

タイトル	VC接触企業と非VC接触企業の比較：北海道新興企業に対するアンケート調査を踏まえて(山田定市教授退職記念号)
著者	赤石，篤紀
引用	北海学園大学経営論集，2(4)：85-109
発行日	2005-03-25

VC 接触企業と非 VC 接触企業の比較

～北海道新興企業に対するアンケート調査¹を踏まえて～

赤 石 篤 紀

第1節 はじめに

1990年代に入り、戦後わが国経済を牽引してきた大企業の限界が指摘され、失われた10年と称される中で、ベンチャー企業（以下、VB）に対する社会的な期待と関心が高まり、第三次ベンチャー・ブームと呼ばれる状況が創出された。この第三次ベンチャー・ブームは、これまでのベンチャー・ブームとは異なり、1995年に「中小企業の創造的事業に伴う活動の促進に関する臨時処置法」が施行され、1999年には「中小企業基本法」が改定・施行されるなど、VBの振興に対する政策的対応を伴ったものであった。また、2003年には創業活動を促すべく「最低資本金特例制度」、俗にいう1円会社制度が時限立法として施行され、最低資本金の恒久的な引き下げも議論されては始めている。

他方、学問領域においては、VBに対する関心の高まりに伴い、大学においてVB・企業家コースが設置されたり、VBの実態を明

らかにする研究²が展開されつつある。また、VBの資金需要に対応する資金供給システムにも関心の目が向けられ、ベンチャー・ファイナンスという言葉も聞かれるようになっていく（忽名、1997、p.26；濱田、2000、p.15）³。そして、このベンチャー・ファイナンスの中にあつて、主たる役割を担うベンチャー・キャピタル（以下、VC）にも、学問的関心が向けられている⁴。こうしたVB・VCに対する学問的関心の高まりは、20世紀末から21世紀にかけての資本主義社会における1つの大きな流れでもある。

そして、VB・VC研究の領域において、高い関心が向けられている問題が、「VCから投資を受けたVB（以下、VC-backed firms）にどのような特徴がみられるか」という問題である。かような問題が着目される背景には、VCの投資を受けたVBの生存率がそうでないものよりも高い（Sandberg,

¹ 本アンケート調査は、北海学園大学経営学部学術共同研究プロジェクト「ユビキタス社会における産官学連携——知の連鎖と事業創造——」の一環として行われた。また、アンケート調査の実施に際しては、北海学園大学経済研究所の総合研究から一部補助を受けた。アンケート調査自体の概要、アンケート票などの詳細については、春日・田中・赤石（2004）を参照されたい。むろん、本稿におけるありうべき過誤は全て筆者の責に帰すものである。

² 例えば、明石芳彦・山田幸三・忽名憲治（1999）、金井一頼・角田隆太郎（2002）、後藤幸男・西村慶一・植藤正志・狩俣正雄（1999）を参照されたい。

³ VBを含む中小企業の財務問題、特に「中小企業が企業に比べて資本調達面で極めて不利な状況に置かれている」という資本調達上の問題が中小企業に関する政策研究や調査研究の1つの出発点となっており、VBにおいてとりわけ重要な問題となっている。

⁴ VC研究の意義については、拙稿（2004）を参照されたい。

1986; Timmons, 1997) という事実がある。そのため、VC投資というフィルターを通して成功VBの特徴を明らかにする試み（例えば、Shrader=Steier=McDougall=Oviatt, 1997; Bygrave=Johnstone=Lewis=Ullman, 1998; Schefczyk=Gerport, 2001）が、VB研究の観点から目を向けられるのである。

このような試みからは、VCの2つの側面が浮かび上がる。1つは成功VBを見出す力に長けた専門投資家としての側面であり、もう1つは投資後もVBの経営に関わっていく積極的な投資家としての側面である。

前者の専門投資家としての側面は、“VC-backed firms=成功VB”という暗黙的な前提から浮かび上がる。つまり、株式公開を行っている企業の多くがVC-backed firmsであることから、VCが成功VBを選び出すための枠組みをもった専門投資家として考えられるのである。したがって、VB研究の観点からは、VCがVBの評価を行う際に用いる評価基準を明らかにする試み（例えば、Tyejee=Bruno, 1984; MacMillan=Subbanarasimha, 1986; MacMillan=Zemann=Subbaanarasimha, 1987; Roberts, 1991; Muzyka=Birley=Leleux, 1996）も注目されている。

後者の積極的な投資家としての側面は、一般的なVBの特徴と関連する。VBは資本だけでなく各種の経営資源に欠いた状態にあり、また株式公開に到るまでに乗り越えるべき経営上の課題も多い（Greiner, 1977; Galbraith, 1982; Churchill=Lewis, 1983; 大滝, 1997）。それゆえ、VCは単に潜在的に成功する可能性のあるVBを選び出すだけではなく、投資後にVBに様々な関与活動を積極的に行うことでVBを成功に導く積極的な投資家とみなされるのである。したがって、VC-backed firmsはVCの影響力を知る絶好のサンプルとなる（例えば、Brophy=

Verga, 1988; Bygrave=Stein, 1989; Brav=Gompers, 1997; Bamford=Douthett, 2000）と同時に、VBを成功に導く上で、どのような支援が重要なのかを明らかにするサンプルになると考えられるのである。また、同様の観点から、VCが投資後にVBに行う様々な価値付加活動を明らかにする試み（例えば、Macmillian=Klow=Khoylian, 1988; Rosenstein, 1988; Sapienza, 1992; Rosenstein=Bruno=Bygrave=Talor, 1993; Ehrlich=DeNoble=Moore=Weaver, 1994; Barney=Busenitz=Fiet=Moesel, 1996; Sapienza=Manigart=Vermeir, 1996; Busenitz=Moesel=Fiet=Barney, 1997; Hellman=Puri, 2000, 2002; 赤石, 2002）も着目されている。

本論文では、上記の問題意識、そして研究の流れを踏まえ、2004年8月に実施した北海道に立地する新興企業に対するアンケート調査を用いて、VCが接触を試みるVB（以下、VC contacted firms）の特徴について、そうでないもの（以下、no VC contacted firms）と対比させながら探索的に明らかにしたい。これにより、VCから投資対象としてみなされる企業、すなわちVBの特徴を明らかにすることを主たる目的とする⁵。なおここで、主たる分析対象をVC-backed firmsではなくVC contacted firmsとするのは、第2節で後述するように、今回のアンケート調査がVC投資を直接的に取り扱ったものではなく、回答企業中においてVC-backed firmsが非常に少ないためである。

具体的には、第2節で、まずアンケート調査の概要と本稿における分析枠組みを提示し、

⁵ VC-backed firmsに焦点を当てることは、またVCのVBに対する投資行動を理解する上で非常に有益であると考えられる。なぜなら、VCから投資を受けたVBからVCの評価基準を明らかにしていくことも可能でもあるし、VCの行う関与活動の度合いを知ることができるからである。

第3節でアンケート結果を踏まえながら、VC contacted firms の概要を no VC contacted firms との比較の中でみていく⁶。続く第4節から第6節では、回答企業の属する環境、経営目標、戦略行動、経営資源といった項目ごとに、VC contacted firms と no VC contacted firms との比較を行い、VC contacted firms の特徴を明らかにしていく。第7節では、本稿での議論をまとめ、今後の研究課題を提示し、結びとしたい。

第2節 アンケート調査の概要と本稿における分析枠組み

本稿において分析に用いるアンケート調査の対象は、1990年1月～2000年12月にかけて設立された北海道に立地する新興企業（製造業ならびに一部サービス業）1,167社⁷である。われわれはそれらの企業に対し2004年8月中旬にアンケート票を送付し、同9月中旬までに220票を回収した（回収率20.7%）。

図表1は、VC投資に関わる質問項目、すなわち回答企業が「これまでに何らかの形で接触したことがあるかどうか（Q9-1）」、そ

して「実際に投資を受けているかどうか（Q9-2）」をクロス表にて示したものである。同図表から、以下の3つのことをみてとることができる。

第1に、「VCとの接触なし」と回答する企業が207社中177社と全体の85.5%を占め、ほとんどの新興企業がVCと接触していないことがわかる。このことから、まず北海道内の新興企業がVCを資本調達先として考えていないことが推察される。また、こうした傾向は、わが国において、VCがVBの資本調達先としてあまり浸透していないことを部分的に表す結果であるともいえる。

第2に、「何らかの形でVCと接触を果たした（VC側からの接触ないし自社の側からの接触）」と回答する企業は207社中30社（全体の14.5%）であるが、そのうち実際に投資を受けているのは5社（全体の2.4%、接触企業の16.7%）となっており、VCとの接触はあるものの、実際に投資にいたる企業の数は非常に少ないことがわかる。

第3に、新興企業とVCの接触経路に焦点を当てた場合、「VC側からの接触があった」と答える企業が23社（接触企業の76.7%）に対して、「自社の側から接触した」と答え

