

氏名	きり はた てつ や 桐 畑 哲 也
学位(専攻分野)	博 士 (経 済 学)
学位記番号	経 博 第 290 号
学位授与の日付	平 成 19 年 3 月 23 日
学位授与の要件	学 位 規 則 第 4 条 第 1 項 該 当
研究科・専攻	経 済 学 研 究 科 組 織 経 営 分 析 専 攻
学位論文題目	ベンチャーキャピタリストと新技術ベンチャー ——新技術,成長初期に投資する我が国ベンチャーキャピタリストの機能——
論文調査委員	(主 査) 教 授 上 總 康 行 教 授 吉 田 和 男 助 教 授 澤 邊 紀 生

論 文 内 容 の 要 旨

我が国では、情報通信、バイオテクノロジー、ナノテクノロジー等の新技術に基礎を置く新技術ベンチャーの創出が重要な課題の1つであるとされている。ベンチャー企業へ大株主として資金を提供するのがベンチャーキャピタル会社である。もちろん、ベンチャーキャピタル会社は、新技術ベンチャーのみに投資しているわけではないが、数多くの先行研究によれば、インテル、デジタルイクイップメント、サンマイクロシステムズ等の技術をベースとした新企業の発展にとって米国のベンチャーキャピタルが果たした役割はきわめて重要であった。本論文は、インタビュー調査やサーベイ調査から得た一次資料を用いた実証分析によって、新技術ベンチャーへ投資する我が国のベンチャーキャピタル会社、とりわけ経営支援機能を実質的に担うベンチャーキャピタリストの機能を解明したものである。本論文の構成、各章の要旨は、以下の通りである。

第1章では、ベンチャーキャピタルに関する先行研究を精査した上で、本論文の目的、研究の視点を述べている。ベンチャーキャピタル研究は、1980年代後半から本格化し、投資実態の解明等、探索的な研究、90年代以降は、ベンチャーキャピタルの投資プロセスに着目した実証研究が進展すると共に、主要な学術領域からの研究も進んでいる。その一方で、我が国のベンチャーキャピタリストを対象とした学術的研究は、90年代後半から始まったばかりであり、その蓄積は浅く、特に新技術、成長初期ベンチャーへ投資するベンチャーキャピタリストが投資先に対していかなる機能を有しているのかについての学術的研究はほとんどない。かかる認識から、新技術ベンチャーへ投資するベンチャーキャピタリストの機能を解明することを本論文の目的とした。

第2章と第3章では、上記目的を達成するため、欧米の先行研究、とりわけ実証分析の方法と結果を十分に検討し、ベンチャーキャピタリストの経営支援機能について資源ベースアプローチの視点から分析している。第2章では、我が国ベンチャーキャピタル業界を日米比較の観点から歴史的に考察した上で、それまで成長後期のベンチャー企業へ投資していた我が国のベンチャーキャピタルが1990年代後半以降、新技術、成長初期ベンチャー投資に傾注し始めたこと、シリコンバレーのベンチャーキャピタル会社と同様に、一連の投資活動をベンチャーキャピタリスト個人に任せるようになったと論じている。第3章では、ベンチャーキャピタリストの機能について、成長初期の要因と新技術に伴う要因とに分けて論じている。成長初期のベンチャー企業に関しては、有望投資先を見極める選別能力と投資後には投資先に価値を付与する経営支援が必要である。新技術ベンチャーに関しては、ビジネスリスク（企業の倒産）、イノベーションリスク（技術の実現、マーケティング）とファイナンシャルリスクを考慮する必要がある、特に優れた新技術の評価と経営支援が必要であるとしている。

第4章から第6章では、我が国のベンチャーキャピタル会社、ベンチャーキャピタリスト、新技術ベンチャーを対象としたアンケート調査ならびに聞き取り調査による実証分析に基づいて、新技術ベンチャーの経営課題、ベンチャーキャピタリストの投資先評価及び投資後の支援について分析している。第4章では、新技術ベンチャーの経営課題とベンチャーキャピタル会社による新技術ベンチャーの経営認識を分析している。我が国の新技術ベンチャーでは、全体としてみれば、資金面の問題に加えて、人材面の問題、ビジョンの抽出や需要のコンセプト化の問題が主要な経営課題であった。事業段階毎にみると、

基礎研究段階においては人材の問題、製品開発段階ではビジョンの抽出や需要のコンセプト化の問題、事業段階では人材面
の問題が最重要課題であった。経営課題の克服には、基礎研究段階では市場ニーズの明確化・共有化、製品開発段階ではト
ップダウン型経営、事業段階では外部専門家との連携が有効である。また我が国のベンチャーキャピタル会社は、新技術ベ
ンチャーの事業化段階毎の課題等、内部経営管理について十分な理解を獲得していない可能性がある指摘している。

第5章では、ベンチャーキャピタリストの投資プロセスの内、投資先の評価について分析している。新技術投資割合の高
いベンチャーキャピタリストは、同時に成長初期投資割合が高く、成長初期投資割合が高い程、担当企業数が減少する。新
技術投資割合が増加すると、担当企業数は減少傾向にある。さらに新技術投資割合が多いベンチャーキャピタリストは、我
が国ベンチャーキャピタリスト全体と比較して、製品能力・技術情報を比較的重視している。また重視する情報に関して、
米国のベンチャーキャピタルは自社で作成したデューデリジェンスレポートや事業計画を重視するのに対して、我が国の
ベンチャーキャピタリストはこれらを重視せずに、むしろ経営者の経歴や面談を重視する傾向にあり、そこには共通性を示
す根拠は得られなかったと指摘している。

