

タイトル	ベンチャー・キャピタルの意義とベンチャー・キャピタル研究の分類
著者	赤石, 篤紀
引用	北海学園大学経営論集, 1(4): 33-64
発行日	2004-03-00

# ベンチャー・キャピタルの意義と ベンチャー・キャピタル研究の分類

赤 石 篤 紀

## 第1節 はじめに

1989年のベルリンの壁の崩壊を契機とした旧ソ連、東欧の社会主義国家の崩壊は、経済的にみると、計画経済管理システムの行き詰まりから生じたものであった。そして、資本主義対社会主義（市場経済対計画経済）の2軸の対立構造が失われた昨今、世界的に市場経済システムの再評価が行われている。それは、資本主義の旗手としての一翼を担い、1990年代の世界経済を牽引してきた米国の市場経済システムを推し進めようとするグローバル化の動きと地域的な文化風土、歴史的経緯、価値観といった地域特性を重視するローカリゼーションの動きがせめぎ合う時代でもあることを意味する。

このような1990年代以降の資本主義社会にあって、一貫してみられる1つの傾向がある。それは、世界的にベンチャー・キャピタル（以下VC）を通じたベンチャー企業（以下VB）への投資が増加しているということである。

図表1は、米国、ヨーロッパ、アジア、そしてわが国のVCの新規投資額の推移を示したものである。同図表から、1990年以降、いずれの国、地域においてもVCの活動、すなわちVCによるVBへの投資が活発となっていることが窺える。では、なぜ今VCの活動が活発となっているのであろうか。

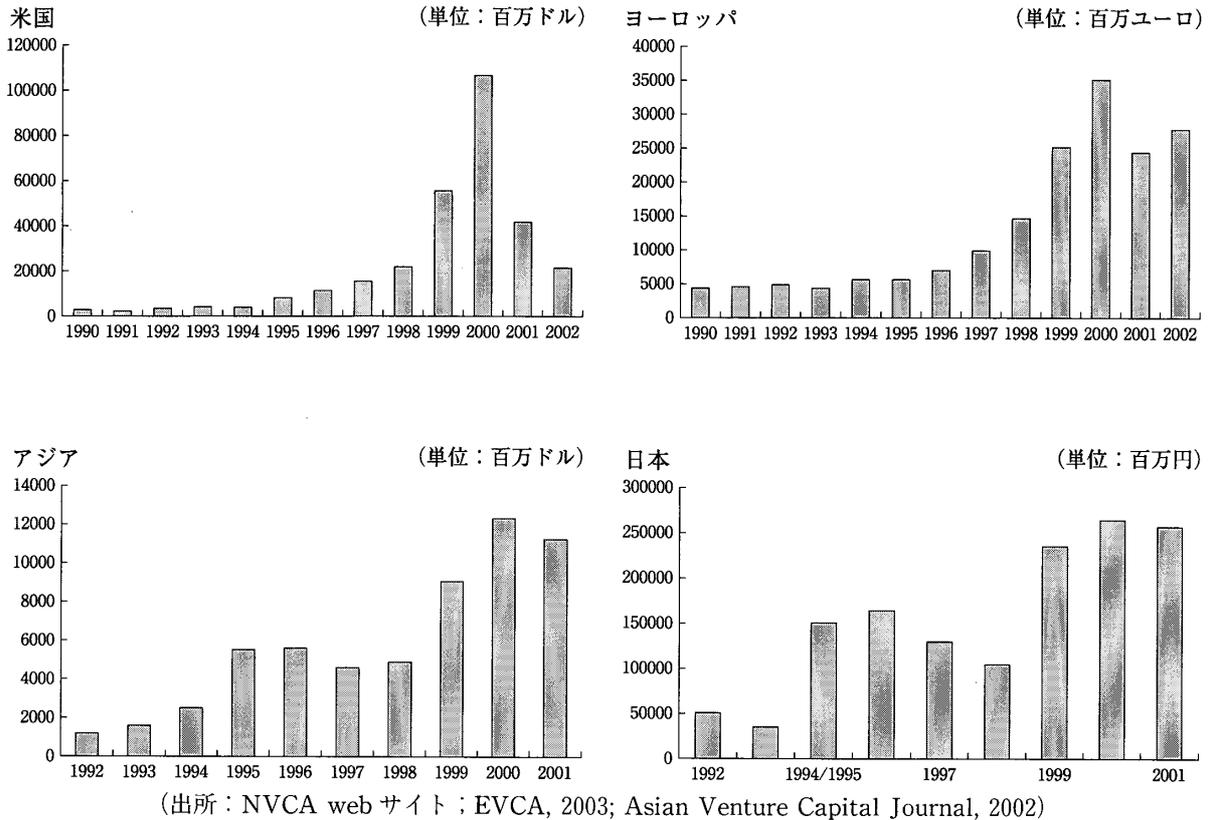
VCは、VBを主たる投資対象とする金融

機関である。そのため、VCの活動の活発化は、VBへの関心が高まり、VBへの投資が増加していることを意味する。それゆえ、先の問題に答えるには、VBへの関心が高まっている理由についてまず考える必要がある。VBへの関心が高まっている背景には、大きく3つの側面がある。

1つは、イノベーションの担い手としてVBに固有の補完機能の役割（明石，1999，p.3）が求められている点である。VBは市場規模が小さいあるいは既存の技術パラダイムとは異なるという理由で大企業において見過ごされる、あるいは大企業が適応できない特殊・隙間ともいえる事業領域において潜在的なニーズを探索し、それを具現化する。そして、このような大企業では適応できない市場や技術がやがて既存の市場や技術を代替するイノベーションとなることが様々な産業において観察されている（Utterback, 1994; Christensen, 1997）。それだけに、消費者ニーズの多様化と技術革新のスピードが増している昨今、VBがイノベーション創造の先鞭をつけるという固有の役割が着目されているのである。

2つめには、Microsoft社やIntel社、Genentech社といった、かつてはVBであった企業の華やかな成功物語があげられよう。また、上記の企業だけでなく、コンピュータ・ソフトウェアやバイオテクノロジー、情報通信など21世紀を担うといっても過言ではない産業での米国VBの台頭は

図表1 VCの新規投資額の推移



著しい。これらの企業、そしてこれらの企業に先鞭をつけた投資家は、その後の情報技術ブームやバイオテクノロジー・ブームに乗って1990年代を謳歌した。また、これらの企業に牽引される形で、1980年代に深刻な不況を経験した米国経済は復活を遂げ、90年代に大きく躍進した。それだけに、数々の成功物語を生み出すと同時に、米国経済を牽引し、発展させたVBに対する関心が高まったのである<sup>1)</sup>。

3つめは、米国経済の躍進に、シリコンバレーのようなVBを中心とするクラスターが大きな原動力となっている点である。これらのクラスターは、当該地域の経済を活性化

するとともに、不況によって失われた雇用機会の創造にも一役買っている。そして、VBを中心とするこれらのクラスターは、当該地域の競争力だけでなく、先に述べたように国の競争力を高めている。それゆえ、国内地域の活性化と雇用機会の確保といった地域振興の観点からも、VBに対する関心が高まっているのである。

こうした理由により、VBへの関心が高まり、VBを投資対象とするVCへの資金流入が増加し、VCによる投資が増加しているのである。しかし、ここで1つの疑問が生じる。なぜ、VBへの関心が高まるとともにVCへの資金流入が増加するのかという問いである。言い換えれば、なぜ、VCが一般投資家とVBの間に介在するのかという問題である。

本稿は、かかる問題を明らかにすることにより、VCの意義、さらにはVC研究の意義を明らかにすることを狙いとする。というの

1) Reynold=Hay (1999, 2000, 2001) では、1国の経済成長が、大きく既存企業（大企業と中小企業）の行動と起業家活動（起業機会と起業能力）に依存するモデルを提示している。

も、上記の問題こそが、VC 研究を行っていく上で礎となる基本的問題であるからである。そして、この基本的問題の上に、これまでの VC 研究があると考えられるからである。

具体的には、まず第2節で、これまでになされた VB の諸定義を整理することを通じて、VB の有する特徴を明らかにする。というのも、VC をもって VB と投資家の間に介在させる1つの理由が、投資対象としての VB の特徴にあると考えられるからである。その上で、第3節において、VB が成長するに伴い、その性質を変化させていくことをみる。とりわけ、そこでは、VB への投資を考える際に考慮すべき VB の特質の変化に焦点を当てる。その上で第4節と第5節で、これまでに蓄積されてきた VC 研究をそれぞれの研究における問題意識を分類軸として整理し、第6節で、VC 研究における課題を見出していくことにする。

## 第2節 VB の特徴

本稿での主たる問題意識は、「なぜ、VC が一般投資家と VB の間に介在するのか」という点にある。本節では、これらの問題を明らかにする1つの手がかりとして、VC の投資対象である VB の特徴を、これまでになされてきた VB の定義に込められた意味内容を整理する中で、考察していくことにする。

### 1. 定義にみる VB の特徴

VB という用語は和製英語であり<sup>2)</sup>、わが国においてこの用語が初めて用いられたのは、国民金融公庫総合研究所による新規開業実態調査であるとされる(植藤, 1999: p.2)。1970年度に行われた「都市型新規開業実態調査」において、「最近登場する新しいタイプの中小企業を一応 VB と名付けることとする」と記述され、「VB の特徴としては、

新技術を企業化したり、あるいは専門知識にもとづいて、新しい独自の影響方法を開発するなど、他に先駆けて創造的活動を展開するパイオニア的な企業である」と、ここにわが国において初めて VB という用語が定義されたのである。

この調査時に、中心的な役割を果たしたのが中村秀一郎教授と清成忠雄教授であった。その後、その両教授は改めて VB を次のように定義されている。すなわち、「VB とは、研究開発集約的、またはデザイン集約的な能力発揮型の創造的新規開業企業を意味する。したがって、それらは小企業として出発するが、従来の新規開業小企業の場合と違うのは、独自の存在理由を持ち、経営者自身が高度な専門能力と才能ある創造的な人々をひきつけるに足りうる魅力ある事業を組織する企業家精神をもっており、高収益事業である」としている(中村=清成, 1971: p.10)。

その後、企業を取り巻く環境変化の中で、多くの論者によって新たな意味と内容を持った VB の定義が行われるに至る<sup>3)</sup>。1971年の中村、清成両教授の VB の定義以降に指摘された VB の諸定義をまとめたものが図表2である。

図表2に示すように、多くの論者がそれぞれの研究視点にのっとり、VB の定義を行っている。そこでの VB の定義に共通してみ

2) 米国においては必ずしも VB とは呼ばれていない。New Technology Company, New Venture, Venture Operation, New Venture Company, Small Business Venture など多様な呼び方がなされている(中村=清成, 1971: p.10)。また、単に Venture とする場合もある。Lerner = Pfirman = Wupperfeld (1997) においては、「R&D に少なくとも 10 万マルクを支出する創業 5 年未満の企業」を New Technology Based Firms と定義し、これに資本を供給する VC の役割を分析している。

3) これら種々の定義を分類する試みもなされている。詳しくは、金井(2002)を参照されたい。

図表2 VBの諸定義

中村秀一郎（1983）	研究開発型・デザイン開発型の新規開業企業である。それをより広義に捉えるなら、独自の経営ノウハウにもとづいて既存の企業では満たし得ない新しい需要を開発し、新しい需要機会を創造した新企業を含めてよい。それは新しい独立の小企業としてスタートするが、新規開業企業一般と異なるのは、独自の製品、サービスを開発し、固有の市場範囲を確保しているイノベーターであることである（p.11）。
鈴木克也（1983）	中堅・中小企業でありながら、企業家精神あふれる経営者に率いられ、独自の高度な技術や経営ノウハウを武器に、自らの力で新規の市場を切り開いていく若々しい企業（p.113）。
中小企業庁（1984）	独自の新しい優れた技術や経営ノウハウを武器として、積極的に経営を拡大しようという企業家精神旺盛な自主独立の中小企業。
清成忠男（1985）	ベンチャー・ビジネスとは、高度に知識集約的な革新的中小企業である。その企業行動の特徴は、旺盛な企業家活動である（p.163）。
若杉敬明（1985）	①旺盛な企業家精神を持つ経営者に率いられ、②独自の技術ないし独自の経営スタイルにもとづいた製品により、③新規市場を開拓（しよう）している、④独立の中小企業（p.132）。
大滝精一（1997）	①製品・サービスあるいは事業の内容に一定の革新性をもち、②新規市場の創造によって成長を志向するとともに、③それに伴うリスクを適切に処理する必要性に直面した企業（p.152）。
高城寛（1998）	「研究開発集約的、またはデザイン開発集約的な能力発揮型の創造的新規開業企業」である。これらの企業の特徴は、例えば①小企業として出発するが独自の存在理由をもっている、②経営者自身が高度の専門能力をもっている、③企業家精神に富んでいる、④高収益、急成長の企業である（p.11）。
松田修一（1998）	成長意欲の強い起業家に率いられたリスクを恐れない若い企業で、製品や商品の独創性、事業の独立性、社会性、さらに国際性をもった、何らかの新規性のある企業。そして、最低限リスクを恐れず新しい領域に挑戦する若い企業であること（p.16-17）。
経済企画庁（1999）	きわめて高い成長を達成する可能性を有するものの、その実現には不確実な要素が多く、事業に失敗する可能性も高い企業（p.223）。
西村慶一（1999）	企業家精神を有する経営者が、創造性に富んだ新しい技術やサービスによって、新市場を開拓していく若い独立した中小企業であって、企業の社会的役割を認識しつつ、積極的に経営拡大を行い、登録・上場を行う意欲のある企業（p.131）。
柳孝一（2000）	高い志と成功意欲の強い企業家を中心とした、新しい事業への挑戦を行う中小企業で、商品、サービス、あるいは経営システムに、イノベーションにもとづく新規性があり、さらに社会性、独立性、普遍性をもった企業（p.5）。
柳在相（2003）	リスクを恐れないチャレンジ精神に溢れる起業家や経営チームによって導かれ、製品やサービスに独創性および社会性があり、さらに事業組織としての自立性の高い企業である（p.46）。

られる特徴としては、大きく以下の4点をあげることができる。

第1は、企業家精神を有しているという点である。そこでいう企業家精神には様々な意味が包摂される。しかし、その根底にある意識は、Schumpeter（1961）のいう「新結合」を遂行することを自らの機能とし、その

遂行にあたって能動的に行為するという点である<sup>4)</sup>。すなわち、企業家精神を有しているということは、イノベーションの担い手であり、経済発展の源泉である非連続的な変化を引き起こす原動力としての役割を有する<sup>5)</sup>ことが自他ともに認められるかということの意味する。

第2は、独自の技術やノウハウにその存立基盤を置いているという点である。そして、第3は、新しい需要を創造することを狙いとしている点である。これは、第1の特徴と大きく関連する。なぜなら、企業家精神を有しているということは、経済生活における同一軌道性からの逸脱を意図するから、当然にそれは新しい独自の技術やノウハウを基盤とし、新しい需要の創造を狙いとするためである。