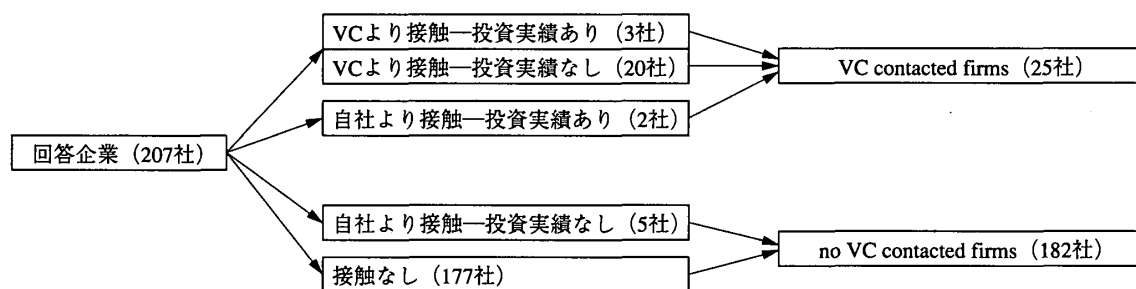
図表1 VCとの接触経路と投資実績の有無

	投資なし		投資あり		合計	
	度数	%	度数	%	度数	%
設立時に自社より接触	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
設立後何年か経て自社より接触	5	2.4%	2	1.0%	7	3.4%
設立時にVCより接触	1	0.5%	2	1.0%	3	1.4%
設立後何年か経てVCより接触	19	9.2%	1	0.5%	20	9.7%
接触なし	177	85.5%	0	0.0%	177	85.5%
合計	202	97.6%	5	2.4%	207	100.0%

⁶ 本論文における統計的処理ならびに検定には、SPSS を利用している。

⁷ アンケート調査対象となった1,167社は、(財)北海道中小企業総合支援センターの協力を得て抽出している。

図表2 VCとの接触経路と投資実績の有無による回答企業の分類



る企業が7社（接触企業の24.3%）となり、両者を見比べるとVC側からのアプローチが圧倒的に多いことがわかる。このことは、われわれがかつて行ったVCに対するアンケート調査結果（赤石，2001）とも符合する⁸。

そして、「VCとの接触→投資」という段階を踏まえ、回答企業207社を再分類した場合、①VCと接触し、投資を受けている企業が5社（2.4%）、②VCとの接触はあるが、何らかの理由によりVCからの投資に至らない企業が25社（12.6%）、③全くVCとの接点をもたない企業が177社（85.5%）という分布となる。

本来であれば、これらの3つのグループを、さらにVC backed firms（上記①）とno VC backed firms（上記②と③）に分類し、両者のグループにみられる経営上の特徴の差異をみていくのが、第1節で述べた観点から最も望ましい分析となる。しかし、図表1にみるように、VCから実際に投資を受けている企業、すなわちVC backed firmsは5社とその数は非常に少なく、この分類では統計的な検証に耐えうるような分析を行うことが

できない⁹。そこで、以下では、図表2に示すように、回答企業207社を、①VCの側から接触する企業グループ（VC contacted firms）と②VCの側から接触がなかった企業グループ（no VC contacted firms）に分類し、VCがどのような企業を投資対象として考えているのかを明らかにすることを主たる狙いとした。

なお、この分類において問題となるのは、自社の側からVCに接触した企業の扱いである。本分析では、自社よりの接触であるが最終的にVCからの投資実績を有する企業2社については、最初の段階での接触がVCからの接触でなかったとしても、いずれはVCからの接触を受けたであろうと推察し、①のVC contacted firmsに属するものとし、自社の側からの接触で投資実績のない5社については、もとよりVCが投資対象としては考えなかったものと推察し、②のno VC contacted firmsに属するものとした。

⁹ 以下の分析に先立ち、回答企業全207社を、①VCから投資を受けた企業（5社）、②VCとの接触があったが投資にはいたっていない企業（25社）、③VCとの接触もないし、投資を受けていない企業（177社）に分類して、本文と同じ項目について一元配置分散分析（ANOVA）を中心に検証を行った。しかしながら、特に①と②のグループ間に統計的に有意な差異はあまりみられなかった。そこで、本文にあるような分類軸で再分類し、検討を行っている。なお、①と②のグループ間で特に差異がみられた項目については、適宜脚注で取り上げることとする。

⁸ 調査年・調査対象が異なるため、厳密な比較はできないが、2001年のVCに対するアンケート調査においては、VBとの最初の接触を果たす経路として、「企業家からの持ち込み」や「親会社以外の第三者からの紹介」に比べ、「親会社からの紹介」ないし「積極的な営業活動」といった経路が高いことが明らかとなっている。

第3節 VC contacted firms と no VC contacted firms の概要

本節では、VC contacted firms と no VC contacted firms の概要（業種、本社所在地、創業年・設立年、企業規模）についてみていく。これにより、どのような企業に対し VC が接触していくのか、またそしてどのような企業が VC からの投資を受けるのかについて、これらの変数から明らかにしていくことを主たる狙いとする。

1. 業種 (Q 1-1)

図表 3 は、VC contacted firms と no VC contacted firms の業種構成をみたものである。われわれの目的は、VC がどのような企業に接触を試みるかを知ることにあるから、まず VC contacted firms の業種割合に目を向けると、VC contacted firms 25 社中、①情報サービス・調査業が 5 社 (20.0%)、②専門サービス業が 4 社 (16.0%) と、これらの業種の割合が高いことがみてとれる。しかしながら、これら 2 つの業種は、全体でみた場合でもその割合は高く、新興企業としての数自体が多い。したがって、新興企業としての数が多いため、情報サービス・専門サービスに対する VC の接触が多いと考えることができる¹⁰。

そこで、次に、それぞれの業種における VC contacted firms の割合をみていくと、衣服・その他の繊維製品製造業において 1 社中 1 社 (100%)、プラスチック製品製造業において 4 社中 2 社 (50%)、一般機械器具製造業において 8 社中 3 社 (37.5%)、その他製造業において 10 社中 3 社 (30%) と、一部製造業における VC contacted firms の割

合が高く、続いて情報サービス・調査業において 17 社中 5 社 (29.4%)、専門サービス業において 20 社中 4 社 (25%) となる。

ここから、VC は設立数の多い情報サービス・調査業ならびに専門サービスはもとより、何らかの特徴を有する一部製造業に対する接触を試みていると考えられる。また、このことは一部製造業に属する新興企業が VC をひきつける何らかの特徴をもって創業・設立されている可能性が高いことを示していると解釈できる。

2. 本社所在地 (Q 1-2)

図表 4 は、VC contacted firms と no VC contacted firms の本社所在地をみたものである¹¹。同図表からは、VC contacted firms の大多数である 23 社 (92.0%) が石狩支庁に本社を置いている。このことから、VC が接触を図る企業が札幌市を中心とした札幌圏内に所在することがわかる。

3. 設立年・創業年 (Q 1-3)

また、図表 5 は、それぞれのグループの創業年・設立年を示したものである。まず同図表からは、VC contacted firms の平均的な創業年は 1992.9 年と、no VC contacted firms の平均的な創業年 1988.0 年よりも、より新しいことがわかる (有意水準 5%)。

他方、設立年については、VC contacted firms の平均的な設立年が 1995.1 年、no VC contacted firms の平均的な設立年が 1993.7 年であったが、双方に統計的に有意な差異はみられなかった。これは、本アンケート調査のデータベースが 1990 年 1 月～2000 年 12 月設立の企業であったためと考えられる。

¹⁰ しかしながら、全グループにおいてその割合が高い食料品製造業ならびに出版・印刷・同関連産業に属する VC contacted firms は存在しない。

¹¹ 同図表からは、回答企業の存在しない、留萌支庁、宗谷支庁、日高支庁を除いている。

図表3 回答企業の業種構成

	VC contacted firms		no VC contacted firms		全グループ	
	度数	%	度数	%	度数	%
食料品製造業	0	0.0%	31	17.1%	31	15.0%
飲料・タバコ・飼料製造業	0	0.0%	1	0.6%	1	0.5%
繊維工業（衣服・その他の繊維製品を除く）	0	0.0%	1	0.6%	1	0.5%
衣服・その他の繊維製品製造業	1	4.0%	0	0.0%	1	0.5%
木材・木製品製造業（家具を除く）	0	0.0%	3	1.7%	3	1.5%
家具・装備品製造業	0	0.0%	3	1.7%	3	1.5%
パルプ・紙・紙加工品製造業	0	0.0%	1	0.6%	1	0.5%
出版・印刷・同関連産業	0	0.0%	15	8.3%	15	7.3%
化学工業	0	0.0%	2	1.1%	2	1.0%
石油製品・石炭製品製造業	0	0.0%	1	0.6%	1	0.5%
プラスチック製品製造業	2	8.0%	2	1.1%	4	1.9%
ゴム製品製造業	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
なめし革・同製品・毛皮製造業	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
窯業・土石製品製造業	0	0.0%	5	2.8%	5	2.4%
鉄鋼業	0	0.0%	5	2.8%	5	2.4%
非鉄金属製造業	0	0.0%	2	1.1%	2	1.0%
金属製品製造業	0	0.0%	9	5.0%	9	4.4%
一般機械器具製造業	3	12.0%	5	2.8%	8	3.9%
電気機械器具製造業	2	8.0%	2	1.1%	4	1.9%
輸送用機械器具製造業	0	0.0%	1	0.6%	1	0.5%
精密機械器具製造業	0	0.0%	3	1.7%	3	1.5%
その他製造業	3	12.0%	7	3.9%	10	4.9%
全製造業	11	44.0%	99	54.7%	110	53.4%
旅館・その他宿泊所	1	4.0%	6	3.3%	7	3.4%
娯楽業（映画・ビデオ制作除く）	0	0.0%	2	1.1%	2	1.0%
自動車整備業	0	0.0%	2	1.1%	2	1.0%
機械・家具修理業	0	0.0%	2	1.1%	2	1.0%
物品賃貸業	1	4.0%	10	5.5%	11	5.3%
映画・ビデオ制作業	0	0.0%	1	0.6%	1	0.5%
放送業	1	4.0%	0	0.0%	1	0.5%
情報サービス・調査業	5	20.0%	12	6.6%	17	8.3%
広告業	0	0.0%	10	5.5%	10	4.9%
専門サービス業	4	16.0%	16	8.8%	20	9.7%
その他事業サービス業	1	4.0%	15	8.3%	16	7.8%
廃棄物処理業	1	4.0%	6	3.3%	7	3.4%
その他サービス業	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
全サービス業	14	56.0%	82	45.3%	96	46.6%
全産業	25	100.0%	181	100.0%	206	100.0%

