



戦略と見える資産

張, 嘉楠

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2024-03-25

(Date of Publication)

2025-03-01

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第8833号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/0100490058>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



博士論文

戦略と見える資産

2024年1月22日提出

神戸大学大学院経営学研究科

三品和広 研究室

経営学専攻

学籍番号 175B108B

氏名 張 嘉楠

目次

序章	1
先行研究	6
方法論	10
事例分析 1) General Motorsの戦略投資と競争優位	12
1 General MotorsとFord Motor Companyの逆転	12
2 戦略	14
2-1 大量生産と大量販売	14
2-2 FOMOCOの揺籃期における大量生産の優位性とその限界	16
2-3 GMの揺籃期における大量生産と大量販売の優位性とその限界	19
3 戦略投資	23
3-1 FOMOCOの揺籃期における内部留保とその限界	23
3-2 GMの揺籃期における戦略投資と競争優位の維持	25
3-3 GMの核心的な競争力	28
3-4 GMにおける戦略投資と競争優位を裏付けるキャパシティ	32
3-5 GMにおける持続可能な戦略投資からのアクションベースの競争優位	33
3-6 持続可能な戦略投資からの競争優位	34
事例分析 2) Walt Disney Companyの戦略投資と競争優位	41
1 アニメーション産業の頂点に立つWalt Disney Company	41
2 戦略	42
2-1 アニメーション産業の再定義	42
2-2 収益の不確実性を補完する戦略投資	43
3 戦略投資	44
3-1 アニメーション事業のファイナンス：内部留保とデット・ファイナンス	44
3-2 Disneyland事業	48
3-3 Disneyにおける戦略投資と競争優位を裏付けるキャパシティ	54
3-4 Disneyにおける持続可能な戦略投資からのアクションベースの競争優位	56
事例分析 3) Intel Corporationの戦略投資と競争優位	58
1 Intelの成長と「収益増加の経済」	58
2 戦略	60
2-1 半導体産業に対する再定義	60
2-2 製品メーカーから「プラットフォーム・リーダー」まで	62

3 戦略投資	63
3-1 競争優位を確立する戦略投資：ベンチャー・キャピタル	63
3-2 競争優位を拡大するファイナンス：IPO	69
3-3 Intelにおける持続可能な戦略投資からの競争優位	70
3-4 Intelにおける戦略投資と競争優位を裏付けるキャパシティ	71
3-5 Intelにおけるアクションベースの競争優位のダイナミズム	72
結論	74
参考文献	77

戦略と見える資産

序章

本稿では三つの事例を通じて、戦略における見える資産であるカネの役割について議論する。カネはモノ、ヒトなどの経営資源と交換できるので、戦略に必要な他の経営資源を調達する媒体である。カネの裏付けがない戦略は競合他社を抑制できない。企業が戦略を通じて安定的な競争優位を維持するためには、カネが必要である。つまり、企業はファイナンスを通じて必要にして十分なカネを調達し、抑制力を確立できないと、戦略は経営目標を実現するための機能を失う（Porter, 1980）。

見える資産であるカネの戦略にとっての重要性は、戦略投資を通じて明らかになる。戦略投資は、ビジネスの投資先および投資の資金量に関する意思決定を通じて、利益センターを確立する活動である。戦略投資の判断基準は、価値（収益性）ベースのアプローチと製品ポートフォリオ・アプローチに分けられる。製品ポートフォリオ・アプローチはポートフォリオ・プランニングにおける統合化と均衡化を重視する。価値（収益性）ベースの投資プランニングでは、資金の配分は単純に成長性により左右されるべきではなく、重要なのは利益のある成長である。つまり、ビジネス・ユニットに対する継続する投資からの収益は、資本コストより高いことが望ましい。それを実現するため、企業は投資収益率が低い統合化の戦略投資を避け、各ビジネス・ユニットの特徴に特化した戦略投資を行うべきである（Henderson, 1979; Alberts and McTaggart, 1984）。

価値（収益性）ベースの戦略投資は以下の合理性を持つ。まずは、企業の長期的な利益のある発展を重視する。次に、各ビジネス・ユニットに特化することで、企業全体の収益性を最大化することに着目するので、ポートフォリオ・プランニングにおける統合化と均衡化を強調する製品ポートフォリオ・アプローチより競争優位の構築に有利である。さらに、持続可能な戦略投資の前提になるので、持続可能な競争優位（Teece, 2009）を拡大、維持する。

見える資産であるカネの戦略における決定的な役割は、価値（収益性）ベースの戦略投資を通じて競争優位の源泉であるキャパシティを確立させることである。企業におけるアクションベースの競争優位を構築するための源泉となるキャパシティは、特定された時点で、企業の産業構造におけるポジションが成り立つ鍵である。アクションベースの競争優位において、戦略投資を通じて形成するキャパシティは、企業における戦略投資の方向性及び諸活動を構成する際の中心を体現する。したがって、本稿では、価値（収益性）ベースの戦略投資の判断基準に着目し、価値（収益性）ベースの戦略投資を通じて、アクションベースの競争優位を裏付けるキャパシティを確立させる論理について分析する。

①アクションベースとリソースベースのアプローチ

アクションベースとリソースベースの競争優位の根本的な違いは、競争優位の源泉の構築にある。アクションベースの競争優位は戦略投資により裏づけられるので、見える資産であるカネが競争優位の源泉を構築する際に中心的な役割を果たす。リソースベースの競争優位は、企業における競争優位の源泉を見えざる資産に帰結するので、それらを積み重ねるためには組織内における行動及び時間が必要である。さらに、低いレベルのダイナミック・ケイパビリティまたはマイクロファ

ンデーションは複製、模倣が可能であるが、高いレベルのダイナミック・ケイパビリティは経営上の認識に関わるので、見える資産であるカネで交換することは不可能である（Teece, 2007, 2018, 2023; Adner & Helfat, 2003）。したがって、アクションベースの競争優位とリソースベースの競争優位の本質的な区別は、カネにより裏づけられる戦略投資を通じて企業における競争優位が構築可能なのかである。

リソースベースの競争優位は、科学技術が迅速に発展する環境における民間企業が収益性を創造する際の資源及びメソッドに注目し、ダイナミック・ケイパビリティ・フレームワークの分析手法を運用する。具体的に、企業における競争優位は異なるコーディネーションまたはコンビネーションのプロセスに基づくとみられ、企業における見えざる資産により構成される特定したアセット・ポジションにより形作られる。さらに、企業における競争優位の存続は市場需要の安定性及び複製と模倣の難易度により決められるという観点が、ダイナミック・ケイパビリティ・フレームワークの基本的な出発点である（Teece, Pisano and Shuen, 1997）。

リソースベースの競争優位の根本的な問題点は、競争優位が構築される仕組みに関する議論が企業経営における戦略策定とかけ離れている。リソースベースの競争優位は産業構造における企業間の競合関係に焦点を当てるよりは、企業内部に存在するケイパビリティに注目する。ダイナミック・ケイパビリティ・フレームワークにおいて、科学技術が迅速に発展する環境における私営企業は富の創造を実現するため、企業内における技術、組織及び管理のプロセスを磨き上げる必要がある。その一方、戦略を策定するためにはビジネスに直接関わり、競合他社へ影響を与えることにより自社における競争優位を強固にさせる必要がある（Teece, Pisano and Shuen, 1997）。つまり、リソースベースの競争優位は戦略の策定ではなく、私営企業における富の創造を中心とするので、競争優位に関する解釈は、アクションベースのアプローチと本質的な違いを持つ。それと同時に、ダイナミック・ケイパビリティ・フレームワークは組織内における諸プロセスを通じて見えざる資産を蓄積することを強調し、プロセスに存在する不確実性および結果の恣意性に関する議論は空白である。

リソースベースの競争優位は、揺籃期における企業に適用できない。リソースベースのアプローチは、企業特有の見えざる資産に関する意思決定に基づいて参入する市場を決定し、経済的アウトプットを創出すると同時に、見えざる資産の効率性を超過利潤の基準に基づいて定期的に見直すことを重視する（Porter, 1980, 1985; Teece, Pisano and Shuen, 1997）。このアプローチは、ある程度資産を蓄積した成長期または成熟期の企業に適用し、市場における優位性を発揮できる企業特有の見えざる資産を持たない企業にとっては、適用が難しい。

上記以外、リソースベースのアプローチは以下の弱点を持つ。まずは、リソースベースの観点から、企業は優秀なシステムと構造により成り立ち、その収益性は参入を阻止し、長期的なコスト以上に価格を上げる戦略投資ではなく、企業内部におけるコストを抑え、品質及びパフォーマンスが優れた製品を提供する能力により決められる（Teece, Pisano and Shuen, 1997）。しかし、生産のコストを抑え、品質及びパフォーマンスが優れた製品を提供するためには、技術および設備に関連する戦略投資が必要である。次に、リソースベースのアプローチは企業特有の希少な資源からの超過利潤へ焦点を当てる（Teece, Pisano and Shuen, 1997）ので、製品の市場におけるポジショニングからの経済的利益を過小評価する傾向性が強い。この弱点は、規模の経済性からの競争優位を分析する際に特に明らかである。さらに、リソースベースのアプローチは見える資産であるカネ及びそれにより一定の期間内で交換可能なその他の資源の競争優位の構築における役割を過小評価し、企業特有な希少性のある中間市場において取引が難しい見えざる資産に焦点を当てる（Teece, Pisano and Shuen, 1997; Penrose, 1959; Williamson, 1975）と同時に、それらの資産を蓄積するために必要な時間が競争優位の確立を遅延させる可能性についての

議論は空白である。企業の競争環境における競争優位の確立が遅延になることは産業構造から淘汰されることを意味する場合が多いので、リソースベースのアプローチは即効性が欠けているという点で、決定的な弱点になる。したがって、本稿では、アクションベースの競争優位が確立される経緯及び戦略投資に焦点を当て、事例分析を通じて、各事例における競争優位の源泉であるキャパシティについて分析する。

アクションベースのアプローチにおいて議論される競争優位の本質は、自社と競合他社を区別させる価値創造の積み重ねである。企業における競争優位を構築する基本単位は経営に関する諸活動であり、競争優位を構築するためには企業内部で不断に行われる諸活動を再構成する必要がある（Porter, 1980, 1985）。経営に関する諸活動を行うためには見える資産が必要であり、見える資産は以下の特徴を持つ。まずは、物理的不可欠性を持ち、特定の用途にこだわる場合が多い。次に、見える資産の多くは、一定の期間内で調達可能である（伊丹、軽部, 2004）。さらに、必要にして十分なカネはその他の見える資産を調達する媒介であり、企業における抑制力を形成させる（Porter, 1980）と同時に、戦略投資を裏付ける。したがって、見える資産であるカネはアクションベースの競争優位を構築する際に主導的な役割を果たすと同時に、適切な意思決定に基づく戦略投資はアクションベースの競争優位を生み出す。

見える資産であるカネのダイナミズムは、企業における持続可能な戦略投資により、アクションベースの競争優位が確立され、発展する際に明らかになる。価値（収益性）ベースの持続可能な戦略投資は企業の長期的な発展へ着目すると同時に、戦略投資の意思決定は企業におけるアクションベースの競争優位を確立し、それに基づく持続可能な戦略投資はアクションベースの競争優位を拡大、維持する（Porter, 1980, 1985; Alberts and McTaggart, 1984; Soppe, 2004）。したがって、見える資産であるカネは戦略投資を裏付けることによりダイナミズムを発揮する。

アクションベースのアプローチは、企業における競争優位が確立された時期における分析において優位性を持つ。具体的に、アクションベースのアプローチは、企業と産業構造との関わりを重視し、異なる産業における戦略、時機の選択及び競争に必要な資産の調達と整合を重視する。必要な資産の調達と整合においては、ファイナンスと戦略投資が必要である（Porter, 1980, 1985; Teece, Pisano and Shuen, 1997）。したがって、企業における見える資産であるカネを調達し、戦略投資を行う能力は、アクションベースの競争優位を確立する際に決定的な役割を果たすので、企業の全ての発展段階に適用できる。

②企業の異なる発展段階における戦略投資と競争優位

戦略投資の意思決定により生み出される競争優位の観点から、企業が発展する段階は三つに分けられる。最初の段階は製品ライフサイクルにおける揺籃期（Vernon, 1966）をカバーし、戦略投資の意思決定を通じて競争優位が確立される段階である。次の段階は成長期（Vernon, 1966）をカバーし、戦略投資の意思決定を通じて、競争優位が拡大される段階である。3番目の段階において、前段階で成功した企業は存続し、成熟期（Vernon, 1966）に入る。この段階における企業は、外部金融または内部留保を運用し、持続可能な戦略投資の意思決定を通じて、競争優位を拡大、維持する。さらに、揺籃期と成長期における資金調達の不確実性が一番高いので、戦略投資の意思決定を通じて競争優位を確立、拡大する段階において、ファイナンスのハードルが一番高い。

揺籃期における企業は存続するために、競争優位を確立する戦略投資を中心にすべきである。揺籃期における企業は不確実性が高く、将来の発展を推進する競争優位が必要である。それと同

時に、信用評価が低く、担保可能な資産が少ない前提で、揺籃期における企業は内部留保または人脈のネットワークを通じて資金を調達する場合が多い。

成長期と成熟期における企業は競争優位を拡大、維持する戦略投資を中心にすべきである。競争優位は相対的な柔軟性があり、競争環境において、競合他社における競争優位が広げられたら、自社における競争優位は相対的に圧縮される可能性がある。したがって、競争優位の拡大と維持は分離不可能である。この段階における企業は、揺籃期において確立された競争優位によりもたらされた収益が積み重ねられ、持続可能な戦略投資の意思決定を通じて、競争優位をさらに拡大、維持できる。

衰退期における企業は新たな競争優位を確立するために、戦略投資の意思決定を見直す必要がある。企業が衰退期に入ると、既存の戦略投資の成果の付加価値はすでに消耗され、競合他社に対する抑制力が失われるとともに、競争優位は維持できなくなる。その本質的な原因は2点である。まずは、競争優位を拡大、維持するための戦略投資に必要なファイナンスが停止になった。次に、必要にして十分なファイナンスが存在する前提で、企業における戦略投資の意思決定が不適切であった。つまり、不適切な戦略投資の意思決定を行なった企業は、付加価値が低い戦略投資を重ねることにより、企業における財務体質が弱くなるだけでなく、その戦略投資の成果は基本的に競合他社に対する抑制力を持たない。企業の業績不振とともに、ファイナンスは必然的に停止になる。そのような特徴を持つ企業は、業界平均水準より、早く衰退期に入る。

競争優位が構築される観点から分けられる企業の発展段階は、Vernon(1966)で提出された製品ライフサイクル・モデルと以下の関連性と違いが存在する。まずは、製品ライフサイクル・モデルで議論される製品の開発、生産、販売は、企業における競争優位を構築する手段である。次に、製品ライフサイクル・モデルは製品の開発、生産、販売及び国際貿易の視点から理論的な示唆を与え、競争優位ベースの企業の発展段階は企業経営の全般に着目し、競争優位の源泉を有形資産、無形資産に帰結する幅広い産業における企業を分析対象とする。最後に、競争優位ベースの企業の発展段階は、企業経営の中心を具体的な製品から焦点を移し、長期的な利益を生み出す持続可能な企業発展へ着目する。

戦略投資の観点から、揺籃期、成長期、成熟期における企業は異なる戦略投資の目標をもつ。揺籃期における企業は競争優位を確立する戦略投資を中心にするので、適切な戦略投資の意思決定を実現するためには適切なファイナンスの意思決定を通じて必要にして十分なカネを調達する必要がある。成長期及び成熟期における企業は利益のある成長を持続させるために、必要にして十分なファイナンスを維持すると同時に、適切な戦略投資の意思決定を通じて、ポートフォリオ・プランニングにおける収益性が高いビジネス・ユニットへ投資し、企業全体における利益の最大化を実現する必要がある。

③本稿の構成

本稿では三つの事例を対象に事例分析を行う。最初の事例は、有形資産を中心とするGeneral Motorsにおける大量生産と大量販売の競争優位と戦略投資について分析する。次の事例は、有形資産と無形資産を中心とするDisneyにおけるアニメーション事業による競争優位の確立と、それに裏付けられた戦略と戦略投資について分析する。最後の事例は、無形資産を中心とするIntelが揺籃期においてマイクロ処理装置を開発、商業化することを通じて競争優位を確立した経緯について整理する。さらに、Intelが戦略投資の意思決定を見直しながら、持続可能な戦略投資を通じて、ハイテク産業における「プラットフォーム・リーダー」にまで発展した戦略と戦略投資について分析する。

三つの企業は適切な戦略投資の意思決定を通じて、揺籃期において競争優位を確立した。General Motorsは揺籃期から外部金融を利用することにより、積極的にM&Aを行なったと同時に、多様化の製品ラインを確立した。Disneyは外部金融及びアニメーション産業における契約制度を通じて、揺籃期における競争優位である高品質なアニメーションを積み重ねた。Intelは内部留保及びベンチャー投資を利用して革命的な製品を開発し、ハイテク産業における「プラットフォーム・リーダー」になるための基礎を整えた。

三つの企業は持続可能な戦略投資を通じて、揺籃期において確立した競争優位を極めた。GMの場合は1919年からdu Pontの資金により裏付けられ、多様化の製品ポートフォリオを最適化した。Disneyの場合は、高品質なアニメーションを制作する技術と人材に依拠して、一番重要な投資側であるBank of Americaの信頼を獲得した。Intelの場合は、揺籃期においてベンチャー投資を利用して競争優位を生み出すマイクロ処理装置を開発、商業化した後に、IPOを通じて持続可能な戦略投資を行うための資本市場からのファイナンスにより裏付けられた。本稿で分析する三つの企業は、全て持続可能な戦略投資を通じて、競争優位を極めた典型例である。

本稿では、揺籃期における企業の産業構造におけるアクションベースの競争優位が構築される経緯へ焦点を当てる。揺籃期における企業は将来のビジョンが不明確な場合が多く、戦略投資の意思決定を適切にできない場合が多い。さらに、揺籃期における企業は信用評価を通じて資本市場から資金を調達する能力が比較的弱いと同時に、デット・ファイナンスを行うために担保に相当する資産が少ないので、競争優位を確立する戦略投資を行う際には、人脈ベースの資金調達、ベンチャー・キャピタル経由の資金調達を運用する頻度が高い。競争優位を確立した後に、持続可能な戦略投資を通じて、競争優位を拡大、維持する戦略投資を可能にできるかどうかは、揺籃期以降の企業が勝負するポイントである。

必要にして十分なカネにより裏付けられる適切な戦略投資の意思決定は、企業におけるアクションベースの競争優位を確立させ、持続可能で適切な戦略投資は、アクションベースの競争優位を極める。さらに、特定のファイナンスに関する意思決定は戦略投資の意思決定を制約する可能性があるため、アクションベースの競争優位の形成及び発展において、見える資産であるカネは主導的な役割を発揮する。本稿では事例分析を通じて、投資案件が形成した後にファイナンスに関する意思決定を行う合理性と効率性について議論し、適切で持続可能な戦略投資を通じて競争優位を確立、拡大、維持する論理について分析する。

先行研究

1 戦略におけるファイナンスの重要性

カネの調達及び適切な配分は、戦略において必要不可欠である。Schumpeter(1912)では、資本を「企業者にその必要とする具体的な財を支配可能にする梃子以外のなにものでもない。またそれは、新しい目的のために財を使えるようにする手段、生産に新しい方向を支持する手段にほかならない」と定義した。それと同時に、この著書は動態的生産の場合において、資本はその他の「企業者の必要とする財（土地、労働用役、機械、材料）」に対して重要な影響を与えると示した。本稿では、戦略投資を通じて競争優位を構築するプロセスについて事例分析の結論から検証し、見える資産であるカネの戦略における重要性を見直すため、戦略とファイナンスの関連性について議論した文献を整理する。

Myers(1984)では、戦略プランニングの重要な部分は資源の配分であり、金融的側面は、見える資産であるカネの配分へ特化すると明言した。それと同時に、金融理論は資本市場および実物資産、金融資産の価値評価などの領域において発展した。しかし、金融理論と戦略論の間にはギャップが存在するので、戦略プランニングは金融理論が必要であると同時に、金融理論を正確に応用しなければならない。さらに、この論文では金融分析と戦略分析を調和させるためには、金融理論をさらに発展させる必要性があると主張した。既存研究においては、戦略とファイナンスの関連性に関する議論が積み重ねられ、それらの文献に対する整理は、戦略における見える資産であるカネの重要性について明らかにするために重要である。

Ansoff(1988)では、資本投資の理論は戦略という概念と関連性がないと明言した。戦略に関する特有な課題において資本投資の理論を運用する必要がある時は以下の状況である。まずは、企業が新たな機会を探索し、創造する際に方向性と焦点が必要である時。次に、企業が強い相互作用的な潜在力を持つ新規参入の機会を優位性に転換する時である。

Gluck, Kaufman, and Walleck(1980)は、戦略策定の四つの段階を主張し、ファイナンシャル・プランニングを第一の段階に位置付けた¹。次に、第二段階は未来のビジョンに関する予測である。さらに、第三段階は戦略的な思考または外部志向の戦略である。最後に、第四段階は戦略的なマネジメントまたは未来を創造することである。この研究では、見える資産であるカネは戦略策定の初期における必要不可欠な部分であると明示し、カネの戦略における重要性について明確化にした。

