

小野正人 提出 博士学位申請論文（論文博士）
『ベンチャーファイナンスの歴史と構造
ーアメリカにおける起業家と投資家の200年ー』

本論文の章別構成

まずはじめに、本論文の章立て、章別構成を紹介しておこう。本論文の章立て、章別構成は以下の通りである。

第1章 研究の概要

- 1.1 研究の目的と意義
- 1.2 研究の視点
- 1.3 研究手法と研究フロー
- 1.4 制約

第2章 19世紀の新興企業とファイナンス

- 2.1 アメリカの工業化
- 2.2 第二次産業革命と新産業
- 2.3 株式会社の拡大
- 2.4 19世紀における企業の資金調達
- 2.5 小括

第3章 起業家とアメリカニズムの形成

- 3.1 起業家の誕生
- 3.2 起業活動におけるアメリカニズムの形成

3.3 小括

第4章 20世紀前半の新興企業とファイナンス

4.1 第二次体制前までのアメリカ

4.2 20世紀前半の起業家

4.3 20世紀前半の投資家

4.4 金融証券市場の制約

4.5 ベンチャー投資組織の設立機運

4.6 小括

第5章 戦後における投資組織の形成

5.1 ファミリー投資の組織化

5.2 世界初のベンチャーキャピタル

5.3 ARDの制約と限界

5.4 小括

第6章 政府のベンチャーファイナンス

6.1 株式市場とIPOの推移

6.2 SBIC制度の発展と問題

6.3 小括

第7章 西海岸の勃興

7.1 18世紀までの西海岸

7.2 エレクトロニクス産業の萌芽

7.3 第2次大戦後の起業家と投資家

7.3 小括

第8章 西海岸における投資組織の形成

8.1 半導体、コンピュータ産業の形成と投資家

8.2 リミテッド・パートナーシップ

8.3 小括

第9章 ベンチャーキャピタル・ファンドの成立

9.1 外部環境の進展

9.2 ベンチャーキャピタルの組織化と機関化

9.3 小括

第10章 1990年代の成長と変貌

10.1 1990年代の飛躍

10.2 ベンチャーキャピタルの巨大化

10.3 ネットバブル後の構造変化

10.4 小括

第11章 ベンチャーキャピタルのパフォーマンス

11.1 ベンチャーキャピタル・ファンドの収益性

11.2 ファンド・パフォーマンスの要因

11.3 ベンチャーキャピタルの競争力

11.4 小括

第12章 総括

12.1 主な成果

12.2 インプリケーション

12.3 今後の課題

12.4 あとがき

論文内容の要旨

本論文の目的は、「アメリカ合衆国における新興企業へのファイナンスの発展と構造変化を、その建国以来の歴史的文脈にさかのぼってあきらかにすること」にある。より平易に言えば、本論文は、アメリカのベンチャーファイナンスがどのような形で発展してきたのかを、起業家と投資家、双方の視点から明確にすることを目的としている。

各章の構成は上記した通りであるが、各章の内容をまず簡単に紹介しておきたい。

第1章「研究の概要」では、本論文の目的と意義が示されている。同時に本論文の視点として、この研究は、アメリカのベンチャーファイナンスが現状のような社会資本、ないしはシステムとして出来上がった過程についての「史的分析」であること、アメリカのベンチャーファイナンスの特徴である「共同事業性」、「個人性」、さらには、アメリカ人のビジネスに対する姿勢や主義である「アメリカニズム」といった点に重点を置いていること、などが述べられている。

第2章「19世紀の新興企業とファイナンス」では、人口が約500万人から8,000万人弱へと急増した1800年代のアメリカの産業発展に触れつつ、新興企業へのファイナンスが語られる。当時はまだ、アメリカの金融業も未発達であり、新興企業の資金調達方法は、起業家自身の手持ち資金と、自らが親類・縁故者を頼って資金を集める「ブーツストラップ・ファイナンス」であったことが述べられる。

第3章「起業家とアメリカニズムの形成」では、19世紀のアメリカで巨万の富を築く起業家が輩出する中で、夢、楽天性、挑戦心といった言葉で説明される「アメリカニズム」が精神的土台として形成されていったこと、同時にその「アメリカニズム」が起業家行動＝アントレプレナーシップと大きな親和性を持つ点が説明される。