第4の特徴は、中小企業であるという点である。これは「中小企業基本法」に規定されている量的な区分<sup>4)</sup>をはかる一方で、VBがトップのリーダーシップへの依存や経営資源の脆弱性といった中小企業であるがゆえに抱える特徴<sup>7)</sup>を内在した企業体であることを意味する。

したがって、これまでに行われたVBの定義から、VBを最大公約数的に広く捉えるのであれば、VBとは、「①独自の技術やノウハウにもとづいて、②既存の企業では満たしえない新しい需要機会を創造する、③企業

家精神に富んだ、④中小企業」ということになる。

## 2. 成長可能性を秘めた企業としてのVB

しかし、図表2に示すように、近年ではVBに「成長性」あるいは「成長志向」を求める向きが強くなっている。そこには、第1節で述べたような経済の活性化や雇用機会の創造といった役割がこれまで以上にVBに求められていることと関係している。つまり、VBといった場合、そこには規模的成長を遂げていく中で地域経済や国家経済を活性化し、雇用機会を新たに生み出していく存在としての社会的な期待が含まれると考えられる<sup>8)</sup>。また、VCの観点からみたVBの成功とは、投資を行ったVBが株式公開(Initial Public Offering: 以下IPO)を行うまでに成長し、その株式が売却可能になることである。その結果、今日のVBには成長性あるいは成長志向が求められ、その意味内容に成長可能性が含まれるようになったと考えられる。少なくとも、VCの意義を模索する本稿にあって、成長性は欠くことのできないVBの特性となる。

以上から、本稿ではこれまでになされたVBの定義にみられる特徴、すなわち「①独自の技術やノウハウに基づいて、②既存の企

4) Schumpeter (1961) は、経済生活を本質的に毎年同一軌道の循環が繰り返される局面と経済循環の軌道を逸脱する変化の局面から捉え、経済発展の源泉を経済の領域内で内発的に起こる変化、つまり「経済循環起動の自発的および非連続的变化」であるとする。その上で、このような発展は、利用可能な多様なモノや力を結合する生産方法の変更、つまり「新結合」によるイノベーションを通じてもたらされることを主張した。

5) 様々な非連続な行動がイノベーションを生み、次世代の機軸となることは、Utterback (1994) に詳しい。

6) 1998年12月中小企業基本法の改正に伴い、中小企業の量的定義は次のように改正されている。

鋳工業：従業員300人 資本金3億円

卸売業：従業員100人 資本金1億円

小売業：従業員50人 資本金5000万円

サービス業：従業員100人 資本金5000万円

7) 例えば、中小企業の特徴として、①所有と経営の一致、②人間関係が密である、③成り行き管理、④経営トップの人的条件に依存、⑤大企業との済みわけ、⑥経営資源の脆弱性などがあげられる(二場, 1998: pp.69-78)。

8) わが国の今回のベンチャー・ブームは、1970年から1973年までの第一次ベンチャー・ブーム、1983年から1986年までの第二次ベンチャー・ブームに続く第三次ベンチャー・ブームとされる(山田, 1999)。過去2回のベンチャー・ブームは、金融制度の緩和、大企業の資金需要の相対的な低下、技術革新といった要因によって刺激されたものであり、好況期にみられた。一方、今回の第三次ベンチャー・ブームは、バブル崩壊後の不況時に起こったものであり、これまでのブームとは異なり、産業構図の転換が背景にあると解釈されている(鹿住, 1996; 山田, 1999)。そして、シュンペーター的な景気循環、換言すれば企業家精神の発揮による新事業の創出を梃子とした経済の内発的な発展が期待されている(Simemon, 2001)。

業では満たしえない新しい需要企業を創造する、③企業家精神に富んだ、④中小企業」に加えて、⑤成長可能性という特性をもつ企業体をVBと定義し、次節以降で「なぜ、VCが一般投資家とVBの間に介在するのか」という問題を明らかにしていくことにする。

### 第3節 VBの成長と資本調達に関わる特性の変化

前節において、われわれは、VBの定義を整理することを通じてVBの特徴をみてきた。では、なぜこうした特徴を有するVBに対する投資主体としてVCが存在するのだろうか。言い換えれば、一般投資家が直接投資を行うのではなく、VCが介在する形で、VBへの投資がなされるのであろうか。むしろ、一般投資家が投資を行う市場に株式を公開するために果たさなければならない要件は存在する<sup>9)</sup>。しかし、仮にVBが公開市場で取引されたとしても、一般投資家がVBへの投資を行うには困難が伴う。以下では、この点について①情報の不透明性 (informational opacity) と②リスクの高低という観点から、VBについてみていくことにする。

#### 1. 財務成長サイクルと情報の不透明性

##### ① 情報の不透明性

図表3は、財務成長サイクル・モデルを示したものである (Berger=Udell, 1998)。財務成長サイクルは、企業が成長していくにつれて、資本調達上のニーズおよび選択肢がどのように変化するかを示したものである<sup>10)</sup>。

9) 例えば、わが国では新興企業を対象とした株式市場として、JASDAQ, Mothers, ヘラクレスの3市場があるが、それぞれ株式公開にあたっての要件を設定している。詳しくは、各市場のWebサイトを参照された。

10) このモデルは企業の成長段階の各時点での資本調達源泉が重要になるかについての一般的な考

このモデルにおいて、企業の資本調達先を規定する要因として捉えられているものが、企業に関する情報の不透明性である。この情報の不透明性が生じる要因として、彼らは以下の4点をあげている (p.616)。すなわち、①中小企業は公開市場で絶えず継続して価格をつけられる取引証券を発行していない、②外部資金の拠出者と共有できるような監査済みの財務諸表がない、③情報の不透明性を克服するために、高い質を伝える評判を確立するのが困難である、④大企業と異なり、中小企業は一般に目にみえるような、あるいはマスコミで後半に報道されるような契約を結ぶことなく、労働者や供給業者や顧客との契約は私的なものであることをあげている。

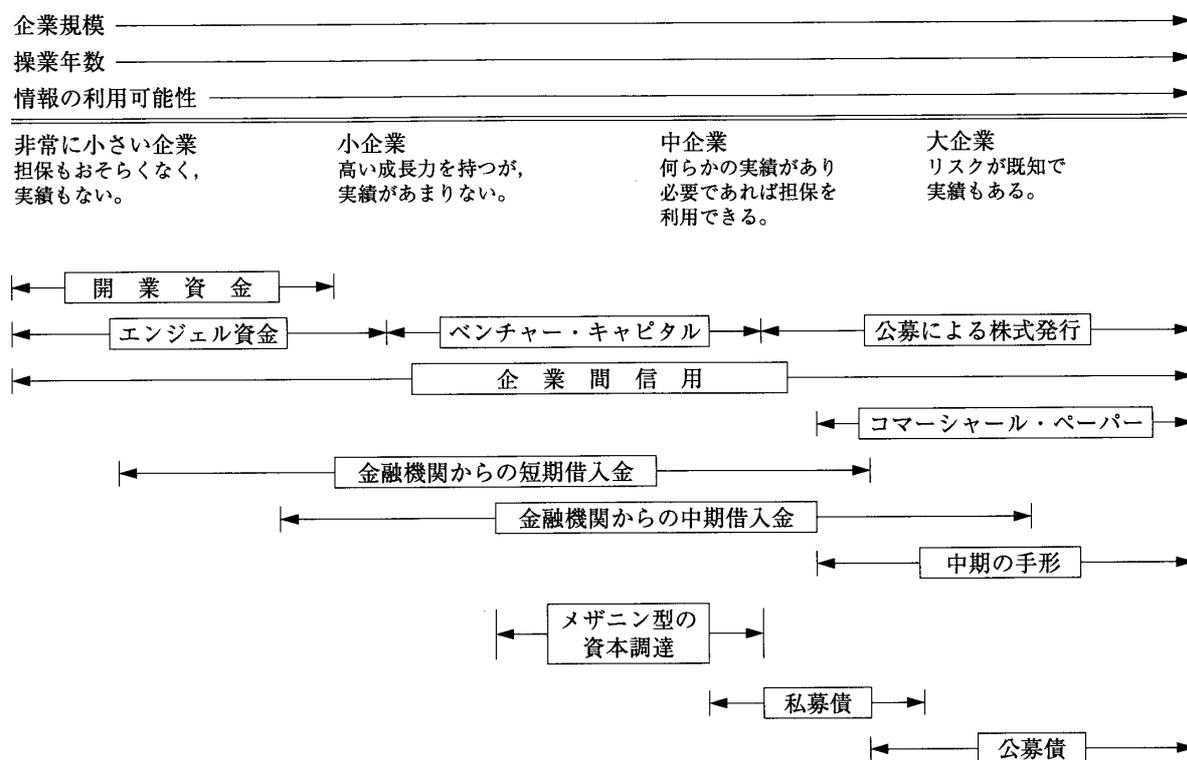
こうした情報の不透明性の存在は、次の問題を喚起する。すなわち、中小企業に関する情報の不透明性が資本の需要者側である企業と供給業者側である投資家ないし金融機関との間に情報の非対称性 (informational asymmetry) を生み出すという問題である。情報の非対称性が存在する場合、逆選択問題 (adverse selection problem) やモラル・ハザード問題 (moral hazard problem) が醸成され、多大なコストがもたらされる<sup>11)</sup>。そ

え方を示したものに過ぎず、ここで示されるように、ある資本源泉の始点と終点が決定的なものであることを意図してはいない点に留意する必要がある。また、そこで対象となる企業が必ずしもVBではない点にも留意する必要がある。

11) 逆選択問題とは、契約交渉当事者の一方が契約から生じる相手の純利益を左右する事柄に関する私的情報をもち、かつそのような契約内容に合意するものが、契約内容が相手にとって非常に不利となる私的情報をもつものである場合に生じる契約前の機会主義的行動を意味する。

モラル・ハザード問題は、そもそも効率益な結果をもたらさずの行動を簡単には観察できず、そのために行動を実行するものが、他人の利益を犠牲にして自己利益を追求することから発声するものであり、契約後の機会主義的行動から生じるものである (Millgrom=Roberts, 1992: 訳書p.

図表3 財務成長サイクル・モデル<sup>12)</sup>



(出所：Berger=Udell, 1998, p.623)

の結果、情報の不透明性の度合いによって、企業の資本調達先が規定されるのである。とりわけ、VBは、第2節でみたように、企業家精神にのっとり、これまでにない市場あるいは技術を基盤とした活動を行う。そのため、外部者と内部者の間には情報の隔たりが生じる可能性は高くなり、資本調達先が情報問題を緩和されるメカニズムを有する主体に限定されることになる。

## ② 企業の成長過程と資本調達先の変遷

さて、まず創業段階に目を向けてみよう。この段階は、企業家が製品コンセプトあるい

は事業コンセプトを展開させている段階である。図表3に示すように、この段階の資本調達源泉は、主として創業者の出資金やエンジェルに依存する<sup>13)</sup>。この理由として、Berger=Udellは、①創業段階にある企業は、最も情報の不透明性が高く、それゆえ金融仲介業者からの外部資本を調達することが不可能であること、②売掛金や棚卸資産、機械設備のような担保として抵当に入れることので

181, p.664)。

12) 図中のメザニン・キャピタルとは、優先債務と普通株の間にある資本を指す。償還権付優先株式の形をとる場合もあるが、ほとんどの場合、ワラントないし転換権が付与された劣後債の形をとる (Timmons, 1994: 訳書 p.485)。

13) 例えば、Wetzel(1983)やFreear=Wetzel(1993)は、創業段階では、エンジェルによる投資額がVCによる投資額よりもはるかに大きいと推定している。また、Sahlman(1990)も、この段階の企業をシード (seed)、スタートアップ段階と位置付け、この段階におけるVCの投資の割合が小さいことを明らかにしている (p.477)。わが国における調査でも、創業時の資本調達先として自己資金や家族・知人からの借入・出資が上位にランク付けられる (忽名, 1998, pp.128-129; 中小企業庁, 1999, p.288)。

図表4 VCの要求利益率

	Timmons (1997)		Ruhnka=Young (1991)		
	rate of return	保有期間	rate of return	risk of loss	
Seed/Start-up	50-100%以上	10年以上	Seed	73.0%	66.2%
First	40-60%	5-10年	Start-up/First	54.8%	53.0%
Second	30-40%	4-7年	Third	42.2%	33.7%
Expansion	20-30%	3-5年	Forth	35.0%	20.9%
bridge/mezzanine	20-30%	1-3年	Exit	35.0%	20.9%
LBOs	30-50%	3-5年			
Turnarounds	50%+	3-5年			

(出所：Ruhnka=Young, 1991; Timmons, 1997)

きる有形の資産をもつまで銀行ないし商業金融会社からの借入れを利用できないことをあげている (pp.622-624)。その上で、1993年の米国中小企業の資本調達源泉についての調査データから、①たとえ創業後間もない若い企業であっても、内部金融が外部金融を上回るものではなく、②若い企業に対する金融機関からの資本供給が当該モデルで想定されているよりも多いことを明らかにしている。この点について、Berger=Udellは、金融機関による資本拠出の多くが、創業者の個人的な資産に対する担保や第三者の保証にもとづいて行われているため、厳密な意味において外部金融とはいえず、内部金融の一部であると指摘している (p.626)<sup>14)</sup>。

次に、企業が成長し、ある程度の規模になった段階をみてみよう。より具体的にいえば、製品がテストに成功し、本格的な商品化と生産のための資本が必要となる段階である。この段階では、創業段階よりも情報の不透明性は和らぎ、VCや銀行といった金融仲介業者からの資本提供がみられる。とりわけ、米国においては、この段階においてVCが登場する (Berger=Udell, 1998, p.616; Sahlman,

1990; p.477)。また、この段階にある企業でも、その利益のタイプにより資本調達構造は幾分異なる。高い成長性と高いリスクを有する中小企業、すなわちVBは、VCから株式資本を得るのに対して、安定した収益構造や建物や設備といった一般的な物的投入要素をもつ中小企業は銀行やその他の金融機関からの外部負債を得る (Berger=Udell, 1998: p. 615, 626)。

その後、企業が成長し、実績をあげていけば、情報の透明性はおのずと増していき、その段階で公開市場において株式や社債を発行することで広く一般投資家から資本を調達することになる。この段階に至ると、VCはVBの株式を売却し、投資資金を回収するとともに、利益を確定させる。

## 2. VCからみたVBの特徴～成長過程と要求利益率の変遷～

次に、成長段階に沿って変化するVCのVBに対する見方をみていこう。図表4は、Ruhnka=Young (1991) と Timmons (1997) で提示されているVCのVBに対する要求利益率を示したものである。同図表から、①評価対象となるVBの成長段階によって、VCの要求利益率が異なり、②成長初期段階にあるVBに対する投資ほど要求利益率は高く、VBが成長していくにつれて要求利益率が減少していくことがわかる<sup>15)</sup>。この背景にある考え方は、以下の3つである。