戦略投資は、ビジネスの投資先および投資の資金量に関する意思決定を通じて、利益センターを確立する活動である。戦略投資の判断基準は、価値（収益性）ベースと製品ポートフォリオ・アプローチに分けられる。製品ポートフォリオ・アプローチは企業における戦略投資の意思決定における「統合化」及び企業におけるビジネス・ユニットの「均衡化」を重視する。「統合化」と「均衡化」は相互補完的な関係性であり、企業は統合化された投資プランニングの成果を最大化にするために、ポートフォリオ・プランニングにおける利益を生み出すビジネス・ユニットと利益を消耗するビジネス・ユニットを均衡化しなければならない。価値（収益性）ベースの投資プランニングにおいて、資金の配分は単純に成長性の潜在力により左右されるべきではなく、重要なのは利益のある成長である。つまり、ビジネス・ユニットに対する継続する投資からの収益

¹ Four Phases of Strategy: Financial Planning(Meet annual budget), Forecast-Based Planning(Predict the future), Externally Oriented Planning(Think strategically), Strategic Management(Create the future)

は、ビジネス・ユニットにおける資本コストより高いことが望ましい。それを実現するため、投資収益率が低い「統合化」の戦略投資を避け、各ビジネス・ユニットの特徴へ特化する戦略投資の意思決定を行うべきである（Alberts and McTaggart, 1984; Henderson, 1979）。

Shapiro(1989)においては、競争優位の源泉に関する戦略コンフリクト・アプローチについて議論し、戦略における戦略投資の重要性について明言した。戦略コンフリクト・アプローチはゲーム理論を利用し、競争上の成果を戦略投資、価格戦略、シグナリング及び情報に対するコントロールなどを通じて、競合他社を不安定にさせる目的が有効に機能するかに暗黙的に帰結する。このアプローチは、製品の市場におけるポジションの優位性を重視し、戦略投資は競争優位を構築する重要な手段であると議論した。

2 ファイナンスが戦略へ与える影響

ファイナンスと戦略は相互影響し、企業経営において総合作用を発揮する。Hillier, Grinblatt and Titman(2012)は、金融市場とコーポレート戦略について議論した。ファイナンスとコーポレート戦略との関連性について、企業を囲む環境に存在する総合的な要因はコーポレート戦略の策定へ影響を与え、戦略によりファイナンスが形成し、ファイナンスに関する意思決定は戦略へ影響を与えると議論した。

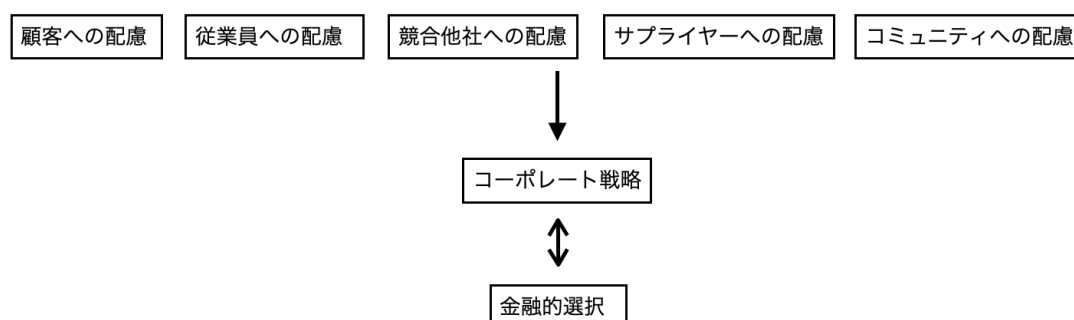


表1 企業の外部環境とコーポレート戦略

出典) Hillier, Grinblatt and Titman(2012)

ファイナンスに関する意思決定は、戦略へ重要な影響を与える。Kochhar and Hitt(1998)では、連立方程式推定の方法に基づいて、製品の多様化戦略とファイナンスの戦略の間には相互に互恵的な関係性が存在すると分析した。次に、Roe(2014)では、企業の規模が大きければ大きいほど資金調達のコストが低いことから、ファンディングにおける優位性を失わないため、企業規模の制約に関する関連の政策は企業の大規模化発展を有効に制約できない場合があると分析した。つまり、ファイナンスのコストを節約することは、企業が大規模化に発展するためのモチベーションの一つである。

外部金融は企業における戦略へ影響を与える。Hill and Snell(1988)では、企業における管理層と株主の間に存在する利益の区分は、企業における戦略と収益性に影響を与えると議論した。株主は配当金が最大化になる戦略を希望し、管理層は実益を最大化させる戦略を選択する傾向性が強い。特に研究開発費用集約型の産業において、株主が主導する場合、イノベーション戦略が望ま

しい。管理層が主導する場合には、多角化戦略が望ましい。さらに、イノベーション戦略は多角化より企業の収益性へ貢献すると、Fortune500における94社の研究開発費用集約型の企業に対する調査を通じて明らかになった。Ayyagari, Demirguc-Kunt and Maksimovic(2017)においては、インドにおける人口調査のデータに基づく分析結果から、外部金融の利用は企業の産業における参入率を上昇させ、特にスタートアップ企業におけるこの傾向性が強いと分析した。この論文で注目するスタートアップは、製品ライフサイクルにおける揺籃期の前期である。それと同時に、産業における企業の参入率の上昇は、金融的發展を促進する役割を果たすと、この論文ではさらに議論した。

外部金融または内部留保を重視する財務政策は、企業におけるイノベーション戦略へ大きな影響を与える。Ayyagari, Demirgüç-Kunt, and Maksimovic(2011)においては、イノベーションを新たな製品と科学技術、知識移転及び新たな製品プロセスであると定義し、外部金融を運用することは企業における大規模なイノベーションに繋がると議論した。次に、Bernstein(2015)においては、IPO以降の企業におけるイノベーションのパフォーマンスについて分析した。IPO以降、企業内部におけるイノベーションの質は下落する傾向であり、IPOの前に在籍していた発明者達は集団で離れてしまい、残った人材の発明能力は以前より劣る現象が発生する。したがって、企業は外部から人材を募集し、新たなイノベーションを起こす。さらに、Yung(2016)においては、他社のコストが高いイノベーションを模倣する意欲は企業に普遍的に存在し、企業における内部留保を中心とする財務構造は、企業内部のイノベーションが行き詰まる原因になると主張した。外部金融を積極的に採用し、自社独自のイノベーションを起こすことは、競争優位の構築へ有利であり、過度に飽和するイノベーションは、将来のイノベーション市場を崩壊させる可能性がある、この論文では議論した。

持続可能なファイナンスの能力を持つ企業は、持続可能な競争優位を維持できる。Soppe(2004)では、持続可能なコーポレート・ファイナンスと伝統的及び行動ファイナンスを比較する。持続可能なコーポレート・ファイナンスにおいて議論される持続可能という概念は、現時代と将来の時代の間に明確な関連性が存在することを前提にする。それと同時に、ファイナンスは割引の能力という特性を持つので、現在及び将来の發展を蓄積するのに特に適切であるという論理を中心とする。

3 問題意識

既存文献においては、戦略とファイナンスの関連性についてマクロとミクロ及び理論と実践の観点から議論した。特に、Henderson(1979)、Myers(1984)、Alberts and McTaggart(1984)、Ansoff(1988)、Shapiro(1989)、Soppe(2004)では、戦略とファイナンスの間に存在する理論的な関連性について漸進的な議論を行い、戦略投資の戦略における重要性を明らかにした。さらに、企業における戦略は金融的選択へ影響を与えると同時に、金融的選択は戦略投資及び戦略の結果へ影響を与えると、先行研究では明らかにした。しかし、企業の異なる発展段階における戦略とファイナンスの関連性、ファイナンスと戦略投資による企業における戦略の変化及びその変化はどのように企業の業績へ反映されるのかについての研究はあまり多くない。

現段階で、経営学における事例研究は成功事例または失敗事例に集中し、それらの事例に関する研究は著名な出来事に注目する傾向性が強い。それと同時に、企業の揺籃期における競争優位の確立及び戦略投資の意思決定に関する体系的な研究は存在しない。揺籃期は成長期と成熟期における發展の基礎で、揺籃期における競争優位の確立は企業の存続及び産業構造における優位な

ポジションの取得に重要な影響を与える。つまり、揺籃期における戦略投資と競争優位の確立は企業発展の全般へ決定的な役割を果たす。したがって、本稿では企業の揺籃期における戦略投資、競争優位及びキャパシティに着目し、事例分析を行う。さらに、ファイナンスの戦略へ与える影響を重視し、投資案件が形成した後にファイナンスに関する意思決定を行う合理性について議論する。

方法論

本稿は、事例分析の方法を採用する。事例分析を行う重要な理由は、経営の現実を明らかにするためである。事例研究の蓄積は実証研究と理論研究につながるので、事例分析を行うことにより、残された課題を析出し、今後の研究方向を明らかにすることができる。具体的には、将来の実証研究のためにサンプル、変数を整理する手がかりを析出することの基礎になる。

事例は、研究課題に関連したものを切り取ったものであり、いわば研究課題の範囲（実例）が事例という言葉で表現されているのである。事例がより一般的な理論カテゴリーの実例になっているとき、その事例は理論事例と呼ばれる（田村，2006）。理論事例分析を成功させるため、本稿では三つの代表事例を取り上げる。代表事例の特徴は、その事例が何らかのカテゴリーの代表的な事例になっていることである。ある事例の代表性が強くなると、その事例の研究によって得られた知識は、その理論カテゴリーに含まれる他の事例にも適用することができるようになる（田村，2006）。それと同時に、本稿における事例分析の素材は、主に書籍、論文、ジャーナルなどの二次資料を運用する。

事例分析に基づいて、その結論を理論化にする研究を行なった典型例はChandler(1962)である。『組織は戦略に従う（Strategy and Structure）』において、Chandlerは膨大な一次資料に基づく四つの事例分析を通じて、理論を導出した。しかし、そのアプローチには以下の弱点が存在する。まずは、事例を選出した経緯及び事例の間に存在する関連性に関する説明が不足である。次に、事例分析の結論を理論化にする方法論についての議論が不足である。最後に、Chandler(1962)においては、膨大な一次資料に基づく事例分析を通じて結論の汎用性を阻害する要因を最小限に抑える試みを行ったが、その理論化のプロセスにおいて、事例に存在する固有な特殊性と不確実性に関する議論は空白であった。

本稿では、事例分析に存在する特殊性と不確実性に基づいて、事例分析の固有の役割を最大限に発揮する。三品（2006）においては、ケース固有の役割は部分ではなく、全体を俯瞰することであると主張した。さらに、特定の局面ではなく、意味のある全体がどう動くのかを知るためには、遠い因果関係を見据えることがポイントになると指摘した。ある場所や時点で取ったアクションが、思いもよらぬ遠方で、重大な帰結をもたらすことが往々にしてあるので、遠い因果関係の理解こそが戦略を考える上での鍵となるからである。本稿では、事例分析に存在する特殊性と不確実性を切り口として、因果関係の形成につながる要因を総合的に分析することにより、戦略論を再考する。

戦略論の研究は、事例分析に存在する特殊性と不確実性に焦点を当てるべきである。本稿で事例分析の研究方法を採用する重要な理由は、各事例に存在する特殊性と不確実性を戦略分析の重要な要素として検討するためである。それは事例分析の方法論であるからこそ実現可能な多元的な分析の視点であり、戦略分析の可能性を豊富にする重要な切口である。

本稿では、三つの事例分析を通じて見える資産であるカネの戦略論における役割について議論する。各事例には異なる経緯と文脈が存在し、事例分析からの結論の理論化は、異なる事例に存在する文脈の特殊性により制約される。さらに、各事例における登場人物は、異なる行動パターンと意思決定の方式を持つので、事例分析からの結論の理論化は、異なる事例に存在する不確実性によりさらに制約される。それと同時に、事例に存在する特殊性と不確実性はその固有の特徴であり、事例分析の方法論には、結論の非汎用性が共われる。結論における非汎用性を緩和する重要な切り口は、各事例に存在する特殊性と不確実性に踏まえ、事例の間に存在する共通点を整理する上、その結論を事例選択の合理性と連結させることである。

本稿における代表事例の選択は、事例の間に存在する性質の一貫性を重視する。本稿で分析される三つの事例のうち、GMは有形資産を通じて競争優位を構築した代表企業で、1908年に成立してから20年間発展し、米国自動車産業におけるトップレベルの企業になった。Disneyは有形資産と中間市場において取引可能な無形資産を通じて競争優位を構築した代表企業で、1950年代にアニメーション産業における絶対的な競争優位を確立した。Intelは中間市場において取引可能な無形資産を通じて競争優位を構築した代表企業で、1980年代にマイクロ処理装置産業におけるトップレベルの企業になった。事例分析に存在する特殊性と不確実性は結論の非汎用性につながる要因になるが、本稿における三つの分析対象事例に存在する性質の一貫性は、結論に存在する非汎用性を最低限に抑えるために必要不可欠である。

本稿では、分析対象事例の社会、経済的背景を重視する。米国社会は、社会的構造及び社会的支持により、個人が経済利益を追求するための環境が適宜提供された典型である（North, 1961）。米国は建国の歴史が比較的浅いが、18世紀末から20世紀初頭までの約100年の間で、効率良く英国、オランダなどの欧州諸国と匹敵する金融システムを築いた（Sylla, 2001）。さらに、ウォール・ストリートは世界的な金融センターで、その金融的影響力およびファイナンシャル・イノベーションは飛躍的に発展し、各国が金融センターを構築するための重要な参考を提供したので、を提供したので、米国金融システムの国際競争力を有力に体现できる。

歴史的な事例分析は、国の金融システムの影響を受ける企業に関するインプリケーションを探索する有効なアプローチである（O` Sullivan, 2005）。欧州諸国に比べ、米国は金融的發展の後進国であったが、21世紀初頭には、ウォール・ストリートを中心に、世界上位レベルの大規模で洗練された金融システムを完備させた。それと同時に、金融システムは経済のその他のセクターと同様に、米国へ雇用と経済的実績をもたらした。その重要な側面は、金融システムの企業における資金調達に対する支持であり、その支持は草創期における企業にとって明らかである。米国の金融システムとともに発展する米国企業に存在するダイナミズムは非常に興味深い。

本稿で採用する事例分析の方法論には以下の課題が残される。まずは、代表事例を選出し、分析したと同時に、その結論が分析対象事例が所属するカテゴリーでの適用可能性については、実証研究を通じてさらに検証する必要がある。それに必要なサンプルと変数の整理は、今後の研究において着目する課題の一つである。次に、本稿で行った事例分析は対象企業が揺籃期において、戦略投資を通じてアクションベースの競争優位を構築する経緯について整理、分析した。同じ事例をリソースベースの競争優位を構築する観点から分析すれば、異なる解釈が存在する可能性があり、異なる観点からの結論を比較することにより、競争優位に関する議論がさらに深まる可能性がある。

General Motorsの戦略投資と競争優位

1 General MotorsとFord Motor Companyの逆転

1885年から1981年の間、米国自動車産業においては約2,197の企業が存在した。20世紀において、そのピーク値は1915年前後に出現し、約345社の自動車企業が運営していたが、1915年前後から約1945年の間に企業数は減少し続けた（Caroll and Hannan, 2000）。この期間において、米国の自動車産業における寡占化の業界構造が徐々に定着し、1928年、General Motors, Ford Motor Company, Chrysler Corporationのトップ3が自動車産業を主導する局面が形成された。

General Motorsは1908年9月16日にWilliam C. Durantにより創立され、米国デトロイトに本部がある多国籍自動車企業である。創立当初は持ち株会社であったGMの起源は、米国ミシガン州のFlintにおけるDurant-Dort Carriage Companyという企業で、1886年から1900年までは、米国における馬車を生産する一番大規模な企業であった。1904年、馬車を本業としたDurantは自動車に対して懐疑的だったが、Flint Wagon WorksのオーナーであったJames H. WhitingからBuick Motor Companyを買収し、1908年には、Buickは米国における一番大規模な自動車企業になった。そのBuick Motor Companyは自動車企業であるGMの前身であり、現在のGMはChevrolet, GMC, Cadillac, Buickなどの四つのコアブランドを運営し、米国三大自動車メーカーのうち規模が一番大きい。2023年、GMは「Fortune 500」においては25位、「Fortune Global 500」においては50位である。

GMはM&Aを通じて企業規模の拡張を行なった典型企業である。M&AはGMの歴史の各時期を貫通し、特に揺籃期においては自動車事業が発展する基盤を整えた。創業者のDurantにより行われた最初のM&AはBuickであった。設立以降の1908年から1920年の間、GMは約39社の自動車関連企業を買収、設立した（GM Heritage）。GMの自動車生産工場は地理的に集中し、主に米国ミシガン州のDetroit, Flint, Lansingなどの場所にある。このような位置付けは自動車生産管理の集中化に有利である（表5）。

Ford Motor Company¹は1903年6月16日にHenry Fordにより創立された多国籍の自動車生産企業で、米国のミシガン州、Dearbornに本部がある。FOMOCOの前身はCadillac Motor Companyで、Ford Motor Companyは約12名の投資者により\$28, 000の現金投資で創立された。現在、FOMOCOは乗用車、商用車を生産、販売するブランドである「Ford」とラグジュアリー自動車ブランド「Lincoln」を保有している。また、FOMOCOは中国、タイ、トルコなどの国において自動車企業のジョイントベンチャーを持っている。

FOMOCOはGMが創立された1908年にすでに大量生産からの規模の経済、経験の経済により米国の自動車市場におけるメインプレイヤーの一つになった。1920年、全世界における83%の自動車及びトラックは米国にあり、そのうちの50%はFOMOCOにより製造された(Horgan, 1921)。FOMOCOにおいては自由裁量可能な資金が潤沢であるので、大量生産に必要な技術投資及び設備投資を行うために有利である。それと同時に、部品及び自動車製品の生産、運輸コストを節約するため、FOMOCOの自動車架装工場は米国の各地へ位置付けされている（表3）。単一の車種を大量生産する「規模の経済」による発展方式において、FOMOCOは絶対の優位性を確保してい

¹ 本稿ではFOMOCOと略称する。

た。例えば、FOMOCOとGMが競争した主戦場である「Ford対Chevrolet(GM)」において、FOMOCOは一貫して優位であった。

年度	FOMOCO(%)	Chevrolet 事業部(%)	General Motors 企業全体(%)	上位4社(%)
1919	43.7 Model T (1908年発売)	6.6 K Model	18.9	62.2
1925	39.4 Model T (1908年発売)	10.7 K Model	15.3	62.5
1929	28.5 Model A (1927年発売)	17.9 K Model	21.9	56.7

表1 GMとFOMOCOのアウトプットの市場占有率

出典) Raff, 1991

注) 車種は筆者が整理、追加した。

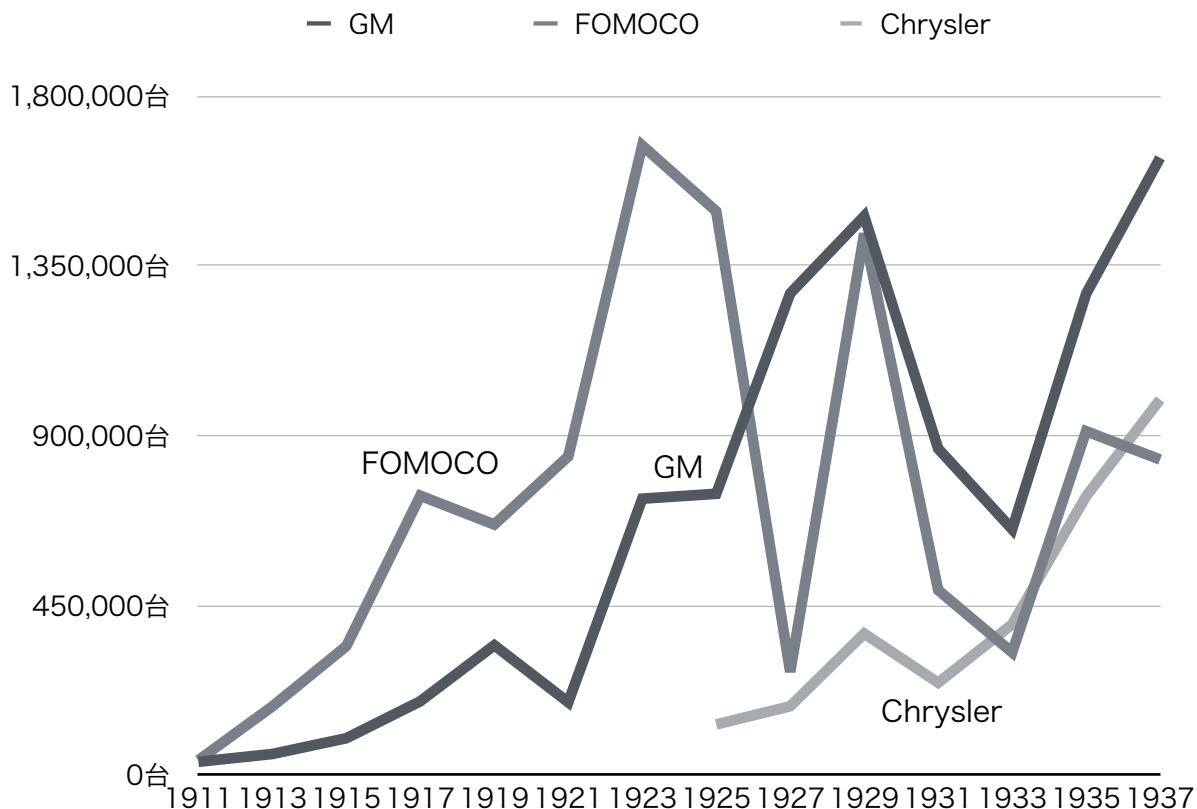
1920年代、FOMOCOの市場占有率は米国自動車業界トップ4において、50%以上の水準を維持した。表1でまとめた1920年代における米国主要自動車企業の市場占有率で示しているように、完全に私有化された1920年前後から1929年まで、FOMOCOにより大規模生産された自動車の市場占有率は業界一位である。その主な競合企業のブランドであるGMのChevroletの市場占有率は1920年代の間上昇し続けたが、FOMOCOは圧倒的な優位性を継続した。また、GM企業グループの市場占有率もFOMOCOの大量生産による市場占有率により圧倒された（表1）。