4. 会社形態（Q 1-4）

次に、会社形態であるが、本アンケート調査において合名・合資会社といったいわゆる人的会社は存在しておらず、いずれの企業も株式会社ないし有限会社の物的会社となる。

VC contacted firms にとっては、「株式会社」23社（92.0%）、「有限会社」2社（8.0%）、no VC contacted firms にとっては、「株式会社」131社（72.0%）、「有限会社」51社（28.0%）という結果が得られた。

VC 接触企業と非 VC 接触企業の比較 (赤石)

図表 4 回答企業の本社所在地

	VC contacted firm		no VC contacted firm		全グループ	
	度数	%	度数	%	度数	%
石 狩 支 庁	23	92.0%	111	61.0%	134	64.7%
渡 島 支 庁	2	8.0%	12	6.6%	14	6.8%
檜 山 支 庁	0	0.0%	2	1.1%	2	1.0%
後 志 支 庁	0	0.0%	6	3.3%	6	2.9%
空 知 支 庁	0	0.0%	10	5.5%	10	4.8%
上 川 支 庁	0	0.0%	7	3.8%	7	3.4%
網 走 支 庁	0	0.0%	11	6.0%	11	5.3%
胆 振 支 庁	0	0.0%	13	7.1%	13	6.3%
十 勝 支 庁	0	0.0%	4	2.2%	4	1.9%
釧 路 支 庁	0	0.0%	2	1.1%	2	1.0%
根 室 支 庁	0	0.0%	4	2.2%	4	1.9%
合 計	25	100.0%	182	100.0%	207	100.0%

図表 5 回答企業の創業年と設立年

	グループ	度数	平均値	標準偏差	統計的差異
創 業 年	VC contacted firms	18	1992.88 年	6.790	**
	no VC contacted firms	141	1988.01 年	12.107	
設 立 年	VC contacted firms	25	1995.08 年	3.415	
	no VC contacted firms	175	1993.73 年	5.202	

**** 0.1%水準で有意, *** 1%水準で有意, ** 5%水準で有意, * 10%水準で有意

一瞥すると、VC contacted firms において株式会社形態が多いことに目が行くが¹²、これが VC との接触ないし投資の結果か否かについては、本アンケート調査からは定かではない。

5. 会社規模 (資本金: Q 1-5 ③, 従業員数: Q 1-5 ①②)

本アンケート調査においては、会社規模を表す指標、資本金と従業員数について、それぞれ以下のように聞いている。すなわち、資本金については、図表 6 に示すような尺度で、

従業員数については正社員数とパート・アルバイト・派遣社員数をそれぞれ実数により聞いている。

① 資本金

まず資本金についてみていこう。図表 6 は VC contacted firms と no VC contacted firms の資本金分布を示したものである。同図表から、VC contacted firms の資本金分布の中心傾向が、「1,000 万円以上～3,000 万円未満」(44.0%) と「5,000 万円以上～1 億円未満」(24.0%) の 2 つにあることがわかる。他方、no VC contacted firms の中心も、「1,000 万円以上～3,000 万円未満」(45.0%) であるが、VC contacted firms と比べて、「1,000 万円未満」の企業 (31.9%)

¹² サンプル数の問題から、会社形態に関する 2 グループの差異については、統計的な検定を行っていない。

図表6 回答企業の資本金

	VC contacted firms		no VC contacted firms		全グループ	
	度数	%	度数	%	度数	%
300万円未満	0	0.0%	6	3.3%	6	2.9%
300万円以上～500万円未満	2	8.0%	24	13.2%	26	12.6%
500万円以上～1,000万円未満	2	8.0%	28	15.4%	30	14.5%
1,000万円以上～3,000万円未満	11	44.0%	82	45.1%	93	44.9%
3,000万円以上～5,000万円未満	2	8.0%	12	6.6%	14	6.8%
5,000万円以上～1億円未満	6	24.0%	17	9.3%	23	11.1%
1億円以上～3億円未満	2	8.0%	10	5.5%	12	5.8%
3億円以上～5億円未満	0	0.0%	2	1.1%	2	1.0%
5億円以上～10億円未満	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
10億円以上	0	0.0%	1	0.5%	1	0.5%
合計	25	100.0%	182	100.0%	207	100.0%

も多い。

また、資本金項目を1～10までの数量データ（「300万円未満」を「1」、「10億円以上」を「10」とする）に変換し、それぞれのグループの平均値をとった場合、VC contacted firmsが平均値4.560、no VC contacted firmsが平均値3.978となり、10%の統計的に有意な差がみられた。これらの結果から、VC contacted firmsの方がno VC contacted firmsよりも資本規模が大きいといえる。しかし、VC contacted firmsには、VCから投資を受けた企業も含まれているため、このような格差がVC投資によって生じたかも知れず、VC投資以前、すなわちVCとの接触があった時点でこのような格差が存在していたと断言することはできない。

② 従業員数

次に、従業員数をみてみよう。まず正社員数であるが、VC contacted firmsの平均が25.8800人、no VC contacted firmsの平均が17.3956人であった。次いで、パート・アルバイト・派遣社員数は、VC contacted firmsの平均が20.7391人、no VC contacted firmsの平均が15.8023人であった¹³。正

¹³ 最大値10,000人を異常値として除外している。

社員数ならびにパート・アルバイト・派遣社員数、いずれの値もVC contacted firmsの方が高いが、統計的に有意な差異は見出せなかった。

第4節 VC contacted firms と no VC contacted firms の業績

本アンケート調査では、直近の決算期の売上高と経常利益、そして売上高、経常利益、従業員数の3つの項目についての過去3年の成長実績と今後3年間の成長予想について聞いている。以下では、これらの項目について、VC contacted firms と no VC contacted firms にみられる特徴を明らかにしていく。

1. 直近の決算期の売上高と経常利益 (Q1-5 ④⑤)

① 売上高

まず直近の決算期の売上高についてみていこう。図表7は、VC contacted firms と no VC contacted firms の直近の売上高分布について示したものである。VC contacted firms では、「1億円以上～3億円未満」の企業数(54.2%)が最も多く、次いで、「3億円以上～5億円未満」の企業(20.8%)が続く。他方、no VC contacted firms におい

VC 接触企業と非 VC 接触企業の比較 (赤石)

図表 7 回答企業の売上高分布

	VC contacted firms		no VC contacted firms		全グループ	
	度数	%	度数	%	度数	%
1,000 万円未満	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
1,000 万円以上～3,000 万円未満	1	4.2%	8	4.4%	9	4.4%
3,000 万円以上～5,000 万円未満	0	0.0%	12	6.6%	12	5.8%
5,000 万円以上～1 億円未満	1	4.2%	29	15.9%	30	14.6%
1 億円以上～3 億円未満	13	54.2%	80	44.0%	93	45.1%
3 億円以上～5 億円未満	5	20.8%	22	12.1%	27	13.1%
5 億円以上～10 億円未満	3	12.5%	17	9.3%	20	9.7%
10 億円以上～30 億円未満	0	0.0%	12	6.6%	12	5.8%
30 億円以上～50 億円未満	1	4.2%	1	0.5%	2	1.0%
50 億円以上～100 億円未満	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
100 億円以上	0	0.0%	1	0.5%	1	0.5%
合 計	24	100.0%	182	100.0%	206	100.0%

図表 8 回答企業の経常利益分布

	VC contacted firms		no VC contacted firms		全グループ	
	度数	%	度数	%	度数	%
マイナス	3	12.0%	28	15.8%	31	15.3%
0 円以上～300 万円未満	4	16.0%	70	39.5%	74	36.6%
300 万円以上～500 万円未満	1	4.0%	17	9.6%	18	8.9%
500 万円以上～1,000 万円未満	5	20.0%	22	12.4%	27	13.4%
1,000 万円以上～3,000 万円未満	8	32.0%	27	15.3%	35	17.3%
3,000 万円以上～5,000 万円未満	1	4.0%	5	2.8%	6	3.0%
5,000 万円以上～1 億円未満	3	12.0%	3	1.7%	6	3.0%
1 億円以上～3 億円未満	0	0.0%	5	2.8%	5	2.5%
3 億円以上～5 億円未満	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
5 億円以上～10 億円未満	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
10 億円以上	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
	25	100.0%	177	100.0%	202	100.0%

ても、「1 億円以上～3 億円未満」の企業 (44.0%) が最も多くなるが、次に「5,000 万円以上～1 億円未満」の企業 (15.9%) が続き、VC contacted firms とは若干分布傾向が異なる。

しかし、売上高項目を 1～11 までの数量データ (「1,000 万円未満」を「1」とし、「100 億円以上」を「11」とする) に変換し、それぞれのグループの平均値をとった場合、VC contacted firms の平均値が 5.4583、no VC contacted firms の平均値が 5.1374 となり、統計的に有意な差は見出せなかった。

② 経常利益

次に直近の決算期の経常利益についてみる。図表 8 は、VC contacted firms と no VC contacted firms の直近の経常利益の分布を示したものである。VC contacted firms では、「1,000 万円以上～3,000 万円未満」の企業数 (32.0%) が最も多く、次いで「500 万円以上～1,000 万円未満」の企業数 (20.0%) が続く。これに対して、no VC contacted firms では、「0 円以上～300 万円未満」の企業数 (39.5%) が最も多く、次いで「マイナス」の企業数 (15.8%) が続く。