第4章「20世紀前半の新興企業とファイナンス」では、第二次世界大戦以前を取り上げ、ベンチャーファイナンスのための組織や会計制度は存在しなかったものの、19世紀に生まれた富豪達が新興企業に個人的に投資を始めたことが述べられる。同時に、ニューイングランドでは、地域振興を目的に、大戦後に誕生するベンチャーキャピタルの骨格が有力者たちで議論され、設立構想が準備されていたことが明らかにされる。

第5章が「戦後における投資組織の形成」。ここでは、第2次大戦後1946年にボストンで設立され、一般的にはアメリカにおける最初のベンチャーキャピタルだと言われているARD（American Research and Development）の設立から1972年に解散するまでの経緯と、その組織構造や事業内容が語られる。

このARDは、ベンチャーキャピタルを構成する要素の一つである「専門組織の形成」（ただし、その組織は、現在アメリカで一般的なベンチャーキャピタル組織であるLPS（Limited Partnership）組織ではなく、会社型投資信託組織であったが）を実現した組織であり、地域の力と大学の力を結集して新産業創出をはかることで地域経済活性化を目的とした社会運動、またボストンのハーバード大学やMITの産学

連携組織でもあったことが明らかにされている。

たまたま小型コンピュータ会社DECへの投資で大きなリターンを上げることになったARDではあったが、組織としては株式会社組織であったこともあり、柔軟で機動的な運営体制を取ることが出来ず、また個々の投資社員にリスクに見合った高い報酬を実現できなかったこと、また、大きなリターンを得たDECへの投資に関しても、ARDの投資によって株式の大半をARDが保有することになり、会社側には経営権が残されていなかったこと、つまり、投資家がまだ未成熟な当時のベンチャーキャピタル投資においては、資金を得るためには起業家は相当不利な条件を飲まざるを得なかったことなど、最初のベンチャーキャピタル、ARDの問題点が指摘されている。

第6章「政府のベンチャーファイナンス」では、1958年にアメリカに登場したSBIC（Small Business Investment Company、中小企業投資育成会社）制度について紙面が割かれている。政府からの融資等を得て新興企業にファイナンスする官制ベンチャーキャピタルともいえるこの会社は、当初は全米で700社近くに拡大したが、その後は返済資金に詰まる会社が続出し、約半数が淘汰された。SBICの教訓として、ベンチャー投資における投資資金調達スキームの重要性が指摘されている。

一方、この時期にLPS形態のファンドを活用し、ファンド出資者とリスクを共有する現在の形態の民間ベンチャーキャピタルが登場した。民間のベンチャーキャピタルは70年代の不況を乗り越えて1980年代に発展期を迎えることになる。

第7章「西海岸の勃興」。ここで始めて、アメリカ西海岸の18世紀以降1960年代までの産業発展、起業家の状況とファイナンスの実態が本格的に語られる。西海岸では産と学の連携などを通じて、20世紀初頭に無線エレクトロニクス産業の萌芽がみられたことと、ファイナンス面での個人的な投資集団の形成が述べられている。しかし、当時の西海岸は基本的には資金に乏しく、専門的な投資組織が形成されることはなかった。

続く第8章「西海岸の投資組織の形成」では、ハイテク集積地として有名になるシリコンバレーの初期形成過程、すなわち1970年代までの「シリコンバレー」の状況が半導体産業とコンピュータ産業を中心に語られる。同時に、当時のベンチャーファイナンス、ベンチャーキャピタルについては、資金的にもまだ小さく、キャピタリストの個人的な経験、ネットワークを駆使した投資活動で、手作りの投資活動であったことが明確にされる。加えて、ベンチャーキャピタルは、ARDのような株式会社組織ではなく、個人の能力を重視するリミテッド・パートナーシップ型の組織運営を導入したことが示されている。

第9章「ベンチャーキャピタル・ファンドの成立」では、アメリカで1つの産業といえるまでに発展したベンチャーキャピタルの1980年代の成長に焦点が当てられる。

1980年代のベンチャーキャピタル発展の背景には、機関投資家、とりわけ年金基金の運用ルールの変更、規制緩和と税制改正があった。その結果、ベンチャーキャピタル・ファンドへの年金基金からの出資が急拡大したことが述べられる。