FOMOCOの内部留保を前提にするファイナンスの政策は、大量生産を左右し、内部留保の資金は主に大量生産された自動車を販売する収益である。1920年代、GMは収益率において上位だったが、FOMOCOのキャッシュ・フローは両大戦間の時期においても絶対的な優位性を維持した。

「モデルT」の予想外の大きな収益及び「モデルA」の成功は、1930年代の金融危機においてもFOMOCOに必要にして十分なファンドを提供した。自由裁量可能な資金が潤沢であったと同時に、経済危機の時期以外、FOMOCOの負債はゼロである（Link, 2018）。

1920年代はGMの歴史における重要なターニング・ポイントである。1920年、創業経営者のDurantが経営不振で債務危機に陥ってしまったのをきっかけに、du Pont-Morganシンジケートは創業経営者であるDurantが所有していた株式を全て買取り、Pierre du PontがGMの最高経営責任者になった。そして、1920年から1924年の間、GMはAlfred Sloanにより策定された組織改革案を実施し、事業部制組織の改革を行なった（Chandler, 1962; GM Heritage）。du Pontの資金により救済された後、GMは財政難に陥るリスクを大幅に低減したと同時に、米国自動車産業における持続する競争優位を維持し始めた（Chandler, 1971）。

GMの米国自動車業界における優位性は徐々に拡大し、1911年以降から、米国三大自動車企業の自動車生産台数の業界シェアは上昇し続け、米国自動車業界全体の生産台数の50%以上を占める趨勢であった。特に1928年以降から、「乗用車の総生産台数」で評価するGMの優位性が確立され、FOMOCOを超越して米国自動車業界における規模と収益性が一番高い企業になった。そこで、大規模生産の主戦場である「Chevrolet対Ford」において、1928年以降からGMの優位性が明らかになり始め、生産台数においては、FOMOCOとの距離を徐々に縮小した（Raff, 1991）。1930年以降、GMとFOMOCOの距離が拡大し続けた事実は、GMの優位性が維持する証拠である（グラフ1）。



グラフ1 1911年から1937年、米国三大自動車企業の乗用車生産台数

出典) Chandler, 1971のデータより筆者が作成した。

2 戦略

2-1 大量生産と大量販売

米国における交通システムは、道路、運河、鉄道の順番で発展し、特に内陸輸送は、米国の経済発展において、他のどの国よりも重要な役割を果たしてきた。無料の高速道路は米国では歴史が一番古い交通手段として、自動車産業の誕生へ導いた。それと同時に、自動車産業においては規模の経済と経験曲線が著しく役割を発揮し、多くの資金調達が必要である。したがって、自動車業界における重要な意思決定はファイナンスに大きく影響される。

1908年以降、米国自動車産業が飛躍的に発展した時期に、自動車業界における優先順位が高い課題は生産能力と資金調達であった。自動車の生産台数が多くなれば多いほど、生産コストが下がり、市場の優位性を占めることになる。大量生産による規模の経済を支えるため、自動車企業は継続的に工場を拡大し、生産設備へ投資しなければならない。また、自動車産業における大量販売を実現するため、製品の品質と流通ネットワークの重要度は高いが、この二つの条件を満たす前提で、膨大な市場の需要に対応するため、設備投資が必要不可欠である。それに伴う生産の垂直統合の必要性は、資金を調達する優先順位をさらに高める (Chandler, 1971)。多数の自動車企業は販売利益からの内部留保で設備投資を行ったが、M&Aを通じて効率的な発展を求める一部の自動車企業は、外部金融の力を借りて資金を調達した。内部留保を重視する典型的な企業はFOMOCOで、外部金融を積極的に利用する典型的な企業はGMである。それと同時に、FOMOCOは大量生産に偏る戦略投資を重視し、GMは大量生産と大量販売を実現する戦略投資を重視した。

20世紀初頭の米国の自動車産業は、無数の小規模な生産者により構成され、それらのメーカーは出現した後に途方に暮れ、混乱に陥ってしまうことが多かった。そのため、20世紀初頭米国の自動車産業には主要な企業は存在したが、少数メーカーが主導する寡占化の局面は定着できなかった。乱戦がしばらく続いた。そのような背景の中、1908年9月16日、米国のニュージャージー州でWilliam Crapo Durant(Billy Durant)により創立されたGMは、1920年以降に実質的に当時米国の自動車市場においてシェアが一番高かったFOMOCOを逆転した。GMとFOMOCOの2社は米国自動車業界を牽引する企業であり、揺籃期から大量生産と大量販売に対して異なる経営理念を持つと同時に、両社には異なる限界と制約が存在した。その本質はファイナンスである。

	純売上高(\$)		外部投資からの収入(\$)		税引後の収益(\$)	
	GM	FOMOCO	GM	FOMOCO	GM	FOMOCO
1927	1,289,231,917	355,975,669	8,144,849	-	262,268,840	<u>30,447,190</u>
1928	1,481,745,323	551,710,332	12,807,985	-	296,256,203	<u>70,640,628</u>
1929	1,532,213,745	1,144,688,097	14,484,719	-	265,824,911	91,531,572
1930	1,005,327,903	873,515,070	21,742,548	-	157,595,826	39,996,121
1931	828,207,978	460,069,223	15,547,952	-	116,739,956	<u>37,181,192</u>
1932	440,899,312	254,680,008	11,940,614	-	8,359,930	<u>70,851,153</u>
1933	583,746,596	297,146,871	9,945,638	-	80,509,396	<u>7,888,718</u>
1934	862,672,670	531,926,851	12,680,751	-	99,124,495	21,362,118
1935	1,155,641,511	834,493,626	30,337,662	-	176,696,683	18,573,804
1936	1,439,289,940	760,487,306	28,930,756	-	239,550,075	21,463,529
1937	1,606,789,841	847,492,463	26,190,188	-	202,672,462	8,218,784
合計	12,225,766,736	6,912,185,516	192,753,662	-	1,905,598,777	<u>15,862,953</u>

表2 1927年から1937年におけるGMとFOMOCOの純収益

出典) Chandler, 1971におけるデータに基づいて、筆者が抜粋、整理した。注) 下線がある数字は赤字である。

1927年以降、GMが販売した自動車の総売上高はFOMOCOよりはるかに高い。その主な原因は、GMが採用した多様な製品ラインの生産オーガナイズーションとマーケティングから成り立つ大量生産と大量販売である。FOMOCOが採用した単一車種の大量生産より、幅広い市場のニーズに対応できるからである。それと同時に、FOMOCOは大量生産された少数の車種が購入されないという需要の飽和に直面しなければならなかった。データが示している10年間、GMにおける税引後の純収益は持続的に上昇し、前例のない金額にまで拡大した。FOMOCOにおける税引後の純収益は赤字である年度が複数年あり、10年間の総収入も赤字である。さらに、内部留保の財務政策を中心にするFOMOCOにおいては外部金融による収入がゼロであるため、企業収益を維持する手段が単一であった。それは純収益の赤字につながる重要な原因の一つである（表2）。

2-2 FOMOCOの揺籃期における大量生産の優位性とその限界

FOMOCOにおける規模の経済の優位性は単一車種の大量生産に基づく。FOMOCOは揺籃期に単一の「Model A」という車種の生産から始め、「Model S」及び「Model T」に至るまで、単一の車種を大量生産することによりコストを抑え、安定した販路及び収益を確保した。

FOMOCOが規模の経済を発揮するための核心的な競争力は「連続的な組み立てライン (progressive assembly line)」と「アメリカン・システム」である。両者はFOMOCOにおける「規模の経済」が自動車業界において差別化できる決定的な役割を果たす。この取り組みは複雑な設備投資を通して、人工作業による不確実性を最大限に取り除く必要がある。具体的には、FOMOCOのエンジニアは鍛造機械、鋳造工場及び完全に互換性のある部品を製造する（究極の）専用機械を設計、運用することにより、低コストで大量生産に適応できる工場設備を揃える。次に、原材料は機械により識別されるので、組み立てラインのタスクは自動的に作業員へ回される。さらに、高度な機械化の取り組みにより、自動車生産のコストとミスは大幅に減少されると同時に、工場における生産ペースの調和と管理の集中度は前例のない程度まで向上される。上記の取り組みは1916年頃に他の自動車企業の工場でも普及した (Raff, 1991)。しかし、FOMOCOにおける潤沢な自由裁量可能なキャッシュ・フローは自動車業界で長期間1位だったので、規模の経済を発揮するための技術増強および設備投資は、その他の競合他社よりはるかに抑制力があり、競争優位を確保できた。

潤沢な自由裁量可能な資金を保有する前提で、FOMOCOは生産の分散化政策を実施した。FOMOCOはデトロイトの近郊に専門工場を設置し、部品を生産した。それと同時に、それらの部品を自動車として組み立てる工場は米国の複数の地域に設置した。生産用の部品はデトロイト近郊の工場で作られ、または架装工場の付近にある部品工場から調達された。FOMOCOにより行われる多様な製品ラインの展開に関する試みは非常にシンプルであり、単一車種の生産に集中する政策に準じて、1908年から1909年の間にModel Tの異なるスタイルを設計し、生産した。しかし、それらは全てModel Tのスタイルのバリエーションになるので、本質的な製品の多様化までには至らなかった (Chandler, 1971)。したがって、FOMOCOにおける自動車部品の共通利用率は高い。

自動車生産における分散化政策はコストを有効に節約できる。まずは、組み立てられた自動車ではなく、部品を架装工場へ輸送するには交通運輸のテクニカルな側面においてコストを節約できる。それと同時に、荷積みと運搬のコストも最低限に抑えられる。また、FOMOCOのデトロイト近郊の工場で作られた部品はデトロイトを経由せずに各架装工場へ直接輸送されるので、交通運輸のコストも節約できる。また、生産された部品はデトロイト近郊の部品工場で保管されるのではなく、各架装工場の倉庫で保管されるので、部品工場における倉庫のスペースが節約できる。自動車のディーラーたちは架装工場から直接部品を調達できると同時に、架装工場から出荷される自動車は鉄道で輸送されるのではなく、車での輸送で販売拠点へ調達されることが多い (Chandler, 1971)。

Kansas City, Mo.	October, 1910
Long Island, N.Y	July 1911
Chicago and San Francisco	October 1913
Memphis, Los Angeles, Denver	November 1913
Detroit and Portland(Oreg.)	January 1914
Seattle	February 1914
Cambridge(Mass.) and St. Louis	April 1914
Columbus	June 1914
Minneapolis	December 1914
Indianapolis and Pittsburgh	February 1915
Atlanta	March 1915
Cincinnati	April 1915
Cleveland	August 1915
Louisville	October 1915
Buffalo	November 1915
Milwaukee, Washington, Oklahoma City, and Omaha	Not earlier than 1915

表3 FOMOCOの架装工場（一部）

出典) Chandler, 1971

FOMOCOにおける大量生産の限界の一つは、単一の製品が市場の需要を満たせない時点から生じる。米国の経済発展とともに、消費者は自動車市場に多様な選択肢を求める。その需要に対応できたのはGMの価格セグメントと設計理念により差別化される多様な製品ラインであった。つまり、GMとFOMOCOの大量生産方式の間には本質的な区別があるので、それが製品ラインの区別につながる。まずは、FOMOCOは技術力と生産の効率性を重視した単一製品の大量生産であり、GMは規模の経済を追求したと同時に、システムティックな製品ラインの政策を発展し、「アニュアル・モデル・チェンジ」のプログラムを設計した。したがって、GMが採用する価格によりセグメントを区分するシステムティックな製品ラインにおけるChevroletのK Modelと比べ、FOMOCOのModel TとModel Aは大規模生産における生産コストを最低限に抑えられて優位性を持つが、FOMOCOの単一な製品ラインでは、GMほど広い市場需要をカバーできない。次に、FOMOCOの場合は製品のコストを最大限に抑える設備の戦略投資を重視し、GMの場合はコストの削減を行うと同時に新製品の開発及び製品ラインの豊富さを重視する。したがって、両社の製品生産における「オーガナイゼーション」の区別が両社における大量生産方式の根本的な区別である（Raff, 1991）。

1919年から1923年の間、FOMOCOのModel Tの生産量は緩やかに上昇し、製品の価格は低下し続けたが、純利益の変化は「生産台数」、「販売価格」の変化と一致しない。つまり、

FOMOCOが大量生産の優位性を維持するために行なった技術開発と設備投資が生み出す利益は、投入された資金のコストによりある程度相殺される可能性がある。

	生産台数 (Model T)	販売価格（年度） (Model T: Touring Car)	純利益（財年）
1908	-	\$850	-
1915(Dec,10)	1,000,000	440	-
1916	-	360	-
1917(June, 14)	2,000,000		-
1918	-	450~525	-
1919(April,2)	3,000,000		\$69,924,411
1920(May,11)	4,000,000	575~440	53,448,480
1921(May, 28)	5,000,000	415~355	75,890,836
1922(May, 18)	6,000,000	348~298	133,248,623
1923(Jan,12)	7,000,000	295	-
1923(July,11)	8,000,000		-
1923(Dec,26)	9,000,000		99,342,888
1924(June,4)	10,000,000	290	-

表4 Model Tの生産台数、販売価格とFOMOCOの純利益

出典) Chandler, 1964のデータより筆者が抜粋、整理した。

1903年から約24年間、FOMOCOは価格独占によるメリットを満喫した。価格独占の状況を維持するため、FOMOCOは単一車種の大量生産と複雑な技術、設備投資を繰り返した。しかし、価格と質の両面で真の意味での競争が繰り広げられるようになる時期には、業界一位のポジションを譲るしかなかった。それに対するFOMOCOの対策は主に二つであった。まずは、車体のスタイルを変更することであった。次に、広範に渡る価格の引き下げが行われた。しかし、売り上げは望ましくなかった。その原因は三つである。まずは、米国の経済発展とともに、消費者の自動車に対する需要が多様化し、高品質で高価格の自動車が低価格帯の自動車よりも選択される。そして、新たなプレイヤーの参入であった。1926年、価格が\$1,000以下の四人乗り及び五人乗りのオープン・カーとクローズド・カーは合計27種類に及び、そのうち11のモデルが\$750以下で、三つのモデルが\$500以下であった。さらに、中古車市場からの競争は、FOMOCOの自動車販売台数を一層低下させた。つまり、新車としてFordより高い価格で販売された自動車が、中古車市場における販売価格はFOMOCOの新車と同価格か、もしくはそれ以下である。また、FOMOCOが割賦販売制度を積極的に導入しなかったことが、ディーラーと消費者からのサービスに対する不満を招き、競合他社のブランドへ視線が向いてしまう（Chandler, 1964）。

FOMOCOは大量生産の優位性に依存したので、マーケティングに対する投入はほぼゼロであった。なぜなら、FOMOCOのディーラーにとって、利益を上げることは困難であった。その原因

は、販売担当区域の細分化、他社製品からの競合および割賦販売制度の欠如などであった。それで、FOMOCOは多くの経験あるディーラーを失ってしまう。次に、生産、販売は「一度買えば買い換える必要はありません」という思想を貫いて、質が高い自動車を出荷し、販売する。さらに、多様化になる市場の需要へ対応できない単一品種の自動車を販売したので、その結果、Model Tの需要の飽和に対応するため、FOMOCOは価格を引き下げる政策に依存した。しかし、技術、設備投資に基づく大量生産は製品の価格を最大限に抑えたので、競合他社の製品と比べると、値下げの余地が狭かった。つまり、FOMOCOは製品の低価格に依存して市場シェアを維持したので、合理的なマーケティング活動を行わなかったと同時に、製品の付加価値が低かった。さらに、数えきれないほどの印刷媒体や日常会話を通じてFOMOCOの業績低下が揶揄されたことに対して適切な対応措置が行われなかったので、FOMOCOのイメージ及び業績へ悪い影響を与えた（Chandler, 1964）。

大量販売の重要性は大量生産の優位性が限界に至る時点で明らかになる。FOMOCOの場合は、Model Tが廃棄された後にGMが創始した販売パターンを踏襲し始めた。さらに、1928年にFOMOCOは販売金融会社の設立に踏み切り、顧客が分割払いでFOMOCOが生産した自動車を容易に入手できる道を開いた。それまでは、一種の「クリスマス・クラブ」プランだけが分割払いで自動車を購入する願望を持つ顧客向けのプランが存在した。FOMOCO自動車の潜在顧客としてこのプランの利用者は、将来自分の持ち物になるFOMOCO自動車の当初原価の大半を補うに足りる金額に達するまで、毎週地方の貯蓄銀行に、掛金をしなければならなかった（Chandler, 1964）。つまり、自動車企業が大規模に発展するためには大量生産と大量販売を並行的に発展しなければならいと同時に、技術と設備投資に依存して発展する大量生産の優位性は顧客と自動車製品の距離を縮ませる大量販売の優位性をカバーできない。

2-3 GMの揺籃期における大量生産と大量販売の優位性と限界

GMにおける規模の経済は、自動車製品のコストを抑えると同時に、幅広い価格帯のセグメントをカバーする豊富な製品ラインで競合他社と差別化される。揺籃期におけるGMは関連型のM&Aを積極的に行うことにより、企業の規模を拡大した。1908年9月16日、GMはニュージャージー州で成立され、会社が創立された後の2年以内に、創業者のBilly Durantが主導したGMは乗用車メーカー10社、トラック・メーカー2社および部品メーカーを複数社を買収した。それで、企業の資本金は成立当時の約\$2,000から約\$60,000,000まで上昇した（Rae, 1958）。

揺籃期におけるGMが行なったM&Aには不合理性が存在した。不合理性は買収された企業の収益性が不安定であったことで体现された。1908年から1910年の間に買収された企業は全て自動車産業関連の企業で、自動車メーカー、トラックメーカー及び部品メーカーなどの三つの種類であった。約十社の自動車メーカーのうち、Buick及びCadillacだけが収益性が高かった以外、その他の企業はほとんど問題を抱えていた（Rae, 1958）。したがって、この時期におけるGMのM&Aには「M&Aを行うためのM&A」または「手が届くので行われたM&A」の側面があったので、企業の収益性及び将来性への貢献はマイナスな影響により相殺された。

1908年から1910年の間、GMが行ったM&Aの主要な資金源は、内部留保であると推測できる²。内部留保の資金は主要事業であったBuickとCadillacの利益、及びDurantの自己資金であると考えられる。つまり、この時期におけるGMは外部金融より内部留保の資金を優先的に利用し、

² GMの正式なアニュアル・レポートは1912年から公表されたので、具体的な財務データの確認は困難である。（筆者注）

有価証券などを利用して資本市場から資金を調達する能力が比較的に弱かった。このような財務的な背景で、M&A活動の暴走は企業の債務超過へつながりやすい。それで、1910年、GMの主力事業であったBuickは約\$7,000,000の負債を抱えた（Rae, 1958）。

シンジケート・ローンによりBuickの債務危機が解決された以降、DurantはGMの管理層から離れ、FOMOCOがメイン・プレイヤーであったマス・マーケットへ進出する準備をした。それまでに、GMは複数のブランドの車種を発売し、異なる市場のニーズへ対応した。マス・マーケットへ進出する予備として、DurantはLittle Motor Company(Flint), Chevrolet Motor Car Company(Detroit)及びRepublic Motor Car Company(Tarrytown, New York)などの三つの会社を成立した。1913年、全ての生産活動はChevrolet Motor Car Company(Detroit)に集中された。その主な理由は、当時Chevroletの年売上の台数は15,000台で、純利益は\$1,300,000であった。その利益は当時のFOMOCOと匹敵するレベルではなかったが、非常に優秀な業績であった。それから、Republic Motor Car Companyは架装工場として存在し、企業のイメージを高め、資金を調達するための信用力をアピールした（Rae, 1958）。

Durantが1916年にGMを買い戻した以降、事業ポートフォリオの変化は、新たに成立されたGMにおける一つの重要な取り組みである。GMは最初の暴走的な買収戦略による経営方針を見直し、もっと理性的に自社の事業ポートフォリオを設計するようになった。新たなGMはDelawareで許可を受け、Chevrolet及び古いGMを傘下に入れたと同時に、自動車部品事業のUnited Motorsを合併した。上記以外、GMの新たな管理層は乗用車モデルを五つ(Buick, Cadillac, Oakland, Oldsmobile, Chevrolet)まで減らし、トラック事業の子会社は一つまで減らされた。事業構造の再編成と同様に重要なのは、システムティックな研究とテスト基盤の整備である。GMの戦略は基本的に自動車事業を中心に策定されたので、研究とテスト基盤は製品開発および営業利益の向上へ極めて重要である（Rae, 1958）。