そして、もう1つの中心傾向として、「1,000万円以上～3,000万円未満」の企業(15.3%)が存在する。ここから、no VC contacted firmsについては、二極化傾向が存在すると理解できる。

また、経常利益項目を1～11までの数量データ（「マイナス」を「1」とし、「10億円以上」を「11」とする）に変換し、それぞれのグループの平均値をとった場合、VC contacted firmsの平均値が4.0400、no VC contacted firmsの平均値が3.0113となり、1%の統計的に有意な差がみられた。

これら2つの結果から、VC contacted firmsとno VC contacted firmsの経常利益を比較した場合には、VC contacted firmsの方がより多くの経常利益をあげているといえる。そして、先の売上高の中心傾向ならびに規模が両グループでほぼ同じであることを鑑みれば、少なくとも売上高経常利益率にも違いが出てくると考えられる。

2. 成長傾向（Q2およびQ3）

成長傾向については、「売上高の推移」、「従業員数の推移」、「経常利益の推移」について、過去3年間の実績と今後3年間の予想を、それぞれ「大幅減」を「1」、「大幅増」を「7」とする7点尺度で聞いている。図表9はVC contacted firmsとno VC contacted firmsの過去3年間の成長傾向を、図表10は両グループの今後3年間の成長予想をそれぞれ示したものである。

① 過去3年の成長傾向

まず、過去3年の成長傾向についてみていこう。図表9に示すように、過去3年間の売上高の推移についてはVC contacted firmsが平均値4.8000、no VC contacted firmsが平均値3.8333、従業員数の推移についてはVC contacted firmsが平均値4.6250、no VC contacted firmsが平均値3.9831、経常利益の推移についてはVC contacted firmsが平均値4.4783、no VC contacted firmsが平均値3.7670であった。t検定を行った結果、これらの項目のすべてについて両グループの間に1%の統計的に有意な差がみられ、VC contacted firmsの方が、no VC contacted firmsに比べ、過去3年間に比べてより高い成長を達成したといえることができる。

② 今後3年間の成長傾向

また、図表10に示す売上高、従業員数、経常利益の今後3年間の成長予想についてみると、売上高の推移についてはVC contacted firmsが平均値5.3600、no VC contacted firmsが平均値4.3000、従業員数の推移についてはVC contacted firmsが平均値5.1200、no VC contacted firmsが平均値4.2079、経常利益の推移についてはVC contacted firmsが平均値5.2800、no VC contacted firmsが平均値4.2584であった。t検定を行った結果、これらの項目のすべてについて両グループの間に0.1%の統計的に有意な差がみられ、今後の3年間の成長についても

図表9 過去3年間の成長傾向

項目	グループ	度数	平均値	標準偏差	有意水準
売上高の推移	VC contacted firms	25	4.8000	1.2247	***
	no VC contacted firms	180	3.8333	1.4003	
従業員の推移	VC contacted firms	24	4.6250	0.9237	***
	no VC contacted firms	178	3.9831	1.0222	
経常利益の推移	VC contacted firms	23	4.4783	1.0388	***
	no VC contacted firms	176	3.7670	1.4686	

*** 0.1%水準で有意, ** 1%水準で有意, * 5%水準で有意, * 10%水準で有意

図表 10 今後 3 年間の成長予想

項目	グループ	度数	平均値	標準偏差	有意水準
売上高の推移	VC contacted firms	25	5.3600	1.3191	****
	no VC contacted firms	180	4.3000	1.1132	
従業員の推移	VC contacted firms	25	5.1200	0.7257	****
	no VC contacted firms	178	4.2079	0.7565	
経常利益の推移	VC contacted firms	25	5.2800	1.4295	****
	no VC contacted firms	178	4.2584	1.1840	

**** 0.1%水準で有意, *** 1%水準で有意, ** 5%水準で有意, * 10%水準で有意

VC contacted firmsの方がより高い成長を達成すると予想しているといえる。

これらの結果から、VC contacted firmsの方が、no VC contacted firmsよりも、より高い成長性を有しているといえることができる。しかし、このような成長性がVCとの投資によって得られた可能性に留意する必要がある。

第5節 VC contacted firms と no VC contacted firms の環境認識

VCが投資を決めるに際して重視する1つの項目がVBの属する市場である。このことはVCが投資を選別する際に設定する形式的基準の1つとして、VBの属する産業があげられることから窺い知ることができる¹⁴。また、戦略論などにおいて論じられる企業分析のフレームワークは、企業の属する市場環境と個々の企業がとる戦略の2つの構成要素から形成されてもいる (Porter, 1980, 1985; Palepu, 1996)。

そこで、以下ではまず市場環境について、VC contacted firms と no VC contacted

firms の間に違いがみられるかどうかをみていくことにする。

1. 自社の営む事業領域に対する認識 (Q 5-1)

VC contacted firms と no VC contacted firms が属する市場環境の違いを検証する前に、まず両者の事業領域に対する認識の度合いについてみておこう。アンケートでは、自社の事業領域に対する認識度合いについて、「認識していない」を「1」とし、「強く認識している」を「5」とした5点尺度で聞いている。その結果、VC contacted firms が平均値 4.3600、no VC contacted firms が平均値 3.9218 となっており、いずれのグループにおいても自社の営む事業領域を強く認識しているといえる。しかし、統計的にみると両グループの間には5%の有意差がみられ、VC contacted firms の方が自社の営む事業領域をより認識しているといえる。この理由としては、事業領域を極めて狭い範囲に限定していることなどが考えられる。

2. 自社の属する市場環境 (Q 5-2~Q 5-17)

図表 11 は、VC contacted firms と no VC contacted firms が属する市場の魅力度を構成するであろう、「自社がターゲットにおく市場の広さ」や「競争企業の規模」、「同業他社の数」といった項目についての認識をそれぞれ示したものである。以下では、t 検定の

¹⁴ 形式的基準とは、数ある案件の中からより詳細な評価を行う案件を絞り込むために設けられる基準であり、VCの投資基準に合致するか否かという観点から設定されるものである。具体的な選別基準としては、VBの技術と対象とする市場の他に、②VBの地理的立地、③VBの成長段階などがある (赤石, 2001, pp.39-40, pp.49-52)。

結果、VC contacted firms と no VC contacted firms の間で特に統計的に有意な差異がみられた項目を中心にみていくことにする。

図表 11 をみてまず目に付くのは、「市場の広さ」、「現在までの成長性」、「今後の市場の成長性」といった項目における認識の違いである。これらの項目は、事業を営む市場の現在の大きさならびにその拡張性を表すものである。「自社がターゲットにおく市場の広さ」については、「非常に狭い」を「1」、「非常に広い」を「5」とする5点尺度で聞いてお

り、VC contacted firms において平均値 3.600, no VC contacted firms において平均値 2.9890 という結果が得られている。そして、VC contacted firms と no VC contacted firms との間に 5% 有意で統計的差異がみられる。「現在までの市場の成長性」については、「大幅縮小」を「1」、「急成長」を「5」とする5点尺度で聞いており、VC contacted firms において平均値 3.8000, no VC contacted firms において平均値 2.9503 という結果が得られ、両グループの間に

図表 11 回答企業の環境認識

	グループ	度数	平均値	統計的差異
貴社がターゲットにおく市場の広さ 非常に狭い(1)←平均的(3)→非常に広い(5)	VC contacted no VC contacted	25 181	3.6000 2.9890	**
現在までの市場の成長性 大幅縮小(1)←変化なし(3)→急成長(5)	VC contacted no VC contacted	25 181	3.8000 2.9503	****
今後の市場の成長性（見込み） 大幅縮小(1)←変化なし(3)→急成長(5)	VC contacted no VC contacted	25 181	3.8800 2.9779	****
市場への新規参入の数 非常に少ない(1)←平均的(3)→非常に多い(5)	VC contacted no VC contacted	25 181	2.9600 2.5525	*
市場における競争企業の規模 中小企業(1)←→大企業(5)	VC contacted no VC contacted	24 177	3.0833 2.5028	**
市場における同業他社の数 非常に少ない(1)←平均的(3)→非常に多い(5)	VC contacted no VC contacted	25 181	2.8400 3.0608	
技術・ノウハウの進歩の速さ 非常に遅い(1)←平均的(3)→非常に速い(5)	VC contacted no VC contacted	24 181	3.7500 3.2873	**
事業拡大に当たっての設備などへの投資額 非常に小さい(1)←平均的(3)→非常に大きい(5)	VC contacted no VC contacted	25 181	2.9600 2.9448	
提供する製品・サービスの内容や質の差異 非常に小さい（ない）(1)←平均的(3)→非常に大きい(5)	VC contacted no VC contacted	24 179	3.9583 3.4693	***
販売方法、提携手段の差異 非常に小さい（ない）(1)←平均的(3)→非常に大きい(5)	VC contacted no VC contacted	25 178	3.6000 3.1854	**
行政指導や法規制の強さ 非常に弱い（ない）(1)←→非常に強い(5)	VC contacted no VC contacted	25 180	3.0000 2.9000	
主な顧客との取引の継続性 非常に短期的（ない）(1)←中期的(3)→非常に長期的(5)	VC contacted no VC contacted	25 180	3.7200 3.7278	
顧客の数 非常に少ない(1)←平均的(3)→非常に多い(5)	VC contacted no VC contacted	25 181	3.0400 2.7238	
主な供給業者との取引の継続性 非常に短期的（ない）(1)←中期的(3)→非常に長期的(5)	VC contacted no VC contacted	24 177	3.7500 3.8644	
供給業者の数 非常に少ない(1)←平均的(3)→非常に多い(5)	VC contacted no VC contacted	24 177	2.9583 2.6384	

