

トム・ニコラス 著 鈴木立哉 訳  
『ベンチャーキャピタル全史』

小関 珠音

大阪公立大学准教授

本書は、Tom Nicholas, *VC: An American History*, Harvard University Press, 2019 の邦訳である。19世紀から21世紀初頭までのベンチャーキャピタル産業の歴史的発展経緯を詳細に記述したものである。英国生まれのトム・ニコラス氏が、ハーバード・ビジネス・スクールの教授として、講義で紹介したベンチャーキャピタル及びその投資先企業に関するケーススタディーを体系的に取りまとめて刊行した。

ベンチャーキャピタルの特徴は、新事業に挑戦するベンチャー企業に投資を行い、ごく一部の企業が巨額な富を生み出し、その他の企業への投資損失を埋め合わせるというロングテール（裾野の長い）投資の仕組みにある。著者は、この投資スタイルが確立されるまでの期間を、4つの段階に分類した。第1段階（第一章～第三章）は、ベンチャーキャピタルのビジネスモデル構築の原点となるニューイングランド地域の捕鯨産業で用いられたリスク資本の形成である。第2段階（第四章～第五章）は、ロングテール型の投資モデルの確立と、リミテッドパートナーシップという組織構造の採用に至るまでの経緯である。第3段階（第六章～第七章）は、アーリーステージのベンチャー企業を支えるエコシステムの発展とアップルなどグローバルに急成長する企業とともに発展した時期である。第4段階（第八章）は、1990年代の投資モデルの拡大と、2000年代前半のITバブルによる市場

崩壊について述べ、エピローグでは今後の展望を述べている。

私たちはこの歴史的な記述から、何を学べばよいのだろうか。この課題について、各章の内容を辿りながら、考えてみたい。

第一章では、ベンチャーキャピタルの原点となった捕鯨産業について述べている。富豪の投資家が、捕鯨エージェントを仲介して、果敢に捕鯨の航海に出る船長に資金を提供した。

第二章は、マサチューセッツ州ローウェルで展開された最先端の綿織物業の発展についての解説である。ニューイングランドの超富裕層がテクノロジーと工業生産へ投資を行ったが、当時の契約が現在のベンチャーキャピタル投資契約の原型となった。オハイオ州クリーブランドとペンシルベニア州ピッツバーグにおいて、化学、石油、鉄鋼といった産業が発展し、アーリーステージにおけるハイテク企業への投資や少数株持ち分、ガバナンスなどの概念が固められていった。

第三章は、富豪家に加えて、ファミリーオフィス等のプライベートキャピタルという組織形態による、東海岸と西海岸のフォーマル／インフォーマル投資の発展について述べている。ロチェスター（ニューヨーク州）では写真産業に革命をもたらしたジョージ・イーストマンが、デトロイト（ミシガン州）では自動車製造のライン生産方式を生み出したヘンリー・フォード

が、当時の投資家の支援によって事業を立ち上げ、製造業の中心としての地位を確立した。クリーブランドにおいて石油産業を支配し、莫大な資産を築いたロックフェラー家は、慈善事業や教育に資金を提供すると同時に、ファミリーオフィスとして、アーリーステージのスタートアップに投資を行い、初期の航空機産業の発展に貢献した。1891年に、リーランド・スタンフォードが設立した、スタンフォード大学周辺に叢生したアーリーステージのハイテクスタートアップに投じる投資家は、高いリスクとリターンを受け入れた。成功した時には莫大な収益を生むため、投資のインセンティブになった。

第四章では、ロングテール型の投資モデルの確立と、リミテッドパートナーシップという組織構造形成の経緯を述べている。地域発展への寄与を目的に、1946年、ボストンに設立されたアメリカン・リサーチ&デベロップメント・コーポレーション（ARD）が活躍していく。ARD社長のジョルジュ・ドリオは、ベンチャーキャピタルの投資コンセプトを固めた。投資先企業の取締役会の2席を確保し、経営の監視に加え、健全な経営、適切な資金調達、優れた製造手法、積極的な商品計画などの支援を提供した。平均投資期間は6.5年だが、重要な案件が成果を出すまでにARDの創業からは10年以上の時間が必要だった。

ARDは、1957年に回路基板モジュール開発を目指すデジタル・イクイップメント・コーポレーション（DEC）が成功したことにより、ロングテール型の投資モデルが有望であることを証明した。しかし同社は、優秀な人材が他社に引き抜かれたり、独立して競合のベンチャーキャピタルを設立したりする人がおり、そのビジネスモデルは崩れていった。同時期には、1958年中小企業投資法が制定され、米国政府主導で、中小企業投資会社（SBIC）が設立され、中小企業にリスク資本を提供した。ただし、その収益性は芳しくなく、米国政府が監視体制を厳格化