米国の第一次世界大戦への参戦とともにGMの発展は一時的に影響されたが、1919年の戦後ブームで、GMは企業発展の新たな局面を開いた。この時期において、GMはFisher Bodyを買収し、GM Acceptance Companyを創立した以外、自己資金\$100,000を投入し、電気冷蔵庫事業を発展させた。冷蔵庫は自動車と同様に箱に入っている機械であるので、GMにおける事業ポートフォリオの観点からは関連型多角化であった。結果的に、冷蔵庫事業は大きな成功を収め、Durantは投資を回収できた（Rae, 1958）。

1919年、GMは生産規模を拡大するため、設備投資を行った。新たに投資した工場はMichiganに集中し、各工場においては異なる車種の生産が行われる。FOMOCOが採用する部品と自動車生産のシステム化とは異なり、GMは異なる価格帯のセグメントに対応する多様な製品を生産するため、共通部品の利用においては制約がある。したがって、GMが採用する多品種自動車の生産により幅広い市場の需要をカバーする競争優位を発揮するためには、コストにおいて妥協しなければならない（表5）。

工場名	場所	(見込みの) 生産台数
Buick Motor事業部	Flint, Michigan	700 台乗用車/日
Cadillac Motor Car事業部	Detroit, Michigan	30,000 台乗用車/年
Chevroletグループ	Flint, Tarrytown, Fort Worth, St. Louis	900 台乗用車/日 50 台トラック/日
General Motors Truck事業部、Pontiac	Michigan	20,000 台トラック/年
Oakland Motor Car事業部、Pontiac	Michigan	350 台乗用車/日
Olds Motor Car事業部	Lansing, Michigan	300 台乗用車及びトラック/日
Scripps-Booth Corporation	Detroit, Michigan	100 台Scripps-Booth自動車/日
Samson Tractor事業部	Janesville, Wisconsin	100,000 台トラクター/年

表5 GMにおける工場に対する設備増強

出典) Chandler, 1971

GMが大量生産の優位性を追求する際の限界は、製品の生産コストをFOMOCOほど低く抑えられない点にある。複数の製品ラインを持つGMと単一の製品を大量生産するFOMOCOが交戦する主戦場は大衆向けに販売する自動車の価格セグメントであった。1920年代、最高経営責任者のAlfred SloanはFOMOCOの「Model T」が主導した大衆向けの価格セグメントにおける利益を求めるため、規模の経済を活かし、製品のコストを低下させる必要性を認識した。それで、GMにおける自動車の生産に共通部品を応用する計画を1924年頃から発足し、ChevroletとPontiacの生産で実現された。その結果、ChevroletとPontiacの平均コストは、ChevroletのK Modelだけを生産するコストと比べると約85%低下した。しかし、FOMOCOのコスト優位性までには及ばなかった(Raff, 1991)。

GMは大量販売により、大量生産の不足を補完した。GMの揺籃期におけるM&A及び関連型多角化の事業を発展する戦略投資は、1924年に公表された「A car for every purse and purpose」という経営方針を実施するための基礎になる。GMは揺籃期において、Buick、Caddillacなどのコアブランドを中心にM&Aを行い、異なる特徴、多様な価格帯の製品ラインを揃えた。多様な事業構造はGMにおける大量販売の基礎であり、競争が激しい自動車業界の環境において、高い市場シェアを占め続けると同時に、企業の収益性を保つことにより安定的な競争優位を維持するのに必要不可欠である。

GMは自動車製品のマーケティングを重視する企業である。GMは複数の価格セグメントをターゲットに自動車製品の豊富なラインを展開するので、異なる需要を持つ消費者に対してマーケティングを行う必要がある。「A car for every purse and purpose」の経営方針を実施したと同時に、1920年代から1930年代の間、GMの各ブランドは以下のような競合他社を持つようになった。しかし、GMは複数のブランドを複数の価格帯へ対応させる戦略により、膨大な市場シェアを占め続けたと同時に、企業全体の収益を高めたので、競合他社に対して抑制力を持つ。その抑制力を確立し、大量販売を実現するため、GMはマーケティングまたはセールスへ必要にして十分な資金を投資する必要がある。

Cadillac	Rich（富裕層）	LaSalle
Buick	Striving（奮闘中の階層）	Marquette
Oldsmobile	Comfortable but discrete（生活水準が快適 なのに目立たない）	Viking
Pontiac	Poor but proud（貧しいけれど誇り高い）	Oakland
Chevrolet	Hoi polloi（一般大衆）	Ford

表6 1920～1930年代におけるGM社の各ブランドに対応する競合他社のブランド

出典)「GMのブランド」と「競合他社のブランド」は「GM Heritage」に掲載されている資料より、筆者が整理した。
「ターゲットとする市場」はRaff,1991より抜粋、整理した。

注) イニシャルな自動車ブランドの価格セグメントの区分は、1924年頃にPierre du Pontより提出され、筆者が翻訳した。

GMがマーケティング活動を展開した出発点は二つあった。まずは、CadillacとBuick以外のブランドは販売台数と市場シェアが理想的ではなかったため、それらの自動車製品をCadillacとBuickと同じ標準と市場人気にまで引き上げることにあった。次に、各事業部の提供する製品を上手に取り合わせ、全体としてすべての価格階層をもれなくカバーし、異なる顧客の好みにぴったり適合させることであった(Chandler, 1964)。

上記の出発点から、GMはまず製品の側面から出発してマーケティングの政策を組み立てた。完全な製品系列が形成する前提で、1921年以降、GMはその他の自動車企業より早い段階で六気筒車に移行し、クローズド・タイプを採用した。自動車の製造技術を不断に改良したと同時に、1926年には著名デザイナーを招聘し、「スタイリング部門」の長にすえた。さらに、GMは技術改良とスタイルの変更を例年の新モデルに取り入れて、その紹介方法を合理化にしたと同時に、1924年に設立された総括販売委員会は、新しいモデルの紹介と効果的な宣伝活動のための戦略を練り上げた(Chandler, 1964)。

ディーラーの側面における取り組みは製品と同様に重要である。ディーラーとの関係を明確化することは生産と販売の間に存在するギャップを集中的に反映するので、その取り組みは複雑である。GMはその他の自動車企業より大きなディーラー組織を立ち上げてから、総括販売委員会を設立して、その効果的な運営を見守るようにした。まずは、自動車市場が安定し、競争が激化する局面を直面し、委員会は諮問スタッフの販売部門に、国内のあらゆる地域における乗用車の潜在需要についての調査を依頼し、その合理的な調査結果を土台に、各地のディーラーの販売担当地域をはっきり決めた。それと同時に、委員会はディーラーたちが互いに販売担当地域を侵食しないようその防止策を案出した。次に、下取り、中古車市場に関する方針として、ディーラーたちの取引を促進するため、GMは販売マージンを17%から34%まで引き上げたと同時に、納入業者から実際の販売市場に至るまで、企業内における財の流れに関心を払ったため、ディーラーの過剰在庫を防止することができた。また、近代的な会計手法をディーラーたちの間で普及させた。さらに、市場の平準化と1929年から始まった経済恐慌を直面し、総括販売委員会にかわる流通製作委員会は、ディーラーとの契約内容を改善し、ディーラー評議会を設立した。流通製作委員会はディーラーの苦情を聞き、契約解除について審理するディーラー関係理事会をも設立した(Chandler, 1964)。

システムティックなマーケティング活動を展開したと同時に、GMは世界最初の社内においてコンシューマー・ファイナンスの業務を設立した企業である。1920年までに、GMはGeneral

Motors Acceptance Corporation (GMAC) を設立し、自動車及びトラックの販売をファイナンスした。それまでに消費者は現金または銀行からローンを組む形で製品を購入するしかなかったが、多数の銀行は自動車を購入する目的でローンを許可することに対して積極的ではなかった。GMACのサービスは既存のファイナンシャル・サービスに存在する欠陥を補完し、GMにおける営業利益の向上へ貢献した。GMACの成功とともに、その他の企業も社内においてファイナシング・オペレーションを設立した (GM Heritage)。GMACを設立し、コンシューマー・ファイナンスを積極的に発展したことは、市場シェアを高め、売上利益を向上させる有効な取り組みである。

3 戦略投資

FOMOCOがGMにより逆転された本質的な要因はファイナンスである。その理由は、GMとFOMOCOは大量生産と大量販売を追求する際に、異なるファイナンスの政策を採用し、調達したカネを異なる用途に配分したからである。前者は多品種製品の開発とマーケティングを中心に投資し、後者は技術と設備を中心に投資したと同時に、両社がカネにより確立される抑制力が異なる。さらに、GMは創立時からM&Aにより企業規模を拡大し、外部金融を積極的に採用することで、調達されたカネでイノベーション、R&D、関連型の事業拡張を行い、金融機関と投資側の資金で債務危機を乗り越えた。しかし、FOMOCOにおける内部留保を前提にする財務政策は設備増強と技術強化を重視するので、製品の単一性及び債務危機に対応するダイナミズムが不足である制約に課せられる。

3-1 FOMOCOの揺籃期における内部留保とその限界

揺籃期におけるFOMOCOのファイナンスは内部留保を重視し、債務危機に陥った時も外部金融の力を借りなかった。内部留保を重視するファイナンスは規模の経済の発揮に適応できたが、財務危機に対するダイナミズムは不足であった。

FOMOCOにおける私有化の傾向は、企業が成立された頃から現れた。1903年、FOMOCOは\$100,000の資本金で成立され、そのうち25%の資本金はHenry Fordの所有であった (Horgan 1921)。しかし、Henry Fordは企業に対する絶対的な統制力がないと自分の予想通りに政策を実施できない事実について認識し、1906年に企業の51%の資本金を把握し、1919年、FOMOCOは100%の私有化を実現した。FOMOCOはDelawareの法律に基づいて企業組織を再組織し、資本金は\$100,000,000であった (Horgan, 1921)。

私有化されたFOMOCOにおける内部留保を前提にする財務体質は以下の特徴がある。まずは、自由裁量可能な資金が潤沢である。次に、負債がゼロである。1920年代、私有化されたFOMOCOは急速に発展する資本市場を避けて、資金の借入れ及び株式の発行を控えた。FOMOCO社のキャッシュ・フローは1930年代の経営不振においても企業の支払い能力を維持し、経営上の独立性を確保した。「Fortune」誌の1947年の記事によると、「Ford Motor Companyは依然として全盛期における収益に恵まれ、キャッシュ・フローは\$300,000,000である。それと同時に、企業の負債はゼロである」 (Link, 2018)。

私有化された後のFOMOCOの戦略投資には以下の特徴がある。まずは、利益不問である。1919年以降、FOMOCOは企業収益の多数を創業経営者が好む方向に従って再投資したが、その一部は全く利益がなかった。それと同時に、投資の意思決定は投資収益率の基準に従うのではな

く、リサーチ、製品向上またはプロデューサーの大義の普及などの基準に基づいて判断された。次は、恣意性である。完全に私有化されたFOMOCOは、外部投資者の要請に従う厳しい財務監督及び予算計画を避けられたので、厳格な経済及び財務の基準に従って投資の意思決定を行う必要がなかった。また、1920年代以降、FOMOCOは石炭鉱業、製材業、運送業、航空業、鉄道事業などの産業に対するM&Aを行い、企業規模を拡大した。資金はすべて自社のキャッシュ・フローから支出した（Link, 2018）。

FOMOCOの財務体質は自動車の大量販売による利益からのキャッシュ・フローに依存する弱点がある。1920年代、FOMOCOは自動車市場の価格の下落を経験したが、Henry Fordはウォール・ストリート及びユダヤ系の金融機関に対して強い拒否感を持ったと同時に、それらの金融関係者は産業における重要なメーカーを破滅させる可能性があると認識していたので、外部金融に対して拒否する財務方針を貫いた。その結果、FOMOCOには約£15,000,000の巨額の債務が発生し、ウォール・ストリートのバンカーたちは、FOMOCOを売却する解決策を提案した（Horgan 1921）。従って、私有化されたFOMOCOの内部留保を中心にする財務政策に存在する弱点は危機とともに著しくなる。

Henry Fordは自助努力で積極的に債務問題の解決策を探索する道を選択した。まずは、自動車生産関連の原材料の購入を停止し、FOMOCO社が所有していた35箇所の工場においては、すべての原材料を製品として加工した。次に、全世界におけるFOMOCOの自動車エージェントは、契約の制約で、自動車在庫の一部を買い取る必要があり、その総額は約£1,750,000だった。以上の取り組みで、債務問題を解決する政策は一時的に成功した（Horgan 1921）。自動車の大量販売によるキャッシュ・フローに依存する前提で、債務問題を解決するために販売された車は市場価格が上昇する前に低い値段で販売された事実はこの政策の一つの問題点であり、内部留保を利用して債務問題を解決するために妥協しなければならない部分であった。

企業の完全な私有化による副作用はFOMOCOを持続的に影響した。その原因は外部金融に対して拒否した前提で、所有と経営が高度に統一したからである。1920年代から1930年代の間、米国の自動車市場は需要の平準化及び経済恐慌を経験し、FOMOCOにより生産された単一の車種は需要の飽和を直面した。このような経済環境においては、FOMOCOは早い段階でマーケティング及び経営管理の改革を行う必要があったが、創業経営者であるHenry Fordの時代から継承された意思決定の方針は環境の変化とともに合理化できなかった。その結果、FOMOCO社は1920年代から1930年代まで経営不振に陥ってしまい、外部金融を積極的に利用したGM社により逆転された。

GMが採用した外部金融を利用する財務政策は、FOMOCOが採用した内部留保だけを利用する金融政策よりもっと効率的である。まずは、内部留保を中心に資金を集めると、企業の規模がそれほど大きくない場合には財務体質へ負担を与えないメリットがあるが、企業の規模が徐々にな大きくなると、外部金融の力を借りないと、大規模な事業展開は制限される。次に、内部留保を中心とする企業は基本的に未上場の家族企業または中堅、中小企業が多いが、外部投資者が企業の経営へ介入しない状況においては、企業の所有と経営は分離しない。その前提で、オーナー経営者は個人の意志で企業における規定を解釈し、経営方針を変更することができるが、意思決定の恣意性に繋がりやすい。したがって、内部留保の方式で資金調達を行うには限界があり、戦略の自由度は制限されるので、FOMOCOはリスクが比較的に高いM&A及び多角化よりは、規模の経済性を重視する少数製品の大量生産へ集中しなけりななかつた。しかし、揺籃期のGMは積極的にM&A、イノベーション、R&Dなどを行うことにより、競争優位を拡大、維持できたので、GMの外部金融により裏付けられる戦略投資は安定的な優位性を維持できる証拠である。

3-2 GMの揺籃期における戦略投資と競争優位の維持

3-2-1 GMの揺籃期における戦略投資

1910年以降、Durantが主導した企業がマス・マーケットへ参入したことがきっかけで、GMの戦略はファイナンスにより左右される特徴が明らかになった。Durantがマス・マーケットへ参入した最も重要な意義はファイナンス政策の変化である。マス・マーケットへの参入は巨額な資金が必要であるため、その戦略方針を実現させるにはファイナンスが必要であった。資金調達の結果によりマス・マーケットへの参入が左右されるので、この時期から、Durantにより行われる経営活動の方針は資金調達を重視するようになった。

Durantのもう一つの重要な目標はGMの経営権を取り戻すことであった。Durantは外部金融を利用して必要にして十分な資金を調達する必要があったので、無謀な事業の拡張は非常に不利であった。それとともに、GMを買い戻すため、Durantは銀行家の政策的支援を受けながら、企業の株式を買い戻した。当時GMの管理者であったStorrowとNashは、企業の秩序及び支払い能力を取り戻すために、\$15,000,000のローンを返済しなければならなかった。その代価として、ローンが全て返済されるまでは株式の配当金が支払われなかった。そのため、株式を売り出す株主が多くなり、株式の買い戻しに有利であった。それから、1915年10月、Chevrolet Motor Companyは持ち株会社として再組織されたが、「490」というモデルの発売で成功した。この取り組みで稼いだ資金は、GMを買い戻すために重要な役割を果たした。さらに、Durantは当時duPontの財務担当者であったPierre S. duPont及びJohn J. Raskobの支援を受けたので、GMに対する買い戻しは達成できた（Rae, 1958）。

1916年の春、GMの企業年次大会が開催された時に、Durantは大量の株券を発行し、GMに対する所有権及び経営権の取り戻しを発表した。GMはIPOを通じて、上場企業になり、GMを買い戻した以降、Durantは自社の部品メーカーを合併させ、United Motorsを創立した（Rae, 1958）。

1916年のGMのアンニュアル・レポートによると、1916年7月31日時点のGMの財務状況は1915年7月31日と比べると大幅に改善した。具体的に、1915年と比べると、1916年における流動資産合計は約58%上昇し、純運転資本は約41%上昇した。それと同時に、GMにおけるキャッシュ・フローは大幅に改善されたとともに、1年における設備投資の金額は\$3,726,751.61であるが、新たな債務の増加はなかった。また、「在庫（Inventory）」の増加は、1916年における設備投資とともに企業の生産力が向上した証拠である（表7）。

流動資産	1916	1915
現金	\$22,476,574.86	\$14,526,124.14
地方自治体及びその他の法人の有価証券	\$286,000	\$1,001,000
手形（1916年当時102,829.46ドル）および輸送中の荷物に対する手形を含む売掛金	\$5,629,633.2	\$3,944,680.75
棚卸資産	\$25,100,349.97	\$14,049,298.15
前払費用	\$389,630.14	\$533,585.97
流動資産合計	\$53,882,188.17	\$34,054,689.01
純運転資本	\$43,664,671.40	\$31,141,237.76
年間の純運転資本の増加額（1915年から1916年）	\$12,523,433.76	-

表7 General Motorsの1916年と1915年における財務データの比較

出典) ``Report of General Motors Company for the Fiscal Year ending July 31, 1916``

健全な財務体質を保つと同時に、新たなGMは積極的に投資を行った。1915年7月31日から1916年7月31日の間、GMは不動産、工場設備などの投資を行い、1年間の設備投資の金額は\$3,726,751.61であったが、内部留保の資金で行ったので、債務の増加はなかった。その理由の一つは、du Pontの資金の支援があったからである。設備投資の状況はGMの1916年における自動車生産量及び取引量の大幅な上昇と合致し、経営業績の改善を反映する（GM Annual Report, 1916）。

3-2-2 外部金融による債務危機の解決とその限界

揺籃期におけるGMは合計2回の重大な債務危機を経験した。1910年のBuickの債務超過問題は、Lee, Higginson and CompanyのJames J. Storrowが主導した銀行シンジケートの介入により解決された。1920年のDurantの財務破綻は、du Pont - Morganシンジケートの出資により解決された。この債務危機の解決における共通の特徴は、外部金融の外生的イノベーションであるシンジケート・ローンの運用である。

1910年、GMは債務超過の現実に直面しなければならなかった。その原因は不適切なM&A活動による過度な企業規模の拡張であった。金のなる木の事業であったBuickは、この時期の負債額は\$7,000,000であった。それと同時に、Durantは既存の財務問題を無視し継続的にM&A活動を展開したので、Durant-Dort Carriage Company³のマネージャーであったCharles W. Nashは、Buickの債務超過問題に対して解決を始めた（Chandler, 1962; Rae, 1958）。

1910年、Buickの債務超過問題の解決において一番大きな特徴は外部金融の利用である。当時GMの事業ポートフォリオにおいては不合理な部分が存在し、企業の財務体質は比較的に弱かったので、内部留保の方式では効率的に債務超過の問題を解決できなかった。それで、金融機関により主導されたシンジケート・ローンを利用することにより、必要にして十分な資金を調達した。結果的に、Buickの債務超過問題はLee, Higginson and CompanyのJames J. Storrowが主導し

³ その主な業務はBuickの車体を作ることであった(Rae, 1958)。

た銀行シンジケートの介入により解決されたが、シンジケート・ローンの具体的な資金構造は以下の表にまとめた（Chandler, 1962; Rae, 1958）。

種類	金額
ローン（金利：6%）	\$15,000,000
Lee, Higginson and Companyが主導したシンジケートによる出資	\$2,500,000
株式	\$6,000,000

表8 20世紀初期、GM(Buick)の債務超過問題を救助するための資金構造
出典) Rae, 1958より筆者が整理した。

1910年のBuickにおける債務問題の解決において、一番重要な役割を發揮したのはデット・ファイナンスである。揺籃期のGMは資本市場において信用力をアピールすることが難しかったが、自動車メーカーとしては工場、設備、土地、在庫などの担保に相当する資産があったので、金融機関でローンを組むことにより資金調達を行うことが可能であった。しかし、当時のBuickはすでに米国の自動車産業における一流の生産力と販売量を持つ自動車メーカーであるので、その債務超過の問題は金融機関1社の力だけでは解決が難しかった。つまり、Buickに対する救済の取り組みはシンジケート・ローンという形式で、膨大な資金問題を解決しなければならなかった。

Buickの債務超過問題が解決し、Durantは一時的にGMから離れた。シンジケート・ローンを主導したLee, Higginson and CompanyはGMを解体して、Buickの財務体質の改善へ集中する予定であったが、Henry M. Leland 及びその息子であるWilfredの説得により、GMの企業組織構造はそのまま保留された。さらに、財務体質を改善する取り組みの一部として、GMは銀行の信託により5年間管理されることになった（Rae, 1958）。