**** 0.1%水準で有意, *** 1%水準で有意, ** 5%水準で有意, * 10%水準で有意

0.1%有意で統計的差異がみられる。また、「今後の市場の成長性」についても、「現在までの市場の成長性」と同じ尺度で聞いているが、VC contacted firmsにおいて平均値3.8800, no VC contacted firmsにおいて平均値2.9779とVC contacted firmsの方がその値は高く、0.1%の統計的有意差がみられた。これらの結果から、まず、それなりに大きくかつ拡張性のある市場において事業展開していることが、VC contacted firmsの特徴、換言すればVCからの接触ならびに投資の一要件となっていることがわかる¹⁵。

また、市場の成長性が高いだけあって、「市場への新規参入の数」、「競争企業の規模」といった項目についても、両グループの間に認識の違いがみられる。「市場への新規参入」については、「非常に少ない」を「1」、「非常に多い」を「5」とする5点尺度で測っているが、VC contacted firmsにおいて平均値2.9600, no VC contacted firmsにおいて平均値2.5525という結果となっている。そして、10%の統計的に有意な差がみられる。また、「競争企業の規模」については、「中小規模」を「1」、「大規模」を「5」とする5点尺度で聞いているが、VC contacted firmsにおいて平均値3.0833, no VC contacted firmsにおいて平均値2.5028となっており、5%の統計的に有意差がみられる。これら2

¹⁵ 市場の成長段階(Q 5-2 B)については、下記のような4区分でも聞いている。 χ^2 検定により、VC contacted firmsとno VC contacted firmsの分布に差異がみられるかどうかを検証したが、統計的な差異は認められなかった。

	VC contacted		no VC contacted		全グループ	
	度数	%	度数	%	度数	%
シード段階	4	16.0%	34	19.4%	38	19.0%
急成長段階	5	20.0%	13	7.4%	18	9.0%
安定成長段階	12	48.0%	70	40.0%	82	41.0%
成熟段階	4	16.0%	58	33.1%	62	31.0%
全体	25	100.0%	175	100.0%	200	100.0%

変数は、競争の厳しさを表す変数であるが、当該市場が新規参入企業や大企業を引き寄せていることを考えれば、市場の魅力度の代理変数として捉えることもできる。

また、「提供する製品・サービスの内容や質の差異」、「販売方法、提携手段の差異」といった点でも、統計的に有意な差異が見出せる。これら2つの項目については、「非常に小さい(ない)」を「1」、「非常に大きい」を「5」とする5点尺度で聞いている。前者の「提供する製品・サービスの内容や質の差異」については、VC contacted firmsにおいて平均値3.9583, no VC contacted firmsにおいて平均値3.4693となっており、1%の統計的有意差が見出せる。他方、「販売方法、提携手段の差異」については、VC contacted firmsにおいて平均値3.6000, no VC contacted firmsにおいて平均値3.1854となっており、5%で統計的に有意な差が見出せる。これら2つの項目に関する統計的差異から、VC contacted firmsの属する市場においては、コスト・リーダーシップによる同質財の提供が問題となるのではなく、差別化によるプレミアムの獲得がより問題となっていることがわかる。このことは同時に、いかに他社との差別化を図るかがVC contacted firmsの属する市場における成功の重要なカギとなることを意味し、また他社との差別化を達成できるかどうか投資評価上の重要な面となることがわかる。

それ以外にも「技術・ノウハウの進歩の速さ」についても統計的に有意な差が見出せる。

当該項目については、「非常に遅い」を「1」、「非常に速い」を「5」とする5点尺度で聞いている。VC contacted firmsでは平均値3.7500、no VC contacted firmsでは平均値3.2873となっており、5%で統計的に有意な差が見出せ、VC contacted firmsの属する市場が、技術やノウハウの進歩の激しい市場であることが窺える。

なお、顧客の数や顧客との取引の継続性といった買い手の力や、供給業者の数や供給業者との取引の継続性といった売り手の力についても検証しているが、VC contacted firmsとno VC contacted firmsとの間に有意な差異はみられなかった。

以上、要約すると、VC contacted firmsの属する市場にあつては、市場自体がそれなりに広く、拡張性を持っていること、そしてそこでは差別化や技術・ノウハウへの進歩への迅速な対応が主たる競争優位を獲得していく上で求められることがわかる。

第6節 VC contacted firms と no VC contacted firms の戦略

次に、VC contacted firms と no VC contacted firms の経営戦略、経営戦略を策定する上で前提となる経営目標、経営戦略の実行を可能ならしめる経営資源について順にみていこう。ここでも、t検定の結果、統計的に有意な差がみられた項目に焦点を当てて議論を展開していくことにする。

1. 経営戦略 (Q 7)

図表12は、VC contacted firms と no VC contacted firms の経営戦略についてみたものである¹⁶。経営戦略項目については、「全く重視していない」を「1」とし、「非常に重視している」を「5」とする5点尺度で聞いている。同図表にみるように、アンケート票で聞いた経営戦略26項目のうち次の12項

目についてVC contacted firms と no VC contacted firms との間に統計的に有意な差がみられた¹⁷。

¹⁶ ここでは、経営戦略26項目について因子分析（因子の抽出方法：主成分分析，因子の回転方法：バリマックス回転）を行い、以下の7因子に集約した上で議論を展開している。

因子1：イノベーション因子

「品質の向上」、「研究・技術開発の促進」、「新規性の高い製品・サービスの提供」、「最新設備の導入」、「高付加価値化（差別化）」、「合理化・原価低減」、「製品・サービスの提供手段の革新」

因子2：内部統制因子

「専門化」、「財務・経営分析の強化」、「資金調達方法の改善」、「情報化の促進」

因子3：地理的拡大因子

「海外からの安価な資材・部品調達」、「グローバル化の推進」、「販売地域の拡大（海外含む）」

因子4：顧客拡大因子

「新規顧客の開拓」、「新規販売方法の開発」、「立地地域への浸透」、「広告・宣伝活動の強化」

因子5：内外部資源活用因子

「アウトソーシングの活用」、「優秀な人材の採用・育成」、「他企業との提携」

因子6：低価格による市場占有率の向上因子

「低価格の追求」、「市場占有率の向上」

因子7：多角化・リストラ因子

「新規事業への進出（多角化）」、「リストラ・事業の売却」

¹⁷ 経営戦略項目26項目中、「研究・技術開発の促進」と「他企業などとの提携の促進」の2項目について、t検定の結果、VCから投資を受けた企業とVCとの接触はあるが投資に到っていない企業との間に統計的に有意な差が見出せた。

「研究・技術開発の促進」

VCから投資を受けた企業：4.800

VCとの接触はあるが投資に到っていない企業：4.0870

統計的有意性：p<5%

「他企業などとの提携の促進」

VCから投資を受けた企業：4.000

VCとの接触はあるが投資に到っていない企業：3.7826

統計的有意性：p<10%

VC 接触企業と非 VC 接触企業の比較 (赤石)

図表 12 回答企業の経営戦略

項目	グループ	度数	平均値	統計的差異
製品・サービスの高付加価値化	VC contacted firms	22	4.3182	
	no VC contacted firms	178	4.2079	
研究・技術開発の促進	VC contacted firms	23	4.0870	**
	no VC contacted firms	177	3.5876	
品質の向上	VC contacted firms	23	4.3913	
	no VC contacted firms	175	4.2914	
最新設備の導入	VC contacted firms	21	2.9524	*
	no VC contacted firms	175	3.3371	
新規性の高い製品・サービスの提供	VC contacted firms	23	4.3478	**
	no VC contacted firms	174	3.8966	
合理化・原価低減	VC contacted firms	21	4.0000	
	no VC contacted firms	175	3.8457	
製品・サービスの提供手段などの革新	VC contacted firms	22	3.9545	
	no VC contacted firms	174	3.7989	
製品・サービスの絞込みによる専門化	VC contacted firms	22	4.0000	**
	no VC contacted firms	174	3.5575	
財務・経営分析の強化	VC contacted firms	23	3.7826	
	no VC contacted firms	176	3.6761	
資金調達方法の改善	VC contacted firms	21	3.3810	
	no VC contacted firms	174	3.3333	
情報化の促進	VC contacted firms	23	3.8696	
	no VC contacted firms	174	3.8391	
海外からの安価な資材・部品調達	VC contacted firms	22	2.6364	*
	no VC contacted firms	174	2.2011	
グローバル化の推進	VC contacted firms	22	3.1818	***
	no VC contacted firms	173	2.5260	
販売地域の拡大 (海外含む)	VC contacted firms	23	3.6522	****
	no VC contacted firms	174	2.7414	
新規顧客の開拓	VC contacted firms	23	4.3478	
	no VC contacted firms	173	4.0520	
新規販売方法の開発 (導入)	VC contacted firms	23	4.0000	**
	no VC contacted firms	170	3.5118	
広告・宣伝活動の強化	VC contacted firms	23	3.2174	
	no VC contacted firms	174	2.8448	
立地地域への浸透	VC contacted firms	22	3.2727	
	no VC contacted firms	174	3.0977	
アウトソーシングの活用	VC contacted firms	23	3.2609	**
	no VC contacted firms	168	2.7500	
優秀な人材の採用・育成	VC contacted firms	23	4.5217	**
	no VC contacted firms	176	4.0739	
他企業などとの提携の促進	VC contacted firms	23	3.8261	***
	no VC contacted firms	173	3.0520	
低価格化の追求	VC contacted firms	23	3.3043	
	no VC contacted firms	175	3.1200	
既存市場における市場占有率の向上	VC contacted firms	23	3.6087	*
	no VC contacted firms	175	3.2400	
新規事業への進出 (多角化)	VC contacted firms	23	3.4348	
	no VC contacted firms	175	3.0457	
リストラ・事業の売却	VC contacted firms	22	2.0000	
	no VC contacted firms	173	1.8786	
デザイン力の向上	VC contacted firms	23	3.6957	
	no VC contacted firms	170	3.4118	

