職務経験が企業のパフォーマンスに影響を与えると考えられる場合、その影響が CEO 個人の意思決定能力によるものなのか、それとも企業の既存の文化や戦略の影響を受けたものなのかを明確に区別することは容易ではない。このような曖昧さは、特に複雑な環境下では、理論の適用性を制限する要因となりうる。具体例として、Carpenter et al. (2004) の研究では、トップマネジメントチームの国際経験が企業の国際化戦略に影響を与えると結論付けられているが、この影響がトップマネジメントチーム自身の判断力によるものか、それとも外部市場の条件によるものなのかは一貫して明らかにされていない。

また、アップパーエシュロン理論は、トップマネジメントチームの特性を中心に据える一方で、企業を取り巻く外部環境や市場要因の影響を十分に考慮していないとの批判もある（Crossland & Hambrick, 2007）。業界競争、規制、技術革新などの外的要因は、企業戦略に直接的な影響を及ぼす場合があるが、これらの要素がトップマネジメントチームの特性とどのように相互作用するかが理論の枠組みでは十分に説明されていない。

本研究では、このアップパーエシュロン理論を基盤として、SaaS 業界のスタートアップにおける CEO のバックグラウンドが EXIT（M&A か IPO か）に与える影響を分析している。上述の批判にあるアップパーエシュロン理論の限界を補完するため、外部環境要因や市場特性を考慮して分析対象の時代や業種を固定し、統制変数をモデルに組み込み、分析を実施した。これにより、理論の適用範囲を広げると同時に、批判に対する実証的な裏付けを可能な限り提供することを目指した。なお、アップパーエシュロン理論は、様々な研究の基礎となる理論であり、ここに挙げたもの以外にもこれまで多くの分野の研究において応用されてきた。詳細については次章の「3.先行研究」にてこれまでの応用事例を体系的に整理しているので参照されたい。

2-3 社会的学習理論

社会的学習理論（Social Learning Theory）は、Bandura（1977）によって提唱され、人間の行動が他者の観察と模倣を通じて学習されるプロセスを説明する理論である。この理論は、特に直接的な体験だけでなく、他者の行動とその結果を観察することで学習が可能である点を強調している。従来の行動主義が学習を個人の経験に限定して捉えていたのに対し、社会的学習理論は「観察学習

(Observational Learning)」という新しい視点を提供した。「観察学習 (Observational Learning)」は以下の4つのプロセスを通じて行われるものと説明されている。

1. 注意 (Attention)

学習者が他者の行動に注意を向けるプロセス。この段階では、学習者が行動を観察する対象（モデル）を選択する。モデルに注意を引きつける要因は以下の通り：

- ・モデルが持つ地位や信頼性
- ・行動の新奇性（珍しさ）
- ・モデルと観察者の類似性

2. 保持 (Retention)

観察した行動を記憶するプロセス。この段階では、学習者がモデルの行動を心的イメージや言語的表象として記憶に保存する。行動を後で再現するためには、この記憶が正確であることが重要。

3. 再生 (Reproduction)

記憶された行動を実際に模倣するプロセス。行動の再現には、観察者の身体能力やスキルが必要。また、繰り返し行動を練習することで模倣精度が向上する。

4. 動機づけ (Motivation)

観察した行動を実行するかどうかは、動機づけ要因に依存する。報酬や罰などの外的要因や、自己効力感（自分にその行動ができるという信念）などの内的要因が影響する。

社会的学習理論は、スタートアップのCEOやトップマネジメントチームが他社の成功例や失敗例をどのように活用するかを説明するのに適していると考えられる。たとえば、SaaS業界では、EXIT戦略（M&AやIPO）に関する成功事例が業界内のネットワークを通じて共有されることが多く、これが他社の意思決定プロセスに直接影響を与えると推察される。特に、クロスセル戦略やM&Aの実施においては、業界内でのモデリングが学習と意思決定の中心的な要素となる。

アップーエシュロン理論が CEO やトップマネジメントチームの特性に焦点を当てるのに対し、社会的学習理論はそれらの特性がどのように形成され、意思決定に影響を与えるかを説明する点で補完的な関係にある。このため、本研究では社会的学習理論を用いて、SaaS 業界における M&A 戦略の選択プロセスをより包括的に理解する。

オープンイノベーション、アップーエシュロン理論、社会的学習理論は、それぞれ企業の成長戦略と意思決定に関する洞察を提供するが、三者を統合的に考察することにより、新たな知見を得ることができると考える。具体的には、CEO の業界経験を通じたネットワークの影響や外資系企業経験が、オープンイノベーションの推進力として機能し、その結果として EXIT 形態に影響を与える可能性があるかと推察する。この相互作用を解明することで、CEO バックグラウンドが企業の外部資源活用戦略にどのように影響するのかを明らかにすることが、将来の研究の一つの方向性として示唆される。