14) Fluck=Holtz=Eakin=Rosen (1997) は、米国ウィスコンシン州の企業のデータを用いて、①創業段階においては外部金融が内部金融を上回ること、②ライフ・サイクルの最初の7～8年間は、外部金融の総資本に占める割合が減少するが、その後増加することを明らかにしている。

第1は、VBが株式公開に至るまでに、数々の変革期を迎え、その変革期に必ず直面する経営上の課題が存在するというものである(Griener, 1977; Galbraith, 1982; Churchill=Lewis, 1983; 大滝, 1997)。すなわち、創業時点の企業ほど、株式公開に至るまでに乗り越えるべき課題が多く、逆に株式公開間近の企業ほど、乗り越えてきた課題が多く、リスクが少ないとされる。Ruhnka=Young (1991) では、損失の可能性が企業の成長に伴い、減少することが示されてもいる。

第2は、VBが株式を公開するまで基本的にその投資を現金化できないということである。それゆえ、VBの成長初期段階で投資を行うとVCのVB株式保有期間は長くなり、株式公開間近のVBに投資を行うとその株式保有期間は短くなる。換言すれば、VB投資の流動性は成長初期段階ほど低く、企業が成長するにつれて高まってくるのである。かかる観点に立てば、評価対象となるVBの流動性も要求利益率に関係すると考えられる。

第3は、潜在的に高い能力をもつ、優れた企業であっても、成長初期段階ほど、その評価は難しいという問題である。とりわけ、VBは第2節でみたように、企業家精神にのっとり、これまでにない市場あるいは技術を基盤とした活動を行うため、企業家自身にもその将来性および成長性が見極めにくい。こうした評価の難しさが、一般投資家からの資本をより困難にすると同時に、成長初期段階にある企業に対する要求利益率を高める要因となる。

このことは、Ruhnka=Young (1987) の実証研究からも窺うことができる。図表5は、VCの認識する成長段階別のリスクを示したものである。同図表にみるように、米国VCでは、VBの成長初期段階について、「評価

対象となるVBの事業や技術コンセプトの技術的・経済的実行可能性」や「創業者の経営能力」といった企業内部の問題が主たるリスク要因として認知されている。これに対し、VBがThird StageやFourth Stageといった成長後期段階に至ると、成長初期段階で問題とされたリスク要因は薄れ、「予期しない競合企業の参入」や「IPOができない」といった企業の外部環境で発生する問題が主たるリスク要因としてVCに認識されるようになる。そして、成長後期段階におけるリスク要因は、当然に成長初期段階においても存在し、問題とされることから、成長初期段階の投資ほどVCの要求利益率が高くなるわけである。

#### 第4節 VC産業に関する研究 ～マクロ的視点からの考察～

前節において、情報の不透明性とリスクの高低の観点からVBをみた。その結果、VCの存在意義として、VBが抱える情報の不透明性とリスクの高さに対応するメカニズムを有している点を指摘することができる。

ここから、VCを研究対象として考える場合の2つの基本的問題が演繹される<sup>16)</sup>。そのうちの1つが、上記のようなVBの抱える諸問題に対応するメカニズムを有するVCをどのようにして形成していくかという問題である。いうまでもなくVBの成長には、そのための資本が必要となる。しかし、VB自身の資本量には限りがあり、また上記のような問題のために広く一般投資家から資本を調達することは難しい。そのため、VBの成長にあたっては、情報問題やリスクの高さに対

15) 財務理論において、要求利益率はリスクの関数となる。

16) Wright=Roobie (1998) は、VCを検証するフレームワークとして、産業レベルの問題と企業レベルの問題の2つの視角からVCを分析するフレームワークを提示している。

図表5 VCの認識するVBの成長段階別リスク要因

段 階	特 徴	主要目標・達成すべきベンチマーク	主 要 リ ス ク
seed	・アイデアないしコンセプトのみ ・創業者・技術者のみ	・稼動するプロトタイプの製造 ・市場リサーチ ・経営陣、会社の構築	・技術上のコンセプトが稼動しない ・潜在的な市場が存在しない
Start-up First Stage First Round	・完全なビジネスプランと市場分析 ・ベータテストの成功裏の完了 ・経営陣：不完全	・事業コンセプトの技術的、経済的実行可能性 ・製品に対する実際の需要の存在を明確にする ・初期販売の実行 ・製品製造の実行可能性の確立	・事業コンセプトの技術的、経済的実行可能性 ・創業者が経営を行えない、能力のある経営陣を呼び込めない
Second Stage Second Round	・製品の市場受容度（受注・売上高増） ・必要なマーケティングの増強 ・完全な経営陣の存在 ・必要な生産の立ち上げ ・プロトタイプの準備	・市場における頑強な足場を形成し、売上を確立する ・損益分岐点、利益の確立 ・生産能力の向上（単位あたりコストの削減） ・販売／流通システムの構築	・創業者ないし初期の経営陣中有能な経営者 ・高価な製造コストないし不適切な粗利益率 ・資金繰りの悪化（財務統制の失敗）
Third Round Expansion Phase Bridge/prepublic Mezzanine	・十分な売上高と受注 ・利益計上／利益計上に近い状態 ・常軌を逸した利益／成長のための更なる運転資本の必要性 ・完全な経営陣／経営陣の刷新	・売上高、成長、市場シェア目標の達成 ・IPO、バイアウト、合併のための財務諸表の作成 ・CF分岐点、利益性の達成 ・生産能力の増加	・創業者が公式的なマネジメント・システムを管理できない。 ・売上高／市場シェアの壁 ・予期しない競合企業 ・IPOの窓が閉じられ、投資を現金化できない ・適切な粗利益を達成できない ・技術上の問題の発生
Bridge/prepublic Mezzanine Leveraged Buyout/ acquisition financing	・損益分岐点にあるか、利益がある ・売上高の増加 ・IPO・売却のためのB/Sの改善の必要性 ・確立された製品 ・追加的な製品開発の進行 ・洗練された経営陣 ・投資家の流動性	・IPO、LBO、合併のための確立された利益 ・市場シェアの増加 ・問題のある会社の転換ないし引き上げ ・製品の多角化	・市場シェアが増加できない、維持できない ・IPOの窓が閉じられ、他の退出もできない ・不適切なマネジメント・重要な経営陣の流出 ・利益の喪失／不適切な財務統制

（出所：Ruhnka=Young, 1986：pp.170-180 を著者が加筆修正）

応するメカニズムを有しているVCの存在が不可欠であり、いかにしてVC産業を振興するかという問題が提起されるのである。換言すれば、これらの議論は、VCの存在意義を前提とした問題ともいうことができる。以下では、このようなマクロ的視点に乗っ取った研究として、①産業構造と成長パターン、②VCの経済効果に関する研究を取り上げ、整理していく。

### 1. 産業構造と成長パターン

VC産業をどのようにして形成していくのかという問題は、米国を初めとする世界各国のVC研究において共通してみられる問題意識である。このような問題意識にのっとった研究は、米国においてはVCの投資量が増え、

VCが社会的に認知され始めた1980年初頭より、また米国外の国々においてはVBに牽引された米国経済の活況を目の当たりにした1990年代より数多くみられるようになっていく。そこで、ここではVC産業構造ないしVC産業の発展パターンに関する研究を、①VC先進国といえる米国のVC産業に関する研究と②米国外のVC産業に関する研究に分類してみていくことにする。

#### ① 米国VC産業

米国VC産業についての研究は、大きく3つの流れがみられる。1つは、資本量の推移、投資先産業や投資先となるVBの成長段階の割合などの産業記述を主として行ったり、その成長パターンを分析するものである。こ

の研究の流れには、シード段階の資本量を記述する Obermasyer (1983), 地域における VC の発展としてノースカロライナ州の VC 産業を取り上げる Schell (1984) などが位置付けられる。

2つめは、種々の政策と VC の関係性に関する分析である。ここには、キャピタル・ゲイン減税と VC 投資の関係を描く Timmons (1981) や Brophy (1981) や Bygrave = Shulman (1988), 中小企業投資促進法 (Small Business Investments Acts) を問題とする Schell (1982), 中小企業投資育成会社 (Small Business Investment Companies) に対する中小企業庁 (Small Business Administration) の保証を考察する Kleiman = Shulman (1992), 従業員退職所得保障法 “プルードントマン” ルール (Employment Retirement Income Security Act “prudentman” rule) 改正後の VC 資本の増加を描く Gompers (1994), 連邦政府の R&D 補助金の効果を問題とする Gifford (1997) などが位置付けられる。

3つめは、VC の利益率に関する分析を行うものである。この研究の流れには、1978-1984 年のファンドの利益率の推移を分析する Bygrave = Fast = Khoyllian = Vincent = Yue (1988, 1989), VC の投資行動の変化が VC の利益率に与える影響を分析する Stevenson = Muzyka = Timmons (1986, 1987), VC インデックスを構築する Keeley = Trukki (1995), VC のリスク/リターン属性を考察する Chiampiou = Kallatt (1989) や Chen = Baierl = Kaplan (2002) が位置付けられる。

4つめは、資本提供者の VC に対する見方に関する分析である。ここには、事業会社の戦略的な VC 投資を描く Winter = Murfin (1988), 機関投資家のリスク感応性を分析する Brophy = Guthner (1988), 機関投資家が VC ファンドを選別する際の基準を問題とす

る Fried = Hisrich (1989), 資本提供者による VC 企業のモニタリングを分析する Robbie = Wright = Chiplin (1997) が位置付けられる。

## ② 米国以外の VC 産業

ヨーロッパを初めとする米国外の地域や国々の VC 産業は、米国 VC 産業と比べて後進となる。そのため、これらの国々における VC 産業の研究では、「どのような要因が VC 産業の形成において重要であるか」、あるいは「米国 VC 産業と比較して、当該国あるいは当該地域の VC 産業の特性あるいは発展パターンに違いがあるのか」といった問題意識がより重視される傾向にある<sup>17)</sup>。

ヨーロッパについては、Ooghe = Manigart = Fassin (1991), Manigart (1993, 1994) がその VC 産業の成長パターンを分析している。また、そこでは、政府や公的機関の果たす役割が大きいことから、Leleux = Surlemont (2003) が公的機関と私的機関の関係に留意しながら VC 産業の発展を分析している。さらに、国別でみると、米国 VC とスウェーデン VC の比較を行う Timmons (1982), 米国 VC とドイツ VC の特徴を比較する Lerner = Pfirrmann = Wupperfeld (1997), イギリスにおける資本提供者の VC に対する見方を示す Robbie = Murray (1992) やイギリスの VC 産業の変化、競争特性の変化を分析する Murray (1995) がある。また、米国やヨーロッパ諸国、カナダやオーストラリアなど 19 カ国の

17) VC への資金流入の増加とともに、米国 VC の海外進出が増加している。それゆえ、米国 VC の海外進出に関する研究も行われるようになっていく。こうした事象を捉えた研究としては、例えば、VC の国際化を問題とする Patricof (1989) やインドにおける VC 企業のリスク査定と情報利用の検証を行う Wright = Lockett = Pruthi (2002) などがある。

VCの特徴とVC投資に影響を与える要因を検証するBygrave=Hay=Lopez-Garcia=Reynolds (2001)がここに位置付けられる。

また、ヨーロッパ以外にも、カナダのVC産業を分析するAmit=Brander=Zott(1997)、アジアのVC振興策を対象とする後藤(1999)、中国のVC産業を対象とするBruton=Ahlstrom (2003)がある。わが国についても、忽名(1997)、濱田(1998)をはじめ、VC産業の特徴や発展パターンを追う研究がみられる。

## 2. VCの経済的効果

米国においては、VC産業の記述およびVC産業の発展に関する研究と同時に、VC産業の育成を考える上での前提条件ともいえるVCの経済的効果についての検証が行われている。その背景には、VC産業の発展が果たして新産業やイノベーションの創造に寄与しているのかという問題意識の存在がある。また、VCの発展がVB振興を表す代替変数となることもその理由にあげられる。

この研究の流れには、小規模企業の資本調達におけるVCの役割を分析するMaire=Walker (1987)、VCと新産業の発展の関係を分析するFast (1982)やBygrave=Lange=Kotha=Stock (2001)、VCとイノベーションの関係を検証するTimmons=Bygrave (1986)、VCと特許率の関係を検証するKortum=Lerner (2000)、LAN産業創造におけるVCの役割をケーススタディによる明らかにするVonBurg=Kenny (2002)が分類される。

## 第5節 VCの投資行動に関する研究 ～ミクロ的視点からの考察～

前節でみたようなマクロ的側面からの研究に対して、VC研究にはもう1つの流れがある。それは、VCが、どのようにしてVBに

内在する問題を解決しているのであろうかという問題である。

VB投資においては、評価の難しさ、リスクの高さ、情報問題への対応が大きな問題となる。また、VBの特徴として資本以外の各種の経営資源の不足もあげられる。これらの諸問題とため、VB投資にあたっては、評価はいうまでもなく、評価以外の活動も重要なものと認識される。その結果、「VCがどのように投資活動を行っているのか」、もう少し詳しくいえば、「VCはどのようにVBの抱える諸問題に対応しているのか」という問題がVC研究の1つの柱として存在することとなるのである。換言すれば、それはVCの存在意義をさらに細部にわたって検証しようという試みである。以下では、このような問題意識の下で行われている研究を、さらに詳細に分類し、みていくことにする。

### 1. VCの投資プロセス

VCの投資活動は、単に投資案件たるVBを評価し、投資を行うだけではない。そのため、「VCがどのように投資活動を行っているのか」という問題意識の下、多段階からなるVCの投資プロセスの解明が1つの重要な研究領域として展開されている。同時に、この研究領域は、それぞれの研究対象となる問題を区分していく上でも重要な意味をもつ。

この投資プロセスを明らかにする試みとしては、Wells (1974)、Tyebjee=Bruno (1984)、Silver (1985)、Hall (1989)、Fried=Hisrich (1994)があげられる。

図表6は、これらの論者が明らかにした投資プロセスを最大公約数的に捉え、①探索、②選別、③評価、④契約、⑤関与活動、⑥退出の6段階に置き換えたものである。以下では、この6段階の投資プロセスを念頭におきながら、VC研究の分類を行っていくこととする。

図表6 VCの投資プロセス



## 2. VCの投資パターン

先の投資プロセスで述べたように、投資案を詳細に評価する前段階として、投資先となるVBとの接触を行う探索と、形式的な基準に沿って、数多くの案件から精査を行う案件を絞り込む選別の2つの段階が存在する。これらの段階では、ネットワークの利用と形式的な基準を通じた投資パターンの選択による情報問題（特に逆選択問題）の緩和とリスク削減が問題とされ、その解決を図ることがVCの主眼となる<sup>18)</sup>。