**** 0.1%水準で有意, *** 1%水準で有意, ** 5%水準で有意, * 10%水準で有意

まず第1に、「製品・サービスの高付加価値化」、「研究・技術開発の促進」、「最新設備の導入」といったイノベーションに関連するいくつかの項目について、VC contacted firms と no VC contacted firms との間に統計的に有意な差がみられた。「研究・技術開発」および「新規性の高い製品・サービスの提供」において、VC contacted firms が no VC contacted firms よりも、より重要と考える傾向が強い。「研究・技術開発」については、VC contacted firms で平均値 4.3478、no VC contacted firms で平均値 3.8966 であった。「新規性の高い製品・サービスの提供」については、VC contacted firms で平均値 4.0870、no VC contacted firms で平均値 3.5876 という結果が得られた。そして、それぞれ 5% の統計的に有意な差がみられる。これらの結果は、先の環境認識における結果、すなわち VC contacted firms の属する市場において、差別化や技術・ノウハウの変化への対応が競争優位を獲得する上で重要となるという結果とも合致する。これに対して、「最新設備の導入」について、VC contacted firms で平均値 2.9524、no VC contacted firms で平均値 3.3371 となり、10% の統計的に有意な差がみられた。ここから、no VC contacted firms では、「最新設備の導入」がより重要と認識していることが読み取れる。

第2に、内部統制に関しては「製品・サービスの絞込みによる専門化」について、VC contacted firms では平均値 4.0000、no VC contacted firms では平均値 3.5575 となり、5% の統計的に有意な差がみられた。ここから、VC contacted firms が no VC contacted firms に比べ、事業を集中する傾向にあることがわかる。この結果は、先の「自社の営む事業領域に対する認識（第5節）」において、VC contacted firms の方がより認識度合いが強いことの1つの理由となる。

第3に、「海外からの安価な資材・部品調

達」、「グローバル化の推進」、「販売地域の拡大（海外含む）」といった事業活動の地理的範囲の拡大に関する項目については、いずれの項目についても VC contacted firms の方が統計的に有意に高い結果を有している¹⁸。「海外からの安価な資材・部品調達」については、VC contacted firms で平均値 2.6364、no VC contacted firms では平均値 2.2011 となり、10% の統計的に有意な差がみられた。「グローバル化の推進」については、VC contacted firms では平均値 3.1818、no VC contacted firms では平均値 2.5260 となり、1% の統計的に有意な差がみられた。「販売地域の拡大」については、VC contacted firms で平均値 3.6522、no VC contacted firms では平均値 2.7414 となり、0.1% の統計的に有意な差がみられた。これらの結果から、VC contacted firms において、事業活動の範囲の拡大に積極性がみられるといえる。

¹⁸ この点をさらに確認すべく、売上高に占める立地地域の割合（Q 10-3：実数にて回答）についてみてみた。VC contacted firms が平均値 42.48%、no VC contacted firms が平均値 43.02% であり、当該項目について統計的に有意な差異は見出せなかった。このことから立地地域に対する依存度合については大きな差異はないことがわかる。

しかし、商圏や事業活動の範囲（Q 10-5：コードにて回答）をみると、VC contacted firms の 66.7% が日本全国に、25.0% が北海道全域に展開しているのに対して、no VC contacted firms において日本全国に範囲を拡大している企業が 36.0%、北海道全域に拡大している企業が 29.8% とその割合は小さくなっており、依存度合はともかくとして、VC contacted firms においては地理的範囲の拡大を志向する傾向が強いことが窺える。また、商圏や事業活動の範囲に関する項目を 1～6 までの数量データ（同一市町村を“1”とし、海外を“7”とする）に変換し、それぞれのグループの平均値をとった場合、VC contacted firms が 4.5833、no VC contacted firms が 3.8090 となり、0.1% の統計的に有意な差がみられた。

第4に、顧客の開拓に関する項目については、「新規販売方法の開発・導入」に統計的に有意な差異が見出せる。当該項目のそれぞれのグループの平均値は、VC contacted firmsが平均値4.0000、no VC contacted firmsが平均値3.5118で、5%の統計的有意差がみられた。これはVC contacted firmsが通信販売やインターネットを通じた潜在的な顧客層の拡大を意図しているとも考えられ、先の事業活動の地理的範囲の拡大とも符合する。

第5に、外部資源の活用に関する項目については、「アウトソーシングの活用」、「人材の採用・育成」、「他企業との提携」において、VC contacted firmsの方が統計的に有意に高い結果を有している。「アウトソーシングの活用」については、VC contacted firmsが平均値3.2609、no VC contacted firmsが平均値2.7500、「人材の採用・育成」については、VC contacted firmsが平均値4.5217、no VC contacted firmsが平均値4.0739で、いずれも5%の有意差が見出せる。そして、「他企業との提携」については、VC contacted firmsで平均値3.8261、no VC contacted firmsで平均値3.0520となり、1%の統計的に有意な差が見出せる。これらの結果をまとめると、まず「アウトソーシングの活用」および「他企業との提携」といった外部資源の活用に対して、VC contacted firmsの方が積極的である一方で、内部資源となる「優秀な人材の採用・育成」についても積極性がみられるということになる。つまり、外部資源で事足りるものについてはできるだけ社外で補い、それができない、中核的な部分については内部資源の充実を図ろうという姿勢があると考えられる。

第6 低コストによる市場占有率の向上に関する項目は、「既存市場における市場占有率の向上」で、VC contacted firmsで平均値3.6087、no VC contacted firmsで平均値

3.2400、10%の統計的に有意な差が見出せた。しかし、低価格化の追求については両グループにおいて統計的な有意さは存在せず、平均値も他項目と比べて低い。ここから、VC contacted firmsが低価格による市場占有率の向上というよりも、上記のような事業活動の地理的範囲の拡大や新たな販売方法の開発・導入を通じて、顧客層の拡大を意図している結果であると解釈できる。

2. 経営上の目標 (Q 6-2)

次に企業の経営戦略を形づくる上で前提となるであろう、経営上の目標についてみていこう^{19,20}。アンケート調査では、数値目標として「売上高」、「利益額」、「利益率」、「市場シェア」、「公開後の株価などの市場価値」、「会社規模」の6項目を、利害関係者として「株主」、「顧客」、「従業員」、「関係会社」の4項目を、それ以外の定性的な目標として「革新性」、「環境問題への取り組み」、「社会貢献・地域貢献」の3項目を取り上げ、それぞれについて自社が重要視する度合いを5点尺度（「全く重視していない」を「1」、

¹⁹ VC contacted firmsとno VC contacted firmsについて、社是・社訓などで明文化されている経営理念（経営目標）の有無をみた（Q 6-1）。VC contacted firmsにおいて、「ある」が18社（78.3%）、「ない」が5社（21.7%）であった。他方、no VC contacted firmsにおいて、「ある」は87社（51.8%）、「ない」は81社（48.2%）であった。これらの結果を2×2のマトリックスに置き換え、 χ^2 検定を行ったところ、5%で有意な差異が認められた。

²⁰ 経営上の目標項目19項目のうち、「公開後の株価などの市場価値」について、t検定の結果、VCから投資を受けた企業とVCとの接触はあるが投資に到っていない企業の間には統計的に有意な差が見出せた。

VCから投資を受けた企業：平均値4.000
VCとの接触はあるが投資を受けていない企業：平均値2.818
統計的有意性： $p < 10\%$

図表 13 回答企業の経営目標

	グループ	度数	平均値	統計的差異
売上高	VC contacted firms	25	3.7600	
	no VC contacted firms	179	3.8101	
利益額	VC contacted firms	25	4.6000	***
	no VC contacted firms	180	4.2333	
利益率	VC contacted firms	25	4.5200	**
	no VC contacted firms	179	4.1955	
市場シェア	VC contacted firms	24	3.9583	***
	no VC contacted firms	175	3.2857	
公開後の株価などの市場価値	VC contacted firms	21	3.0952	****
	no VC contacted firms	151	1.9868	
会社規模	VC contacted firms	25	2.8800	*
	no VC contacted firms	174	2.5345	
株主	VC contacted firms	25	3.1600	*
	no VC contacted firms	172	2.7500	
顧客	VC contacted firms	25	4.6400	***
	no VC contacted firms	176	4.3239	
従業員	VC contacted firms	25	4.0400	
	no VC contacted firms	172	4.0698	
会社関係（親会社など）の意向	VC contacted firms	25	2.5200	
	no VC contacted firms	165	2.9212	
革新性	VC contacted firms	24	4.3333	**
	no VC contacted firms	174	3.8506	
環境問題への取り組み	VC contacted firms	24	3.9583	
	no VC contacted firms	175	3.6057	
社会貢献，地域貢献	VC contacted firms	25	4.2800	***
	no VC contacted firms	178	3.6798	

**** 0.1%水準で有意，*** 1%水準で有意，** 5%水準で有意，* 10%水準で有意

「非常に重視している」を「5」とする)で聞いている。図表 13 は、VC contacted firms と no VC contacted firms の経営上の目標についてみたものである。同図表に示すように、13 項目のうち 9 項目について、両グループの間に統計的に有意な差異が見出せる。