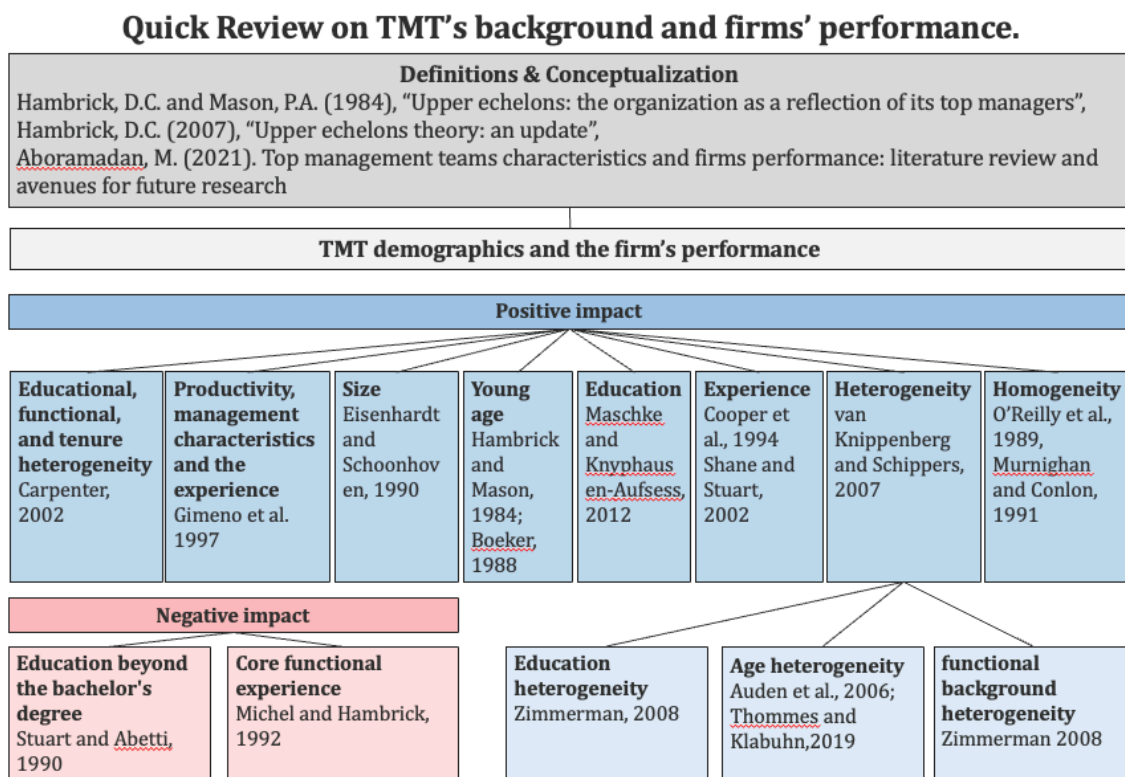
3. 先行研究

アップーエシュロン理論に基づき、トップマネジメントチームのどのようなバックグラウンドが企業のパフォーマンスにどのように影響を与えているかについて先行研究を整理した。大きくはトップマネジメントチームの様々なバックグラウンドが企業の業績に対してポジティブに働いたものと、ネガティブに働いたものに分かれている。ポジティブに働いたバックグラウンドの属性は、教育や年齢、トップマネジメントチームの多様性もしくは単一性について先行研究では指摘している。また、多様性については、教育や年齢、機能的な業務経験の違いなどが企業へポジティブな影響を与えているとする研究もある。

一方で、修士以上の学位や企業の中核での業務経験はネガティブに働くと指摘する先行研究もある。

いずれにしても、経営に関わるトップ人材のバックグラウンドは、企業に対して何らかの影響を与えていることが推察される。

図表 13: トップマネジメントチームのバックグラウンドと企業のパフォーマンスの関係に関する先行研究の図解



出典：各先行研究より筆者が作成。先行研究については巻末に目録を記載

また、EXIT が M&A または IPO のどちらになる可能性が高いか、その要因についての先行研究も整理する。

Kooli et al. (2022) は、IPO を実施した企業の製品イノベーション戦略が M&A の発生確率にどのような影響を与えるかを分析している。この研究では、製品イノベーションが成功した企業ほど、将来の成長性を評価され、M&A として買収されるターゲットとして選ばれる可能性が高いことが示された。また、財務的な安定性と成長期待が高い企業は、M&A ではなく IPO を選択する傾向があることも確認された。

本研究では、SaaS 業界の財務状況（資金調達額、企業年齢）が EXIT に与える影響をコントロール変数として分析したが、上記の研究結果を踏まえると、資金調達額に加えて、製品の独自性が特定の EXIT を選択する際の鍵となる可能性が示唆されている。

Amor and Kooli (2020) は、ベンチャーキャピタルが支援する企業の EXIT (M&A か IPO か) が、そのベンチャーキャピタルの評判にどのような影響を与えるのか分析を行っている。ベンチャーキャピタルは、M&A と IPO のどち

らを選択するかが企業だけでなくベンチャーキャピタルの戦略にも大きく影響することを示している。この研究は特に欧州市場に焦点を当てており、IPO が選択される背景にはベンチャーキャピタルの評判や支援先の成長可能性が深く関与していることを明らかにした。

一方で、米国市場における EXIT の選択について、De and Jindra (2012) の研究では、IPO 直後の企業が買収ターゲットとなる背景について調査を行い、市場での流動性の向上や公開企業としての信頼性が、M&A のターゲットとして選ばれる可能性を高める要因であることを示した。特に、IPO 直後の企業は、経営陣のスキルや製品ポートフォリオが買収側企業にとって魅力的である場合、短期間で買収されることが多いとされている。

これらの結果は、米国市場では IPO と M&A が連動する現象が見られる一方で、欧州では明確な選択の分岐が存在することを示唆している。

これらの国際的な知見を踏まえると、日本市場の特性が際立つ。日本市場全体では上述の通り、M&A が選択されるケースが限られており、ベンチャーキャピタルの EXIT に対する影響力が他国と異なる可能性があると考えられる。この背景には、文化的要因や市場規模の違いなど、様々な要因が影響していると考えられる。

Pahnke et al. (2023) は、業歴の若いテクノロジー関連企業の EXIT における成功要因についてリソースの相互依存性に注目し、その構成的視点から分析を行った。この研究では、特定のリソース単体が EXIT の成功をもたらすわけではなく、複数のリソースがどのように組み合わせるかが重要であると指摘している。特に、経営者のスキルセットやネットワーク、資金調達能力、組織的なプロセスが相互に依存し合いながら、EXIT の形態や成功可能性を左右するという結果が示されている。

これは、後述となるが、本研究における SaaS 業界の分析結果と比較すると、Pahnke らが示したリソースの相互依存性という視点は、CEO の業界経験やコミュニティとの関係性が M&A を選択する際に重要な役割を果たすという仮説をさらに支持するものである。SaaS 業界のスタートアップでは、CEO が業界内で構築したネットワークが他のリソースと組み合わせたり、EXIT の成功を促進するメカニズムが存在すると考えられる。一方で、Pahnke らの研究が示すリソースの構成パターンの重要性は、CEO が外資系企業出身である場合に EXIT が M&A よりも IPO に偏る結果とも一致する。外資系企業の経験はグローバルな視点を提供する一方で、日本の SaaS 業界特有のネットワークやコミュニティとの相互作用が不足する可能性があり、この点が EXIT の選択に影響を与えると考えられる。

De Tienne and Cardon (2012) は、企業の創業者が持つ過去の職務経験や業界知識が、その企業の EXIT 戦略にどのように影響を与えるかを探究している。この研究は、スタートアップ創業者が過去に経験した成功や失敗、あるいは特定の業界でのキャリア形成が、EXIT の選択肢に直接的な影響を及ぼすと仮定して分析を行った。たとえば、創業者が過去に成功体験を持つ場合、リスク回避的な EXIT とされる M&A ではなく、高いリターンを追求する IPO を選択しやすい傾向があることが示された。一方で、失敗経験を持つ創業者は、早期にリスクを最小化する選択肢として M&A を好む可能性が高いとされている。この研究は、トップマネジメントチームのバックグラウンドが企業的意思決定に及ぼす影響を定量的に示した初期の重要な研究であり、本研究のテーマである「CEO のバックグラウンドと EXIT」に直接的に関連する知見を提供している。SaaS 業界のスタートアップは、クロスセルや M&A 主導の成長といった、その業界特有の成長モデルが EXIT 戦略に与える影響は顕著であり、CEO の経験がこの選択において重要な要因となり得る。特に、業界内でのネットワークやリレーションシップが構築されている場合、M&A を選択する可能性が高まると考えられる。