したこともあり、閉鎖した会社も少なくなかった。しかしこの経験を土台に、ベンチャーキャピタル産業が活動する環境が整備されていった。

第五章では、リミテッドパートナーシップが普及した経緯について述べている。1959年にはカリフォルニア州パロアルトに、ドレイパー、ゲイサー&アンダーソン（DGA）が設立されたが、税制面で有利で、利益が出れば多額の報酬を出せるという利点がある今日のリミテッドパートナーシップの原型となった。DGAは、スタンフォード大学周辺のサイエンス型産業に投資を集中させ、企業・大学・政府が相乗的な成果を生んだ。1961年頃には、DGAの幹部が病に伏すなどの不運が続き、成果を出せずにいたものの、新たに就任した幹部の努力によってパフォーマンスが回復した。1965年設立のグレイロック・パートナーズは、パフォーマンスがよく、モデル的存在となったが、成長のための追加資金を求める継続企業が投資の中心で、スタートアップ企業には投資しなかった。ペンロック・アソシエイツは、恒久的なファンドを設立し、ロックフェラー一族などの富豪を後ろ盾に、社会的、技術的、経済的な利益を目指し、長期的な投資を行った。インテルとアップル社への投資によって、多額の利益を生んだ。

第六章では、シリコンバレーの成功を分析している。同地では、大学主導でベンチャー企業が育成され、フェアチャイルド・セミコンダクターという中心的企業が存在した上に、起業家文化、温暖な気候、移民の活躍などといった要素が複合的に相乗効果を生成した。ハイテク企業は、福利厚生にも積極的に取り組み、従業員の忠誠心を高め、多くの優秀な人を引き付けた。

第七章では、ベンチャーキャピタル産業を熱狂させたテックビジネスの活況について述べている。PCの革命的な進化により、ベンチャーキャピタルとハイテクセクターのスタートアップ企業との関連性が強化され、MBAを取得した優秀な人材が流れ込んだ。一方、競争が激化したため、ベンチャーキャピタルの淘汰も進ん

でいく。次第にアリーステージへの投資が強化され、IPOの経験値も深まり、1970年代には投資額が急増した。1982年に政府補助金の中小企業技術革新研究（SBIR）プログラムが開始され、公的資金と民間資金の連携が進み、ベンチャーキャピタルも階層化と専門化を深めていった。セコイア・キャピタルなどの超一流のベンチャーキャピタルから資金を提供し、ハイテクセクターに多くの資金が流れた。しかし1983年以降、期待利益率が高い少ないベンチャー企業に多くのベンチャーキャピタルが投資したために、株価が急騰・暴落を繰り返し、市場には強い周期性があることが見出されていた。

その傍ら、引受証券会社と共にIPOに関するノウハウが蓄積され、劣後ローンや劣後債、優先株式等を提供するシリコン・バレー・バンク（SVB）からのメザニン・ファイナンスも提供されていった。SVBは爆発的な成功を遂げ、ベンチャーキャピタルはSVBとの関係性を深めていった。1980年代には、大企業がコーポレート・ベンチャー・キャピタル（CVC）を立ち上げ、ジェネンティック、バイオジェンなどのバイオテクノロジー企業への投資が増加した。さらに、SBIRを通じた官民連携の試みも強化され、ベンチャーキャピタルに投資を行うファンド・オブ・ファンズも現れた。

第八章では、1990年代のインターネット出現に伴うICT革命による競争激化により、ベンチャーキャピタルのファンドのリターンが劇的に低下した経緯が分析される。ネットスケープ、ヤフー、グーグルなどのスーパースターが現れ、技術の不確実性に直面したものの、エコシステム境界の人間関係やネットワークの価値が高まり、成功報酬を得ることをモチベーションとしてハイテク企業を創業する起業家が増えた。ただし、ベンチャーキャピタリストが、起業家たちと摩擦を起こしたり、株式公開を急ぐあまり個人投資家を犠牲にしたり、投資対象企業のデューデリジェンスが疎かになるなどして、乱雑な競争が生まれていた。2001年には、市

場が縮小しつつあったところに、アメリカ同時多発テロの発生が追い打ちをかけた。

エピローグでは、このような栄枯盛衰を経た、ベンチャーキャピタル業界の未来について述べている。著者は、米国のベンチャーキャピタルは、米国における様々な地域の苦渋の経験の蓄積であり、その歴史的視点を忘れてはならないと述べる。富豪たちは、ロングテール投資で大きな利益を追求したが、単に利益を追求するだけではなく、中には新規事業に果敢に取り組む人を支援するという社会貢献を意識した投資家もいたという。また、ベンチャーキャピタルの活動は、拠点を構える地域のエコシステムの環境と相互補完的に機能している。

著者は、アメリカのシリコンバレーにおける歴史・文化的背景を短期間で真似ることができないために、他国がこの仕組みを模倣しようとしても多くは失敗に終わると警告する。

これらの歴史的経緯を俯瞰してみると、日本でシリコンバレーモデルを踏襲するべきだといえるのだろうか。2023年3月にSVBが破綻し、米国市場に衝撃を与えたことは記憶に新しいが、この問いに対してイエスと言いつける根拠がないことを、この著書は示している。

（新潮社、2022年9月、xxxix+469頁、3,960円）