まず数値的目標のうち、売上高を除く項目について、VC contacted firms と no VC contacted firms の間に統計的に有意な差異がみられる。「利益額」については、VC contacted firms が平均値 4.6000、no VC contacted firms が平均値 4.2333 となり、1%の統計的に有意な差が出ている。「利益

率」については、VC contacted firms が平均値 4.5200、no VC contacted firms が平均値 4.1955 となり、5%の統計的に有意な差が出ている。「市場シェア」については、VC contacted firms が平均値 3.9583、no-VC contacted firms が平均値 3.2857 となり、1%の統計的に有意な差が出ている。「公開後の株価などの市場価値」については、VC contacted firms が平均値 3.0952、no VC contacted firms が平均値 1.9868 となり、0.1%の統計的有意差が出ている。「会社規模」については、VC contacted firms が平均値 2.8800、no VC contacted firms が平均値 2.5345 となり、10%の統計的に有意な差が

出ている。ここから、VC contacted firms においてこれら数値目標による管理がより顕著であると推察される。また、特に「公開後の株価などの市場価値」については、VC にとっての VB の成功が株式公開にあることが値を押し上げていると解釈できる。

利害関係者目標としては、「株主」と「顧客」について VC contacted firms と no VC contacted firms の間で統計的に有意な差異がみられた。前者の株主については、VC contacted firms が平均値 3.1600, no VC contacted firms が平均値 2.7500 となり、10%の統計的に有意な差が出ている。他方、後者の顧客については、VC contacted firms が平均値 4.6400, no VC contacted firms が平均値 4.3239 となり、1%の統計的に有意な差が出ている。「株主」重視の姿勢は VC 投資が、「顧客」重視の姿勢は差別化がとりわけ問題となる市場であるということがそれぞれ影響していると考えられる。

定性的な目標としては、「革新性」、「社会貢献・地域貢献」が VC contacted firms において高くなる。前者の「革新性」については、VC contacted firms が平均値 4.3333, no VC contacted firms が平均値 3.8506 となり、5%の統計的に有意な差が出ている。革新度合は、外部からみても評価しやすい事項であり、このことが VC からの接触あるいは投資を促したと考えられる。また、VC contacted firms が属する市場自体が「技術・ノウハウの進歩」の比較的早い市場であり、これに対応すべく「革新性」重視の姿勢が出たとも考えられる。他方、「社会貢献、地域貢献」についても、VC contacted firms が平均値 4.2800, no VC contacted firms が平均値 4.6798 となり、1%の統計的に有意な差が出ている。

3. 経営資源 (Q8)

ここでは、経営戦略の実行を可能ならしめ

る経営資源の強み・弱みについてみていく。本アンケート調査においては、物的資源そのものや物的資源の調達力として「資金」、「資金調達力」、「施設・設備」、「資材調達力」、「労働力」の5項目、経営上の能力として、「製品・サービス開発能力」、「生産技術・品質管理能力」、「販売・マーケティング能力」、「マネジメント(経営管理能力)」、「人材育成能力」の5項目、組織力として、「組織としての一体感、行動力」、「環境適応能力」、「スピード」、「柔軟性」の4項目、ネットワークとして、「同業他社とのネットワーク」、「供給業者とのネットワーク」、「顧客(流通業者)とのネットワーク」の5項目を設定し、これら計19項目の強み・弱みについて、それぞれ「非常に弱い」を「1」、「非常に強い」を「5」とする5点尺度で聞いている。図表14は、VC contacted firms と no VC contacted firms の経営資源の強弱を示したものである。同図表から、7項目の経営資源の強み・弱みについて、両グループの間に統計的な差があることがわかる。

まず「資材調達力」について、VC contacted firms が平均値 3.000, no VC contacted firms が 3.2528 となっており、10%の統計的に有意な差が認められる。

次いで、経営上の能力において、「製品・サービス開発能力」について、VC contacted firms が平均値 3.7083, no VC contacted firms が 3.2429 となっており、5%の統計的に有意な差が認められる。この VC contacted firms における「製品・サービス開発能力」の強みは、先の戦略項目における「研究・技術開発」や「新規性の高い製品・サービスの提供」といった面の重視にも表れていると考えられる。

そして、組織力においては、「スピード」について、VC contacted firms が平均値 3.8000, no VC contacted firms が平均値 3.4633 となっており、10%の統計的に有意

図表 14 回答企業における経営資源の優位性

	グループ	度数	平均値	統計的差異
資金	VC contacted firms	25	2.8400	
	no VC contacted firms	180	2.7833	
資金調達力	VC contacted firms	25	3.2800	
	no VC contacted firms	180	3.0222	
施設・設備	VC contacted firms	25	2.9600	
	no VC contacted firms	178	2.9831	
資材調達力	VC contacted firms	24	3.0000	*
	no VC contacted firms	178	3.2528	
労働力	VC contacted firms	25	3.1200	
	no VC contacted firms	179	3.3073	
製品・サービス開発能力	VC contacted firms	24	3.7083	**
	no VC contacted firms	177	3.2429	
生産技術・品質管理能力	VC contacted firms	24	3.2917	
	no VC contacted firms	175	3.4343	
販売・マーケティング	VC contacted firms	25	3.0800	
	no VC contacted firms	178	2.8989	
マネジメント能力	VC contacted firms	25	3.2800	
	no VC contacted firms	179	3.0279	
人材育成能力	VC contacted firms	25	2.9200	
	no VC contacted firms	179	3.0950	
組織としての一体感 組織としての行動力	VC contacted firms	25	3.6400	
	no VC contacted firms	179	3.3911	
環境適応能力	VC contacted firms	25	3.6400	
	no VC contacted firms	175	3.3886	
スピード	VC contacted firms	25	3.8000	*
	no VC contacted firms	177	3.4633	
柔軟性	VC contacted firms	25	3.8400	
	no VC contacted firms	176	3.5909	
同業他社とのネットワーク	VC contacted firms	25	3.4000	***
	no VC contacted firms	177	2.8644	
供給業者とのネットワーク	VC contacted firms	24	3.5833	*
	no VC contacted firms	175	3.2286	
顧客（流通業者）とのネットワーク	VC contacted firms	25	3.5200	
	no VC contacted firms	176	3.3011	
異業種とのネットワーク	VC contacted firms	25	2.8400	**
	no VC contacted firms	177	2.4746	
大学など研究機関とのネットワーク	VC contacted firms	25	2.7600	***
	no VC contacted firms	177	2.0452	

*** 0.1%水準で有意, ** 1%水準で有意, * 5%水準で有意, * 10%水準で有意

な差が認められる。

とりわけ、VC contacted firms と no VC contacted firms の間で顕著な違いがみられたのは、ネットワークに関連する項目である。

これらの項目については、顧客とのネットワークを除く4項目において、VC contacted firms の平均値が高く、統計的な有意な差異があることをみることができる。「同業

他社とのネットワーク」については、VC contacted firms が平均値 3.4000、no VC contacted firms が平均値 2.8644 となっており、「大学など研究機関とのネットワーク」については、VC contacted firms が平均値 2.7600、no VC contacted firms が平均値 2.4746 となっており、いずれの項目についても 1% の統計的に有意な差が認められる。また、「異業種とのネットワーク」について、VC contacted firms が平均値 2.7600、no VC contacted firms が平均値 2.0452 となっており、5% の統計的に有意な差がみられる。「供給業者とのネットワーク」について、VC contacted firms が平均値 3.5833、no VC contacted firms が平均値 3.2286 となっており、10% の統計的に有意な差がみられる。これらのネットワーク利用は、先の戦略項目における「アウトソーシングの活用」や「他企業との提携」といった活動の重視にもあらわれてもいる。そして、VC contacted firms には VC からの投資を受けた企業も存在することから、これらのネットワークが VC 投資を契機に円滑になったとも考えられる。

第 7 節 今後の研究課題

1. 本稿のまとめ

本論文の主たる問題意識は、2004 年 8 月に実施された北海道内の新興企業に対するアンケート調査を用いて、VC contacted firms の特徴を明らかにすることにあつた。これにより、VC がどのような企業を投資対象とするのか、換言すれば VC が投資対象と考える VB がいかなる特徴を有するのかを探索的に明らかにする狙いがあった。

第 2 節では、①新興企業のうちで VC との接触を果たした企業が 14.5% と非常に少ないこと、そして②実際に投資にまでいたる企業となると 2.4% に過ぎないことを明らかにした。このことは、新興企業とはいっても

VC が投資対象にする企業、すなわち VB が非常に少ないことを意味する。

第 3 節では、VC contacted firms と no VC contacted firms の業種、所在地、資本金といった概要面をみた。まず、VC contacted firms においては情報サービス・調査業、専門サービスの割合が高いことが明らかとなったが、これは設立数自体も多いためであった。これに対して、プラスチック製品製造業など一部製造業においては、VC との接触率が高いことを明らかにした。また、VC contacted firms の所在地については、その多くが札幌圏となっていた。

第 4 節では、VC contacted firms と no VC contacted firms の業績をみている。直近の業績については、売上高では統計的に有意な差異はみられないが、経常利益について、VC contacted firms の方が高く、no VC contacted firms において二極化がみられた。ここからまず売上高利益率に差があるといえる。また、売上高、経常利益、従業員数の成長傾向については、過去 3 年間の実績及び今後 3 年間の予想双方において、VC contacted firms により顕著な成長傾向がみられた。

第 5 節では、VC contacted firms と no VC contacted firms の営む事業領域の認識とその市場の特徴についてみている。まず、事業領域の認識であるが、VC contacted firms がより強く認識する傾向にあるということが明らかになった。そして、VC contacted firms の属する市場が、新規参入企業が多くまた大企業との競争が存在しているという特徴はあるものの、市場自体が成長傾向にあることを見出した。また、この市場においては、提供する製品・サービスの自体の内容や販売方法・提携手段の差異が大きく、差別化への対応が競争優位を獲得維持していく上で重要であること、そして技術・ノウハウの進歩への対応が問題となることを指摘した。