2回目のDurantの財務破綻へ直結した原因はGMに存在した財務問題と組織問題であった。問題が徹底的に解決されなかった原因は、意思決定の恣意性であった。1916年にDurantにより買い戻され、新たに成立されたGMはM&Aによる拡張及び関連型多角化の戦略を継続した。しかし、無謀な拡張の結果は経営の混乱であった。Durantは自分の経営方針に固執し、実行する傾向性が強かったので、管理職とその他の従業員と関係性が疎遠になっただけでなく、従業員たちからの信頼も徐々に薄くなったことが重要な原因であった。さらに、1920年の大不況の影響で、各自動車メーカーはやむを得ず製品の価格を下げたので、GMの利益は大幅に減少した。それと同時に、GMの株価が急落し、Durantはクレジットを利用してGMの株式を買い戻したので、致命的な影響を与え、財務破綻へ直結した（Chandler, 1962; Rae, 1958）。

Durantは米国自動車産業における重要な企業の管理者として、破産してしまうと国の経済へ危険をもたらす可能性があるとの金融業界の従事者たちは判断した。それで、du Pont-MorganシンジケートはDurantが保有していた2,500,000株の株式を\$23,000,000で買い取った（Rae 1958）。これはDurantが保有していたGMの株式が全て買い取られたと同時に、契約の一部として、DurantはGMから辞任しなければならなかった。しかし、契約の記載によると、Durantは新たな企業の普通株の40%を受け取った（Chandler, 1962）。それ以降、企業の所有権及び経営権はdu Pont Companyにより把握され、Pierre du PontはDurantの代わりに経営の最高責任者になった。これによりdu Pontの資金援助が受けられたとともに、GMの歴史に新たな時代の幕が開いた。

GMの事例から分かる揺籃期の企業が資金難に遭遇する原因は二つである。まずは、企業が創立された時点では担保となる資産が少いので、銀行からの借入が難しく、高い格付けを受けて資本市場から資金を調達する能力も低い。次に、経営者の恣意的な意思決定で資金難に遭遇する。前者は多数の揺籃期の企業に存在する客観的な制約で、後者は、具体的な企業及び経営者により状況が異なる。

揺籃期におけるGMに存在する財務問題と組織問題はファイナンスで解決された。シンジケート・ローンの影響はGMの揺籃期を貫き、GMの債務危機を解決した。シンジケート・ローンとは、企業の大口資金調達ニーズに対し、複数の銀行等金融機関がシンジケート団（協調融資団）を組成し、同一の融資契約書に基づき同一条件（貸出金利、期間等）で信用供与を行う融資形態をいう（小谷, 2009）。シンジケート・ローンが債務危機の解決において重要な役割を果たした理由は主に二つである。まずは、GMのような大企業の資金難または債務危機を解決するために必要な金額は一つの金融機関ではアレンジできない。次に、20世紀初頭、格付けという金融サービスはすでに出現していたが、揺籃期のGMにとっては、高い格付けを受けることが難しかったので、格付けを活用して資金調達を行う選択肢はなかった。したがって、揺籃期におけるGMは、外部金融の外生的イノベーションであるシンジケート・ローンを活用したので、持続可能な競争優位を確立した。

外部金融の外生的イノベーションであるシンジケート・ローンは以下の属性を持つので、競争優位の構築へ有利である。まずは、シンジケート・ローンを利用するためには企業の規模、格付けなどに対する制約が少ないので、社債などの有価証券の発行により企業の資金制約を緩和できない場合の選択肢になり得る。次に、シンジケート・ローンの組み方は柔軟性が高く、巨額な資金調達を行う必要がある場合には複数の金融機関の連携により実現可能なので、異なる資金制約を緩和する需要へ対応できる。したがって、シンジケート・ローンは効率性とダイナミズムが高い資金制約を緩和する手段として、企業の資金制約緩和において継続的に役割を発揮する。

外部金融の外生的イノベーションの利用には両面性が存在する。シンジケート・ローンを利用して資金制約を緩和したとともに、GMは企業の所有権及び管理権の一部が失われることに対して妥協しなければならなかった。特に、揺籃期の後半からGMはdu Pont系の資金援助により、資金難に陥ってしまう可能性は大幅に減少したが、所有と経営が分離する現象がより著しくなる。つまり、GMは外部金融を積極的に取り入れるファイナンスの方針を採用することを通じて、国際化、大規模化発展の経営目標を実現する戦略を機能させたと同時に、新たな課題に対応しなければならなかった。

3-3 GMの核心的な競争力

GMにおける核心的な競争力の源泉はファイナンスである。ファイナンスが揺籃期におけるGMの戦略へ与えた影響は3点である。まずは、財務状況の改善及び財務危機へ抵抗するダイナミズムが高くなった点である。次は、組織の変革である。資金を提供する側であるdu PontがGMの経営権を把握したので、独裁的なDurantを中心とする企業組織を徹底的に改革し、Alfred Sloanの改革案に基づいて事業部制組織の組織構造を設立した。また、ファイナンスにより調達されるカネはイノベーションとR&Dを行うためのその他の経営資源と交換する媒体であるので、揺籃期におけるGeneral Motors Research Corporationなどの設立及びイノベーション、R&Dは、GMの技術強化と市場開拓へ深遠な影響を与えた。つまり、GMは金融機関または投資側から資金を調達し、持続可能な戦略投資を行うための基礎を整えた。特に、1920年以降、du Pont Companyは

GMの経営権を把握し、GMはdu Pontの資金により裏付けられたので、財務危機に陥ってしまう可能性は大幅に低減した。

設備投資と生産のオーガナイゼーションは揺籃期におけるGMがファイナンスされやすい企業体質を作る最も重要な取り組みである。その典型例は、Buickにおける債務危機が解決された1910年以降、DurantがGMから離れ、マス・マーケットへ進出する準備をしたことである。この時期から、Durantの経営理念における重点の一つはファイナンスへ移り始めた。1913年、複数の製品ブランドを運営、販売する方針であったDurantは、1910年以降に成立された3社の生産活動をすべてChevrolet Motor Car Company(Detroit)に集中させた。その主な目的はFOMOCOのModel Tと競合し、FOMOCOがメイン・プレーヤーであったマス・マーケットにおける市場シェアを求めるためであった。それと同時に、1910年以降に成立された3社のうち、Republic Motor Car Company(Tarrytown, New York)は架装工場として存在し、企業のイメージを高め、資金を調達するための信用力をアピールした(Rae, 1958)。その主な理由は、当時ニューヨークは金融活動の中心地で、投資者が集中した所であったからである。

戦略は揺籃期におけるGMがファイナンスされやすい企業体質を作る2番目の重要な取り組みである。1924年のアニュアル・レポートにおいて、Alfred Sloanは「A car for every purse and purpose」という生産、マーケティングの方針を提出し、それと同時に、「アニュアル・モデル・チェンジ」のプログラムと異なる製品において共通部品を使用するR&D及び製品開発の方針を設定した。上記の取り組みで、GMはFOMOCOのModel Tが主導したマス・マーケットにおいてK Modelを発売し、優れた業績を収められただけでなく、豊富な製品ラインで自動車市場における幅広い需要に対応した。優れた業績は企業の財務体質と資本市場における信用力を高め、金融機関と投資側から必要にして十分な資金を調達する能力を高めた。

	General Motors 連邦税引前の利益	連邦税	利息と配当金	内部留保
1920	\$47,248,382	\$3,894,000	\$29,117,722	\$14,236,660
1919	91,182,22	30,000,000	22,713,792	38,468,430
1918	35,285,597	20,113,548	13,504,296	1,667,753
1917(8/1 to 12/31)	17,145,156	2,848,574	2,788,189	11,508,393
1917	28,840,038	4,053,316	8,485,072	16,301,650
1916	28,812,288	-	11,801,850	17,010,438
1915	14,796,690	-	1,387,851	13,408,839
1914	8,042,861	-	1,841,806	6,201,055
1913	8,541,494	-	2,130,557	6,410,937
1912	5,108,557	-	2,252,474	2,856,083
合計	\$285,003,285	\$60,909,438	\$96,023,609	\$128,070,238

表9 GMにおけるROAと収益の運用

出典) ``Report of GM Corporation for the Fiscal Year ended December 31, 1920``

企業価値を維持させることはGMがファイナンスされやすい企業体質を作る3番目に重要な取り組みである。表9はアニュアル・レポートが公開される1912年からdu Pontの資金により裏付けられる1920年までの財務状況を表す。1912年から1920年の間、GMの純利益は1919年に明らかな下落が発生した以外には、緩やかな上昇であった。特に財政難が発生した1919年からdu Pontの資金援助による1920年の間、純利益は約5.2倍まで増加した。また、財務危機の時期以外に上昇し続ける純利益及び毎年度行われる株式の利益配当は、GMにおける営利能力及び企業価値を客観的に表し、財政難に遭遇した際に金融機関及び投資側から資金を調達できた主な原因である（表9）。

PR活動はGMが世界市場で認められ、ファイナンスされやすい企業体質を作る4番目に重要な取り組みである。1920年代から1930年代の間、ダイナミックで集中化された「PR活動」により、GMは世界の自動車業界を主導する企業になった。海外において新たな拠点及び工場を建設したとともに、GMは「General Motors World」のような従業員向けの新聞紙を媒体として、海外市場における消費者向けに自社の自動車製品を宣伝し、保護貿易主義の政策に対する反対を主張した。「General Motors World」におけるメッセージは、GMの企業構造とブランドに対するグローバルな認知を左右し、国際化の発展における重要な取り組みである（Anbinder, 2018）。特に企業と製品に関する宣伝は、海外からの金融機関または投資側のGMに対する認知に影響するので、企業の資金制約緩和へ有利な側面を持つ。

GMの揺籃期において、一番重要な投資側はdu Pont Companyであった。Pierre du Pontは1916年にGMの会長となり、1920までにはGMの社長兼会長になった。一連の改革と管理の改善とともに、1928年にGMはFOMOCOを超越し、米国の自動車産業をリードし、前代未聞の純利益が高い企業になった。Pierre du PontのGMにおけるキャリアは四つのフェーズに分けられる。まずは、1915年から1917年の最初の関わりである。次に、1920年から1921年の間にGMの債務危機の救済である。そして、1920年にPierre du PontがGMの社長兼会長になってから、GMに対して再組織を行った。最後に、1928年以降からはGMが高速に成長する時期で、前代未聞の利益を収め、米国の自動車業界をリードする大企業になった。

企業価値と人間関係のネットワークはDu Pont Companyが最初にGMへ投資した際の重要な基準である。Pierre du Pontが自動車業界に投資の機会を求め、1915年から1917年の間GMと関わり、さらに巨額の投資を行うまでに至った最初のきっかけは、当時GMにおいてシニア・パートナーを担当していたJohn J. Rascobであった。John J. Rascobは当時Pierre du Pontが米国自動車業界唯一の親密な知人であり、ニューヨークを中心に活動していたGMの創業経営者であるWilliam C. DurantはPierre du Pontの仕事上の知人であった。また、1924年にGMの最高経営責任者になったAlfred Sloan Jr.は、Pierre du Pontのデトロイトでの仕事上の知人であった。そしてJohn J. Rascobの説得で、Pierre du Pontは1914年にGMの2,000普通株を購入した。ヨーロッパ戦争の影響で、米国自動車市場の需要はより多くなり、1915年12月、GMの株価は購入時の\$70から\$558まで上昇した。この時du Pontとパウダー事業以外は投資のポートフォリオの半分以上がGMにあった（Chandler, 1971）。つまり、Pierre du PontがGMへ投資した重要な理由はGMの優れた管理と営利能力であったと同時に、人間関係のネットワークは当時米国の資本市場を左右する重要な要素であるので、Du Pont CompanyのGMに対する「ファイナンス」へ重要な影響を与えた。

巨額の投資とともに、Pierre du PontはGMにおける経営の改善へ取り組んだ。1917年頃から、Pierre du PontはDu Pont Companyの自動車業界における投資の責任者であり、基礎的な関心点は持続的な収益性であった。1908年から1920年まで、du Pont CompanyのGMに対する投資は二つのステップに分けられる。第一のステップは、1918年にdu Pont CompanyがGM

において最初の大規模な投資を行ったことである。それ以降、du Pont CompanyはGMに対して組織改革、財務改革などの取り組みを実施した。しかし、この時期における組織改革は徹底的ではなかったため、GMは依然として拡張し続ける事業の塊で、自動車、部品、（自動車）アクセサリ、トラック、トラクター及び冷蔵庫を製造する事業により構成された。それとともに、財務改革もDurantが最高経営責任者を務めた企業組織における意思決定の恣意性及び財務制度の不合理性により、望ましい方向へ進めなかった。これは組織改革と財務改革が徹底的に行われなかったことが原因で、GMは1920年代における財務破綻の危機に陥ってしまった。投資の第二のステップとして、du Pont CompanyとJ. P. Morgan&Co.はシンジケートを組み、DurantのGMにおける株式を買い取り、新たな企業を成立させた(Chandler, 1962; Chandler, 1971)。

du Pontの資金援助によりGMは新たなビジョンを開いた。Pierre du Pontが新たに成立したGMの最高経営責任者になった後、1920年12月にAlfred Sloanの組織改革案を採択し、GMの組織に対して事業部制組織化の改革を行った。一連の改革はdu Pontにより主導される前の「自動的に推進する複数のビジネスの塊」のようなGMを「統一で組織化される」特徴を持つ企業へ変身させた。その時期に実現した組織構造の変革は、現在でもGMの基本組織構造として存続している(Chandler, 1962)。仮にdu Pont Companyが投資を通じてGMの経営権を把握できなかったら、組織改革が順調に推進された可能性は非常に低い。

1920年GMの創業経営者であるDurantが辞任した以降、GMの経営権及び所有権は基本的にdu Pont一族により把握された。GMの正式なアニュアル・レポートは1912年から発行されたが、1912年7月31日と1920年12月31日の財務データは、GMの発展状況を表す。8年6ヶ月の間、GMにおける固定資産と流動資産は大幅に増加し、特に「純運転資本（Net Working Capital）」と「設備投資（Capital Expenditures charged to Plants and Investments）」の増加は、GMにおける財務状況が大幅に改善された証拠である。それと同時に、「のれんと特許（Goodwill and Patents）」の価値の上昇は、GMが展開したイノベーションとR&Dの成果を表す。財務データ以外、自動車生産台数と雇用者数の大幅な増加は、GMにおける生産力の持続的な向上及び営利能力の維持を示す（表10、表11）。

	1920	1912
純運転資本	\$114,632,706	\$20,666,865
工場及び投資に課される資本支出	79,008,217	2,124,185
工場における固定資産	248,788,765	19,280,888
その他の投資	67,985,100	560,500
のれんと特許	22,414,818	9,805,634

表10 1912年7月31日から1920年12月31日の間におけるGMの資産状況の変化

出典) ``Report of GM Corporation for the Fiscal Year ended December 31, 1920``

	自動車生産台数	雇用者数
1920	401,610	97,376
1912(7/31)	50,070	16,984
変化率	702%	473%

表11 1912年と1920年における自動車生産台数と雇用者数の変化

出典) Ibid., 注) 「変化率」は筆者が計算した。

3-4 GMにおける戦略投資と競争優位を裏付けるキャパシティ⁴

GMは生産設備とマーチャンダイジングなどに対する価値（収益性）ベースの戦略投資を通じて、アクションベースの競争優位を構築するのに必要なキャパシティを確立した。1924年から米国自動車産業において規模と収益性が1位の企業になった1928年の間、GMは合計\$425,854,930の追加資金を企業のオペレーションへ投資した。その投資は主に五つの項目をカバーする。まずは、自動車生産部門における生産設備の拡張である。次に、自動車部品生産における生産設備の拡張である。また、生産オペレーション範囲の拡張により、自動車製品の質を高めたと同時に、生産コストを抑えた。さらに、GMはマーチャンダイジング・オペレーションの拡張を通じて、海外において架装工場及び倉庫を建設し、自動車製品を現地のディーラーへ直接販売することで、GMの大量販売に貢献した。最後に、General Motors Acceptance Corporation, Frigidaire Corporation, General Exchange Insurance Corporationなどの関連企業への投資は、GMにおける収益性の上昇へ直接貢献した。大量生産と大量販売の競争優位を形成するための戦略投資の結果、GMの固定資産のうち、「支社、非連結子会社及びその他の企業に対する投資」と「不動産、工場、設備」は1928年において、固定資産の15.22%と70.15%を占める（GM Annual Report 1928）（表12）。

1928年時点で、GMにおける米国内及び海外における支社、系列会社及び非連結子会社は「乗用及び商用自動車グループ（6社）」、自動車車体を生産する「Fisher Bodyグループ（9社）」、「自動車の部品及びアクセサリーを生産する企業グループ（18社）」、「輸出及び海外における企業グループ（22社）」、「ファイナンス、保険及び会計関連の企業グループ（3社）」、「不動産関連の企業グループ（6社）」、「自動車燃料、技術関連の系列会社グループ（3社）」、「自動車の販売企業（14社）」などの七つのグループに分けられ、合計81社である（GM Annual Report 1928）。上記の企業グループはGMにおける価値（収益性）ベースの戦略投資の方向を示し、企業における諸活動の構築を表す。つまり、大量生産、大量販売のアクションベースの競争優位を裏付けるキャパシティを構成する。

固定資産	Dec. 31, 1928(\$)	Dec. 31, 1927(\$)
支社、系列会社及び非連結子会社に対する投資	117,819,123.62	98,262,013.86
GMの普通株（企業目的で金庫に保管される。） 495,744株の価値が\$49,528,067.89の普通株；4,215株の価値が\$525,125.30の優先株（7%）	50,053,193.19	31,338,034.37
不動産、工場、設備	542,987,154.81	480,473,508.46
繰延資産	19,552,634.95	12,436,188.01
のれん、特許及びその他	43,673,475.64	43,687,708.37
固定資産合計	774,085,582.21	666,197,453.07

表12 General Motors Corporationの財務データ（固定資産）

出典）Twentieth Annual Report of General Motors Corporation Year Ended December 31 1928

⁴ 本節の内容は、`GM Heritage`に記載されている内容をもとに、筆者が抜粋、整理、分析した。

3-5 GMにおける持続可能な戦略投資からのアクションベースの競争優位⁵

1920年に実質的にFOMOCOを逆転した以降、GMはファイナンス、戦略、イノベーション、R&Dなどの三本柱を通じて、自動車市場における安定的な競争優位を確保した。

GMはファイナンスを通じて持続する競争優位を構築した。1920年以降、du Pontの資金により裏付けられたGMは資金難に遭遇する可能性が大幅に減少したと同時に、M&Aとイノベーションによる発展方針を貫いた。また、1920年までに、GMはGeneral Motors Acceptance Corporation (GMAC) を設立し、自動車及びトラックの販売をファイナンスすることにより、現金またはローンなど以外に、消費者へ新たな支払い方法の選択肢を提供したと同時に、企業におけるファイナンス・オペレーションの発展をリードした。上記の取り組みは揺籃期におけるGMの財務体質へ決定的な影響を与えたと同時に、GMの市場シェアの拡大及び競争優位の確立を促進した。

GMは製品の多元化の戦略を実施し、競争優位を拡大した。1924年のアニュアル・レポートにおいて、Alfred Sloanは「A car for every purse and purpose」という方針を提出した。Alfred Sloanは米国の自動車市場を価格により具体的にセグメントを区分し、GMにおける各ブランドは各価格のセグメントに対応する。各ブランドのうち、Chevroletは低価格のセグメントに対応し、Cadillacは高価格のセグメントに対応する。この方針の実施により、GMは1925年前後において、すべての顧客の需要に対応できる価格帯の設定を通じて、自社自動車ブランドの間に存在する価格のギャップを解決した。この計画の実施により、GMは20世紀の米国自動車市場において競合他社を撤退させ、自動車業界における上位の販売成績を維持した。

GMは「アニュアル・モデル・チェンジ」のプログラムを通じて、競争優位を補完した。「アニュアル・モデル・チェンジ」のプログラムは「A car for every purse and purpose」と並行し、1924年頃にGMにおいて発足した共通部品の応用により、自動車製品のコストは低下させ、市場における優位性を持つ。このプログラムを実現するため、イノベーションとR&Dに対するファイナンスと高い基準が求められた。

GMは「イノベーションとR&D」を通じて競争優位を維持した。「イノベーションとR&D」は「ファイナンス」以外に「A car for every purse and purpose」という「戦略」を実施するためのもう一本の重要な柱である。GMにより行われた重要なイノベーション活動は「技術強化型」と「市場開拓型」に分けられる。「技術強化型」の典型例は以下である。まずは1920年、GMは重要なイノベーションの発祥地であるGeneral Motors Research Corporationを設立した。次に、1927年、GMは世界最初の自動車開発専門部署を持つOEMになった。さらに、1956年、GMは米国におけるテクニカル・センターを開設した。「市場開拓型」の典型例は、1971年、GMはNASAと共同でEVを開発し、1997年に市場化される現代EVを生産したことである。「技術強化型」兼「市場開拓型」典型例は、1947から1952年の間、GMが行なった主要な自動車ブランドに対するデザイン及び技術のイノベーションは、自動車業界の発展趨勢をリードしたことである。

GMが自動車市場における安定的な競争優位を確保するための三本柱のうち、ファイナンスは重要な意思決定を裏付ける。ファイナンスにより調達される必要にして十分なカネは、戦略における抑制力を確立するための必要な経営資源であり、イノベーション、R&Dに必要なカネ以外の経営資源を調達するための媒体である。したがって、GMの揺籃期における外部金融を積極的に利用する財務政策は、GMの安定的な競争優位の持続に深遠な影響を与えた。それと同時に、General Motors Acceptance Corporation (GMAC) の取り組みは、企業における社内のファイナンス