Signori and Vismara (2017) は、新規上場企業が株式を活用して M&A を行う傾向について分析を行った。この研究は、IPO が EXIT 戦略として選択されるだけでなく、資本市場での信用を活用してさらに企業買収を進めるという「IPO から M&A へ」というダイナミックな移行プロセスを明らかにしている。特に、M&A は株式交換を用いることで、買収先企業に対する支払いを効率化しつつ、買収側の財務リスクを軽減する手段として広く活用される。この研究は、IPO と M&A が必ずしも対立的な EXIT ではなく、相互に補完的な関係にあることを示唆している。

これらの研究は、EXIT 形態の選択肢がどのように市場の状況や企業の内部的要因によって変化するかを示しており、本研究の分析対象である SaaS 業界の EXIT 動向と比較する上で重要な知見を提供している。SaaS 業界のスタートアップでは、IPO が資金調達や市場拡大のためのステップとなる一方で、業界特有の成長モデルが M&A を EXIT としてより好む傾向を生み出している可能性がある。

本研究では、知見を基に、SaaS 業界のスタートアップにおける EXIT 形態の選択が、CEO のバックグラウンドや企業特性にどのように関連しているかを考察する。特に、M&A が SaaS 業界においてどのような経済的・社会的背景で増加しているのかを解明するため、分析結果と理論的背景を結びつける。

4. 仮説

スタートアップにおける CEO のバックグラウンドと EXIT の関係性を調べるため、以下の仮説を立てて検証を行った。

SaaS 業界は、そのビジネスモデルの特性上、迅速な市場適応や技術統合が成功の鍵を握るとされている。特に、顧客基盤の拡大や競争優位性の強化を目的とした M&A は、業界内で広く採用されている成長戦略の一つである (Rohrbeck et al., 2009)。こうした背景において、SaaS 業界出身の CEO は、業界での経験や知識を活かし、M&A を EXIT 戦略として選択する可能性が高いと考えられる。アップパーエシユロン理論 (Hambrick & Mason, 1984) によれば、CEO の業界経験は、その認知的枠組みや意思決定スタイルに影響を与える。SaaS 業界で長年活動してきた CEO は、業界特有の市場動向や技術トレンドを深く理解しており、これに基づいて競争戦略を立案する傾向が強い。また、業界出身の CEO は、M&A が技術資源の統合や市場シェア拡大において有効な手段であることを認識している可能性が高い。この認識が、EXIT 戦略として M&A を選択する意思決定を促進すると考えられる。また、SaaS 業界特有の「顧客生涯価値 (Customer Lifetime Value=CLV)」の最大化が、M&A 戦略の重要性を高める要因となっている。SaaS 企業は、既存の顧客基盤を活用して、追加のサービスを販売するクロスセルやアップセル⁹戦略を採用することが一般的である。この点で、買収による顧客基盤の拡大は、業界全体の競争力向上に直結する。業界経験を持つ CEO は、こうしたビジネスモデルの特性を十分に理解しており、M&A を EXIT 戦略として選択する合理性を有していると考えられる。また、業界内のコミュニティの影響という観点でいうと Bandura (1977) の社会的学習理論 (Social Learning Theory) から説明できると考えられる。社会的学習理論によれば、周囲の成功例や失敗例を観察することで意思決定を行う傾向がある (Bandura, 1977)。したがって、スタートアップ経営者が EXIT 形態を選択する際、M&A を成功させた他の企業の事例が強い影響力を持つと考えられる。これらの背景から H1 の仮説を設定した。

H1 : CEO が SaaS 業界出身である場合、企業の EXIT が M&A である可能性が高まる

⁹ 既存顧客に対して、現在利用している商品やサービスの上位版や高価格帯のオプションを提案する販売手法を指す。この戦略は、顧客単価の向上を目的としており、SaaS 業界では、基本プランからプレミアムプランへのアップグレード提案が典型例である。また、アップセルはクロスセル（異なる商品を提案する手法）と併用されることが多い。

また、第一章でも触れた通り、日本企業におけるオープンイノベーションの課題として、「自前主義」の傾向が指摘されている。これは、外部リソースを活用することへの抵抗感や、内部での技術開発に重点を置く文化が根強いことを意味する (Chesbrough, 2003)。このような文化的背景は、日本企業が M&A を EXIT 戦略として選択する際の障壁となる可能性があると考えられる。一方で、外資系企業出身の CEO は、このような自前主義に基づく文化的制約を持たないことから、M&A を選択する可能性が高いと推測される。

外資系企業では、オープンイノベーションが企業の成長戦略として広く採用されており、スタートアップや他企業との技術連携や買収を通じて競争優位性を確立することが一般的である (Rohrbeck et al., 2009)。このような経験を持つ CEO は、M&A を EXIT 戦略として選択する際、文化的な抵抗感が低く、むしろ積極的に外部リソースを活用する傾向があると考えられる。

さらに、外資系企業での職務経験は、異なる文化や価値観の中で意思決定を行う能力を育むと推察される。この能力は、日本企業における「自前主義」の克服だけでなく、買収後の統合プロセス (PMI¹⁰) においても有利に働く。たとえば、外資系企業出身の CEO が主導する M&A は、買収先企業との文化的ギャップを効果的に管理し、相乗効果を最大化することが可能であると考えられる。このような背景を踏まえ、本研究では、H2 として外資系企業出身の CEO が M&A を選択する可能性が高いとの仮説を設定した。

H2 : CEO が外資系企業出身である場合、企業の EXIT が M&A である可能性が高まる

5. 分析の対象と手法

5-1 分析対象

本研究では、2018 年から 2024 年の間に EXIT を迎えた SaaS 業界のスタートアップ 173 社を対象に分析を実施する。スタートアップ 173 社は、「スタートアップ DB」(フォースタートアップ社)、「INITIAL」(ユーザベース社)、および「レコフ M&A データベース」(レコフデータ社) の 3 つのデータベースから収集した。スタートアップ DB に掲載の国内スタートアップ企業は約 24,000

¹⁰ Post-Merger Integration の略語。M&A 後の統合プロセスを指し、企業文化の統合や業務プロセスの整合性を確保するための取り組みを含む。

社あり、その中から 2024 年 6 月末時点で EXIT を迎えている企業は 1,392 社 (IPO : 586 社、M&A : 806 社)¹¹あった。このうち、業種を SaaS に絞ると 319 社 (IPO : 184 社、M&A : 135 社) あり、その中で 2018 年から 2024 年の直近 7 年間に対象を絞ると 229 社 (IPO : 101 社、M&A : 128 社) あった。企業の選択肢を考えると、IPO や M&A といった EXIT の他に「存続」という選択肢も考えられる。この点、本研究では EXIT に焦点を当てたいため、ベンチャーキャピタルから出資を受けている企業のみを対象とすることで、ベンチャーキャピタルから何らかの EXIT の圧力を受け、「存続」という選択肢を分析から排除できると整理した。その結果、ベンチャーキャピタル以外から出資や資本提携を受けている企業を除いた 173 社 (IPO : 100 社、M&A : 73 社) を分析対象とした。