第6章では、ベンチャーキャピタリストの投資後活動と新技術ベンチャーの支援ニーズについて論じている。新技術、成
長初期の投資割合の高いベンチャーキャピタリストは、投資後、ファイナンス関連に加えて、新技術ベンチャーの支援ニ
ーズの高い経営上の企業戦略調整、動機付け関連の支援に高い関与レベルの支援を行っている。米国の先行研究と比較すると、
経営課題に対してより深いコミットメントを行うという点では同様の傾向を示していたが、我が国のベンチャーキャピタ
リストは人材面での支援機能には注力していないという相違点も確認された。

以上のように、本論文では、我が国の新技術ベンチャー、ベンチャーキャピタル会社およびベンチャーキャピタリストに
対する実証分析に基づいて、新技術ベンチャーへ投資するベンチャーキャピタリストの支援機能が解明された。

論文審査の結果の要旨

本論文は、我が国の新技術ベンチャー、ベンチャーキャピタル会社およびベンチャーキャピタリストに対するインタビ
ュー調査やサーベイ調査から得た一次資料を用いた実証分析に基づいて、欧米の先行研究と比較検討しながら、新技術ベン
チャーへ投資する我が国ベンチャーキャピタリストが投資先に対していかなる機能を有しているかを解明した水準の高い研究
である。以下、本研究の優れた点と問題点や課題を指摘する。

第1は、我が国および欧米の先行研究を丹念に検討した上で、新技術ベンチャーはベンチャーキャピタル会社から研究開
発や事業化の資金のみならず、資金以外の経営支援（ハンズオン）機能の提供なくして成功し得ないが、そこには、ベン
チャーキャピタルリスト個人の判断が大きく影響すること、さらにはベンチャーキャピタルが提供する経営支援活動に対して
新技術ベンチャーの側に大きな期待ギャップがあることを資源ベースアプローチに依拠しながら明らかにしたことである。

第2に、実証分析に基づく新しい事実の発見である。本論文では、新技術、成長初期へ投資するベンチャーキャピタ
リストは、我が国のベンチャーキャピタリスト全体と比較して、投資先支援の担当企業を絞って、技術を重視した投資先評価を
行う。投資後にあっては、ファイナンスに加えて、企業戦略、動機付け、企業危機関連の支援を中心に、より高いレベルの
関与を行っている。我が国ベンチャーキャピタリスト全体と比較すると、投資先の経営課題、支援ニーズ、自らの支援能力
を考慮した特有の機能を有している点を明らかにした。かかる分析結果は、これまでの我が国のベンチャーキャピタルに関
する先行研究では、明らかにされてこなかった点である。この点は特に高く評価できる。

第3に、本論文は、新技術ベンチャーとこれに資金を提供するベンチャーキャピタル会社のみならず、それとは相対的に
独立して活動するベンチャーキャピタリストとの関係に着目して、幅広く実証研究を積み重ねた上で、ベンチャーキャピ
タリストの機能、とりわけ経営支援活動を解明したものである。新技術ベンチャーを支援するベンチャーキャピタルに関する
研究は、もともと未開拓な分野であり、欧米のベンチャーキャピタルと比較しながら、我が国のベンチャーキャピタリスト
の機能に初めて分析のメスを入れた功績はきわめて大きいものがある。

以上のように、本論文は、未開拓な分野での先駆的な研究であるが、以下のようないくつかの問題や課題も残されている。

第1に、アンケート調査の設計に関わる問題である。たとえば、第4章における新技術ベンチャーの経営課題とその課題
解消に有効な戦略に関する設問の設定、第5章の評価手法及び評価技法についての分類の妥当性、さらに新技術ベンチャー

の評価に関して、従来の投資評価手法だけを設問としてよいのかといった問題点である。質問票の設計が調査結果に大きな影響を与えるだけに、我が国及び欧米の先行研究との比較を考慮して質問票項目を制約せざるをえなかったとしても、やはり質問票の設計にはもう少し配慮を払うべきであった。

第2に、本論文の焦点がベンチャーキャピタリストの新技术ベンチャーに対する経営支援機能の解明にあったとはいえ、ベンチャーキャピタリストやベンチャーキャピタル会社が本来行うべき資金提供機能の分析、さらにベンチャーキャピタルと他の金融機関等との機能面での比較分析などがやや不十分であった。この点の分析があれば、より鮮明にベンチャーキャピタリストの経営支援機能を浮き彫りにできたはずである。

第3に、実証分析の結果を踏まえて、新技术ベンチャーに投資するベンチャーキャピタルに関する理論的な検討がやや不十分であることである。新技术ベンチャーに投資するベンチャーキャピタル会社とベンチャーキャピタル全体との関係、ベンチャーキャピタル会社とその支援機能を担うベンチャーキャピタリストとの関係、さらにベンチャーキャピタリストと新技术ベンチャーとの関係の中で、ベンチャーキャピタルを包括的に説明する記述理論が求められる。追加的な実証分析はもとより、ファイナンス理論および会計学の視点からの考察を加えることによって、この研究課題を達成する必要がある。

しかしながら、これらの問題や課題は、今後の研究全体の進展に待つべき部分も多く、著者が行ったベンチャーキャピタリストと新技术ベンチャーに関する未開拓な領域における水準の高いオリジナルな実証分析の成果をなんら損なうものではない。

よって、本論文は博士（経済学）の学位論文として、価値あるものと認められる。なお、平成18年2月19日、論文内容とそれに関連した諮問を行った結果、合格と認めた。