こうしたベンチャーキャピタル・ファンドへの大量の資金流入は、それまでのベンチャーキャピタルを大きく変容させる結果を生んだ。より具体的には、投資対象事業が専門特化する方向に変わり、投資ステージも創業後間もないシード・アーリーステージから、出資者の意向を反映してレーターステージなどに多様化していくことになった。また、それまでの主として個人相手の事業であったものから機関投資家相手の事業に変化することで、より合理的な運用体制や出資者への説明責任が求められることになった。

第10章が「1990年代の成長と変貌」。この章では、1980年代に1つの産業としての地位を確立したアメリカのベンチャーキャピタルが、1990年代に経験したインターネット・バブルの状況とその後の21世紀以降の崩壊過程が語られる。シリコンバレーを中心とした新しいインターネット関連ベンチャーの大量創出を背景に、ベンチャーキャピタル投資は1990年代半ばから2000年に向けて空前の拡大を見せ、大きなリターンをベンチャーキャピタルと投資家にもたらした。しかし、ネットバブルは2000年以降一気に崩壊し、投資額はピーク2000年の6分の1にまで落ち込んだ。その後の回復も思わしくなく、巨大化したベンチャーキャピタルは、低収益に苦しみ、グローバルな投資や1件当たりの金額が大きなプロジェクトへの投資に舵を切り始めたことが記されている。

第11章「ベンチャーキャピタルのパフォーマンス」では、データの収集可能な1980年代以降のベンチャーキャピタルの投資収益の分析がなされる。結論的に言えば、ベンチャーキャピタル・ファンドの実態

を平均値で見ると、高い投資収益率は1990年代後半のインターネット・バブルの時代に限られたものであること、ファンド毎の格差が大きいこと、好成績を上げるファンドは、総じて一流と称せられる老舗ベンチャーキャピタルによって継続的に運用されていること、同時に、実績、評価、ネットワークといった要素がベンチャーキャピタルの競争力を決定づける要素である可能性が高いことが指摘されている。

最終章、第12章「むすびにかえて」では、本論文の到達点、ベンチャーキャピタルの構成要素、インプリケーション、そして今後の課題が述べられている。

論文審査の結果の要旨

上記した本論文の簡単な内容紹介からも分かるように、本論文は、アメリカにおけるベンチャーファイナンスの歴史を200年前までさかのぼり俯瞰した労作といえる。

この論文で評価すべき第一は、200年という長い期間に亘って、関連する先行研究、文献を渉猟し、それらを丹念に読み解きながらアメリカのベンチャーファイナンスの発展を時代に沿って明らかにしている点である。当然ながら、こうしたアメリカでのベンチャーファイナンスの通史ともいえる研究は、日本では今までなかった研究であり、そこに本論文の最大の貢献、及び独自性と新規性がある。恐らくアメリカにおいても、時代時代を区切った断片的なものはあるとしても、

200年という長い期間を対象に、通史として研究された先行研究は存在しないように思う。

本論文によって、アメリカのベンチャーファイナンスも、様々な失敗や試行錯誤を経験しながら、それらの失敗を克服しながら現状のような世界の中で高く評価されるベンチャーファイナンスの仕組みが出来上がったことが明らかになった。

第二は、本論文がアメリカでのベンチャーファイナンスの発展を、投資家サイドだけでなく起業家サイドの視点も踏まえながら分析し、さらにはそれら投資家・起業家双方の関係性が重要であることを指摘している点である。

一般的に言って、ある特定の主体への金融、すなわち資金の還流を議論する場合、ともすれば資金供給サイドの分析に重点が置かれがちだが、効率的なベンチャーファイナンスを議論する場合、資金供給者である投資家サイドだけでなく、資金の受け手である起業家サイドの事情にも十分配慮する必要があることを、本論文は史的分析を通じて明らかにしている。同時に、投資家、起業家双方の関係性、すなわち双方の相互理解の重要性が指摘される。このことは、アメリカ以外の国でのベンチャーファイナンスの構築にあたって、有益な情報を提供してくれると考えられる。