⁵ 本節の内容は、`GM Heritage`に記載されている内容をもとに、筆者が抜粋、整理、分析した。

シャル・イノベーションを起こした典型例で、ファイナンス・オペレーションの発展へ重要な影響を与えた。

3-6 持続可能な戦略投資からの競争優位

米国自動車産業におけるトップ3の企業のうち、Ford Motor Companyは1903年に創業し、General Motorsは1908年に創業し、Chrysler Corporationは1925年に創業した。1915年前後から自動車産業における寡占化の趨勢が徐々に定着する市場の局面において、後進企業であったChryslerが1928年に米国自動車産業においてトップ3のポジションを確保できた競争優位の確立は、戦略投資により形成された。しかし、揺籃期における価値（収益性）ベースの戦略投資は1949年以降からChryslerのパフォーマンスが下落するとともに、安定的に維持できなかった（表14）。その主な原因は、競争優位を拡大、維持する戦略投資の意思決定を継続できなかったからである。

	Chrysler Corporation	General Motors	Ford Motor Company	3社合計
1911	-	17.82%	19.92%	37.74%
1913	-	12.15	39.46	51.61
1915	-	10.93	38.18	49.11
1917	-	11.22	42.43	53.65
1919	-	20.77	40.08	60.85
1921	-	12.73	55.67	68.40
1923	-	20.23	46.05	66.28
1925	3.60%	19.97	40.02	63.59
1927	6.22	43.49	9.32	59.03
1929	8.18	32.31	31.30	71.79
1931	12.42	43.88	24.86	81.16
1933	25.41	41.44	20.69	87.54
1935	22.73	39.24	28.04	90.01
1937	25.44	41.79	21.37	88.60

表13 1911年から1937年までの米国自動車市場における販売台数の市場シェア
出典) Chandler, 1971

	生産台数	市場シェア (%)	純収益 (\$)
1946	711,859	27.7	26,899,407
1947	1,005,566	21.8	67,181,221
1948	1,064,759	21.5	89,187,240
1949	1,330,938	21.4	132,170,096
1950	1,313,239	17.6	127,876,791
1951	1,395,833	21.8	71,973,469
1952	1,114,228	21.3	78,696,774
1953	1,344,583	20.3	74,788,617
1954	883,769	12.9	18,516,770
1955	1,579,215	16.8	100,063,330
1956	1,077,877	15.5	19,952,406
1957	1,381,951	18.3	119,952,406
1958	704,099	13.9	<u>33,824,565</u>
1959	917,364	11.3	<u>5,431,024</u>
1960	1,183,311	14.0	32,154,393
1961	802,003	10.8	11,138,436

表14 Chryslerにおけるパフォーマンスの変化

出典) Hyde, 2003のデータより筆者が抜粋、作成した。

注1) オリジナル・データ：Chrysler Corporation Annual Reports, 1946-61

注2) 下線がある数字は赤字である。

GMにおいてBuick事業部門の担当者を務めたWalter Chryslerは、1920年代の早期にMaxwell-Chalmers Companyから、経営危機に陥ってしまった企業を徹底的に見直す仕事を任せられた。1924年、Walter Chryslerは最初の現代自動車である「Chrysler Six」を発表した。

「Chrysler Six」の理念は、顧客へ優れた技術と、納得した価格の自動車を提供することであった。1925年6月6日、Maxwell Motor CompanyはChrysler Corporationとして再組織され、新たな企業の創立者はWalter Percy Chryslerであった。1925年から1949年の間、Chryslerのパフォーマンスは上昇する趨勢であった。1928年、Chryslerは米国自動車産業における第3位の企業としてのポジションが確立され、1933年、ChryslerはFOMOCOを超越して米国自動車産業界第2位の企業になった (Hyde, 2003; Curcio, 2000)。

製品及びサービスの流れが価格メカニズムを通じてコーディネートされることが経済学における共通認識であれば、企業組織が存在する意味を解明するため、特定な交換経済の文脈における企業の出現について分析することが重要である (Chandler, 1992; Coase, 1937)。企業が発展する過程における特定なキャパシティに対する拡張の境界線及び特定な時期における企業を囲む環境及び市場の特徴は上記の問題意識を解明する切り口の一つである (Chandler, 1992)。特定

なキャパシティを拡張する境界線、または特定な時期における戦略投資の限界を決めるのはファイナンスである。

Chryslerにおける競争優位の確立は、最初の現代自動車である「Chrysler Six」に対する戦略投資から確立された。1924年に開発された初代のChryslerは、気化器空気フィルター、圧縮比の高いエンジン、全圧潤滑装置及びオイル・フィルターなどが設置されたが、当時では自動車の設計、生産においては革新的であった。さらに、自動車の振動を軽減する「Floating Power」と呼ばれるゴム製発動機架もこの時期開発された。また、Chryslerは隆起したリムがついている車輪を開発し、空気が抜けてしまってもタイヤが車輪から飛び出すことを防げる。現在、その車輪のデザインは世界の自動車産業において広く応用されている（Yost, 2012; Kimes and Clark, 1996）。したがって、Chryslerにおける核心的な競争優位は自動車関連のエンジニアリングである。

1924年、「Chrysler Six」が設計された以降、大量生産するためのファイナンスが主要の問題になった。設計から生産まで、固定資本コストと運転資本コストは合計約\$6,000,000であった（表13）。「Chrysler Six」はデトロイトにおけるChalmers工場において生産される予定で、正式に工場を稼働するまでに、資金の投入が必要であったので、Walter Chryslerは銀行から\$5,000,000のモーゲージ・ボンドによる資金調達が必要であった。それで、Walter Chryslerはニューヨークの自動車展覧会へ出展し、出資側へアプローチした。ニューヨークのCommodore Hotelのロビーに展示した自動車において、Chase Securities CorporationのEdward R. Tinkerと個別の協議を行った。結果的に、Tinkerはボンドを引き受けることに同意し、利息は5.5%で、額面価格が\$100に対し、\$94を支払う契約を交した。このファイナンスの契約により、Maxwell Motor Companyは\$4,700,000の現金を調達できた（Hyde, 2003）。

「Chrysler Six」を大量生産するために必要なコストの項目	金額（\$）
設計	\$100,000
実験と開発	248,751
減価償却（原料の在庫と設備）	650,555
工場稼働費用（Chalmer工場）	450,000
総固定資本コスト	\$1,449,306
運転資本コスト	\$4,500,000（推定）

表15 「Chrysler Six」を大量生産するためのコスト
出典) Hyde, 2003

「Chrysler Six」は大きな成功を収め、特に技術開発の側面において高く評価された。1924年のニューヨーク自動車展覧会において、「バルーン・タイヤ」及び「四輪油圧ブレーキ」は大きな話題になった。297台の出展された自動車のうち、60のモデルにおいて「バルーン・タイヤ」が採用されたが、そのうち、標準装備として生産されたのはわずか14台であった。それから、全ての出展した企業のうち、26社は「四輪油圧ブレーキ」を採用したが、残りの45社は採用しなかった。1924年の自動車生産において採用された四輪式ブレーキシステムの多数は機械式で、油圧式のブレーキは少数であった。Malcolm Loughheed(Lockheed)は四輪式油圧ブレーキの発明で、1917年12月から1923年7月の間に七つの特許を申請した。Maxwell Motor Companyは

Lockheed式のブレーキを採用した自動車企業の第2社である⁶。1923年10月中旬、Maxwell Motor Companyは自社製の自動車において四輪油圧ブレーキを商用化した。しかし、正式に商用化される前に、Maxwell Motor CompanyのZSBエンジニアリングチームはLockheed式を改良する必要があった。その改良は技術面で高い評価を受けたので、発明者であったLockheedはその改良を本体のデザインへ組み込むことに同意した（Hyde, 2003）。

1928年にDodge Brothersに対する買収は、Chryslerが米国自動車産業における上位三社のうちの一つになった決定的な事件である。Dodge Brothers Companyは1900年代早期にHorace Elgin DodgeとJohn Francis Dodgeにより創立され、創業時はFOMOCOなどのデトロイトにおける自動車企業のために部品を提供した。1914年から自動車を生産し、その工場はHamtramck, Michiganにあった。1925年、Dodge Brothers Companyはニューヨークにおける投資銀行であるDillon, Read & Co.により買収され、1928年、Dillon, Read & Co.はDodge Brothers CompanyをChryslerへ譲渡することをアレンジした。Chryslerは長年の間Dodge Brothers Companyより優れた自動車を生産するために努力し、Dillon, Read & Co.は最初買収側として、Dodge Brothers Companyが発展するビジョンに対して徐々にネガティブになった（Curcio, 2000）。

1928年5月30日、ChryslerはDodge Brothersに対する買収意向を発表した。Dillon, Read & Co.がDodge Brothers Companyを買収した際には、\$146,000,000の現金と\$160,000,000の外部投資を募集した。ChryslerはDodge Brothers Companyの約90%の株式を買収する予定であり、具体的な買収案は、株式の交換により買収を完了することであった。具体的には、1株のChryslerの普通株はDodgeにおける1株の優先株、5株の無議決権普通株、Dillon, Read & Co.が保有していた10株の議決権普通株に相当した（Curcio, 2000）。

項目	金額
株式の交換（Chrysler対Dodge Brothers）	
新たなChrysler普通株1,253,557（配当率：\$3）	\$170,000,000
株式の配当金	\$3,000,000/年
債務（Graham Brothers Truck Companyの買収と関連する）	
無担保社債	\$57,276,000
手形	\$2,750,000
社債利息	\$3,360,000/年

表16 Dodge Brothers Companyを買収するための具体的なファイナンス及び金額

出典）Curcio, 2000のデータより筆者が整理、作成した。

1925年7月31日にDodge Brothersを正式に買収し、Chryslerは米国自動車産業における規模と売上が第3位の自動車企業になった。合併後のChryslerの規模は自動車産業における後発企業である劣勢を補完できるほど拡大し、Graham Brothers Truck Companyを買収することにより、トラック事業はChryslerにおける収益性の向上へ継続的に貢献した。株価も合併のニュースが公開された後に大幅に上昇した（Curcio, 2000）。1933年、ChryslerはFOMOCOを超越し、米国自動車産業における第2位の企業になった。

⁶ The Paige-Detroit Motor Car Companyは四輪式油圧ブレーキを最初に応用した（Ibid.）。

生産能力	750,000台
時価総額	\$450million~\$500million
有形資産	\$235million
株式（募集）	4,423,484シェア
債務	\$461million

表17 Dodge Brothersと合併後のChrysler Corporationの財務データ

出典) Curcio, 2000のデータより筆者が整理、作成した。

		純売上高(\$)			税引後利益(\$)	
	GM	FOMOCO	Chrysler	GM	FOMOCO	Chrysler
1927	1,289,231,917	355,975,669	172,343,953	262,268,840	<u>30,447,190</u>	19,484,880
1928	1,481,745,323	551,710,332	315,304,817	296,256,203	<u>70,640,628</u>	29,949,880
1929	1,532,213,745	1,144,688,097	375,033,455	265,824,911	91,531,572	21,902,168
1930	1,005,327,903	873,515,070	207,789,338	157,595,826	39,996,121	234,155
1931	828,207,978	460,069,223	183,805,105	116,739,956	<u>37,181,192</u>	1,468,935
1932	440,899,312	254,680,008	136,546,522	8,359,930	<u>70,851,153</u>	<u>11,254,232</u>
1933	583,746,596	297,146,871	238,675,952	80,509,396	<u>7,888,718</u>	12,129,120

表18 ビッグ3の1928年から1933年までの純収益の比較

出典) Chandler, 1962; Curcio, 2000のデータに基づいて、筆者が抜粋、整理した。

Chryslerにおける特定のキャパシティを拡大する戦略投資の限界は、揺籃期から露呈した。1925年設立以降、Walter ChryslerはGeneral Motorsが実施していた「異なる価格のセグメントの需要に対応する多様化の製品ライン」の生産オーガナイゼーションを採用し、Fargo Trucks、Dodge Brothers Companyを買収した。1928年7月7日、Chryslerは低価格帯セグメント向けのPlymouthをデビューさせ、1928年8月4日には中価格帯セグメント向けのDeSotoをデビューさせた(Jefferey, 1986; Curcio, 2000)。しかし、その製品の豊富な品種及び製品がカバーする価格帯のセグメントはGMと比べると劣っている。

Chrysler Corporation		General Motors	FOMOCO
Chrysler	高価格帯セグメント	Cadillac	Lincoln
DeSoto	中価格帯セグメント	Oldsmobile	-
Plymouth	低価格帯セグメント	Chevrolet	Ford

表19 Chryslerにおける主要な自動車ブランド及び競争の構造

出典) 筆者が整理した。

Chryslerが生産の垂直統合を行う時期がGM及びFordより遅かった主な原因は、ファイナンスである。1910年代、自動車産業における先発企業であるFOMOCOはHighland Parkを建設することにより、高度に垂直統合された企業になった。GMは「Insurance Policy」を実施し、1920年代までに、30%以上の部品及び自動車関連のアクセサリーの生産を自社に統合する目標を立てた。Chryslerは1929年にPlymouthの生産により低価格帯セグメントの市場へ進出したと同時に、経済恐慌の時期において必要にして十分な部品の供給があった。第2次世界大戦以降、自動車市場における需要は増加したが、Chryslerの生産性、収益性及び市場シェアはGM及びFordと比べると劣っていた。したがって、Chryslerは部品を供給する企業を買収し、垂直統合する生産構造を目指した。それと同時に、Chryslerは1954年にPrudential Insuranceから\$250,000,000の資金を調達し、自社における設備投資及びR&Dへ配分した（Chandler, 1992; Jefferey, 1986）。しかし、設備投資及び垂直統合は、Chryslerが衰退する勢いを止められなかったと同時に、市場シェアは下落し続けた（Curcio, 2000）。つまり、創業から約30年後、発展の全盛期を経験したChryslerは自社における収益性及びキャッシュ・フローが不足であった弱点が徐々に露呈してしまった。その一方、Chryslerが創立された以前の1919年からGMはdu Pontの資金援助により、多様な製品ラインからの優れた収益性で資金難に陥ってしまうことがほとんどなかった。

Chryslerは戦略投資を通じて競争優位を確立した後に、持続可能な戦略投資を通じて、競争優位を拡大、維持できなかった。大量生産の側面において、Chryslerの製品ラインの豊富な品種はGMに及ばなかったため、あらゆる価格帯において、GMの競合ブランドになるほどの抑制力を積み重ねられなかった（表6、表17）。それと同時に、Chryslerは自動車製品の大量販売を実現するためのR&D、販促活動における投資はGMと比べると、必要にして十分ではなかった。特にディーラー組織を形成し、各ディーラーとの関係性を維持する側面においては政策の策定及び資金の投入が少ないので、競合他社に対する抑制力が制約された。

大量生産の側面において、両大戦の間に企業における自由裁量可能なキャッシュ・フローが米国の自動車業界において一番潤沢であったFOMOCOと比べると、ChryslerにおけるR&D及び具体的な設備投資にかかる予算が少なかったため、規模の経済を発揮する競争においては抑制力が不足であった。1933年、米国自動車市場の低価格帯セグメントの生産台数は、Chevroletが1位、Fordが2位、Plymouthが3位であった。生産コストで比べると、Fordが一番低く、Plymouthが一番高かった。その前提で、PlymouthがFordより市場シェアが高かった理由は、Plymouthは「Floating Power」と呼ばれるゴム製発動機架、四輪油圧ブレーキなどの先進的な技術を採用したが、ChevroletとFordにはそのような技術の採用を常態化しなかったからである。したがって、揺籃期における企業は競争優位を確立する戦略投資の意思決定を優先すべきであり、持続可能な戦略投資により競争優位を拡大、維持する重要性について認識しなければならない。

	Chrysler Corporation	Plymouth	FOMOCO
1929	9.3%	3.9%	31.30%
1931	12.0	7.8	24.86
1933	25.8	22.8	20.69

表20 Chrysler/Plymouthの「ビッグ3」におけるパフォーマンス

出典) Hyde, 2003; Chandler, 1962より筆者が抜粋、整理した。

	生産台数	生産コスト
Chevrolet	481,134	\$475~\$635
Ford	334,969	\$430~\$595
Plymouth	255,566	\$535~\$645

表21 1933年米国自動車産業におけるビッグ3の生産台数及び生産コスト（低価格帯セグメントの主なブランド）

出典) Hyde, 2003

GMとFOMOCOは揺籃期において確立した競争優位を持続可能な戦略投資を通じて極め、成功した。GMは揺籃期から多様化の製品ライン及びM&Aにより、複数の価格セグメント向けに自動車を大量販売する経営方針を極めた。1919年からGMがdu Pontの資金により救済されてから以来、多様化の製品ライン及びマーケティングの取り組みにより実現した大量販売は、GMの米国自動車産業における絶対的な競争優位を拡大、維持した。それと同時に、FOMOCOは揺籃期において確立した大量生産の優位性を極め、単一車種を低価格で大量販売し、潤沢なキャッシュ・フローで継続的に技術開発及び設備に関する戦略投資を行うことにより、競争優位を拡大、維持した。

Chryslerの場合は、揺籃期において確立したイノベーション、R&Dの競争優位を極められなかった。その重要な原因は、必要にして十分なカネを調達できなかったからである。つまり、Chryslerは揺籃期において適切な戦略投資の意思決定を通じて競争優位を確立できたが、持続可能な戦略投資を通じて競争優位を拡大、維持できなかった。したがって、揺籃期における企業は競争優位を確立する戦略投資に関する意思決定を戦略の中心に置くべきであり、競争優位を継続的に拡大、維持する持続可能な戦略投資を実現するためのファイナンスに関する意思決定が重要である。さらに、適切な戦略投資を実現するためには見える資産であるカネを必要にして十分に調達しなければならないので、見える資産は戦略を機能させるための中心的な役割を果たす。

Walt Disney Companyの戦略投資と競争優位

1 アニメーション産業の頂点に立つWalt Disney Company

Walt Disney CompanyはWalt DisneyとRoy O. Disneyにより創立された世界有数のマルチ・メディア・コングロマリットである。創立時はDisney Brothers Studioであり、資本金は\$790であった。1923年10月16日に設立されたDisneyは1986年に正式に社名をWalt Disney Companyに変更する前、Walt Disney Studio、Walt Disney Productionsなどの社名を使用した。現在、Disneyの本社はCalifornia, BurbankにおけるWalt Disney Studio complexにあり、アニメーション事業とテーマパーク・リゾート事業を中心とする複数のイノベティブな事業を開発、所有し、経済、文化的な影響力を拡大している。

Disney Brothers Studioの前身はKansas CityにおけるLaugh-O-Gram Studioである。そのスタジオはWalt DisneyとUb Iwerksにより共同創立されたスタジオで、代表作は「Alice's Wonderland（不思議な国のアリス）」である。1923年、その短編アニメーションが制作された後、Laugh-O-Gram Studioは倒産した。しかし、「Alice's Wonderland（不思議な国のアリス）」はニューヨークのアニメーション業者に買い取られ、当時の大ヒット作になった（Hayes, 1985; Rockefeller, 2016）。

1920年代から1930年代の間は、Disneyがアニメーション事業を発展した全盛期であった。この時期において、Disneyは複数のアニメーション業界における「最初」を制作することにより、競争優位を徐々に確立した。1928年、Disneyは「Mickey Mouse」というアニメーション・シリーズの「Steamboat Willie」の制作において音声を運用することにより、世界最初の「ポスト・プロデュース・サウンド・アニメーション」を発表した。それ以降、「Mickey Mouse」は世界最初のライセンスされたアニメーション・キャラクターになった。1932年、Disneyは世界最初のテクニカラーアニメーションである「The Silly Symphonies: Flowers and Trees」を制作した。このアニメーションは1932年のアカデミー短編アニメ賞を受賞した。また、世界最初に手描きされたカラー長編アニメーションである「Snow White and the Seven Dwarfs」は1937年に制作された（Pierce, 2016; Davis, 2019; Nye, 1993）。

「Snow White and the Seven Dwarfs」の成功はWalt Disney Productionsをアニメーション業界の頂点へ持ち上げた。Disneyスタイルはアニメーションが「写実化」される先端的な進歩であり、アートの最新技術を商業化のアニメーション・スタジオに運用し、新たな劇場体験を創造した（Pierce, 2016）。1930年代以降、多数のアニメーション・スタジオはキャラクターを動画に制作する熟練した技術を備え、米国のアニメーション産業においては複数のスタジオが出現した。Disney以外の主なアニメーション・スタジオはHarman-Ising, Schlesinger, Warner Bros., MGM, UPA及びIwerks Studioなどである。上記以外に、Fleischer, Lantz, Terrytoons, Columbia, Famous Studios及びVan Beurenなどのスタジオも豊富な作品を公開した（Barrier, 1999）。上記の林立するアニメーション・スタジオは人々の記憶に残るような影響力がある豊富な作品を制作したが、Disneyの収益性と影響力までには及ばなかった。

メディア企業は利益を追求するために企業規模を拡大し、メディア・コングロマリットを形成させる（Jung, 2003）。企業規模を拡大させる際に、主に運用される手法はM&A及び事業の関連型多角化である。1930年代にアニメーション映画事業を通じて業界における優位性を確立してから、1950年代、Disneyは写実映画、テレビ、テーマパークなどの領域へ進出した。1970年、

Disneyの初代CEOであったRoy O. Disneyが企業から離れるまでに、Disneyの収益は\$176,000,000であり、事業領域はアニメーション、テレビ、映画、音楽、テーマパーク（Disneyland: Anaheim; Walt Disney World: Orlando Fla.）などの範囲をカバーした（Jones, 1971）。