また、CEO の各種データについては、「スタートアップ DB」(フォースタートアップ社)、各企業の HP、ウェブサイト上のインタビュー記事、各 CEO 個人の SNS (Facebook、LinkedIn) を通じて収集した。

5-2 従属変数

本分析の従属変数は、対象企業の EXIT のダミー (EXIT が M&A であれば 1、IPO であれば 0) である。

5-3 独立変数

本分析の独立変数は、H1 から CEO が SaaS 業界出身のダミー (CEO が SaaS 業界の企業出身であれば 1、そうでなければ 0)、H2 から CEO が外資系企業出身のダミー (CEO が外資系企業出身であれば 1、そうでなければ 0) を含めている。

また、本分析では、代替的な説明を考慮するために、以下の統制変数をモデルに含めている。企業の成熟度による傾向を統制するために企業年齢 (設立から EXIT までの期間)、CEO の年齢による判断を統制するために CEO の年齢 (EXIT 時点での CEO の年齢)、企業の規模を統制するために合計資金調達額の $\log+1$ 、EXIT の年による市場環境の影響を統制するために各企業の EXIT の年ダミー。また、年ダミーについては先行研究から、全ての変数に年ダミーを付与すると完全多重共線性の問題が発生するため、2018 年を基準年とし、2019 年～2024 年までの各年のダミー変数をモデルに組み込んだ。

¹¹冒頭の経済産業省のレポートにある「日本の EXIT は IPO が 9 割」という調査とは乖離がある。これについては研究の限界にて詳細を記載する。

加えて、二項ロジスティック回帰分析に先立ち、変数間の関連性を確認するために相関行列を作成した。相関係数は、-1 から 1 の範囲で表され、2 つの変数間の線形関係の強さと方向を示す指標である。相関が高すぎる場合、多重共線性が発生し、回帰分析の推定結果に影響を与える可能性があるため、相関係数を用いて多重共線性のリスクを評価した。図表 15 に示す相関行列では、本研究で使った説明変数間の関連性を確認した。この相関行列では、各変数間の相関係数が示されており、それぞれの値は変数間の線形関係の強さと方向を表している。

相関行列の結果から、いくつかの注目すべき関係が確認された。特に、「設立から EXIT までの期間（年）」と「EXIT 時の CEO の年齢」の間に正の相関が確認された。これは企業年齢については CEO が変わらない限り、CEO の年齢と並行して増加していくことから相関が確認されたものと考えられる。

全体として、いずれの変数間も相関係数が 0.8 を超えることはなく、多重共線性の懸念はないと判断された。この結果に基づき、これらの変数を二項ロジスティック回帰モデルに投入することが妥当であると考えられる。

なお、多重共線性の問題が生じている可能性を検討するために、VIF (Variance Inflation Factor) を算出したところ、全てのモデルにおいて VIF の値は一般的な閾値である 10 未満であった。このことから本分析において深刻な多重共線性は生じていないものとした。

図表 14：記述統計量

	最小値	最大値	平均値	標準偏差
(1) CEOがSaaS業界出身のダミー	0	1	0.27	0.446
(2) CEOが外資系企業出身のダミー	0	1	0.27	0.443
(3) 合計資金調達額のlog+1	0.000	4.522	2.508	1.083
(4) 設立からEXITまでの期間(年)	1.904	32.373	10.786	6.250
(5) EXIT時のCEOの年齢	23.518	80.671	43.777	9.776
(6) 年ダミー2019	0	1	0.14	0.353
(7) 年ダミー2020	0	1	0.12	0.328
(8) 年ダミー2021	0	1	0.20	0.399
(9) 年ダミー2022	0	1	0.18	0.389
(10) 年ダミー2023	0	1	0.21	0.411
(11) 年ダミー2024	0	1	0.08	0.274

N=173

図表 15：相関係数

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) CEOがSaaS業界出身のダミー		-0.103	0.186 *	-0.172 *	-0.093	0.045	-0.028	-0.040	0.044	-0.065	0.200 **
(2) CEOが外資系企業出身のダミー	-0.103		0.060	-0.152 *	-0.042	0.013	-0.023	0.097	0.118	-0.154 *	-0.035
(3) 合計資金調達額のlog+1	0.186 *	0.060		-0.162 *	-0.090	-0.033	0.058	0.005	0.073	-0.114	0.052
(4) 設立からEXITまでの期間(年)	-0.172 *	-0.152 *	-0.162 *		0.447 **	-0.089	0.054	0.129	0.009	-0.006	-0.100
(5) EXIT時のCEOの年齢	-0.093	-0.042	-0.090	0.447 **		-0.121	0.067	0.122	-0.019	0.078	-0.104
(6) 年ダミー2019	0.045	0.013	-0.033	-0.089	-0.121		-0.153 *	-0.203 **	-0.196 **	-0.214 **	-0.122
(7) 年ダミー2020	-0.028	-0.023	0.058	0.054	0.067	-0.153 *		-0.184 *	-0.177 *	-0.194 *	-0.110
(8) 年ダミー2021	-0.040	0.097	0.005	0.129	0.122	-0.203 **	-0.184 *		-0.236 **	-0.258 **	-0.147
(9) 年ダミー2022	0.044	0.118	0.073	0.009	-0.019	-0.196 **	-0.177 *	-0.236 **		-0.248 **	-0.141
(10) 年ダミー2023	-0.065	-0.154 *	-0.114	-0.006	0.078	-0.214 **	-0.194 *	-0.258 **	-0.248 **		-0.155 *
(11) 年ダミー2024	0.200 **	-0.035	0.052	-0.100	-0.104	-0.122	-0.110	-0.147	-0.141	-0.155 *	

N=173、** は 1% 水準、* は 5% 水準で有意

5-4 推計方法

本研究では、スタートアップの EXIT (M&A または IPO) の決定要因を分析するために、二項ロジスティック回帰モデルを採用した。EXIT が二値変数 (M&A: 1、IPO: 0) であることから、この手法は適切であると判断した。二項ロジスティック回帰モデルは、結果変数のカテゴリーが二値である場合に、その発生確率を独立変数の影響としてモデル化することが可能である。

モデル推定には、IBM SPSS Statistics (バージョン 29.0.2.0) を使用し、二

項ロジスティック回帰分析を実施した。変数投入法としては強制投入法（Enter method）を採用した。この方法では、全ての独立変数を同時にモデルに投入することで、それぞれの独立変数が従属変数に与える影響を評価した。