第三は、第二と重なる部分もあるが、アメリカのベンチャーファイナンスは、資金の出し手である投資家と資金の受け手である起業家（ベンチャー経営者）との共同事業性、それと、組織からスピリアウトした個人としての投資家と個人としての起業家、彼らが個人として

力を発揮することの重要性、すなわち個人性、それに加えて、独立、自由、創造、挑戦といった価値を尊ぶ社会的・文化的風土としてのアメリカニズム、それら3者が深く関わり合うことによって発展してきたことを本論文が明らかにしている点である。そうしたベンチャーファイナンスのアメリカ・モデルが、どこまで普遍性を持っているのかは分からないが、他国、特にアメリカとはかなり異なった発展の道筋を辿ってきた日本のベンチャーファイナンスを考える際には、重要な示唆を与えてくれると考えられる。

第四は、アメリカのベンチャーファイナンスの中でも特に、ベンチャーキャピタルというベンチャーへのリスクマネー供給機関の成り立ち、発展について、現状のベンチャーキャピタルが具備している構成要素、すなわち、リスクテイカーとしての役割、投資先の監視と協働、専門組織の形成、IPOをベースとした投資回収モデル、合理的ルールと出資モデルの形成、以上5つの要素に整理した上で、それぞれの構成要素の歴史的形成過程を、その歴史的背景にも言及しながら解明している点である。

こうした分析によって、アメリカのベンチャーキャピタルの発展プロセスがより明確になると同時に、将来に向けてベンチャーキャピタルがどのように進化して行くのかを考える際の良いスタートポイントが提供されることになると考えられる。

以上、本論文の評価できる点を述べたが、一方で幾つかの問題点、課題も指摘できる。

第一は、本論文はアメリカの200年に亘るベンチャーファイナンス

の発展過程を、多くの先行研究、文献にあたりながら俯瞰した歴史書ともいえる研究であるが、個々の歴史的事実についての検証が十分に
なされているとは言えない点である。しかしながらこの点は、上記し
たベンチャーファイナンスの研究としての価値、貢献から見れば大き
な問題ではないともいえようし、筆者に歴史研究としての正確性まで
要求するのは酷といっても良いのではないか。

第二は、タイトルが「ベンチャーファイナンスの歴史と構造」とあ
るにもかかわらず、特に第二次大戦後の内容については、専らベンチ
ャーキャピタルの発展の考察に終始し、ベンチャーファイナンスにお
いては重要な、個人投資家＝エンジェル投資家や融資を扱う金融機関、
さらには事業会社等への言及がない点である。特に、ベンチャーの成
長資金として量的にもベンチャーキャピタルを上回るとも言われるエン
ジェル資金について、全く触れられていないのは残念である。

第三は、第二と同様な意味で、副題に「アメリカにおける起業家と
投資家の200年」とあるにも関わらず、分析の対象がアメリカ西海岸、
シリコンバレーと東部ニューイングランド地域に偏っている点である。
アメリカの大半を占める他の地域の状況についてはほとんど触れられ
ていない。

第四に、ベンチャーキャピタルのファンド・パフォーマンスに触れ
た第11章「ベンチャーキャピタルのパフォーマンス」は、アメリカの
ベンチャーキャピタルの評価、同時に個々のベンチャーキャピタルの
競争力の要素を検討する上で重要な問題ではあるが、本論文の歴史分
析としての流れからみて、多少の違和感を覚える章だといえよう。

第五は、勝手な要望とも言えるが、アメリカのベンチャーファイナンスの歴史分析を踏まえて、できれば日本のベンチャーファイナンスやベンチャーキャピタルの状況に対する筆者なりの見解を示して欲しかった。

以上5点、問題点や課題を指摘したが、ただそれらは、本論文の貢献に比較すると小さな問題と言ってよい。

本論文の研究論文としての独自性・新規性は極めて高いと評価される。よって、審査員3名一致して本論文が論文博士の学位を授与するに十分な内容を有しているとの結論に至った。

平成26年2月20日

主査 國學院大學教授

秦 信行 ㊞

副査 神戸大学大学院教授

忽 那 憲 治 ㊞

副査 早稲田大学大学院准教授

樋 原 伸 彦 ㊞