### ① ネットワークの利用

ネットワーク利用に関する研究には、情報収集を中心としたVCの包括的なネットワーク利用を分析する研究とネットワーク利用の1手法である共同投資に焦点を当てた研究の2つの側面がある。前者には、ネットワークの利用頻度に影響を与える要因を分析するBygrave=Timmons (1986)、エンジェルとVCのネットワーク利用の違いについて比較検討するFiet (1991, 1995a, b, 1996)、さらにはイギリスVCのネットワーク利用に焦点を当てるLockett=Wright (1999)やLockett=Murray=Wright (2002)が位置付けられる。

後者のネットワークの利用の1手法である共同投資を検証するものとしては、Bygrave (1987, 1988)やLerner (1994a), Steier=

Greenwood (1995)がある。また、英国VCにおいては、マネジメント・バイアウト（以下、MBO）およびマネジメント・バイインが中心となることから、これらの共同投資に焦点を当てるChiplin=Robbie=Wright (1997)もこの領域に分類される<sup>19)</sup>。

### ② VCの投資パターン

VCは選別段階において、形式的な基準にのっとり、数多くの案件からより精査な評価を行う案件を絞り込む。言い方を変えれば、ほとんどの案件が精読されることなく、短時間で、VCの投資基準に合致するか否かという観点から棄却される。この段階で適用される投資基準としては、①投資規模、②VBの属する産業、③地理的立地、④VBの成長段階があげられる。その結果、特定の産業や成長段階や地理的範囲に限定して投資を行うのか、あるいはより広範な範囲の産業や成長段階や地理的範囲に投資を行うのか、といったそれぞれのVCに特有の投資パターンが形成されることになる。

このVCの投資パターンを研究する第1の流れは、米国VCの投資パターンに多様性がみられることを指摘する研究である。この流

18) Amit=Glosten=Muller (1990a)は、逆選択問題が存在するため、VCが投資を行うVBの失敗率がVCに投資を求めないVBの失敗率よりも高くなると指摘する。

19) バイアウトについては、米国よりもヨーロッパのVCがバイアウトを得意とするため、もっぱらヨーロッパにおける研究が盛んである。バイアウトについての研究としては、Wright=Chiplin=Thompson=Robbie (1990), Wright=Thompson=Robbie (1992), Wright=Robbie=Thompson=Starkey et al. (1993), Wright=Robbie=Thompson=Starkey (1994), Muzyka=Hay (1994)がある。

れには、VCの多様化を指摘するRobinson (1987) やDean=Giglierano (1990), シリコンバレーやボストンなどの米国の7地域におけるVCの投資選好の違いを明らかにするFlorida=Kenney (1988) がある。また、米国外のVCを問題とする研究としては、米国とヨーロッパのVCの1990年代の投資パターンを分析するRoure=Keeley=Keller (1992), フィンランドVCの多様化を指摘するClercq=Kumpulainen=Mäkelä=Goulet (1999), シンガポールVCの系統別の投資行動の違いを指摘するWang=Wang=Lu (2002) がある。

第2の流れは、VBの成長段階や産業に対するVCの投資選好をリスク認識という側面から分析し、その上で投資パターンの形成を考察していこうとするものである。この研究の流れは、成長段階に対するVCのリスク認識を明らかにするRuhnka=Young (1987) に立脚する<sup>20)</sup>。すなわち、VBのリスクはアーリー段階ほど高く、レーダー段階ほど低くなるというVBの特性を前提とし、VCの投資パターンの違いを分析しようと試みる。この研究の流れには、Ruhnka=Young (1991) やNorton=Tenenbaum (1993), Gupta=Sapienza (1988, 1992) が位置付けられる。さらには、ハードウェアやソフトウェアやEコマースといった成熟度の異なるインターネット部門とVCの投資選好の関係を明らかにするZacharakis (2001) やZacharakis=Shepherd=Coombs (2003) が位置付けられる。

第3の流れは、VBの成長段階に対するVCの投資選好と、評価や投資後のVBに対するVCの関与活動、あるいは要求利益率と

の関係を検証するものである。この研究の流れには、VBの成長段階に対するVCの投資選好と評価および関与の関係を分析するCarter=VanAuken (1994), 投資の段階と関与水準および要求利益率の違いを検証するElango=Fried=Hisrich (1995) がある。また、ファンドの規模、投資選好（技術投資-非技術投資）と利益率の関係を検証するBurgel=Murray (2000) も、この流れに位置付けられる。

また、米国外のVCについては、ヨーロッパVCの株式の利益率と成長段階、地理的範囲の関係を分析するManigart=Joe=DeVos (1992) やManigart=Wright=Robbie=Desbriere=DeWaele (1997) の上に立ち、国際比較という形で米国とヨーロッパ4カ国（イギリス、フランス、オランダ、ベルギー）の要求利益率と成長段階・VCの系統の関係を分析するManigart=DeWaele=Wright=Robbie=Desbrieres=Sapienza=Beekman (2002) がある。さらには日本のVCの系統と投資選好と関与活動の関係を分析する赤石 (2002a) もここに位置付けられる。

### 3. VCによるVBの評価

VCが潜在的な投資案件であるVBの評価に際して用いる基準は、VC研究のみならず、VBに関わる研究領域で多大なる関心が寄せられている。その第1の理由は、VCの投資を受けたVBの生存率は、そうでないものよりも高い (Sandberg, 1986; Timmons, 1994, 1997) というものである。そして、第2の理由は、VCの評価基準を明らかにすることで、VBが資本調達を受ける際に作成するビジネス・プランの精度を高めようというものである。

またその一方で、VCによって投資を受けているVBが結果として失敗に終わる可能性が高く、それがゆえにVCの評価に改善の余地があると考えられ、VCによるVBの評

20) Amit=Brander=Zott (1998) は、VCが最も効率的に投資を選別し、監視できる環境で業務を行うVCが他の投資家に対して比較優位を得ることを明らかにしている。

価を研究対象とする流れもみられる。この研究の流れは、VCの意思決定支援システムの構築を志向する研究へとつながる。

### ① VCのVB評価基準

上記の理由により、VCがVBの評価に用いる基準については、多大なる関心が寄せられている。しかし、VCの評価基準を明らかにしようとするアプローチには、その方法論によっていくつかの違いがみられる<sup>21)</sup>。

第1は、質問票およびインタビューを用いた事後的な分析である。このアプローチは、Wells (1974) を嚆矢とし、Poindexter (1976), Tyebjee= Bruno (1981, 1984), MacMillan= Siegel= Subbanarasimha (1985), Macmillan= Subbanarasimha (1986), Goslin= Barge (1986), Macmillan= Zemann= Subbaanarasimha (1987), Timmons= Muzyka= Stevenson= Bygrave (1987), Roberts (1991) へと引き継がれる。また、VBの成否にとって重要とされる経営チームを含む人的資本の評価に焦点を当てる Smart (1998), Cyr= Johnson= Welbourne (2000), Wright= Robbie= Ennew (1994, 1997) が位置付けられる。さらに、米国外に目を向けると、ヨーロッパVCの評価基準を問題とする Muzyka= Birley= Leleux= Rossell= Bendixen (1993) や Muzyka= Birley= Leleux (1996), カナダVCを対象とする

Bachher= Guild (1996), オーストラリアVCを対象とする Shepherd= Ettenson= Crouch (2000) がある。

第2は、ケーススタディを利用する事後的な研究であり、その代表的な研究としては、Hisrich= Jankowicz (1990), Fried= Hisrich (1994) がある。

第3のアプローチは、質問票やインタビューやケーススタディといった事後的な研究に対して、プロトコル分析やデータ収集時のコンピュータ利用を通じてリアルタイムにVCの意思決定を把握しようとする研究である。例えば、プロトコル分析においては、被験者たるVCが未だ目を通していない、あるいは仮想上のビジネス・プランを提示され、「考えたことを口に出していう」ことが求められる。これにより、VCがビジネス・プランを評価する際にどのようなことを考え、最終的な決定にいたるのかを明らかにしようとする。このようなアプローチをとる研究には、Sandberg= Schweiger= Hofer (1987, 1988), Hall= Hofer (1993), Rosman= O'neil (1993), Zacharukis= Meyer (1995, 1996) が位置付けられる。

### ② 意思決定支援システムの構築

上記のVCの意思決定基準を明らかにしようという試みに対して、VCの意思決定の精度を高めることを志向する研究がある。これは、先に述べたように、VCのVBに対する評価が必ずしも万全のものではないという見方によるものである<sup>22)</sup>。この研究には、

21) VCが投資を行ったVBの特徴を分析することを通じて、VCの評価基準をみることもできる。VCが投資を行ったVBの特徴を明らかにする試みとしては、IPOを行ったVBの特徴やそのライフ・サイクルの変遷に伴う特徴の変化を分析する Bygrave= Johnstone= Lewis= Ullman (1998) や Shrader= Steier= McDougall= Oviatt (1997), VBの特徴とその市場価値の関係を分析する Bygrave= Johnstone= Matchett= Roedel (1999), ドイツVCの投資を受けた企業における経営者の質とパフォーマンスの関係を検証する Schefczyk= Gerport (2000) がある。

22) 例えば、VCの評価が万全ではないことを示す研究例としては、ウィンチェスター・ディスクドライブ産業への過剰な資金流入とその後の暴落を分析する Sahlman= Stevenson (1985), スタートアップの過剰投資を分析する Buskirk (1982), VBの失敗要因についてのVCと企業家の知覚の両面から分析する Zacharakis= Meyer= Decasto (1999) がある。また、生存の

Khan (1987) の他, Shepherd (1997), Shepherd=Zacharakis=Baron (1998, 2003), Zacharakis=Meyer (2000), Zacharakis=Shepherd (2001), Shepherd=Zacharakis (2002) が位置付けられ, 評価基準に関する考察においてリアルタイムを志向する論者によって行われる傾向がある。

#### 4. 契約

VCが評価段階において, VBへの投資を行うことを決定した後問題となるのが, 企業家のモラル・ハザード的行動の抑制となる。これは, 創業時あるいはプロジェクトの開始時点で多額の資本が必要でありながら, 企業家が特異な人的資源あるいは無形資産を有するものの, 担保となりえる物的資本を十分に有しておらず, 企業家とVCとの間に情報の非対称性が存在するために生じる。この企業家のモラル・ハザード的な行動には, リスク移転, 怠慢や私的便益の享受, ホールド・アップ問題があげられる。

そのため, VC研究の1領域として, VCがいかにして企業家のモラル・ハザード的な行動を抑制するかという問題意識の下, VC-VBの契約構造にみられる特徴を明らかにする試みが展開されている。この研究の流れは, VC-VB間で交わされる契約構造の把握を試みる研究と, 契約構造にみられる特徴を理論的・実証的に明らかにすることを試みる研究の2つに分類することができる。

##### ① 契約構造の概要

VC-VB間の契約構造を把握することを試みる研究としては, Sahlman (1990) や Gifford (1997), 情報問題と財務契約を論じる Admati=Pflederer (1994), VCの学習とコントロールを論じる Chan=Siegel=

Thakor (1990) が位置付けられる。また, 契約段階をVCと企業家の間の交渉プロセスと捉える研究もある。これらの研究には, 交渉に影響を与える要因を分析する Bowden (1994), 契約と交渉プロセスに関する4カ国(米国, イギリス, ベルギー, スウェーデン)のVCと企業家とのインタビューを実施する Landström=Manigart=Mason=Sapienza (1998) がある。

② モラル・ハザード行動抑制のための施策  
そして, VC-VB間の契約に関するもう1つの研究の流れが契約構造にみられるモラル・ハザード行動抑制のための施策を理論的・実証的に明らかにしようとする流れである。これらの研究は, さらに①支配権の確立と証券設計, ②報酬構造の設計, ③条項による清算および解雇の脅威の3つに区分できる。

第1の支配権の確立と証券設計によるモラル・ハザード行動の抑制についての研究には, 株式所有, 特に優先株ないし転換優先株の利用を通じた支配権の確立を提示する Gompers (1997), Norton=Trenenbaum (1990), Trester (1998), Gilson=Schizer (2003), Kaplan=Strmberg (2003), Repullo=Suarez (1998) が位置付けられる。また, Brophy (1982) は, VC投資の評価と資本調達構造に関するシュミュレーション・モデル(価格と請求権の性質)を展開する。また, 契約内容に内包される各種の条項<sup>23)</sup>を提示する Gompers=Lerner (1996), Barney=Busenitz=Fiet=Moesel (1994b) も証券設計の流れを汲むといえる。

第2の報酬構造の設計には, ストック・オプションの利用を分析する Chua=Woodward (1993) や Yermack (1995), 自動転換条項による支配権の回復を指摘する

査定のための基準を分析する Shepherd (1999) がある。

23) これらの条項の内容については, 鈴木 (2002) を参照されたい。

Kaplan=Strmberg (2003)や Black=Gilson (1998) が位置付けられる。

第3の研究の流れは、清算および解雇の脅威を提示することによるモラル・ハザード行動の抑制である。そこでは、モラル・ハザード行動の抑制方法として、段階的投資と解雇の脅威の提示が分析されている。

段階的投資とは、1つの事業計画を複数の明確な成長段階に分割し、各段階の達成に必要な資金のみを供給し、各段階で設定された目標を達成すれば、次の段階に必要な資金を拠出する投資方法である。その効果としては、①将来性がないことが明らかとなった時点で投資を放棄することができ、損失を一定額に制限することができること、②VBが資本の浪費や怠慢といったモラル・ハザード的行動を取った場合、追加的な資本提供を拒むことにより当該活動を抑制することができる点があげられる。この段階的投資に関する研究には、段階的投資の事例を紹介する Sahlman (1990)、エージェント・コストと段階的投資の頻度および一度に投下される投資額に関する検証を行う Gompers (1995)、段階的投資を通じたりスク認識の修正を分析する Moesel=Fiet=Busenitz=Barney (1996)、段階的投資と清算の脅威の関係を分析する Neher (1999) がある。

他方、解雇の脅威については、企業家自身がVBにとって重要な人的資源であるために、企業家が退社を武器に契約内容を変更する再交渉を行って投資家の譲歩を引き出す余地があることを指摘し、何らかの解雇の脅威を与える必要性を説く Hart=Moore (1994) の他、VCが取締役としての公式の権限の行使を通じて企業家に解雇の脅威を提示するメカニズムを分析する Hellmann (1998) や Lerner (1995) が位置付けられる。また、モラル・ハザード的行動について直接的に言及はしていないものの、VBのパフォーマンス面での監督者としての取締役会における

VC役割について分析する研究として、Ruhnka=Feldman=Dean (1992)、Bruton=Fried=Hisrich (1994, 1997)、Fried=Hisrich(1995)、Fried=Bruton=Hisrich(1998)、Fiet=Busenitz=Moesel=Barney (1997) がある。