二項ロジスティック回帰モデルの一般形は以下の通りである。

$$\text{logit}(p) = \ln \frac{p}{1-p} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \cdots + \beta_k X_k$$

ここで、 p は従属変数（M&A となる確率）であり、 $X_1, X_2, \dots, X_k$ は独立変数を表す。 β_0 は定数項であり、 $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ はそれぞれの独立変数に対応する回帰係数である。

また、モデルについては、H1、H2 を含めた二項ロジスティック回帰モデルにて推計を実施する。

6. 分析結果

分析の結果、独立変数である H1 の「CEO が SaaS 業界出身のダミー変数」が EXIT（M&A）に有意な影響を及ぼすことが確認された（オッズ比¹²=3.496, p^{13} =0.003）。一方で、H2 の「CEO が外資系企業出身のダミー変数」は、統計的に有意な結果ではないが、傾向として EXIT が M&A となる確率が低いことが確認された（オッズ比=0.661, p =0.340）。

また、コントロール変数として投入した「合計資金調達の $\log+1$ 」についても統計的に有意な影響が見られた（オッズ比=0.629, p =0.008）。これは、合計資金調達額が多いほど、IPO が選択される可能性が高まることを示唆している。また、二項ロジスティック回帰の従属変数は互いに排他的であることから、合計資金調達額が少ないほど M&A が選択される可能性が高まることも同時に示唆される。加えて、コントロール変数として投入した「設立から EXIT までの期間（＝企業年齢）」、「EXIT 時の CEO の年齢」についても統計的に有意な影響が見られた（それぞれオッズ比=0.938, 0.961, p =0.080, 0.070）。これらは上述の説明の

¹² ロジスティック回帰分析におけるオッズ比は、ある変数が従属変数に及ぼす影響の強さを示す指標である。

¹³ 帰無仮説が正しいと仮定した場合に観測されたデータが得られる確率を示す。二項ロジスティック回帰では、各説明変数の回帰係数が統計的に有意であるかどうかを判断する基準として使用される。一般的に、 p 値が 0.05 未満であれば、その変数が従属変数に対して有意な影響を持つと判断される。

通り変数間の相関があり、いずれも年齢が高ければ高いほど IPO が選択される可能性が高まることを示している。同様に二項ロジスティック回帰の従属変数は互いに排他的であることから、年齢が低いほど M&A が選択される可能性が高まることも同時に示唆される。

図表 16：ロジスティック回帰分析の結果

説明変数	有意確率	オッズ比
CEOがSaaS業界出身のダミー	0.003 ** (0.426)	3.496
CEOが外資系企業出身のダミー	0.340 (0.434)	0.661
合計資金調達額のlog+1	0.008 ** (0.174)	0.629
設立からEXITまでの期間(年)	0.080 † (0.036)	0.938
EXIT時のCEOの年齢	0.070 † (0.022)	0.961
年ダミー2019	0.028 * (0.878)	0.146
年ダミー2020	0.045 * (0.922)	0.158
年ダミー2021	0.097 † (0.833)	0.251
年ダミー2022	0.497 (0.810)	0.577
年ダミー2023	0.681 (0.799)	0.720
年ダミー2024	0.324 (1.069)	2.873
定数	0.001 (1.200)	46.362
Adjusted R ²	0.352	
N	173	

標準誤差は括弧内に記載

***p<.001、**p<.01、*p<.05、† p<.1

以上の分析結果から、(H1)SaaS 業界出身の CEO は EXIT 形態が M&A となる可能性を高めることが明らかになった。一方で、(H2)外資系企業出身の CEO はモデルによって M&A を抑制する傾向が見られ、M&A を促進するという仮説

は棄却された。さらに、資金調達額が増加することで、M&A の確率が低下することが示唆された。これらの結果は、CEO の業界経験やネットワークが M&A において重要な役割を果たす一方で、外資系企業の経験は M&A を促進する要因にはならないことを示唆している。また、資金調達額や企業の業歴が EXIT 形態に影響を及ぼす可能性も示唆している。

本研究で得られた結果から、CEO のバックグラウンドが EXIT の選択に与える影響を明確に示すことができた。特に、外資系企業経験を持つ CEO が M&A を抑制する方向に寄与したという結果は、外資系企業文化の中で培われたリスク管理能力や市場分析の慎重さに起因するとも考えられる。これに対し、SaaS 業界出身の CEO が M&A を選択しやすい理由として、業界内でのネットワークの強さや市場環境への迅速な適応能力などが挙げられる。

7. 考察と事例研究

本研究によって、SaaS 業界出身の CEO は、企業を EXIT する際に M&A による売却を選択する可能性が高まることが立証された。また、外資系企業出身の CEO は、M&A による売却を促進するものではなく、逆に抑制する方向に寄与することが分かった。これらの結果から、M&A が促進される状況として、SaaS 業界では CEO が SaaS 業界出身であることが重要なバックグラウンドの一要素であることが明らかになった。これは、H1 の仮説を設定した背景にもある通り、SaaS 業界出身の CEO であると、これまでの経験や仕事を通じた同業種内でのネットワークやコミュニティが存在すると考えられる。加えて、SaaS 業界はその特性上、他業種と比べて M&A が成長戦略の中核を担う割合が高いとされる (Chesbrough, 2003)。この背景には、SaaS のビジネスモデルが定期収益 (Recurring Revenue) を基盤としており、新規顧客獲得や既存顧客へのクロスセル・アップセルを目的とした市場拡大が容易である点が挙げられる。また、M&A を通じて他社の技術やサービスを迅速に統合できるため、新規市場への参入や競争優位性の強化を短期間で実現することが可能である。SaaS という業種自体、クロスセルになりやすい特性を持つことから成長戦略としての M&A が多く見られると推察される。

一方で、製造業や小売業などの従来型の業種では、M&A の目的が必ずしも市場拡大や技術統合に限定されないと考えられる。これらの業種では、主にコスト削減や供給チェーンの最適化を目的とした M&A が一般的であり、SaaS 業界とは異なる特徴を持つ。したがって、SaaS 業界における M&A の推進力をより正確に理解するためには、業界特有のビジネスモデルや市場構造への深い理解および業界内のネットワークが重要であると考えられる。これらのことから SaaS 業

界内では、M&A の経験を持つ者が多く、業界内のネットワークを通じて経験者の影響を受けることで、おのずと M&A を選択しやすくなることが考えられる。

実際に SaaS を買収した企業について調べると、図表 18 に示す通り、SaaS の事業を有するメガベンチャーが SaaS を買収するケースが多いことが見て取れる。この傾向は、国内にとどまらず、グローバル市場でも確認されている。たとえば、米国では、Salesforce が Slack を買収し、コミュニケーションツール分野における競争力を大幅に強化した¹⁴。この事例は、買収対象が既存事業との補完性を持つ場合、M&A が迅速かつ効果的に市場シェアを拡大する手段として機能することを示している。また、日本国内においても、下表にある KDDI がソラコムを買収した事例¹⁵は、IoT 分野への迅速な参入を可能にした成功例として注目される。