第 6 節では、VC contacted firms と no

VC contacted firmsが重要視する戦略、経営目標、そして経営資源の強み・弱みをみた。まず戦略であるが、VC contacted firmsの特徴として、研究・技術開発や新規性の高い製品・サービスの提供を通じた差別化を図りながら、事業活動の地理的範囲を拡大したり、新規販売方法の開発・導入を重視することで既存市場における市場占有率の向上を図っていることが明らかとなった。しかし、これらの企業は自社の事業範囲を絞り込む専門化傾向が強く、必ずしも多角化は意図していない。それゆえ、VC contacted firmsにおいては、Ansoff (1965) のいう成長ベクトルのうち、「多角化」は該当せず、「市場浸透」、「製品開発」、「市場開発」という成長経路を志向する傾向が強いといえる。また、アウトソーシングや他社との提携を利用するなど積極的に外部資源の活用も図っているようである。

次に、経営目標であるが、売上高を除く数値目標、株主、顧客といった利害関係者、革新性、社会貢献・地域貢献といった定性的な目標が重視される傾向が強い。そして、経営資源の強みとしては、製品・サービス開発能力と他社・他機関とのネットワークに強みがみられた。

2. 今後の研究課題

上記のように、本論文では、VC contacted firmsの特徴を明らかにしてきた。以下では、本論文での考察を踏まえた研究課題をいくつか提示したい。

まず第1に、本論文における分析対象に関する課題である。第1節ならびに第2節で述べたように、データの制約もあり本論文では、VC contacted firmsを主たる分析対象としている。しかし、成功VBの特徴を明らかにするという先行研究における問題意識を踏まえれば、VC contacted firmsではなく、VC backed firmsすなわちVCから投資を受けた企業を分析対象とすべきところである。

また、本研究で明らかとなったVC contacted firmsの特徴が「VCからの投資を契機に顕著となったのか、それともそもそも有していたのか」についても、VC contacted firmsを分析対象とする限り、その解明は難しい。こうした問題を改善する方法としては、分析に用いるサンプル数、すなわち分析におけるVC contacted firmsの数を拡張することが考えられる。またそれが分析の一般化を図る上で不可欠ともなる。そのためには、例えば『日経ベンチャー年鑑』記載企業やJASDAQやMOTHERSといった新興市場への上場を果たした企業などを調査対象とする大規模な調査が必要となる。

第2は、VC contacted firmsの更なる分析である。本分析におけるVC contacted firmsには、①VCからの投資を受けた企業グループ、すなわちVC backed firmsと②VCからの接触はあったが、最終的に投資を受けるまでにはいたっていない企業から構成される。とりわけ、②のグループについて「なぜVCからの投資を受けるにいたっていないのか」を明らかにすることがベンチャー・ファイナンスならびにVC研究の観点からは興味深いものとなる。そのためには、本分析におけるVC contacted firms 25社に対してインタビュー調査などを行い、分析内容の質的拡充を図る必要がある。

第3は、仮にVC backed firmsを主たる分析対象としたとしても残る問題である。それは、アンケート調査を行った場合に、どの時点でのVBの特徴を捉えるかという問題である。VCの影響力があることを前提とすると、それが「VCからの投資を契機に顕著となったのか、それともそもそも有していたのか」を把握することは難しい。これは、投資を契機にこれまで有していたVBの特徴が少なからずVCの影響によって変化するためである。それゆえ、アンケート調査などによる定量的分析によってVC backed firms

の特徴自体が明らかとなるが、VC の影響力がどの程度あったのか、そしてそもそも投資を受ける以前に VB がどのような特徴を有していたのかを明確に理解することは難しい。そのため、アンケート調査を行う場合には、これらの点に留意したアンケート票の設計ならびに分析を行う必要があり、またインタビュー調査などによる分析内容の質的拡充を図らなければならない。

第4は、本稿で用いた業績、環境、戦略、目標、経営資源といったそれぞれの関係性を踏まえた分析枠組みを、実証的に構築することである。そのためには、各概念・項目の相互関係をより厳密に議論するための共分散構造分析が必要となる。

これらの諸点については、機会を改めて論じることにしたい。

付記

私自身、本学に着任して間もなく2年となりますが、折りにふれて、山田定市先生には暖かい励ましの言葉を賜りました。本学に来て間もなかった私にとってはそれが大変な励みとなりました。先生から頂いたこれまでのご厚情には遥かに及びませんが、感謝の意を込めまして、山田定市先生の退職記念号である本号に論文を上梓させていただきます。

参考文献

- [1] Ansoff, H. I. (1965), *Corporate Strategy*, McGraw-Hill (広田寿亮訳 (1969) 『企業戦略論』産業能率短期大学出版部)。
- [2] Bamford, C. E. and E. B. Douthett (2000), "Risk Management and Venture Capital Investment", *Frontiers of Entrepreneurship Research 2000*, Babson College, pp. 342-353.
- [3] 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.
- [4] 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.
- [5] 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.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] Bygrave, W. D., G. Johnstone, J. Lewis, and 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.
- [9] 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.
- [10] 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.
- [11] Galbraith, J. (1982), "The Stages of Growth", *Journal of Business Strategy*, Vol. 3, No. 1, pp. 70-79.
- [12] Griener, L. E. (1977), "Evolution and Revolution as Organization Grows", *Harvard Business Review*, Vol. 50, No. 4, pp. 37-46.
- [13] 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.
- [14] Hellmann, T. and M. Puri, (2002), "Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence", *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, pp. 169-197.
- [15] MacMillan, I. C., D. M. Kulow, and R. Khoylian (1988), "Venture Capitalists' Involvement in their Investments: Extent and Performance", *Journal of Business Venturing*, Vol. 4, No. 1, pp. 27-47.
- [16] MacMillan, I. C., R. S. Siegel, and P. N. Subbanarsimaha (1985), "Criteria used by Venture Capitalists to Evaluate New Proposals", *Journal of Business Venturing*, Vol. 1, No. 1, pp. 119-128.
- [17] MacMillan, I. C., L. Zemann, and P. N. Subbanarasimha (1987), "Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process", *Journal of Business Venturing*, Vol. 2, No. 2, pp. 123-137.
- [18] 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.
- [19] Palepu, K. G., V. L. Bernard and P. M. Healy (1996), *Introduction to Business Analysis & Valuation*, International Thomson Publishing Inc (斉藤静樹監訳 (1999) 『企業分析入門』 東京大学出版会).
- [20] Poter, M. E. (1980), *Competitive advantage*, Free Press (土岐坤・中辻萬治・小野寺武夫訳 (1982) 『競争優位の戦略』 ダイアモンド社).
- [21] Poter, M. E. (1985), *Competitive Strategy*, Free Press (土岐坤・中辻萬治・服部照夫訳 (1985) 『競争の戦略』 ダイアモンド社).
- [22] Roberts, E. B. (1991), "High Stakes for High-Tech Entrepreneurs: Understanding Venture Capital Decision Making", *Sloan Management Review*, Vol. 31, No. 2, pp. 9-20.
- [23] Rosenstein, J. (1988), "The Board of Strategy: Venture Capital and High Technology", *Journal of Business Venturing*, Vol. 3, No. 2, pp. 159-170.
- [24] 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.
- [25] Sandberg, W. R. (1986), *New Venture Performance: the Role of Strategy, Industry Structure, and Entrepreneur*, Lexington Books.
- [26] Sapienza, H. J. (1992), "When do Venture Capitalists Add Value?", *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, No. 1, pp. 9-27.
- [27] 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.
- [28] 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.
- [29] Schefczyk, M. and T. J. Gerport (2000), "Qualifications and Turnover of Managers and Venture Capital-Financed Firm Performance: An Empirical Study of German Venture Capital-Investments", *Journal of Business Venturing*, Vol. 16, No. 2, pp. 145.
- [30] Timmons, J. A. (1997), *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century*, Irwin.
- [31] 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.
- [32] Wells, W. A. (1974), "Venture Capital Decision Making", *unpublished doctoral dissertation*, Carnegie-Mellon University.
- [33] 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.
- [34] Tyebjee, T. T. and A. V. Bruno (1984), "A Model of Venture Capitalist Investment Activity", *Management Science*, Vol. 30, No. 9, pp. 1051-1066.
- [35] 赤石篤紀 (2001), 「日米ベンチャー・キャピタルの投資行動に関する実証的考察」 神戸商科大学大学院研究会『星陵台論集』, 第34巻第2号, 33-76頁.
- [36] 赤石篤紀 (2002), 「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～」 『日本中小企業学会論集第21集』 同友館.
- [37] 赤石篤紀 (2004), 「ベンチャー・キャピタル

VC 接触企業と非 VC 接触企業の比較(赤石)

- 研究の意義とベンチャー・キャピタル研究の分類」, 北海学園大学『経営論集』, 第1巻第4号, 33-64頁.
- [38] 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.
- [39] 春日 賢・田中史人・赤石篤紀 (2004), 「新興企業における経営者精神と経営行動——北海道企業の経営者に対するアンケート調査報告——」, 北海学園大学『経営論集』第2巻第3号.
- [40] 金井一頼・角田隆太郎編 (2002), 『ベンチャー企業経営論』, 有斐閣.
- [41] 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.
- [42] 後藤幸男・西村慶一・植藤正志・狩俣正雄編著 (1999), 『ベンチャーの戦略行動』, 中央経済社.
- [43] 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.