## 5. 投資後の関与活動

VCの投資後の関与活動は、VCの投資行動の一環として広く認識され、大きく①モニタリング活動と②VBの経営に対する関与活動に分けられる<sup>24)</sup>。前者は、投資後のVCのモラル・ハザード行動を抑制することを狙うものであり、後者は特にVBに対して支援を行い、VBの抱えるリスクを削減することを狙いとするものである。とりわけ、後者の関与活動については、VC自身VBへの所有割合が高く、VBの成果がVCの報酬に直結するために行われる。すなわち、成長のための内部資源を欠くVBをVCが補完することによって、VBの存続・成長の可能性を高めるために行われる。また、競争が激しさを増す中で、VCの差別化が問題となっていることから、VCの関与活動は価値付加活動と呼ばれ、VC研究の中でも特に関心の高い領域として展開されるに至っている。このVCのVBに対する関与活動については、大きく3つの研究の流れがある。

### ① VCの行う関与活動

第1の研究の流れは、VCがVBに対してどのような関与活動を行うのかを把握すると同時に、VCが従事する業務の時間を測定することによって、VCの関与活動の大きさを明らかにしようというものである。この研究の流れには、Gorman=Sahlman (1986,

24) VCとVBの関係についての理論的考察として、Cable=Shane (1997) は「四人のジレンマ」を援用して分析を行っている。

1989), Zider (1998) が位置付けられる。VCが執り行う関与活動としては、企業家の相談役としての役割や、事業戦略やマーケティング・プランの作成・評価、技術および経営上の支援、他の主要株主づくり、経営陣のリクルートといった活動があげられている。

## ② 関与活動の価値付加性

第2の研究の流れは、VCから投資を受けたVBとVCから投資を受けていないVBのIPO後の株価や利益率の推移、あるいはその成長性を比較することで、VCの行う種々の関与活動が果たして価値のあるものであるかどうかを明らかにしようと試みるものである。これらの研究には、Cherin=Hergert (1988), Brophy=Verga (1988), Bygrave=Stein (1989), Stein=Bygrave (1990), Brav=Gompers (1997), Bamford=Douthett (2000), Davila=Foster=Gupta (2003) が位置付けられる。

## ③ 価値を与えるVCの関与活動

上の②の研究の流れは、VCの関与活動をいわばブラック・ボックスとして扱う。これに対して、第3の研究の流れは、VBに価値を与えるVCの具体的活動を明らかにすることを試みる。これらの研究は、VCの観点からみるか、あるいは企業家の観点からみるかによってさらに分類することができる。

VCの観点から、VBの価値付加にとって重要な活動を明らかにする試みとしては、Timmons=Fast=Bygrave (1983) や Bygrave=Timmons=Fast(1984), Macmillian=Klow=Khoylian (1988a, b) といった早期の研究が位置付けられる。また、企業家とVCの情報共有の度合いと関与活動の関係を分析する Sapienza=Korsgaard(1995, 1996) もこの流れに位置付けられる<sup>25)</sup>。

25) 関与活動の成否を分かつものとして企業家と

他方、企業家の観点から、VCの行う関与活動のうち重要なものを明らかにする試みとしては、Rosenstein (1988), Rosenstein= Bruno=Bygrave= Talor (1989, 1990, 1993), Sapienza= Amason (1993), Ehrlich= DeNoble=Moore=Weaver(1994), Barney= Busenitz= Fiet= Moesel (1994a, 1996), Busenitz= Moesel= Fiet= Barney (1997), Hellman=Puri (2000, 2002a, b) が位置付けられる。

さらに、VCと企業家の両面からVCの行う関与活動の重要なものを明らかにする試みもある。Sapienza= Timmons (1989), Sapienza (1992), Gomez-Mejia= Balkin= Welbourne (1990) が位置付けられる。

## ④ 非米国VCの関与行動

VCの行う投資後の関与活動については、米国以外でも関心が寄せられている。例えば、英国VCと企業家の間の関係を問題とする Sweeting (1991) や Higashide= Birely (1998, 2000), VCとエンジェルの関与行動の比較分析を行う Harrison (1992) がある。また、スウェーデンVCについてはFredriksen= Klofsten= Landström= Olfsson= Wahlbin (1990) や Fredriksen= Olfsson= Wahlbin (1991) や Fredriksen= Kolfsten (1999) が、ベルギーVCについては Manigart= VanHyfte (1999, 2000), 日本については赤石 (2002b) が、それぞれVCの関与活動に関する分析を行っている。また、欧州各国VCの関与活動について、Sapienza= Amason= Manigart (1994), Sapienza= Manigart= Vermeir (1995, 1996) が比較検討を行っている。

VCの関係に焦点を当て、その関係の緊密さと革新度の度合いについて分析したものに Sapienza= Gupta (1989), Sapienza= Amason (1993) がある。

## 6. 退出

退出は、換言すればVCが投下資本を回収し、利益を確定させる段階である。それゆえ、この段階においてVCのパフォーマンスが最終的に決定されることになる。退出の方法としては、大きく①IPOと②M&Aがある。

よって、このIPOとM&Aのいずれを選択するかについての研究が1つの流れとして提起される。その研究としては、Busenitz=Fiet (1999)があげられる。

また、IPOおよびM&A,それぞれに焦点を当て分析を行う研究もある。前者のIPOに関する研究としては、公開費用に対するVCの存在の効果を分析するMegginson=Weiss (1991), IPOのタイミングを決定する際のVCの働きを検証するLerner (1994 b), 古いVCよりも若いVCの投資を受けた企業が早期に株式を公開することを示すGompers (1996), VCを内部情報者として捉え、VCの所在とIPOの関係性を分析するGompers=Lerner (1998, 2000), IPOの利益率を分析するBrav (2000)が位置付けられる。

他方、後者のM&Aについての研究には、William=Shulman=Bygrave (1994)が位置付けられる。

## 第6節 今後の課題

本稿では、なぜVCがVBと一般投資家の間に介在するのか、VCの意義を明らかにすることを主たる狙いとしてきた。

まず第2節では、これまでになされたVBの定義の定義を整理することを通じて、VCの投資対象となるVBの特徴を明らかにした。そこでは、VBが「①独自の技術やノウハウにもとづいて、②既存の企業では満たしえない新しい需要機会を創造する、③企業家精神に富んだ、④成長可能性を秘めた、⑤中小企業」であることを述べた。

次いで第3節において、財務成長サイクル・モデルおよびVCのVBに対する見方に依拠しながら、資本提供者側の観点からみた場合のVBの特徴を明らかにした。そこから、独自の技術やノウハウ、新しい需要機会、企業家精神といった評価が難しく、不確実性を内包する特徴が、逆選択問題やモラル・ハザードといった情報問題や不確実性を生み、VBが資本調達する上で問題となることをみた。そして、これらの情報問題や不確実性がVBの成長とともに緩和されていくことをみた。その結果、情報問題や不確実性が大きいVBにおいては、これらの問題に対応するメカニズムを有するVCが資本調達先として重要な意味をもつことを明らかにした。

そして、第4節において、これまでになされたVC研究のうち、VC産業に関する分析を行うものを取り上げた。そこでは、各国におけるVC産業の特徴を明らかにするとともに、その発展パターン、経済に与える影響について明らかにすることが主たる問題意識として捉えられていることをみた。続く第5節では、VCの投資活動に関する分析を整理した。そこでは、VBが抱える情報の不透明性、リスクの高さ、資源不足といった問題に対して、VCがどのようにして対応しているかを明らかにする試みがなされていることをみた。その中でも、とりわけ投資パターンの選択、VBの評価基準、契約構造、投資後の関与活動について、とりわけ高い関心が向けられていることをみた。

こうしたVCに関する諸研究は、情報の不透明性やリスクや資源不足といったVBの抱える諸問題に対応するメカニズムを有するVCを産業としてどのように形成していくか、そして上記の問題を解決するメカニズムそれ自体を明らかにする試みであり、その点で意義があると考えられる。また、実際的な面からみると、これらの研究はVCがどのように

行動すれば、VBの諸問題を解決し、VBに対する投資を効率的に行っていくのかに対するインプリケーションを提供すると考えられる。

今後の研究課題は、これらの先行研究の上に、議論を積み重ねていくことにある。特に、わが国においてはVC産業の特徴、すなわちマクロ的側面からの分析は蓄積されているものの、VCの投資行動に関する分析はあまり行われていないのが現状である。それゆえ、VCの投資行動について議論していくことが必要となる。その中心となるのが、VCの投資パターン、VCによるVBの評価、契約構造、企業家とVCの関係を含めた投資後のVCの関与活動にあるのはいうまでもない。むしろ、その際には、欧米で蓄積されているVCの投資行動に関する研究の上に、わが国特有の要因を踏まえて議論を展開していく必要があるだろう。

また、同時にVC側だけでなく、VB側からVCの投資行動を考えていく必要もある。第5節のVCの投資後の活動でみたように、近年ではVCの競争環境の激化とともに、VBの側からVCの行動を評価する向きが強くなっている。また、VCによるVBの選別ではなく、VBによるVCの選別基準に関する研究も出てきている（Smith, 1999）<sup>26)</sup>。特にわが国では、これまで間接金融中心の金融システムが主流であったこともあり、VBの側にあっても、VCからの投資を受けることには抵抗が根強い。それゆえ、VBによる資本調達決定という面から、VCを論じていくことが大きな意味をもつと考えられる。

その上で、VCを取り巻く制度的与件の検討を行う必要があるだろう。わが国においては、

長らく続く不況下にあつて、経済の起爆剤としてのVBの輩出、そしてそれを円滑に進めるVCの投資活動の活発化が望まれている。しかし、これらの議論を行うためには、先に述べたような投資を行うVCの投資行動の特徴、投資を受ける側であるVBの特徴を踏まえる必要がある。

これらの諸点については、機会を改めて今後論じていくことにしたい。その上での課題として、わが国だけでなく、米国や欧州、アジア諸国のVCの比較検討を行っていくこととしたい。

### 参照文献

- [1] Admati, A. R. and P. Pfleiderer (1994), "Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalist", *The Journal of Finance*, Vol.49, No.2, pp.371-402.
- [2] Amit, R., L. Glosten, and E. Muller (1990a), "Does Venture Capital Foster the Most Promising Entrepreneurial Firms", *California Management Review*, Vol.32, No.3, pp.102-111.
- [3] Amit, R., L. Glosten, and E. Muller (1990b), "Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing", *Management Science*, Vol. 36, No.10, pp.1232-1245.
- [4] Amit, R., C. Zott, and J. Brander (1997), "Rethinking venture capital financing", *Canadian Investment Review*, Vol.10, No.3, p.19.
- [5] Amit, R., J. Brander, and C. Zott (1998), "Why Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence", *Journal of Business Venturing*, Vol.13, No.6, pp.441-466.
- [6] Asian Venture Capital Journal (2002), *The 2003 Guide to Venture Capital in Asia*.
- [7] Bachher, J. S. and P. D. Guild (1996), "Financing Early Stage Technology Based Companies: Investment Criteria Used by Investors", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1996*, Babson College, pp.363-376.
- [8] Bamford, C. E. and E. B. Douthett (2000), "Risk Management and Venture Capital Investment", *Frontiers of Entrepreneurship Research 2000*, Babson College, pp.342-353.
- [9] Barney, J. B., L. W. Busenitz, J. O. Fiet, and

26) 企業家によるVCの探索に関する初期の研究には、Bruno=Tyebjee (1983, 1984)がある。また、VCの探索に際しては、ネットワークの有効性が議論されている（Shane=Cable, 2002）。

- D. Moesel (1994a), "Determinants of A New Venture Team's Receptivity to Advice from Venture Capitalists", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1994*, Babson College, pp. 321-335.
- [10] Barney, J. B., L. W. Busenitz, J. O. Fiet, and D. Moesel (1994b), "The Relationship between Venture Capitalists and Managers in New Firms: Determinants of Contractual Covenants", *Managerial Finance*, Vol.20, No.1, pp. 19-30.
- [11] Barney, J. B., L. W. Busenitz, J. O. Fiet, and D. Moesel (1996), "New Venture Teams' Assessment of Learning Assistance from Venture Capital Firms", *Journal of Business Venturing*, Vol.11, No.4, pp.257-272.
- [12] Berger, A. N. and G. F. Udell (1998), "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking & Finance*, Vol.22, No.6-8, pp.613-673.
- [13] Black, B. S. and R. J. Gilson (1998), "Venture Capital and the Structure of Capital Markets; Banks versus Stock Market", *Journal of financial Economics*, Vol.47, No.3, pp.243-277.
- [14] Bowden, R. J. (1994), "Bargaining, Size, and Return in the Venture Capital Funds", *Journal of Business Venturing*, Vol.9, No.4, pp.307-330.
- [15] Brav, A. (2000), "Inference in Long-Horizon Event Studies: A Bayesian Approach with Application to Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, Vol.55, No.5, pp.1979-2016.
- [16] Brav, A. and P. A. Gompers (1997), "Myth or Reality? The Long-run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-backed Companies", *The Journal of Finance*, Vol.52, No.5, pp.1791-1821.
- [17] Brophy, D. J. (1981), "Venture Capital Investment, 1981", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1981*, Babson College, pp.246-280.
- [18] Brophy, D. J. (1982), "Analysis of Structuring and Pricing of Venture Capital Investment Proposals", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1982*, Babson College, pp.358-395.
- [19] Brophy, D. J. and M. W. Guthner (1988), "Publicly Traded Venture Capital Funds: Implications for Institutional" Fund of Funds "Investors", *Journal of Business Venturing*, Vol.3, No.3, pp.187-206.
- [20] Brophy, D. J. and J. A. Verga (1988), *More than Money? The Influence of Venture Capitalists on Initial Public Offering*, Paper presented at Babson Entrepreneurship Conference, Calgary.
- [21] Bruno, A. V. and T. T. Tyebjee (1983), "The One that Got Away: A Study of Ventures Rejected by Venture Capitals", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1983*, Babson College, pp.289-306.
- [22] Bruno, A. V. and T. T. Tyebjee (1984), "The Entrepreneur's Search for Capital", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1984*, Babson College, pp.18-31.
- [23] Bruton, G. and D. Ahlstrom (2003), "An Institutional View of China's Venture Capital Industry: Explaining the Differences between China and the West", *Journal of Business Venturing*, Vol.18, No.2, pp.233-259.
- [24] Bruton, G., V. Fried, and R. Hisrich (1994), "CEO Dismissal and the Role of the Venture Capitalist", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1994*, Babson College, pp.336-345.
- [25] Bruton, G., V. Fried, and R. Hisrich (1997), "Venture Capitalist and CEO dismissal", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.21, No.3, pp.41-54.
- [26] Burgel, O. and G. C. Murray (2000), "The Impact of Fund Size and Investment Preferences on Venture Capitalists Returns", *Frontiers of Entrepreneurship Research 2000*, Babson College, pp.372-382.
- [27] Busenitz, L. W. and Fiet, J. O. (1999), "Venture Capital Firm Resources and their Long-term Effect on Venture Disposition", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1999*, Babson College, pp.407-418.
- [28] Busenitz, L. W., D. Moesel, and J. O. Fiet (1997), "The Impact of Post-Funding Involvement by Venture Capitalists on Long-Term Performance Outcomes", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1997*, Babson College, pp. 498-512.
- [29] Busenitz, L. W., D. Moesel, J. O. Fiet, and J. B. Barney (1997), "The Framing of Perceptions of Fairness in the Relationship between Ven-