図表 17：直近 7 年間における SaaS 業界の主な買い手（3 社以上買収先）

買い手	買収先		
GMO	Flatt Security	イエラエセキュリティ	タウン WiFi
DeNA	アルム	日本テクトシステムズ	ミーニュー
KDDI	ELYZA	ソラコム	フライウィール

今回、実際に実務でスタートアップを経営または支援している実務家の方々に今回の研究結果についてヒアリングする貴重な機会を得ることができた。図表 19 は各人の見解をまとめたものである。マネーフォワードの瀧氏やエンジェル投資家の安氏が指摘するように、スタートアップの EXIT 形態が周囲の仲間の事例に影響されるという見解は、学術的にも社会的学習理論 (Social Learning

¹⁴ Salesforce は 2020 年 12 月に Slack Technologies を約 277 億ドルで買収した。この買収は、企業間のコミュニケーションプラットフォームを統合し、SaaS 市場での競争優位性を強化する目的で実施された。Slack はビジネス向けのコラボレーションツールとして広く利用されており、この買収により Salesforce は統合ソリューションの提供を加速させた。SaaS 業界における M&A の代表例である。

¹⁵ KDDI は 2017 年 8 月にソラコム (SORACOM, Inc.) を約 200 億円で買収した。この買収は、IoT 市場におけるリーダーシップを確立し、新規事業領域への進出を加速させるために実施された。ソラコムは、IoT デバイス向けの通信プラットフォームを提供しており、特に M2M (Machine-to-Machine) 通信の分野で高い評価を受けていた。この買収を通じて KDDI は、IoT 関連技術を自社サービスに統合し、エコシステム全体を強化する戦略を採用した。日本におけるオープンイノベーションの代表例である。

Theory) (Bandura, 1977) と一致する。この理論によれば、個人や組織は、周囲の成功例や失敗例を観察することで意思決定を行う傾向がある。したがって、スタートアップ経営者が EXIT 形態を選択する際、M&A を成功させた他の企業の事例が強い影響力を持つと考えられる。これは H1 を設定した根拠と同様であり、この点についてアカデミックな結果が実務の見解と結びついていると考える。

また、エイトローズの村田氏やプレイドの倉橋氏の見解は、いずれもその業界の軸となる古参のプレーヤーがそうではない新参のプレーヤーを買収していく現象を指している。この現象については、今回コントロール変数として設定した企業年齢が、統計上有意な結果となった点を説明していると考ええる。企業年齢は M&A での EXIT に対して負の相関をしており、これは企業年齢が長いほど IPO が選択される可能性が高まることを示している。つまり業界の軸となる業歴の長い古参のプレーヤーは IPO による資金調達をする傾向が高いと考えられる。逆にいうと業歴が短い新参のプレーヤーは M&A での売却の可能性が高まると推察され、この点についても学術的なアプローチによる結果と実務家の感覚が一致していると考えられる。

また、今回の統計の結果では、資金調達が多いほど IPO が選択される可能性が高まることを示していた。これは二項ロジスティック回帰の特性上、独立変数は排他的であることから、資金調達額が少ない企業ほど、M&A が選択される可能性が高まることも示唆している。資金調達額が少なく、規模が小さい企業ほど M&A が多くなると考えると、この点においては LINE ヤフーの川邊氏の見解と一致しており、学術的な結果は、実務の見解と結びついていると言える。

図表 18：本研究について実務家へヒアリングした際の各人の見解

日時	肩書き	氏名	見解
2024/9/25	マネーフォワード CFO	瀧	SaaSはクロスセルになりやすいことから業界内で買収が進むことが多いと思う
2024/9/25	エンジェル投資家	有安	(スタートアップのEXITが) M&A か IPO かは周りにどっちをした仲間が多いかによって決まると思う
2024/10/2	エイトローズ パートナーVC	村田	レイヤーの問題。表層は売却、深層は買収。表層はピポットできるが、深層はピポットできないため
2024/10/2	プレイド CEO	倉橋	タイミングの問題。その分野で創業が早ければ買収サイド。遅いと既に大きな企業があるので売却サイドになる
2024/11/14	LINE ヤフー 代表取締役会長	川邊	10 億規模で IPO は難しい。SaaS はニッチ市場が多く、スケールしにくいから M&A で売却が多いと思う

以上の結果と実務家の見解を統合すると、SaaS 業界の M&A は、単なる EXIT 戦略に留まらず、企業全体の成長戦略として機能することが明らかである。特に、CEO の特性が EXIT 形態に及ぼす影響を考慮することで、スタートアップ経営者や投資家はより戦略的な意思決定を行うことができる。また、M&A の動向は、今後の市場動向や企業間競争の在り方にも大きな影響を与えると予想される。

8. 意義と限界

8-1 研究の意義

以上の研究結果から、SaaS 業界における M&A の増加の一因について明らかにすることができた。この結果から、SaaS 業界内では M&A を経験する CEO が増加することで、そのコミュニティを通して M&A への関心がさらに広がり、また M&A の買い手と売り手がコミュニティ内に併存することによって、M&A が今後より増加していくことが推察される。このような背景を踏まえると、オープンイノベーションの一類型である M&A を活性化させるためには、大企業側としてスタートアップとのリレーションを日頃から深めることが不可欠であると考えられる。大企業の中長期的な企業価値の成長を促すためには、スタートアップ

との連携は重要であり、こうした業界内のコミュニティに入り込み、スタートアップとのリレーションを深めることで、M&Aによる成長の機会を増やすことができると思う。

また、SaaS 業界の事例から、スタートアップがスタートアップを買収するケースが多く見られることが確認された。これは、伝統的な大企業がスタートアップを買収する従来型のオープンイノベーションとは異なる構造を持つことを示している。このような背景を踏まえると、スタートアップが資金力を高めることが、スタートアップ間の M&A を促進し、結果的に新しい価値創造の促進や業界全体の成長につながる可能性があると考えられる。

この考察は SaaS 業界に限らず、他の業界にも適用できる可能性も考えられる。SaaS 業界が先行してこのような構造になっているのは上述の通り、SaaS のそのクロスセルやアップセルになりやすい業務特性にあると考える。この特性の薄い業界についても、同様に CEO のコミュニティは存在すると考えられ、そのコミュニティの中で M&A への関心が高まれば、M&A が加速していくものと期待される。