メディア産業は資本集約型であるので、ファイナンスはすべての重要な意思決定の中核である。さらに、メディア産業のファイナンスはファイナンシャル・エンジニアリングのほぼすべての形式をカバーし、イノベティブな金融商品を応用する豊富な歴史がある（Rizzuto, 2006）。つまり、Walt Disney Companyが上記のような成功を収めるには、必要にして十分なファイナンスが必要である。本事例分析では、Walt Disney Companyの共同創立者でありCEOであったRoy O. Disneyが行ったアニメーション事業とテーマパーク事業に対する財務面の取り組みを中心に、Walt Disney Companyの戦略とファイナンスについて分析する。

2 戦略

2-1 アニメーション産業の再定義

1920年代から1930年代の間、アニメーション・スタジオの運営は基本的にアニメーションの興行収入により維持された。Disneyはアニメーション及びそれに登場するキャラクターに対するマーケティングから発生する付加価値を最大化することにより、世界のアニメーション産業へ画期的な変化をもたらしたと同時に、自社における競争優位を確立、拡大、維持した。

Walt Disney Companyは当時としては最先端の音声とカラーの技術を運用することにより、アニメーション産業における競争優位を確立した。アニメーションの制作は「写実性」と「物語性」を重視し、その2点を実現するためには、「映像」と「音声」が必要不可欠である。1920年代はアニメーションの制作において音声を運用する黎明期で、1928年、Disneyは「Mickey Mouse」というアニメーション・シリーズの「Steamboat Willie」の制作において音声を運用することにより、世界最初の「ポスト・プロデュース・サウンド・アニメーション」を発表した（Barrier, 1999; Davis, 2019）。1932年、Disneyは世界最初のテクニカラーアニメーションである「The Silly Symphonies: Flowers and Trees」を制作した（Nye, 1993）。さらに、1937年に制作された「Snow White and the Seven Dwarfs」は世界最初の手描きされた長編アニメーションであり、当時における「映像」と「音声」の最新技術を最大限に活かした。

Disneyはアニメーション産業を再定義することにより競争優位を拡大した。「Mickey Mouse」の商業価値はDisneyへ継続的な収益をもたらした。米国のアニメーション産業へ画期的な変化をもたらした。「Mickey Mouse」シリーズのコミック・ストリップは1930年1月13日に「New York Daily Mirror」においてデビューし、1931年までには米国の60種類の新聞紙に掲載され、世界の20カ国で公開された。それ以降、「Mickey Mouse」は世界最初のライセンスされたアニメーション・キャラクターになり、関連製品の販売はDisneyへ高収益をもたらした。1933年、Walt DisneyはKansas Cityにおける広告企業へDisneyの「商品化計画」を依頼した。そして1年以内に、40の「Mickey Mouse」に関連するライセンスが販売され、2年間の販売収入は約\$35,000,000であった。「Mickey Mouse」の「商品化計画」による収入は、アニメーションの放映収入より高かった（Krasniewicz, 2010; CBC, 2020）。つまり、世界最初のライセンスされたアニメーション・キャラクターである「Mickey Mouse」が出現してから、アニメーション

ン産業は興行収入に依存する単一の収益方式から、アニメーション制作による付加価値を最大化にする時代に入る。

アニメーション・キャラクターによる付加価値の最大化はDisneyにおける競争優位の確保へ長期的な影響を与えた。1930年半ばまでに、「Mickey Mouse」の「商品化計画」とグローバルな流通経路により、Disneyが築いた名声はその他の小規模なスタジオを遥かに超越した。近年、最新メディアと流通経路の応用による数多いDisneyの製品に対するグローバルなマーケティングは、Disneyのイメージ及びキャラクターの影響力の拡大に大きく貢献し、1930年代には想像すらできなかった前例のないレベルにまで至った。現在、Disneyは創立時に定義されたアニメーション・スタジオより遥かに広い事業領域をカバーし、エンターテインメント・ビジネスにおけるメイン・プレイヤーである（Wasko, 2020）。つまり、Disneyが実践したアニメーション事業を中心に、付加価値を最大化させる関連事業を展開する経営方針は、アニメーション及びキャラクターの知名度と商業価値に基づくので、模倣されにくい性質を持つと同時に、アニメーション産業における競争優位を確保するために必要不可欠である。したがって、Disneyにおける競争優位の本質はアニメーションの高い品質と高い付加価値であり、付加価値を最大化するためには、一連の戦略投資が必要である。

2-2 収益の不確実性を補完する戦略投資

Disneyにおける戦略投資は有形資産と無形資産の相互補完を重視する。1950年代以降から、Disneyはテーマパークをはじめとするメディア領域における関連型多角化とM&Aを行った。それらの事業は「Studio Entertainment」、「Media Networks」、「Direct-to-consumer and International」、「Disney Parks, Experiences and Products」などのセグメントに細分化できる（Wasko, 2020）。

有形資産と無形資産に存在する収益性の不確実性を補完することが、Disneyが持続的な競争優位を確保できる重要な要因である。有形資産と無形資産の収益性には異なる性質の不確実性が存在する。Disneyが保有、運営している有形資産は「Disney Parks, Experiences and Products」であり、外部環境からの影響を受け、収益の不確実性が存在する¹。無形資産は「Studio Entertainment」、「Media Networks」、「Direct-to-consumer and International」の三つのセグメントに細分化できるので、その収益の不確実性は有形資産より複雑であり、具体的な事業、競争環境により異なる。したがって、有形資産と無形資産を並行的に発展させることは、両者に存在する収益の不確実性を補完する意味で、企業全体の収益性を確保するために有利である。この取り組みは、アニメーション産業に本来存在するリスクの高さ及び不確実性を緩和するのに必要不可欠である。

Disneyは有形、無形「資産」を運営することにより「体験の経済(experience economies)」を発揮する。「体験の経済」においては製品及びサービスを提供すると同時に、トータルな体験を提供しなければならない。それらを実現するため、企業は一連の思い出に残るイベント（例えば劇場で行われる公演）を主導することにより、個人的な方法で消費者と関わる必要がある。つまり、消費者はDisneyのテーマ・パークなどの「資産」における「体験」を通じて「記憶」を引き出し、その「記憶」はある範囲内で普遍化する（Chytry, 2012）。Disneyはアニメーション映画

¹ 2020年から2021年の間、「Disney Parks, Experiences and Products」事業はコロナ禍の影響で、収益性が大幅に下落した。（オリジナル・データ：The Walt Disney Company Reports Fourth Quarter and Full Year Earnings for Fiscal 2022）

を中心にする無形資産のファイナンスをまず実現し、アニメーション映画という無形資産の付加価値をテーマパークなどの形式で拡大させることにより、「記憶」が引き出される「環境」の構成要素が揃えられる。したがって、Disneyは「ファイナンス、（有形、無形）資産、体験、記憶」のストラクチャーを広げ続けると同時に、企業の経済、文化的な影響力を拡大した。

Disneyの核心的な競争力は高品質なアニメーションを制作し続けることである。「アニメーション産業に対する再定義」と「収益の不確実性を補完する戦略投資」を実現するためには、圧倒的に高品質なアニメーションとそれに登場する知名度が高いキャラクターを前提にする。それを実現するためには、「映像」、「音声」の技術および設備、アニメーションの人材、スタジオなどの一連のファイナンスが必要である。特に、世界最初の手描きされた長編アニメーション映画である「Snow White and the Seven Dwarfs」の制作においては、短編アニメーションより遥かに長い制作期間と高い人件費のコストがかかる。さらに、高品質なアニメーションの影響力を基に、テーマパークを建設し、「体験の経済」を発揮するためには必要にして十分なファイナンスが必要である。つまり、Disneyにおける競争優位はファイナンスにより裏付けられる。

3 戦略投資

3-1 アニメーション事業のファイナンス：内部留保とデット・ファイナンス

1920年代から1930年代の間におけるアニメーション産業の資金調達は簡単ではなかった。アニメーションの収益性には不確実な要因が多かったため、銀行はアニメーションを制作するためのローンを許可しないことが多かった。それで、多数のアニメーション・スタジオは短編作品を制作することにより制作期間を短縮し、コストを節約することで、キャッシュ・フローを維持した。一部のスタジオは作品の上映権を事前にテレビ局または劇場に販売することにより資金を調達した。しかしDisneyは、業界全体の流れに従うことによりスタジオの運営を維持したのではなく、最先端の「映像」と「音声」の技術を利用して、イノベティブで高品質なアニメーションを制作し続けた。

Disneyにおけるアニメーションの制作は、1930年代における経済恐慌の時期においても盛んに展開された。その理由の一つは、経済恐慌の時期に、人々は不安を緩和するエンターテインメントが必要で、Disney Brothers Studioにより制作されたアニメーションはその需要を満たした。もう一つの理由は、Disney Brothers Studioが制作したアニメーションの高品質は、経済恐慌の時期においても視聴者及び評論家たちに評価され、収益を収めた。Disneyの競争優位を確立させた主要な作品である「Mickey Mouse（1928年）」、「The Silly Symphonies: Flowers and Trees（1932年）」、「Snow White and the Seven Dwarfs（1937年）」などは全てこの時期に制作された。それを裏付けたのはファイナンスである。

1923年10月16日に成立されたDisney Brothers Studioの資本金は\$790であった。そのうち、共同創立者であるRoy O. Disneyは\$250を出資し、Walt Disneyは\$40を出資し、残りの金額は銀行から調達できなかったため、親戚から借入をした。スタジオは毎月の家賃が\$10の部屋に設置され、アニメーションを制作するための設備も簡素であった。

Disney Brothers Studioが成立された以降、最初のビジネスは「Alice」シリーズの制作であった。「Alice」シリーズは俳優の演技とアニメーション・シーンを結合したアニメーション作品である。このアニメーションのシリーズはLaugh-O-Gram Studioを運営していた時期のWalt Disneyの作品で、ニューヨークのアニメーション業者との契約により定期的に制作された。

Disney Brothers Studioが制作した最初のアニメーションは「Alice`s Day at Sea」であり、収益は\$1500であった。1924年12月、Disney Brothers Studioはニューヨークのアニメーション業者から「Alice」シリーズの新たな18エピソードを制作する契約を受け入れ、エピソードの単価は\$1,800で、利益は\$600.4であった。「Alice」シリーズは好評を受け続けたが、Disney Brothers Studioの揺籃期は資金難が頻発した。当時、「Alice」シリーズを制作する収益以外、資金調達の主な手段は知人からの借入及びRoy O. Disneyの兵役期間の収入であった（Madden, 2017; Jones, 1971）。

Walt Disneyがアニメーションを制作する際の高品質に対する追求は、「Oswald the Lucky Rabbit」シリーズの制作からわかる。1926年、「Alice」シリーズの制作が終了に近づいた際に、Disney Brothers StudioはUniversal Picturesから新たなアニメーション・シリーズを制作するプロジェクトを引き受け、「Oswald the Lucky Rabbit」のシリーズが始まった。Walt Disneyはシリーズの最初のエピソードを制作し、品質の基準を定めた。Walt Disneyはアニメーションの制作において、高品質の維持を求めるだけではなく、さらなる高品質を不断に追求した。Walt Disneyがアニメーションの高品質の極致を求めるためのメソッドはコストが高かったため、その他のアニメーション・スタジオは類似の技術を採用しなかった。「Oswald」シリーズの場合、一つのエピソードの価格は約\$2,000まで上昇した（Madden, 2017）。

「Mickey Mouse」シリーズの制作はDisney Brothers Studioにおけるターニング・ポイントであった。1928年、「Oswald」シリーズの契約が終了に近づいた時期に、Disney Brothers Studioは新たなアニメーションシリーズの制作を発足した。最初の資金を調達するため、Walt Disneyは自分の自動車を売却した。「Mickey Mouse」シリーズの最初の三つのエピソード（「Plane Crazy」、「The Gallopin` Gaicho」、「The Barn Dance」）の制作を完了した時期に、資金の供給は不安定になった。「Plane Crazy」は「Mickey Mouse」シリーズが最初に劇場で上映されたエピソードであり、それをきっかけに、Walt Disneyは無声アニメーションの不足を認識し、1928年に「Steamboat Willie(Mickey Mouse)」の制作において、音声を付け加え、成功した。しかし、アニメーション業者との正式な契約ができない限り、資金難は続いた。その時期に、ブロードウェイにおけるClony TheaterのマネージャーであるHarry Reichenbachは「Mickey Mouse」シリーズを劇場で上映させることを同意した（Madden, 2017）。

「Steamboat Willie(Mickey Mouse)」が劇場で上映されてから、「Mickey Mouse」シリーズはアニメーション業者の注目を集め、契約が交わされた。業者はPat Powersで、かつてはシネフォン設備でDisney Brothers Studioにおけるアニメーションの録音をサポートした。契約は全国範囲での上映ではなかったが、州範囲の上映権により、Disney Brothers Studioへ直接アニメーション映画を販売する利益をもたらした。それと同時に、アニメーションを地方の劇場へ販売するセールスマンもそれなりの利益を収められる。この契約には\$5,000の前払金が必要であったが、そのうちの\$2,000はDisney Brothers Studioの職員から借り入れられ、残りの\$3,000はDisney兄弟の両親から借り入れた。条件を揃えたDisney Brothers Studioは継続的に「Mickey Mouse」シリーズを制作した（Madden, 2017）。

「Mickey Mouse」シリーズの契約は1930年に終了し、新たな契約先はColumbia Picturesであった。Pat Powersとの解約については、Disney Brothers Studioは\$50,000の解約金及び毎年シネフォンの使用費用である\$8,500を10年間支払わなければならなかった。Columbia PicturesはDisney Brothers Studioへ合計\$100,000を貸与し、「Mickey Mouse」シリーズの一つのエピソードに対して\$7,000を支払う約束をした。「Oswald」シリーズの契約が終了した

時に、その著作権を失った教訓を受け入れ、「Mickey Mouse」シリーズの著作権は契約の有無にかかわらず、Disney Brothers Studioが所有権を持つ（Madden, 2017）。

1930年代、Disney Brothers Studioは「Mickey Mouse」と「The Silly Symphony」シリーズへ多くの時間と資源を費やした。1929年にデビューした「The Silly Symphony」シリーズは「Mickey Mouse」シリーズとは完全に異なるスタイルである。このシリーズはミュージカル・テーマを中心に、すべてのエピソードに異なるキャストを登場させることが特徴である。このシリーズの最初のエピソードである「The Skeleton Dance」は1929年8月に公開され、Disney Brothers Studioにポジティブな評判をもたらした。1932年には、高いコストに関わらず、Walt Disneyは「The Silly Symphonies: Flowers and Trees」においてテクニカラーの運用を試した。それ以降、「Mickey Mouse: The Band Concert」も1935年に「Mickey Mouse」シリーズの最初のカラーストとしてデビューした。それ以降、「Pluto」、「Donald Duck」、「Goofy」などの著名なキャラクターが次々に登場した。

Walt Disneyはアーティストの教育を重視した。6から7分程度のアニメーションを一貫した物語の長編作品として発展させるため、製図者は非常に大きなスキルの向上が必要である。1929年から、Walt DisneyはChouinard Art Institutionと契約を結び、アーティストの教育を依頼した。アーティストたちは新たな挑戦に対応できるような才能を身につけたと同時に、アニメーション・キャラクターの写実性及び深みが徐々に深められ、二次元で7分間の長さに限られた一貫性のない短編作品から徐々に長編へ移る傾向性が見えた。しかし、イノベティブな音声、カラーストの運用は制作コストの増加へつながった。Roy O. Disneyが保管していた帳簿のデータによると、「Mickey Mouse」と「The Silly Symphonies」の初期シリーズのコストは\$4,986から\$6,017の間であった。Columbia Picturesとの契約により、Disney Brothers Studioは一つのエピソードの制作で\$1,500の収入を稼げた（Madden, 2017）。

「Mickey Mouse」と「The Silly Symphonies」シリーズの成功から、Walt Disneyは長編アニメーション映画を発展させる潜在能力について確信した。さらに、1930年代における経済恐慌の影響で、映画の鑑賞人数は激減したので、各劇場においては観客を増やすためにあらゆるイベントを行った。劇場により行われた一連の取り組みは、短編アニメーションの需要及び予算を間接的に激減した（Eliot, 1993）。

1937年に制作された「Snow White and the Seven Dwarfs」は、当時アニメーション制作の頂点を代表する作品である。この作品は手描きされたカラーストアニメーションで、前編の長さは約83分であった。当時は、参考になる先行作品がなかったこともあり、Disney Brothers Studioは長編作品を制作する経験と知識が不足であった。さらに、アニメーション映画の制作はキャラクターと視聴者が関わり合う魅力に対してより高い水準が求められ、製図における高品質および写実性は前例のないレベルである必要がある。試行錯誤の末、「Snow White and the Seven Dwarfs」の予想された制作コストは\$250,000であったが、実際の制作コストは\$1,480,000まで上昇した（Madden, 2017）。最高傑作を完成するためには、必要にして十分なファイナンスが必要不可欠である。

1930年代、長編アニメーションは市場性がなくリスクが高いと偏見を持たれた。「Snow White and the Seven Dwarfs」が制作された初期、Disney Brothers Studioは契約先が見つからず、アニメーション映画の制作で必ずコストを回収できる保証はなかった。資金面の不確実性は、映画が完成に近づけば近づくほど明らかになった。この時期において、Disney Brothers Studioは幅広い市場の需要を持つヨーロッパに拠点を設置し、アニメーション及びマーチャンダイジングの業務を展開したので、財務的な基礎は整えられていた。しかし、200万枚にも及ぶ動

画を繋ぎ合わせるための設備投資及び人件費のコストのカバーするためには、外部金融の力を借りなければならなかった (Madden, 2017; Eliot, 1993)。

「Snow White and the Seven Dwarfs」の制作において、一番重要な資金の提供側はBank of Americaであった。Bank of Americaが投資の意思決定をした際には、Disney Brothers Studioにおけるアニメーションの制作水準及びその付加価値を利用して利益を回収する能力であった。1934年、Kay Kamenにより行われた「The Three Little Pigs」関連のマーチャンダイジング・キャンペーンは成功し、著しい利益をもたらした。アニメーションと関連する製品の販売は、Disney Brothers Studioのキャッシュ・フローを増やした。もっと重要なのは、巨額の収益はスタジオの営利能力を客観的に証明した。それで、Disneyはファイナンシャル・アドバイザーであり、スタジオのBank of Americaにおける連絡人であるJoseph Rosenbergと面会することになった。Joseph RosenbergはBank of Americaの創立者で取締役会の会長であったA. P. Gianniniの元で働き、二人とも「The Three Little Pigs」の興行収入及びマーチャンダイジングの収入に対して感心した。したがって、Disneyは百万ドルレベルの信用枠を申請できたと同時に、A. P. Gianniniは個人的にDisneyの信用枠を許可した。

Bank of Americaは最初に映画産業へ投資した金融機関の一つであった。その主な理由は、映画産業における投資は観客と市場に対する洞察力が必要で、その収益性は証券より高い場合があるからである。1919年、A. P. Gianniniの兄弟であるDr. Attilio GianniniはFirst National Distributionへ\$250,000のファンドを提供し、当時製作中のCharlie Chaplinの映画である

「The Kid」に運用された。A. P. GianniniはWalt Disney Productionに対して投資を提供した最初の金融機関で、それはBank of AmericaがHollywoodのバンカーになった重要なステップであった。1950年代初期までに、Bank of Americaは500部以上の映画をファイナンスした (Johnston, 1990)。

「Snow White and the Seven Dwarfs」の制作が完成するまでに、Disney Brothers StudioはRKO Radio Picturesと新たな契約を結び、短編と長編作品の公開を任せた。ニューヨークのラジオシティ・ミュージックホールでの上映は、それまで前例のなかった3週間というロングランで、観客動員数などのあらゆる記録を全て破ってしまった。Disney Brothers Studioのキャッシュ・フローは映画の上映とともに大幅に増加し、銀行のローンも「Snow White and the Seven Dwarfs」が封切り後、6ヶ月のうちに完済した。1938年当時の米国で、映画の平均入場料がわずか23セントであったことを考えると、初公開の時だけで800万ドルの興行収入をあげたというのはまさに驚異的な出来事であった。しかも、「Snow White and the Seven Dwarfs」を見に来た大多数は、10セントを払って入場した子供の観客であった。「Snow White and the Seven Dwarfs」が公開されて以降、視聴者及び評論家からのポジティブな評価を受け、大きな成功を収めたと同時に、1920年代から1930年代におけるアニメーション映画の頂点を代表する伝説的な作品としての地位を確立した (Eliot, 1993 ; Thomas, 1983)。

1920年代から1930年代の間、Disney Brothers Studioにより制作されたアニメーションは複数の契約先が存在した。それはアニメーション作品の性質、制作時期、コストなどに関連がある。それから、アニメーションを制作する最先端の技術の応用及びアーティストの教育にかかるコストが上昇するとともに、アニメーション制作の全体コストは上昇する。つまり、資本集約型であるアニメーション産業において、ファイナンスはすべての重要な意思決定の中心である (表1)。しかし、揺籃期におけるDisney Brothers Studioは財務指標で資本市場における信用力をアピールすることが困難であったので、内部留保及び銀行または個人によるデット・ファイナンスで資金を調達する選択肢を優先にした。