- ture Capitalists and New Venture Teams”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.21, No.3, pp.5-21.
- [30] Buskirk, R. H. (1982), “The Dangers Overcapitalization in the Start up Stage”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1982*, Babson College, pp.425-429.
- [31] Bygrave, W. D. (1987), “Syndicated Investments by Venture Capital Firms: A Networking Perspective”, *Journal of Business Venturing*, Vol.2, No.2, pp.139-154.
- [32] Bygrave, W. D. (1988), “The Structure of Investment Networks of Venture Capital Firms”, *Journal of Business Venturing*, Vol.3, No.2, pp.137-157.
- [33] Bygrave, W. D. and J. M. Shulman (1988), “Capital Gain Tax: Bane or Boon for Venture Capital?”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1988*, Babson College, pp.324-338.
- [34] Bygrave, W. D. and M. Stein (1989), “A Time to Buy and a Time to Sell: A Study of 77 Venture Capital Investments in Companies that Went Public”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1989*, Babson College, pp.288-303.
- [35] Bygrave, W. D. and J. A. Timmons (1986), “Networking Among Venture Capital Firms”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1986*, Babson College, pp.437-456.
- [36] Bygrave, W. D. and J. A. Timmons (1993), *Venture Capital at Crossroads*, Harvard Business Press (日本合同ファイナンス訳 (1995), 『ベンチャーキャピタルの実態と戦略』, 東洋経済新報社).
- [37] Bygrave, W. D., J. A. Timmons, and N. D. Fast (1984), “Seed and Startup Venture Capital Investing in Technological Companies”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1984*, Babson College, pp.1-17.
- [38] Bygrave, W. D., G. Johnstone, J. Lewis, R. Ullman (1998), “Venture Capitalists’ Criteria for Selecting High-Tech Investments: Prescriptive Wisdom Compared with Actuality”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1998*, Babson College, pp.544-555.
- [39] Bygrave, W. D., G. Johnstone, M. Matchett, and J. Roedel (1999), “Venture Capital High-Tech Investments: Can We Differentiate the Best from the Worst?”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1999*, Babson College, pp. 433-445.
- [40] Bygrave, W. D., M. Hay, P. Lopez-Garcia, and D. Reynolds (2001), “The Global Entrepreneurship Monitor (GEM) Model for Economic Growth: A Study of Venture Capital in 19 Nations”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 2001*, Babson College, pp.510-522.
- [41] Bygrave, W. D., J. E. Lange, R. R. Kotha, and W. Stock (2001), “Venture Capital Investments and the Growth of Revolutionary New Industries”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 2001*, Babson College, pp.523-535.
- [42] Bygrave, W. D., N. A. Fast, R. Khoylian, L. Vincent, and W. Yue (1988), “Rates of Return of Venture Capital Investing: A Study of 131 Funds”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1988*, Babson College, pp.275-289.
- [43] Bygrave, W. D., N. A. Fast, R. Khoylian, L. Vincent, and W. Yue (1989), “Early Rates of Return of 131 Venture Capital Funds Started 1978-1984”, *Journal of Business Venturing*, Vol.4, No.2, pp.93-105.
- [44] Cable, D. M. and S. Shane (1997), “A Prisoner’s Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationship”, *Academy of Management*, Vol.22, No.1, pp.142-176.
- [45] Carter, R. B. and H. E. VanAuken (1994), “Venture Capital Firm’s Preferences for Projects in Particular Stages of Development”, *Journal of Small Business Management*, Vol.32, No.1, pp.60-73.
- [46] Chan, Y., D. Siegel, and A. V. Thakor (1990), “Learning, Corporate Control and Performance Requirements in Venture Capital Contracts”, *International Economic Review*, Vol.31, No.2, pp.365-381.
- [47] Chen, P., G. T. Baierl, and P. D. Kaplan (2002), “Venture Capital and its Role in Strategic Asset Allocation”, *The Journal of Portfolio Management*, Vol.28, No.2, pp.83-89.
- [48] Cherin, A. C. and M. Hergert (1988), *Do Venture Capitalists Create Value? A test from the Computer Industry*, Paper presented at Babson Entrepreneurship Conference, Calgary.
- [49] Chiampou, G. F. and J. J. Kallett (1989), “Risk/Return Profile of Venture Capital”, *Journal of Business Venturing*, Vol.4, No.1, pp. 1-10.
- [50] Chiplin, B., K. Robbie, and M. Wright (1997),

- “The Syndication of Venture Capital Deals: Buy-Out and Buy-Ins”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1997*, Babson College, pp. 551-565.
- [51] Christensen, C. M. (1997), *The Innovation's Dilemma*, Harvard Business School (伊豆原弓訳 (2000), 『イノベーションのジレンマ』, 翔泳社).
- [52] Chua, J. H. and R. Woodward (1993), “Splitting the Firm between Entrepreneur and the Venture Capitalist with the Help of Stock Option”, *Journal of Business Venturing*, Vol.8, No.1, pp.43-58.
- [53] Churchill, N. C. and V. L. Lewis (1983), “The Five Stages of Small Business Growth”, *Harvard Business Review*, Vol.61, No.3, pp.30-50.
- [54] Clercq, D. D., M. Kumpulainen, M. Mäkelä, and P. Goulet (1999), “A Longitudinal Study of Portfolio Investment Strategies in the Finnish Venture Capital Industry”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1999*, Babson College, pp. 446-460.
- [55] Cyr, L. A., D. E. Johnson, and T. M. Welbourne (2000), “Human Resources in Initial Public Offering Firms: Do Venture Capitalists Make a Difference?”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.25, No.1, pp.77-91.
- [56] Davia, A., G. Foster, and M. Gupta (2003), “Venture Capital Financing and the Growth of Startup Firms”, *Journal of Business Venturing*, Vol.18, No.6, pp.689-708.
- [57] Dean, B. V. and J. J. Giglierano (1990), “Multistage Financing of Technical Start-up Companies in Silicon Valley”, *Journal of Business Venturing*, Vol.5, No.6, pp.375-389.
- [58] Ehrlich, S. B., A. F. DeNoble, T. Moore, and R. R. Weaver (1994), “After the Cash Arrives: A Comparative Study of Venture Capital and Private Investor Involvement in Entrepreneurial Firms”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 9, No.1, pp.67-82.
- [59] Elango, B., V. H. Fried, R. D. Hisrich, and A. Polonchek (1995), “How Venture Capital Firms Differ”, *Journal of Business Venturing*, Vol.10, No.2, pp.157-179.
- [60] EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association) (2003), *2003 Venture YearsBook*.
- [61] Fast, N. D. (1982), “Venture Capital Investment and Technology Development”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1982*, Babson College, pp.288-293.
- [62] Fiet, J. O. (1991), “Network Reliance by Venture Capital Firms and Business Angels: An empirical and Theoretical Test”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1991*, Babson College, pp.445-455.
- [63] Fiet, J. O. (1995a), “Reliance upon Informants in the Venture Capital Industry”, *Journal of Business Venturing*, Vol.10, No.3, pp. 195-223.
- [64] Fiet, J. O. (1995b), “Risk Avoidance Strategies in Venture Capital Markets”, *The Journal of Management Studies*, Vol.32, No.4, pp.551-574.
- [65] Fiet, J. O. (1996), “Fragmentation in the Market for Venture Capital”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.21, No.2, pp.5-20.
- [66] Fiet, J. O., L. W. Busenitz, D. D. Moesel, and J. B. Barney (1997), “Complementary Theoretical Perspectives on the Dismissal of New Venture Team Members”, *Journal of Business Venturing*, Vol.12, No.5, pp.347-366.
- [67] Florida, R. and M. Kenney (1988), “Venture Capital and High Technology Entrepreneurship”, *Journal of Business Venturing*, Vol.3, No.4, pp.301-319.
- [68] Fluck, Z., D. Holtz-Eakin, and H. S. Rosen (1997), *Where Dose the Money Come From? The Financing of Small Entrepreneurial Enterprise*, Working paper, New York University.
- [69] Fredriksen, O. and M. Klofsten (1999), “CEO vs Board Typologies in Venture Capital-Entrepreneur Relationship”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1999*, Babson College, pp. 335-348.
- [70] Fredriksen, O., C. Olofsson, and C. Wahlbin (1991), “The Role of Venture Capital in the Development of Portfolio Firms”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1991*, Babson College, pp.435-444.
- [71] Fredriksen, O., M. Klofsten, H. Landström, C. Olofsson and C. Wahlbin (1990), “Entrepreneur-Venture Capitalist Relations: The Entrepreneurs' Views”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1990*, Babson College, pp. 251-265.
- [72] Freear, J. and W. E. Wetzel Jr. (1990), “Who

- Bankrolls High-tech Entrepreneurs?”, *Journal of Business Venturing*, Vol.5, No.2, pp.77-90.
- [73] Fried, H. and R. D. Hisrich (1989), “Venture Capital from Investors’ Perspective”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1989*, Babson College, pp.258-273.
- [74] Fried, H. and R. D. Hisrich (1994), “Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making”, *Financial Management*, Vol.23, No.3, pp.28-37.
- [75] Fried, H. and R. D. Hisrich (1995), “The Venture Capitalist: A Relationship Investor”, *California Management Review*, Vol.37, No.2, pp.101-114.
- [76] Fried, H., G. D. Bruton, and R. D. Hisrich (1998), “Strategy and the Board of Directors in Venture Capital-backed Firms”, *Journal of Business Venturing*, Vol.13, No.6, pp.493-503.
- [77] Galbraith, J. (1982), “The Stages of Growth”, *Journal of Business Strategy*, Vol.3, No.1, pp.70-79.
- [78] Gifford, D., Jr. (1997), “Venture Capital: The Visible Hand at Work”, *Harvard Business Review*, Vol.75, No.4, pp.12-13.
- [79] Gifford, S. (1997), “Limited Attention and the Role of the Venture Capitalist”, *Small Business Economics*, Vol.10, No.1, pp.17-30.
- [80] Gilson, R. J. and D. M. Schizer (2003), “Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock”, *Harvard Law Review*, Vol.116, No.3, pp.874-876.
- [81] Gomez-Mejia, L. R., D. B. Balkin, and T. M. Welbourne (1990), “Influence on Venture Capitalists on High Tech Management”, *Journal of High Technology Management Research*, Vol.1, pp.103-118.
- [82] Gompers, P. A. (1994), “The Rise and Fall of Venture Capital”, *Business and Economic History*, Vol.23, No.2, pp.1-26.
- [83] Gompers, P. A. (1995), “Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital”, *The Journal of Finance*, Vol.50, No.5, pp.1461-1489.
- [84] Gompers, P. A. (1996), “Grandstanding in the Venture Capital Industry”, *Journal of Financial Economics*, Vol.42, No.1, pp.133-156.
- [85] Gompers, P. A. (1997), “Ownership and Control in Entrepreneurial Firms: An Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments”, *Harvard Business School Working Paper*.
- [86] Gompers, P. A. and J. Lerner (1996), “The Use of Covenants: an Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements”, *Journal of Law and Economics*, Vol.52, No.5, pp.1791-1821.
- [87] Gomper, P. A. and J. Lerner (1998), “Venture Capital Distributions: Short-Run and Long Run Reaction”, *The Journal of Finance*, Vol.53, No. 6, pp.2161-2183.
- [88] Gompers, P. A. and J. Lerner (2000), “Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations”, *Journal of Financial Economics*, Vol.55, No.2, pp.281.
- [89] Gorman, M. and W. A. Sahlman (1986), “What Do Venture Capitalists Do?”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1986*, Babson College, pp.414-436.
- [90] Gorman, M. and W. A. Sahlman (1989), “What do Venture Capitalist Do?” *The Journal of Business Venturing*, Vol.4, No.4, pp.231-248.
- [91] Goslin, L. N. and B. Barge (1986), “Entrepreneurial Qualities Considered in Venture Capital Support”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1986*, Babson College, pp.366-379.
- [92] Griener, L. E. (1977), “Evolution and Revolution as Organization Grows”, *Harvard Business Review*, Vol.50, No.4, pp.37-46.
- [93] Gupta, A. K. and H. J. Sapienza (1988), “The Pursuit of Diversity by Venture Capital Firms: Antecedents and Implications”, *Frontiers of Entrepreneurship Research 1988*, Babson College, pp.290-302.
- [94] Gupta, A. K. and H. J. Sapienza (1992), “Determinants of Venture Capital Firms’ Preferences Regarding the Industry Diversity and Geographic Scope of Their Investment”, *Journal of Business Venturing*, Vol.7, No.5, pp.347-362.
- [95] Hall, H. J. (1989), “Venture Capitalist Decision Making and the Entrepreneur: An Exploratory Investigation”, *Unpublished doctoral dissertation*, University of Georgia, Athens.
- [96] Hall, J and C. W. Hofer (1993), “Venture Capitalists’ Decision Criteria in New Venture Evaluation”, *Journal of Business Venturing*,