また、M&A が他業界でも促進されうるもう一つの要因として、実務家へのヒアリングにあったように時間による効果が考えられる。これは同様の新たなサービスが生まれた時に、そのサービスの深層にいち早くいるプレーヤーが顧客を獲得し、徐々に増えていく表層のプレーヤーを買収していくという考え方である。これについて SaaS 業界では観測されており、今後もスタートアップという新たな領域を創出していく企業が増えることで、SaaS 業界以外でも深層と表層のプレイヤーが出現し、M&A によって企業が成長していくことが考えられる。以上から、今後は日本における M&A がより加速すると期待される。

加えて、本研究の結果は、スタートアップの投資家に対しても重要な示唆を提供する。投資家は、EXIT に関する予測を精緻化するために、CEO のバックグラウンド情報、特に CEO のネットワークに関しての情報を積極的に分析する必要があることが明らかになった。これにより、投資の意思決定を最適化することが可能になると考えられる。

8-2 研究の限界

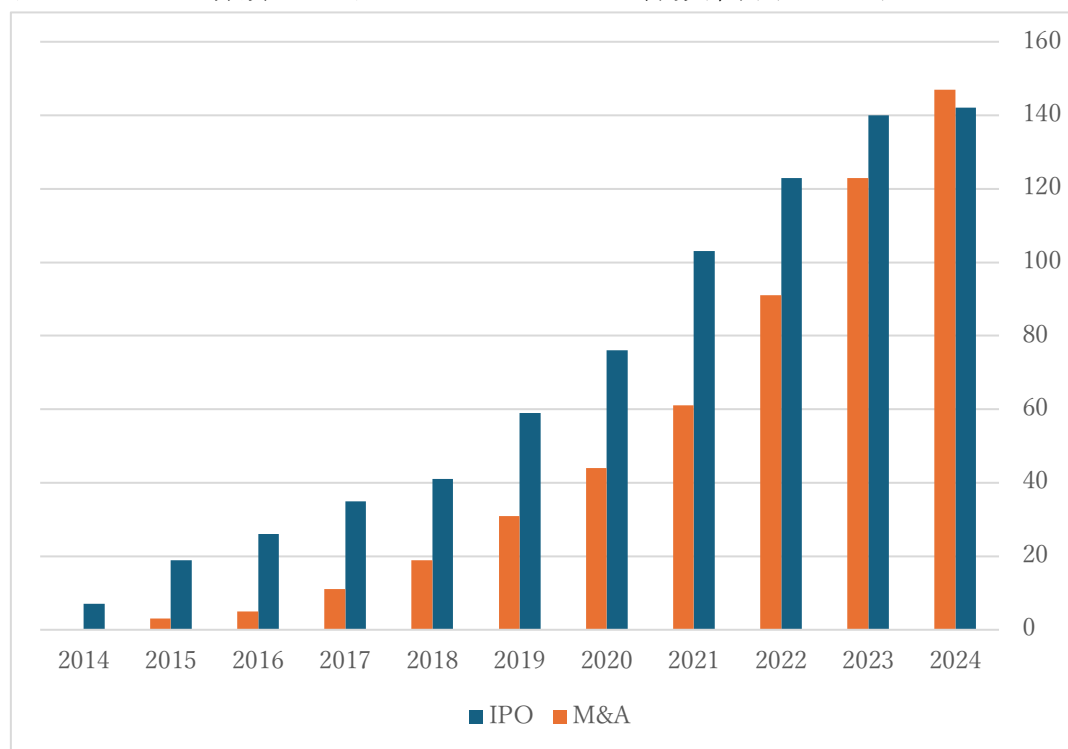
本研究では、「スタートアップ DB」(フォースタートアップ社)、「INITIAL」(ユーザベース社)、および「レコフ M&A データベース」(レコフデータ社)の 3 つのデータを中心に分析を行ったが、これにはいくつかの制約が存在する。まず、公開されていない非上場企業の詳細な情報が不足している。分析において、企業の財務状況は EXIT を分ける一つファクターであると考えられる。ROE や

売上、営業利益、負債などの項目もコントロール変数として導入することで財務状況による差異を統制することが理想的であると考ええる。また、出資関係についても元の出身企業から出資を受けている可能性も考えられる。しかしながら、M&Aにより買収された企業は、非上場企業が多く、M&A前後の財務状況は開示されていない。このことからデータの収集は極めて困難であり、本研究の限界の一つであると考ええる。この点、企業規模の見方の一つとも言える合計資金調達額や企業年齢にて部分的にコントロールできているものと考ええる。

また、CEOの意思決定プロセスに関するデータについても不足している。このため、企業内部での具体的な意思決定プロセスや、EXIT戦略の選択における詳細な動機を十分に分析することはできなかった。

加えて、データの収集時期が限定的であるため、長期的なトレンドや市場環境の変化を考慮した分析は十分に行えなかった。実際に今回取り扱った「スタートアップDB」に掲載の国内スタートアップ企業約24,000社のうち、2024年6月末時点でEXITを迎えている企業は1,392社あったが、この企業群のEXITの内訳は、IPOが586社、M&Aが806社とM&Aの方が多い結果となっている。これは冒頭の経済産業省のレポートにある「日本のEXITはIPOが9割」という分析と乖離がある。この点において考えられることとして、「分析している年代の違い」が挙げられる。経済産業省のレポートでは、2019年までの分析しか行われておらず、2020年以降にM&Aが急速に増加した可能性も考えられる。実際に、SaaS業界において2014年からのEXIT別の累計をまとめてみると、図表19の通り2024年時点でM&Aの累計件数がIPO比上回っていることが分かる。このことから、2020年以降にM&Aが急速に増加した可能性は考えられる。これらを検証するためには追加で全業種を対象とした各年のEXITの推移を調査する必要がある。

図表 19：SaaS 業界における IPO と M&A の件数累計(2014～)



出典：スタートアップ DB のデータより筆者が作成

また、本研究においては、M&A が活発な SaaS 業界に絞り、その活発たる所以について研究を実施した。ただし、本研究の対象はあくまで日本の SaaS 業界に限定されているため、結果の一般化には注意が必要である。他業界や他国市場における EXIT 形態についても同様の傾向が見られるかどうかは、本研究の枠を超えた追加の検証が求められる。追加の検証によっては、今回の結果が日本の SaaS 業界だから成し得たことなのか、それとも業界関係なく同様の結果が出るのか、はたまた全世界共通での傾向と言えることなのかなど、より広い視点からの示唆が得られる可能性もあると考える。