- Vol.8, No.1, pp.25-42.
- [97] Harrison, L. R. (1992), "The Roles of Investors in Entrepreneurial Companies: A Comparison of Informal Investors and Venture Capitalists", *Frontier of Entrepreneurship Research, 1992*, Babson College, pp.388-404.
- [98] Hart, O. and J. Moore (1994), "A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No.4, pp.841-879.
- [99] Hellmann, T. (1998), "The Allocation of Control Rights in Venture Capital contracts", *Rand Journal of Economics*, Vol.29, No.1, pp. 57-76.
- [100] Hellmann, T. and M. Puri (2000), "The Interaction between Product Market and Financing Strategy: the Role of Venture Capital", *The Review of Financial Studies*, Vol.13, No.4, pp.959-984.
- [101] Hellmann, T. and M. Puri, (2002a), "Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence", *Journal of Finance*, Vol.57, No.1, pp.169-197.
- [102] Hellmann, T. and M. Puri (2002b), "On the Fundamental Role of Venture Capital", *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*, Vol.87, No.4, pp.19-23.
- [103] Higashide, H. and S. Birley (1998), "Consequences of Conflicts in the Venture Capitalist—Entrepreneur Team Relationship in the United Kingdom", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1998*, Babson College, pp.556-570.
- [104] Higashide, H. and S. Birley (2000), "Venture Created Through the Socially Complex Relationship between the Venture Capitalist and the Entrepreneurial Team?", *Frontiers of Entrepreneurship Research 2000*, Babson College, pp.308-319.
- [105] Hills, G. E. (1984), "Market Analysis and Marketing In New Ventures: Venture Capitalist' Perception", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1984*, Babson College, pp.43-54.
- [106] Hisrich, R. D. and A. D. Jankowicz (1990), "Intuition in Venture Capital Decisions: An Exploratory Study Using a New Technique", *Journal of Business Venturing*, Vol.5, No.1, pp. 49-62.
- [107] Kaplan, S. and P. Stromberg (2003), "Financial Contracting Theory Meet the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts", *Review of Economic Studies*, Vol.70, No.243, pp.218-315.
- [108] Keeley, R. H. and L. A. Turki (1995), "A Venture Capital Price Index", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1995*, Babson College, pp.381-393.
- [109] Khan, A. M. (1987), "Assessing Venture Capital Investments with Noncompensatory Behavioral Decision Models", *Journal of Business Venturing*, Vol.2, No.3, pp.193-205.
- [110] Kleiman, R. T. and J. M. Shulman (1992), "The Risk-Return Attributes of Publicly Traded Venture Capital: Implications for Investors and Public Policy", *Journal of Business Venturing*, Vol.7, No.3, pp.195-208.
- [111] Kortum, S. and J. Lerner (2000), "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation", *The Rand Journal of Economics*, Vol.31, No.3, pp.674-692.
- [112] Landström, H., S. Manigart, C. M. Mason, and H. J. Sapienza (1998), "Contracts between Entrepreneurs and Investors: Teams and Negotiation Processes", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1998*, Babson College, pp.571-585.
- [113] Leleux, B. and B. Surlemont (2003), "Public Versus Private Venture Capital: Seeding or Crowding out? A Pan-European analysis", *Journal of Business Venturing*, Vol.18, No.1, pp.81-104.
- [114] Lerner, J. (1994a), "The Syndication of Venture Capital Investments" *Financial Management*, Vol.23, No.3, pp.16-27.
- [115] Lerner, J. (1994b), "Venture Capitalists and the Decision to Go Public", *Journal of Financial Economics*, Vol.35, No.3, pp.293-316.
- [116] Lerner, J. (1995), "Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms", *Journal of Finance*, Vol.50, No.1, pp.301-318.
- [117] Lerner, J., O. Pfirrmann, and U. Wupperfeld (1997), *Venture Capital and New Technology Based Firms: An US-German Comparison*, Physica-Verlag, Heidelberg (伊東維年・勝部伸夫・荒井勝彦・田中利彦・鈴木茂訳 (2000), 『ベンチャーキャピタルとベンチャービジネス』, 日本評論社).
- [118] Lockett, A. and M. Wright (1999), "Syndication of Venture Capital Investments", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1999*, Babson College, pp.31-40.

- tiers of Entrepreneurship Research 1999*, Babson College, pp.306-320.
- [119] Lockett, A., G. Murray, and M. Wright (2002), "Do UK Venture Capitalists still Have a Bias against Investment in New Technology Firms", *Research Policy*, Vol.31, No.6, pp.1009.
- [120] MacMillan, I. C. and P. N. SubbaNarasimha (1986), "Characteristics Distinguishing Funded from Unfunded Business Plans Evaluated by Venture Capitalists", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1986*, Babson College, pp. 404-413.
- [121] MacMillan, I. C., D. M. Kulow, and R. Khoylian (1988a), "Venture Capitalists' Involvement in their Investments: Extent and Performance", *Journal of Business Venturing*, Vol.4, No.1, pp.27-47.
- [122] MacMillan, I. C., D. W. Klow, and R. Khoylian (1988b), "Venture Capitalists' Involvement in their Investments: Extent and Performance", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1988*, Babson College, pp.303-323.
- [123] MacMillan, I. C., R. S. Siegel, and P. N. Subbanarasimaha (1985), "Criteria used by Venture Capitalists to Evaluate New Proposals", *Journal of Business Venturing*, Vol.1, No.1, pp. 119-128.
- [124] Macmillan, I. C., L. Zemann, and P. N. Subbannarasimha (1987), "Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process", *Journal of Business Venturing*, Vol.2, No.4, pp.123-137.
- [125] MaierII, J. B. and D. A. Walker (1987), "The Role of Venture Capital in Financing Small Business", *Journal of Business Venturing*, Vol.2, No.3, pp.207.
- [126] Manigart, S. (1993), "What Drives the Creation of A Venture Capital Firm?", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1993*, Babson College, pp.511-524.
- [127] Manigart, S. (1994), "The Founding Rate of Venture Capital Firms in the three European Countries (1970-1990)", *Journal of Business Venturing*, Vol.9, No.6, pp.525-541.
- [128] Manigart, S. and W. VanHyfte (1999), "Post-Investment Evolution of Belgian Venture Capital Backed Companies: An Empirical Study", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1999*, Babson College, pp.419-432.
- [129] Manigart, S., K. Baeyens, and W. Van Hyfte (2000), "The Survival of Venture Capital Backed Companies", *Frontiers of Entrepreneurship Research 2000*, Babson College, pp. 354-368.
- [130] Manigart, S., P. Joos, and D. DeVos (1992), "The Performance of Publicly Traded European Venture Capital Companies", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1992*, Babson College, pp.331-344.
- [131] Manigart, S., M. Wright, K. Robbie, P. Desbrieres, and K DeWaele (1997), "Venture Capitalist's Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.21, No.4, pp.29-43.
- [132] Manigart, S., K. DeWaele, M. Wright, and K. Robbie, P. Desbrieres, H. J. Sapienza and A. Beekman (2002), "Determinants of Required Return in Venture Capital Investments: A Five-Country Study", *Journal of Business Venturing*, Vol.17, No.4, pp.291-312.
- [133] Megginson, W. L. and K. Weiss (1991), "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, Vol.46, No.3, pp.879-903.
- [134] Milgrom, P. and J. Roberts (1992), *Economics, Organization & Management*, Prentice-Hall, Inc (奥野正寛・伊藤英史・今井晴雄・西村理・八木甫訳 (1997), 『組織の経済学』, NTT 出版).
- [135] Moesel, D. D., J. Fiet, L. Busenitz, and J. Barney (1996), "Factors Underlying Changes in Risk Perceptions of New Ventures by Venture Capitalists", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1996*, Babson College, pp.377-391.
- [136] Murray, G. C. (1995), "Evolution and Change: An Analysis of the First Decade of the UK Venture Capital Industry", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.22, No.8, pp.1077-1105.
- [137] Muzyka, D. F. and M. G. Hay (1994), "European Management Buy-Out Funds: Opportunity Selection Criteria", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1994*, Babson College, pp. 364-360.
- [138] Muzyka, D. F., S. Birley, and B. Leleux (1996), "Trade-offs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists", *Journal of*

- Business Venturing*, Vol.11, No.4, pp.273-287.
- [139] Muzyka, D., Birley, B. Leleux, G. Rossell, and F. Bendixen (1993), "Financial Structure and Decisions of Venture Capital Firms: A Pan-European Study", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1993*, Babson College, pp. 538-552.
- [140] Neher, D. (1999), "Staged Financing: An Agency Perspective", *Review of Economic Studies*, Vol.66, No.227, pp.255-274.
- [141] Norton, E. and B. Tenenbaum (1990), "The Structure of Venture Capital Deals: A Preliminary Analysis", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1990*, Babson College, pp.281-295.
- [142] Norton, E. and B. H. Tenenbaum (1993), "Specialization Versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy", *Journal of Business Venturing*, Vol.13, No.4, pp.32-41.
- [143] Obermayer, J. H. (1983), "The Capital Gap for Technical Entrepreneurs", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1983*, Babson College, pp.307-315.
- [144] Ooghe, H., S. Manigart, and Y. Fassin (1991), "Growth Patterns of the European Venture Capital Industry", *Journal of Business Venturing*, Vol.6, No.6, pp.381-404.
- [145] Patricof, A. (1989), "The Internationalization of Venture Capital", *Journal of Business Venturing*, Vol.4, No.4, pp.227-230.
- [146] Poindexter, J. B. (1976), "The Efficiency of Financial Markets: The Venture Capital Case", *Unpublished doctoral dissertation*, New York University, New York.
- [147] Repullo, R. and J. Suarez (1998), "Venture Capital Finance: A Security Design Approach", Working Paper, CEMFI, Madrid.
- [148] Reynold, P. D. and M Hay., et al. (1999), *Global Entrepreneurship Monitor: 1999 Executive Report (GEM 1999)*, Babson College, London Business School, Kauffman Center for Entrepreneurial Leadership.
- [149] Reynold, P. D. and M Hay., et al. (2000), *Global Entrepreneurship Monitor: 1999 Executive Report (GEM 2000)*, Babson College, London Business School, Kauffman Center for Entrepreneurial Leadership.
- [150] Reynold, P. D. and M Hay., et al. (2001), *Global Entrepreneurship Monitor: 1999 Executive Report (GEM 2001)*, Babson College, London Business School, Kauffman Center for Entrepreneurial Leadership.
- [151] Roberts, E. B. (1991), "High Stakes for High-Tech Entrepreneurs: Understanding Venture Capital Decision Making", *Sloan Management Review*, Vol.32, No.2, pp.9-20.
- [152] Robbie, K. and G. Murray (1992), "Venture Capital in the UK", *The International Journal of Bank Marketing*, Vol.10, No.5, pp.32-40.
- [153] Robbie, K., M. Wright, and B. Chiplin (1997), "The Monitoring Venture Capital Firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.21, No.4, pp.9-28.
- [154] Robinson Jr, R. B. (1987), "Emerging Strategies in the Venture Capital Industry", *Journal of Business Venturing*, Vol.2, No.1, pp.53-77.
- [155] Rosenstein, J. (1988), "The Board of Strategy: Venture Capital and High Technology", *Journal of Business Venturing*, Vol.3, No.2, pp. 159-170.
- [156] Rosenstein, J., A. V. Bruno, W. D. Bygrave, and N. T. Taylor (1989), "Do Venture Capitalists on Boards of Portfolio Companies Add Value besides Money?", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1989*, Babson College, pp. 216-229.
- [157] Rosenstein, J., A. V. Bruno, W. D. Bygrave, and N. T. Taylor (1990), "How Much Do CEO Value the Advice of Venture Capitalists on their Board", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1990*, Babson College, pp.238-250.
- [158] Rosenstein, J., A. V. Bruno, W. D. Bygrave, and N. T. Taylor (1993), "The CEO, Venture Capitalists, and the Board", *Journal of Business Venturing*, Vol.8, No.2, pp.99-113.
- [159] Rosman, A. J. and H. M. O'neil (1993), "Comparing the Information Acquisition Strategies of Venture Capital and Commercial Lenders: A computer-based Experiment", *Journal of Business Venturing*, Vol.8, No.5, pp.443-460.
- [160] Roure, J. B., R. H. Keeley, and T. F. Keller (1992), "Venture Capital Strategies in Europe and the U. S.: Adapting to the 1990's", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1992*, Babson College, pp.345-359.
- [161] Ruhnka, J. C. and J. E. Young (1987), "A Venture Capital Model of the Development Process for New Venture", *Journal of Business*

- Venturing*, Vol.3, No.2, pp.115-133.
- [162] Ruhnka, J. C. and J. E. Young (1991), "Some Hypotheses about Risk in Venture Capital Investing", *Journal of Business Venturing*, Vol.6, No.2, pp.115-133.
- [163] Ruhnka, J. C., H. D. Feldman, and T. J. Dean (1992), "The "Living Dead" Phenomenon in Venture Capital Investments", *Journal of Business Venturing*, Vol.7, No.2, pp.137-155.
- [164] Sahlman, W. A. (1990), "The Structure and governance of venture capital organization", *Journal of Financial Economics*, Vol.27, No.2, pp.473-521.
- [165] Sahlman, W. A. and H. H. Stevenson (1985), "Capital Market Myopia", *Journal of Business Venturing*, Vol.1, No.1, pp.7-30.
- [166] Sandberg, W. R. (1986), *New Venture Performance: the Role of Strategy, Industry Structure, and Entrepreneur*, Lexington Books.
- [167] Sandberg, W. R., D. M. Schweiger and C. W. Hofer (1987), "Determining Venture Capitalists' Decision Criteria: The Use of Verbal Protocols", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1987*, Babson College, pp.392-407.
- [168] Sandberg, W. R., D. M. Schweiger, and C. W. Hofer (1988), "The Use of Verbal Protocols in Determining Venture Capitalists' Decision Processes", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.13, No.2, pp.8-20.
- [169] Sapienza, H. J. (1992), "When do Venture Capitalists Add Value?", *Journal of Business Venturing*, Vol.7, No.1, pp.9-27.
- [170] Sapienza, H. J. and A. C. Amason (1993), "Effects of Innovativeness and Venture Stage on Venture Capitalist-Entrepreneur Relations", *Interfaces*, Vol.23, No.6, pp.38-51.
- [171] Sapienza, H. J. and A. K. Gupta (1989), "Pursuit of Innovation by New Venture and its Effects on Venture Capitalist-Entrepreneur Relations", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1989*, Babson College, pp.304-317.
- [172] Sapienza, H. J. and M. A. Korsgaard (1995), "Performance Feedback, Decision Making Progresses, and Venture Capitalists Support of New Ventures", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1995*, Babson College, pp.452-464.
- [173] Sapienza, H. J. and M. A. Korsgaard (1996), "Procedural Justice in Entrepreneur- Investor Relations", *Academy of Management Journal*, Vol.39, No.3, pp.544-574.
- [174] Sapienza, H. J. and J. A. Timmons (1989), "Launching and Building Entrepreneurial Companies: Do the Venture Capitalist and Add Value?", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1989*, Babson College, pp.245-257.
- [175] Sapienza, H. J., A. C. Amason, and S. Manigart (1994), "The Level and Nature of Venture Capitalist Involvement in their Portfolio Companies: A Study of Three European Countries", *Managerial Finance*, Vol.20, No.1, pp.3-17.
- [176] Sapienza, H. J., S. Manigart, and W. Vermeir (1995), "A Comparison of Venture Capitalist Governance and Value-Added in the U. S. and Western Europe", *Academy of Management Journal*, pp.105-109.
- [177] Sapienza, H. J., S. Manigart, and W. Vermeir (1996), "Venture Capitalist Governance Value Added in Four Country", *Journal of Business Venturing*, Vol.11, No.6, pp.439-469.
- [178] Schefczyk, M. (2001), "Determinants of Success of German Venture Capital Investments", *Interfaces*, Vol.31, No.5, p.43.
- [179] Schell, D. W. (1982), "Entrepreneurial Implications of the Small Business Investment Incentives Act", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1982*, Babson College, pp.270-287.
- [180] Schell, D. W. (1984), "The Development of the Venture Capital Industry in North Carolina: A New Approach", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1984*, Babson College, pp.55-72.
- [181] Schumpeter J. A. (1961), *The Theory of Economic Development*, Oxford University Press (塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳 (1977), 『経済発展の理論 (上) (下)』, 岩波書店).
- [182] Shane, S. and D. Cable (2002) "Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures", *Management Science*, Vol.48, No.3, pp.364-381.
- [183] Shepherd, D. A. (1997), "New Venture Entry Strategy: An Analysis of Venture Capitalists' Decision Making", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1997*, Babson College, pp.566-578.
- [184] Shepherd, D. A. (1999), "Venture Capital-

- ists' Assessment of New Venture Survival", *Management Science*, Vol.45, No.5, pp.621-632.
- [185] Shepherd, D. A. and A. Zacharakis (2002), "Venture Capitalist's Expertise: A Call for Research into Decision Aids and Cognitive Feedback", *Journal of Business Venturing*, Vol.17, No.2, pp.1-20.
- [186] Shepherd, D. A., R. Ettenson, and A. Crouch (2000), "New Venture Strategy and Profitability: A Venture Capitalist's Assessment", *Journal of Business Venturing*, Vol.15, No.5-6, pp.449.
- [187] Shepherd, D. A., A. Zacharakis, and R. A. Baron (1998), "Venture Capitalists' Expertise: Real or Fallacious", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1998*, Babson College, pp.586-599.
- [188] Shepherd, D. A., A. Zacharakis, and R. A. Baron (2003), "VC's Decision Processes: Evidence Suggesting More Experience May Not Always be Better", *Journal of Business Venturing*, Vol.18, No.3, pp.381-401.
- [189] Shrader, R. C., L. Steier, P. P. McDougall, and B. M. Oviatt (1997), "Venture Capital and Characteristics of New Venture IPOs", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1997*, Babson College, pp.513-525.
- [190] Silver, A. D. (1985), *Venture Capital: The Complete Guide for Investors*. New York: John Wiley and Sons.
- [191] Simoen, R. (2001), "Venture Business and Strategic Changes in Japan: An Analysis", *International Journal of Management*, Vol.18, No.4, pp.489-500.
- [192] Smart, G. H. (1998), "Management Assessment Methods in Venture Capital: Towards a Theory of Human Capital Valuation", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1998*, Babson College, pp.600-612.
- [193] Smith, D. G. (1999), "How Early Stage Entrepreneurs Evaluate Venture Capitalists", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1999*, Babson College, pp.289-303.
- [194] Stein, M. and W. D. Bygrave (1990), *The Anatomy of High-tech IPOs: Do Their Venture Capitalists, Underwriters, Accountants, and Lawyers Make a Difference?* Paper presented at Babson Entrepreneurship Conference, Boston.
- [195] Steier, L. and R. Greenwood (1995), "Venture Capitalist Relationships in the Deal Structuring and Post-Investment Stages of New Firm Creation", *Journal of Management Studies*, Vol.32, No.3, pp.337-357.
- [196] Stevenson, H. H., D. F. Muzyka, and J. A. Timmons (1986), "Venture Capital in a New Era: A Simulation of the Impact of Changes in Investment Patterns", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1986*, Babson College, pp.380-403.
- [197] Stevenson, H. H., D. F. Muzyka, and J. A. Timmons (1987), "Venture Capital in Transition: A Monte-Carlo Simulation of Changes in Investment Patterns", *Journal of Business Venturing*, Vol.2, No.2, pp.103-121.
- [198] Sweeting, R. C. (1991), "UK Venture Capital Funds and the Funding of New Technology-Based Business: Process and Relationships", *The Journal of Management Studies*, Vol.28, No.6, pp.601-622.
- [199] Timmons, J. A. (1981), "Venture Capital Investors in the U. S.: A Survey of the Most Active Investors", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1981*, Babson College, pp.199-216.
- [200] Timmons, J. A. (1982), "Venture Capital in Sweden: Comparative Study", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1982*, Babson College, pp.294-312.
- [201] Timmons, J. A. (1997), *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century*, Irwin.
- [202] Timmons, J. A. (1994), *New Venture Creation 4th*, Irwin (千本倅生・金井信次訳 (1997), 『ベンチャー創造の理論と戦略』, ダイヤモンド社).
- [203] Timmons, J. A. and W. D. Bygrave (1986), "Venture Capital's Role in Financing Innovation for Economic Growth", *Journal of Business Venturing*, Vol.1, No.2, pp.161-166.
- [204] Timmons, J. A., N. D. Fast, and W. D. Bygrave (1983), "The Flow of Venture Capital to highly Innovative Technological Ventures", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1983*, Babson College, pp.316-334.
- [205] Timmons, J. A., D. F. Muzyka, H. H. Stevenson, and W. D. Bygrave (1987), "Opportunity Recognition: The Core of Entrepreneurship", *Frontiers of Entrepreneurship Research*

- 1987, pp.109-123.
- [206] Trester, J. J. (1998), "Venture Capital Contracting under Asymmetric Information", *Journal of Banking & Finance*, Vol.22, No.6-8, pp.675-699.
- [207] Tyebjee, T. T. and A. V. Bruno (1981), "Venture Capital Decision Making: Preliminary Results from Three Empirical Studies", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1981*, pp.281-320.
- [208] Tyebjee, T. T. and A. V. Bruno (1984), "A Model of Venture Capitalist Investment Activity", *Management Science*, Vol.30, No.9, pp.1051-1066.
- [209] Utterback, J. M. (1994), *Mastering the Dynamics of Innovation*, Harvard Business School Press (大津正和・小川進監訳 (1998), 『イノベーション・ダイナミクス』, 有斐閣).
- [210] VonBurg, U. and M. Kenny (2000), "Venture Capital and the Birth of the Local Area Networking Industry", *Research Policy*, Vol.29, No.9, pp.1135-1143.
- [211] Wang, K., C. K. Wang, and Q. Lu. (2002), "Differences in Performance of Independent and Finance-Affiliated Venture Capital Firms", *Journal of Financial Research*, Vol.25, No.1, pp.59-80.
- [212] Wang, K., C. K. Wang, and Q. Lu. (2003), "Effects of Venture Capitals' Participation in Listed Companies", *Journal of Banking & Finance*, Vol.27, No.10, pp.2015.
- [213] Wells, W. A. (1974), "Venture Capital Decision Making", *unpublished doctoral dissertation*, Carnegie-Mellon University.
- [214] Wetzel, W. E., Jr. (1983), "Angel and Informal risk capital", *Sloan Management Review*, Vol.24, No.4, pp.23-34.
- [215] William, P. J., J. Shulman, and W. E. Bygrave (1994), "Mergers and Acquisitions: A Means of Harvesting the Venture", *Managerial Finance*, Vol.20, No.1, pp.43-53.
- [216] Winter, T. E. and D. L. Mufin (1988), "Venture Capital Investing for Corporate Development Objective", *Journal of Business Venturing*, Vol.3, No.3, pp.207.
- [217] Wright, M. and K. Robbie (1998), "Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.25, No.5-6, pp.521-570.
- [218] Wright, M. A. Lockett, and S. Pruthi (2002), "Internationalization of Western Venture Capitalists into Emerging markets: Risk Assessment and Information in India", *Small Business Economics*, Vol.19, No.1, pp.13.
- [219] Wright, M., K. Robbie, and C. Ennew (1994), "Venture Capitalists and Serial Entrepreneurs", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1994*, Babson College, pp.381-395.
- [220] Wright, M. K. Robbie, and K. Ennew (1997), "Venture Capitalists and Serial Entrepreneurs", *Journal of Business Venturing*, Vol.12, No.3, pp.227-249.
- [221] Wright, M., S. Thompson, and K. Robbie (1992), "Venture Capital and Management-Led, Leveraged Buy-Outs: A European Perspective", *Journal of Business Venturing*, Vol.7, No.1, pp.47-71.
- [222] Wright, M. B., B. Chiplin, S. Thompson, and K. Robbie (1990), "Realization of Venture Capital Investments: The Case of Management Buy-Outs in the UK", *The service Industries Journal*, Vol.10, No.3, pp.499-520.
- [223] Wright, M., K. Robbie, S. Thompson, and K. Starkey (1994), "Longevity and the Life-Cycle of Management Buyouts", *Strategic Management Journal*, Vol.15, No.3, pp.215-227.
- [224] Wright, M., K. Robbie, Y. Romanet, and S. Thompson, et al. (1993), "Harvesting and the Longevity of Management Buy-outs and Buy-in: A Four-Country Study", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.18, No.2, pp.90.
- [225] Yermack, D. (1995), "Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?", *Journal of Financial Economics*, Vol.39, No.2-3, pp.237-269.
- [226] Zacharakis, A. (2001), "The Impact of Geography on Venture Capital-Backed Internet Company", *Frontiers of Entrepreneurship Research 2001*, Babson College, pp.549-558.
- [227] Zacharakis, A. L. and G. D. Meyer (1995), "The Venture Capitalist Decision: Understanding Process versus Outcome", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1995*, Babson College, pp.465-478.
- [228] Zacharakis, A. L. and G. D. Meyer (1996), "Do Venture Capitalists Really Understand their Own Decision Process?: A Social Judgment Theory Perspective", *Frontiers of Entrepreneurship Research 1996*, Babson College, pp.

- 392-406.
- [229] Zacharakis, A. L. and G. D. Meyer (2000), "The Potential of Actuarial Decision Models: Can They Improve the Venture Capital Investment Decision?", *Journal of Business Venturing*, Vol.15, No.4, pp.323-346.
- [230] Zacharakis, A. L. and D. A. Shepherd (2001), "The Nature of Information and Overconfidence on Venture Capitalists' Decision Making", *Journal of Business Venturing*, Vol. 15, pp.347-362.
- [231] Zacharakis, A. L., G. D. Meyer, and J. DeCastro (1999), "Differing Perceptions of New Venture Failure: A Matched Exploratory Study of Venture Capitalists and Entrepreneurs", *Journal of Small Business Management*, Vol.37, No.3, pp.1-14.
- [232] Zacharakis, A. L., D. A. Shepherd, and J. E. Coombs (2003), "The Development of Venture-Capital-Backed Internet Companies: An Ecosystem Perspective", *Journal of Business Venturing*, Vol.18, No.2, pp.217-231.
- [233] Zider, B. (1998), "How Venture Capital Works", *Harvard Business Review*, Vol.76, No. 6, pp.131-139.
- [234] 赤石篤紀 (2002a), 「日米ベンチャー・キャピタルの経営行動比較—ベンチャー・キャピタルの関与活動を中心に—」, 『21世紀の地域社会活性化と中小企業—日本中小企業学会論集 21』, 同友館。
- [235] 赤石篤紀 (2002b), 「ベンチャー・キャピタルの系統別にみられる経営行動の違い」 佐竹隆幸編 『中小企業のベンチャーイノベーション』, ミネルヴァ書房。
- [236] 明石芳彦 (1999), 「ベンチャー企業の存在条件」, 『日本のベンチャー企業』, 日本経済評論社。
- [237] 植藤正志 (1999), 「わが国VBの歴史的経緯とその特徴」 後藤幸男・西村慶一・植藤正志・狩俣正雄編著 『ベンチャーの戦略行動』, 中央経済社。
- [238] 大滝精一 (1997), 「成長の戦略」, 大滝精一・金井一頼・山田英夫・岩田智著 『経営戦略』, 有斐閣。
- [239] 鹿住倫世 (1996), 「起業家の歴史」, 松田修一・大江健編著 『起業家の輩出』, 日本経済新聞社。
- [240] 金井一頼 (2002), 「ベンチャー企業とは」, 金井一頼・角田隆太郎編 『ベンチャー企業経営論』, 有斐閣。
- [241] 清成忠男 (1985), 「ベンチャー・ビジネスと技術革新」, 岡本康雄・若杉敬明 『技術革新と企業行動』, 東京大学出版会。
- [242] 忽名憲治 (1997), 『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス』 東洋経済新報社。
- [243] 忽名憲治 (1998), 「ベンチャー・ファイナンスと銀行」, 『日本のベンチャー企業』, 日本経済評論社。
- [244] 経済企画庁 (1999), 『経済白書—平成11年度版』。
- [245] 後藤幸男 (1999), 「諸外国のVB, VC 振興支援策—わが国のVCとの比較とともに—」, 後藤幸男・西村慶一・植藤正志・狩俣正雄編著 『ベンチャーの戦略行動』, 中央経済社。
- [246] 鈴木克也 (1983), 「ベンチャーキャピタルの歴史的役割」, 東洋経済編 『ベンチャーキャピタル&ベンチャービジネス』, 東洋経済新報社。
- [247] 鈴木健嗣 (2002), 「ベンチャーファイナンスにおけるベンチャーキャピタル契約の役割」, 日本経営財務研究学会 『経営財務研究』 第22巻第2号, 150-164頁。
- [248] 高城 寛 (1998), 「経済発展と中小企業」, 藤田敬三・竹内正巳編 『中小企業論 第4版』, 有斐閣。
- [249] 中小企業庁 (1984), 『ベンチャー・ビジネスへの期待と課題 (ベンチャー・ビジネス研究会中間報告)』。
- [250] 中小企業庁 (1999), 『中小企業白書—平成11年度版』。
- [251] 中村秀一郎 (1983), 「ベンチャー・ビジネスの基本理念」, 中村秀一郎・石井威望 『ベンチャー・マネジメント』, 日本経済新聞社。
- [252] 中村秀一郎・清成忠男 (1971), 「ベンチャー・ビジネスとは」, 清成忠男・中村秀一郎・平尾光司 『ベンチャー・ビジネス』, 日本経済新聞社。
- [253] 西村慶一 (1999), 「わが国VFの特質と課題」, 後藤幸男・西村慶一・植藤正志・狩俣正雄編著 『ベンチャーの戦略行動』, 中央経済社。
- [254] 二場邦彦 (1998), 「中小企業の経営問題」, 藤田敬三・竹内正巳編 『中小企業論 第4版』, 有斐閣。
- [255] 濱田康行 (1998), 『日本のベンチャーキャピタル—新版—』, 日本経済新聞社。
- [256] 松田修一 (1998), 『ベンチャー企業』, 日本経済新聞社。
- [257] 柳孝一 (2000), 「ベンチャー企業の位置づけと支援の必要性」, 松田修一監修・早稲田大学アントレプレヌール研究会編 『ベンチャー企業の経

営と支援』，日本経済新聞社。

〔258〕山田幸三（1999），「ベンチャー企業の創造プロセス」，明石芳彦・山田幸三・忽名憲治編著『日本のベンチャー企業』，日本経済評論社。

〔259〕柳在相（2003），『ベンチャー企業の経営戦略』，中央経済社。

〔260〕若杉敬明（1985），「ベンチャー・ビジネスとベンチャーキャピタル」，岡本康雄・若杉敬明編『技術革新と企業行動』，東京大学出版会。

Web サイト

〔1〕ヘラクレス：<http://hercules.ose.or.jp/>

〔2〕JASDAQ：<http://www.jasdaq.co.jp/>

〔3〕東証マザーズ：<http://www.tse.or.jp/mothers/>

〔4〕NVCA：<http://www.nvca.org/>