本研究では時間の都合上、これらの追加的検証は取り扱わないが、今後、更に研究を深めるためには検討すべき課題であると考ええる。

9. 参考文献等

- Amor, S. B., & Kooli, M. (2020). Do M&A exits have the same effect on venture capital reputation than IPO exits? *Journal of Banking & Finance*, 111, 105704.
- Bandura, A., & Hall, P. (2018). Albert bandura and social learning theory. *Learning Theories for Early Years*, 78.
- Bogers, M., Zobel, A. K., Afuah, A., Almirall, E., Brunswicker, S., Dahlander, L., ... & Ter Wal, A. L. (2017). The open innovation research landscape: Established perspectives and emerging themes across different levels of analysis. *Industry and Innovation*, 24(1), 8-40.
- Carpenter, M. A., Geletkanycz, M. A., & Sanders, W. G. (2004). Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition. *Journal of management*, 30(6), 749-778.
- Chang, S. J. (2004). Venture capital financing, strategic alliances, and the initial public offerings of Internet startups. *Journal of Business Venturing*, 19(5), 721-741.
- Chemmanur, T. J., Signori, A., & Vismara, S. (2019). The exit choices of European private firms: A dynamic empirical analysis. Available at SSRN 2530987.
- Chesbrough, H. W. (2003). *Open innovation: The new imperative for creating and profiting from technology*. Harvard Business School Press.
- Ciccotello, C. S., Field, L. C., & Bennett, R. L. (2001). The Thrift IPO as the First Stage of its Subsequent Sale. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 10(1), 1-1.
- Coad, A., & Kato, M. (2021). Growth paths and routes to exit:'shadow of death'effects for new firms in Japan. *Small Business Economics*, 57, 1145-1173.
- Cotei, C., & Farhat, J. (2018). The M&A exit outcomes of new, young firms. *Small Business Economics*, 50, 545-567.
- Crossland, C., & Hambrick, D. C. (2007). How national systems differ in their constraints on corporate executives: A study of CEO effects in three countries. *Strategic Management Journal*, 28(8), 767-789.
- De, S., & Jindra, J. (2012). Why newly listed firms become acquisition targets. *Journal of Banking & Finance*, 36(9), 2616-2631.

- De Tienne, D. R., & Cardon, M. S. (2012). Impact of founder experience on exit intentions. *Small Business Economics*, 38, 351-374.
- Gassmann, O. (2004). Towards a theory of open innovation: three core process archetypes.
- Gartner. (2023). Market trends: SaaS market worldwide, 2022–2023.
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32(2), 334–343.
- Harada, N. (2007). Which firms exit and why? An analysis of small firm exits in Japan. *Small Business Economics*, 29, 401-414.
- Keyhani, M., Deutsch, Y., Madhok, A., & Lévesque, M. (2023). Exploration-exploitation and acquisition likelihood in new ventures. *Small Business Economics*, 1-22.
- Kim, J. D. (2022). Startup acquisitions, relocation, and employee entrepreneurship. *Strategic Management Journal*, 43(11), 2189-2216.
- Kooli, M., Zhang, A., & Zhao, Y. (2022). How IPO firms' product innovation strategy affects the likelihood of post-IPO acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 72, 102159.
- Matsuda, S., Vanderwerf, P., & Scarbrough, P. (1994). A comparison of Japanese and US firms completing initial public offerings. *Journal of Business Venturing*, 9(3), 205-222.
- Pahnke, E. C., Sirmon, D. G., Rhymer, J., & Campbell, J. T. (2023). Resource interdependence and successful exit: A configurational perspective on young technology firms. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 17(3), 507-534.
- Ragozzino, R., & Reuer, J. J. (2011). Geographic distance and corporate acquisitions: Signals from IPO firms. *Strategic Management Journal*, 32(8), 876-894.
- Rohrbeck, R., Hölzle, K., & Gemünden, H. G. (2009). Opening up for competitive advantage—How Deutsche Telekom creates an open innovation ecosystem. *R&D Management*, 39(4), 420-430.
- Signori, A., & Vismara, S. (2017). Stock-financed M&As of newly listed firms. *Small Business Economics*, 48, 115-134.
- Statista. (2023). SaaS market trends in Japan.

West, J., & Gallagher, S. (2006). Challenges of open innovation: the paradox of firm investment in open-source software. *R&d Management*, 36(3), 319-331.

一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2023」
経済産業省（2021）大企業×スタートアップの M&A に関する調査報告書
(<https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/mahoukokusyo.html>)

松永淳, 仙石慎太郎, & 児玉耕太 (2020). スタートアップの Exit に影響する
要因の階層分離: 先行研究レビューに基づく試み.

ユーザベース (2024) Japan Startup Finance 2024
(<https://initial.inc/articles/japan-startup-finance-2024>)

謝 辞

まず、本研究を始めるにあたり、慶應義塾大学大学院経営管理研究科での学びの場において、日々の生活を通じて多くの先生方や同級生から温かいご指導と励ましをいただきましたことに深く感謝申し上げます。このような支えがあったからこそ、本研究に取り組む基盤を築くことができました。

特に、本研究の主査である慶應義塾大学経営管理研究科の芦澤美智子准教授には、専門的な知見に基づく的確な助言と温かいご指導を賜り、心より御礼申し上げます。企業とのプロジェクトやスタートアップのイベント、国家の重要な会議への随行など、座学以外にも非常に多くの学ぶ機会をいただきました。先生の励ましと建設的なアドバイスが、私を前進させる大きな力となりました。

また、副査である齋藤卓爾教授、村上裕太郎教授にも、多忙な中で貴重なご助言をいただき、研究の完成に向けた重要な視点を与えてくださいましたことに深く感謝いたします。

さらに、日々の議論やサポートを通じて多くの気づきと学びを共有した芦澤美智子研究室同級生の岩村宗一郎さん、古瀬加奈子さん、田淵智子さんに感謝申し上げます。私たちはゼミの一期生として、新たな文化を醸成し、研究室の土台を築くという重要な役割を担ってきました。その中で、それぞれが精力的にさまざまな活動に取り組む姿勢は刺激となり、互いに成長し合う貴重な機会を得ることができました。特に、シリコンバレー合宿において夜遅くまでお互いの価値観や将来の夢を語り合った経験は、今後の人生における大きな財産となるでしょう。このような成長と協力の積み重ねがあったからこそ、本論文を書き上げることができたと感じております。

また、シカゴ大学の柏野尊徳研究員には、お忙しい中、論文の方向性を定める重要な局面において貴重なご意見をいただきましたことに、心より感謝申し上げます。

最後に、大学院へ入学する為に休職を認めて下さった三菱 UFJ 銀行の方々、本研究の遂行に際し支えてくださった方々、ならびに無給の私の学生生活を見守り、応援して下さった家族に心より感謝申し上げます。自由な時間と私生活の充実、そして家族の支えがあったからこそ、学問に没頭できる 2 年間で過ごせたと実感しております。この謝辞をもって、皆様への感謝の気持ちを記させていただきます。

2024 年 12 月

坂口 僚