主要作品	制作時期	収益	コスト	契約
「Alice」シリーズ	1923～1926年	\$1,800/episode	約\$1,200/ episode	ニューヨークのアニメーション業者
「Oswald the Lucky Rabbit」シリーズ	1926～1928年	-	約\$2,000/ episode	Universal Pictures
「Mickey Mouse」シリーズ	1928年～	\$7,000/ episode	\$4,986～\$6,017	Columbia Pictures
「The Silly Symphony」シリーズ	1929年～	\$1,500/ episode	\$4,986～\$6,017	Columbia Pictures
「Snow White and the Seven Dwarfs」	1930年代半ば～ 1937年	\$8,000,000 (初公開・興行収入)	\$1,480,000	RKO Radio Pictures

表1 1920年代から1930年代の間、Disney Brothers Studioにより制作されたアニメーション及び関連情報

出典) Madden, 2017より筆者が整理、作成した。

Disney Brothers Studioは資金調達が難しかったが、アニメーションの高品質に対して妥協しなかった。1920年代から1930年代の間に制作、公開された短編及び長編アニメーション作品の成功は、Walt Disneyの才能を十分に証明した。それと同時に、Roy O. Disneyは才能とビジョンだけでは成功できないリスクが高いアニメーション事業をファイナンスの力で成功させ、アニメーション作品の制作に必要な資金の調達及び市場開拓、業務のメンテナンスなど、関連する運営を主導してアレンジした。1920年代から1930年代におけるDisney Brothers Studioが制作したアニメーションの高い品質は必要にして十分なファイナンスの裏付けで継続的に向上しただけではなく、Disneyのアニメーション産業における競争優位を確保した。

3-2 Disneyland事業

1955年7月17日に開業したDisneylandは米国カリフォルニア州のAnaheimにあるテーマパークである。DisneylandはWalt Disney Companyにより開設された最初のテーマパークで、Walt Disneyが設計及び建設を直接主導した唯一のテーマパークである。Walt Disneyは最初にBurbankのスタジオの付近で見学を希望するファンたちのためにエンターテインメントを提供する場所を開設する予定であったが、実行の可能性について検討した結果、DisneyはAnaheim近郊に160エーカーの土地をテーマパークの建設用地として1953年に購入した。正式な建設は1954年から開始し、全てのデザインはWalt Disneyが選抜したチームにより行われた。開業日の除幕式はABCのテレビネットワークを通じて公開され、開業して以来、DisneylandはDisneyのキャラクターを主題とする拡張を複数回行った。2022年、Disneylandは約16,880,000名の入園者を迎えた (TEA, 2022)。

3-2-1 Disneyland事業のファイナンス：外部金融²

Disneylandは企画の段階からその他のテーマパークと差別化された。まずは、ファイナンスの側面において、Walt DisneyはWED Enterprisesを設立し、多角化事業であるテーマパークの運営を本社であるWalt Disney Productionsと利益を区分したうえ、テーマパークの設計および経営理念を守るため、投資者を拒絶した。次に、経営理念の側面において、Walt Disneyはテーマパークを「多年齢層の入園者のためにシネマティックな環境を提供し、低年齢層の入園者に国のヘリテージを伝える」理念に基づいて、清潔でよく整備された環境を維持することにより、アミューズメント産業を変貌させる理念を持っていた。その理念は「The frontier town, the World of Tomorrow, and the kingdom for cartoon character」というコンセプトに更新された。さらに、経営方針の側面において、Disneylandは単純に利益を稼ぐために運営されるテーマパークではなく、テーマパーク自体は健全な企業の形式で運営され、対社会関係の認識に基づいて利益を求める予定であった。上記の差別化戦略に基づいて、Disneylandはアニメーションを鑑賞した人々のためにシネマティックな環境を提供し、米国の国民とHollywoodエンターテインメントとの関係性を変化させた。

Disneylandが企画された重要なきっかけは、Walt Disney Productionsにおける財務危機であった。1940年、Walt Disney Productionsは株式を発行し、上場企業になり、創業経営者であるWalt Disneyは企業に対する絶対的なコントロールを失ったと同時に、芸術家たちのストライキに対応しなければならなかった。その結果、約300名の従業員が企業から離れ、賃金は上昇した。そして、米国が第二次世界大戦へ参戦し、Disneyの財務状況はさらに悪化した。また、当時のDisneyは海外における市場が限られたので、新たな作品を制作する資源が制約された。

Disneylandが企画されたもう一つの重要なきっかけは、Walt Disneyの個人的な意思決定である。Walt Disneyは列車が好きで、アニメーション事業が低迷してから、Walt Disneyはアニメーションを制作する以外の時間を列車と鉄道の模型に使った。その趣味は徐々に列車を実際に作る行動へ移り、最終的にテーマパークを開設する構想にまで至った。しかし、当時のWalt Disney Productionsは財務危機の時期であったので、この構想はDisneyの共同創立者であるRoy O. Disney及び株主たちに反対された。

Walt Disneyは自助努力でテーマパークを建設する資金を調達する計画を練った。1952年12月26日、Walt Disneyは私有企業を設立し、「Zorro」シリーズの制作を発足した。その目的は、「Zorro」シリーズをテレビ局で放映することにより、テーマパークの建設費をファイナンスすることであった。新たに設立された企業はWED Enterprisesと名付けられ、すでに上場したWalt Disney Productionsとは異なり、Walt Disneyが100%コントロールできる私有企業であった。それと同時に、Walt Disney Productionsの一部の職員は徐々にWED Enterprisesへ移された。1953年2月19日、Walt DisneyはZorroシリーズの52エピソードの上映及び商業運営に関する契約を結んだ。従って、テーマパークを建設する一部の資金を調達した。つまり、テーマパークを建設するための資金調達は、Walt Disney Productionsとは異なる企業の名義で行われた。

Walt Disneyの資金を調達するための自助努力は成果を収めたが、限られた資金は徐々に広げられたテーマパークのビジョンに追いつくことができなかった。それで、Walt Disneyはやむをえず生命保険から資金を支出し、個人名義のローンも複数抱えた。Roy O. Disneyが発覚した時、Walt Disneyはすでに合計約\$100,000の資金を調達し、支出した。Walt Disneyが土地の使用権

² 本節におけるDisneylandのファイナンスに関する資料はPierce, 2016より筆者が抜粋、整理、分析した。

を申請するために、Burbank City議会におけるプレゼンが失敗したのをきっかけに、Roy O. Disneyはテーマパークを開設する計画を見直し、本格的に計画に関わり、資金調達をアレンジし始めた。

当時、テーマパークを建設するために資金調達を行う制約は主に三つであった。まずは、Walt Disney Productionsはすでに銀行において\$3,100,000の借金があった。さらに、当時構想された「20,000 Leagues Under the Sea」及び「Lady and the Tramp」の二つの作品はシネマスコープで制作されるので、Walt Disney Productionsは銀行からさらに\$2,000,000を調達して映画を完成する必要があった。次に、当時、急速に発展するテレビ・ネットワークと劇場チェーンの間に存在する矛盾は無視できなかった。すでにWalt Disney Productionsと契約した劇場チェーンは、テレビ・ネットワークのために作品を制作するスタジオを同盟排斥すると宣言した。さらに、1953年、Walt Disney Productionsの1年間の利益は約\$500,000で、テーマパークを建設するための予算は約\$6,000,000~\$10,000,000であったので、Walt Disney Productionsの約24年分の利益が必要である。つまり、調達する資金が企業の収益を遥かに上回る場合は返済能力が疑われるので、銀行のローンを申請することは困難であった。それから、2点目の制約が存在する前提で、TVネットワークからファイナンスを受け入れた場合、Walt Disney Productionsの影響力和全体的な収益へ影響を与えないためには、特別な対策で対応する必要があった。

WED EnterprisesはWalt Disney Productionsが保有するアニメーションの資源及びDisneylandを開設する商業価値でファイナンスを受ける計画であった。具体的には、Disneyが制作したテレビショーを担保として、TVネットワークがDisneylandへ投資することを説得することであった。当時、米国における上位四つのTVネットワークはCBS、NBC、ABC及びthe DuMont Networkであった。DuMont Networkは1953年頃から経営難であったため、選択肢から排除された。それから、Disneylandの建設に関する投資計画はCBSとNBCにより却下されたので、残りの選択肢はABCだけであった。そのABCのLeonard Goldensonは過去2年間にCBSとNBCから勝ち抜ける方法を模索していた。CBSとNBCはABCより十分豊富な系列チャンネルを所有していたので、視聴者数と広告収入はABCより上位であった（表2）。業界における存続及び発展を求めるため、ABCはDisneyとのTVショー及びDisneylandに関する契約を真剣に検討し始めた。しかし、成約するためには、ABCとWalt Disney Productionsの両サイドにおける取締役会の同意が必要であるため、正式な契約が結ばれるまでには数ヶ月間かかる見込みであった。最初の数週間、Leonard GoldensonはDisneyとの契約についてABCの取締役会のメンバーを説得する努力をしたが、CBSとNBCがすでに断ったとの理由で、提案は却下された。仮に、ABCの取締役会が提案に同意したとしても、ニューヨーク及びカリフォルニアの銀行は約\$4,500,000のローンをDisneylandを建設するために許可する可能性は低かった。

TVネットワーク	チャンネル数
NBC	63
CBS	30
ABC	14
DuMont	6

表2 1953年米国の主要テレビ局が所有したチャンネルの数

出典) Pierce, 2016のデータより筆者が作成した。

Leonard Goldensonはその他の機会を探さなければならなかった。この時点で、ABCはParamount Theaterチェーンの共同所有であった。Karl Hoblitzelleという人物はLeonard GoldensonのTexasにおける知人であり、複数のParamount劇場を所有し、DallasにおけるRepublic Bankの頭取であったため、ABC Networksのために\$4,500,000程度の信用枠を立ててから、その資金をテーマパークを運営する専門企業であるDisneyland, Incへ貸与することは問題なかった。

1954年4月2日、DisneyとABCは正式に契約し、DallasのRepublic Bankからのローンは承認された。契約の内容によると、ABCはDisneyland, Incの正式な投資側になり、\$500,000を投資する予定であったが、最初の\$150,000は契約が執行されるまでに支払われる予定であった。直接投資する計画以外、視聴率を上げるため、ABCは週間TVプログラムをDisneyから購入した。契約の初年度、ABCは最初のエピソードに対してWalt Disney Productionsへ\$50,000を支払い、二つ目\$60,000で三つ目は\$70,000である。それ以降の年度に支払われる金額は再度検討される予定であった。上記以外、Walt Disney ProductionsはTVプログラムの制作でその他の収入を獲得できる予定であった。契約による多数の収入はWalt Disney Productionsへ流れ、TVプログラムを制作するコスト及び再投資へ支払われる予定であったが、そのうちの15%はWED Enterprisesへ移し、Disneylandの建設をファイナンスした。Walt Disney ProductionsとABCの契約内容の総額は約\$7,000,000であったが、Disneylandの建設にとって、もっと重要なのは\$500,000のABCからの投資及び銀行からの\$4,500,000の信用枠のローンであった。投資により、ABCはDisneylandの34.48%を所有し、最初の10年間はファスト・フードの場内売店を運営する許可を得た。

ABCとの契約とともに、TVネットワークを所有しない劇場チェーンからの反発を最大限に抑えることは必要不可欠であった。ColumbiaとRepublic Picturesはテレビ局のためにプログラムを制作したが、自社商標の識別性を守るために、支社である制作企業でTVプログラムを制作した。さらに、Twentieth Century Foxの社長は、「企業が発展する未来は劇場にあり、その部分の利益を守るため、テレビ局のためにTVプログラムを制作しない」と公に宣言した。このような環境の中、Walt Disneyは劇場で公開される映画市場における前例のないコストで制作していた

「20,000 Leagues Under the Sea」、「Lady and the Tramp」、「Sleeping Beauty」などの映画についてメディアに対して公表し、さらに、全ての映画は「シネマスコープ」により制作される予定であると説明した。この公表は、Walt Disney Productionsが劇場チェーンとの良好な関係性を維持する重要な取り組みであった。

ABCとの契約以外、Disneyland, Inc.はその他の投資側からも投資を受け入れた。Wester Printingが一番重要な投資側の一つであった。過去22年間、Western PrintingはDisneyの米国における出版物を出版し、特に漫画シリーズは人気が高かった。企業の創立者であるEdward. H. WadewitzはDisneyland, Inc.へ\$200,000を投資し、Disneylandの13.79%の所有権を手にいれる予定であった。さらに、Western Printingはテーマパークのメイン・ストリートで、本屋を開店する許可を得た。

外部金融を受け入れた以外、Disneyland, Inc.はWalt Disney Productions及びWalt Disney本人からそれぞれ\$500,000及び\$250,000の投資を受け入れた。前者はDisneylandの34.48%を所有し、後者は17.25%所有した。Walt Disney ProductionsとWalt Disney本人の所有権は合計51.72%であったので、Disneyland及びDisneyland, Inc.に対する決定権を把握した。ファイナンスが確保された前提で、Disneylandの将来はまだ予測不可能な部分が存在したが、「The frontier town, the World of Tomorrow, and the kingdom for cartoon characters」のコン

セプトは必要にして十分なファイナンスが得られた前提で、実現される可能性が非常に大きくなった。

年度	出資側	金額 (\$)	Disneylandの所有権
1954年	Republic Bank in Dallas (信用枠)	4,500,000	-
1954年	ABC (資金)	500,000	34.48%
1954年	Western Printing (資金)	200,000	13.79%
1954年	Walt Disney Productions (資金)	500,000	34.48%
1954年	Walt Disney (資金)	250,000	17.25%

表3 Disneylandを建設する初期における資金調達の構造

出典) Pierce, 2016のデータより筆者が整理した。

3-2-2 Disneyland事業における建設用地の確保³

Disneylandの建設用地を選択、確保、投資した際のポイントは三つである。まずは、テーマパークの建設に適切であると同時に、地価及び税金などのコストに優位性がある。次に、地価の予期せぬ上昇を防ぐために、土地の売買は関連情報が流出しない前提で行われる必要がある。また、必要にして十分なファイナンスを受ける前に、限られた予算で広い面積の土地を確保する必要がある。Disneyが採用した土地に対する戦略投資の取り組みは上記の三つのポイントを効率的にカバーできたと同時に、必要にして十分なファイナンスがなかった前提で、土地買収のコストを有効に抑えたので、ファイナンスの時差により生じる影響を補完する役割を果たした。

Disneylandの建設用地を定めるため、WED EnterprisesはStanford Research Institution(SRI)に調査とコンサルティングを依頼した。SRIのロサンゼルス支社は科学的で、テクニカルで、さらに経済学の分析手法を運用する専門の調査企業である。Buzz PriceとC. V. WoodはDisneylandテーマパーク・プロジェクトの調査、コンサルティングの担当者であった。プロジェクトに関する調査は1953年7月から正式に発足し、土地に関する調査資料と予想される経済収益に関する報告書を作成する期間が約12週間で、調査費用は約\$28,000~\$31,000であった。SRIはDisneylandの建設候補とされる土地の71ヶ所を調査し、気候、人口の変動、土地の価値、新たな道路建設との関連性などの要素を検討しながら、総合的に評価した。最終的に、土地買収の目標は新たに開発される道路である「Golden State Freeway」の沿線にあるAnaheim, La Mirada, Santa Anaなどの地域に絞られた。

最初に関税のターゲットとなったAnaheim近郊のOrange Countyの土地には複数の優位性があった。まずは、土地はフラットなので、テーマパークの開発に適切であり、気候もその他の候補となる地域より温暖であった。次に、Anaheimの近郊における土地は新たに開発される道路の沿線にあるが、コストは\$4,800/エーカーで、その他の候補地は\$5,000~\$6,000/エーカーであった。また、土地の税率は約5.26%で、近隣地域の6.8%~6.95%と比べると非常に低い。さらに、Anaheim市は農業経済から都市経済への転換期であったので、都市開発の投資を積極的に受け入れた。しかし、合計139エーカーの土地は17名の異なる所有者により所有されていたので、ま

³ 本節におけるDisneylandの建設地に関する戦略投資に関する資料はPierce, 2016により筆者が抜粋、整理、分析した。

めて買収することはハードルが高かった。また、土地の買収が成功したとしても、給水本管、下水管渠及び電力の使用について市政府の許可を受ける必要があった。

WED Enterprisesは土地売買に関するポジティブな情報に基づいて、第三者のエージェントに土地のオプションを依頼した。依頼されたエージェントはColdwell Bankerのロサンゼルス・オフィスのJohn Gilcristであった。17名の土地の所有者との取引のうち、1件だけでも成立できなければ、取引全体が崩壊してしまうので、土地が完全に確保されるまでに、関係者以外に対して全ての情報共有を控えた。新たに開発される道路沿線の一番重要な土地であるThe Viking Manufacturing Companyが所有する土地の契約を完成してから、その隣の土地が投機者により約20エーカー買収されたという事実が明らかになった。したがって、Anaheim近郊の土地は放棄され、その近隣地域における土地の買収を検討しなければならなかった。しかし、地価及び税金のコストなどが一番低いAnaheim近郊の土地を放棄すると、土地売買ですでに支払った\$10,000の前払金を損失するとともに、もっと高い土地代を負担しなければならなかった。それで、WED Enterprisesは資金難に直面し、この段階ですでに、テーマパークの建設に必要な土地及び建設のコストは約\$6,000,000であった。

Anaheim近郊の土地に対する買収は再度検討された。Walt DisneyがNat Winecoffという従業員をAnaheim市のハロウィーン・パレードの名誉裁判官としてアサインしたきっかけで、WinecoffはAnaheim市政府の者と土地売買について打ち合わせをする機会を得た。Anaheim市のマネージャーであったKeith Murdochが含む市職員から見れば、Disneylandの建設はAnaheim市を農業経済から都市経済へ転換する重要な取り組みとなり、この機会を他の都市へ譲りたくなかった。それで、Anaheim市政府はテーマパークを建設する土地の選択を主導した。Keith Murdochが再調査した結果、土地の投機者が購入した土地は20エーカーで、WED Enterprisesが購入予定だった土地のほんの一部であった。したがって、本来放棄されたAnaheim近郊のOrange Countyにおける土地及びその隣接地域の一部の土地が再度テーマパークの建設地として検討された。その隣接地域は農家がメインで、土地を譲る意欲があるオーナーが存在したので、土地売買の取引が実現される可能性が高かった。

Anaheim市職員の見解に基づいて、Walt DisneyはColdwell Bankerの不動産業者との業務関係を解除し、Frank MillerとEd Wagonerという2名の地元の不動産業者を雇った。地元の不動産業者はAnaheim市民の信頼があり、農家の需要について理解していた。さらに、Frank MillerとEd Wagonerは守秘義務の前提で、商業開発の目的で複数の土地売買を成約させる経験が豊富であった。彼らの任務は、新たにテーマパークの建設地として企画された土地売買のオプションを行うことであった。SRIのC.V.WoodとWED EnterprisesのBill Cottrellは二人の地元の不動産業者と一緒に、テーマパークの建設地を確保すると同時に、複数の分散した土地の所有者と個別的に取引を行った。

土地の所有権をできるだけ早く確保するため、土地の買収は通常とは異なる方法で行われた。ファイナンスが不十分であったため、不動産業者たちは市場価格よりある程度低い価格を提供した。具体的な取引の条件としては、土地の所有者たちへ\$100/エーカーの価格を提供し、\$4,000/エーカーの土地代金は土地の所有権がWED Enterprisesにより確保された以降に支払われる。WED Enterprisesが土地の購入を放棄する場合にも、\$100/エーカーの土地代金は返却する必要がなかった。全ての土地の所有者は同じ買収価格が提供されたが、土地の所有権を譲渡することに対して躊躇する所有者に対しては、\$5,000/エーカーの買収価格を提供する場合もあった。SRIの予測によると、新たに開発される道路沿線の一番重要な土地であるThe Viking Manufacturing Companyが所有した土地の所有権を手に入れた際に、平均地価より高い価格が支払われたので、テーマパークを建設する土地を買収するための平均地価が\$6,200まで上るはず

であるとの結論だった。しかし、上記の取り組みで、土地買収の平均地価は\$4,600/エーカーまで抑えられた。しかし、Disneylandが建設される予定地の一部はAnaheim市の管轄外であったので、郡委員会の法的プロセスが必要であった。その後、必要にして十分なファイナンスを受けた後、Disneylandプロジェクトの建設用地はさらに広げられた。

Disneylandの建設予定地に対する戦略投資はファイナンスにより決定される。ファイナンスが不十分であった前提で、土地の所有者たちへ\$100/エーカーの価格を提供して土地の所有権を確保したと同時に、土地が買収されない場合にも返却する必要がなかった点がこの取り組みの中心である。Disneyland, Inc. が提供した地価が市場価格よりある程度低かったとしても、上記の取引の条件が与えられたことにより、一般的な土地売買より、土地の所有者にとっては魅力的である。したがって、Disneyland, Inc.は必要にして十分なファイナンスが調達できなかった状況で、地価の上昇を防ぐことができたと同時に、早い段階で建設用地を確保できた。

3-3 Disneyにおける戦略投資と競争優位を裏付けるキャパシティ

Disneyはアニメーションの制作及びDisneylandなどのキャパシティに対する価値（収益性）ベースの戦略投資を通じて、アクションベースの競争優位を構築するのに必要なキャパシティを確立した。Disneyland事業が完成した1955年の年次報告書に掲載されている連結損益計算書のデータによると、1955年Disneyにおける「アニメーション制作コストのなし崩し償却」、「流通コスト（印刷物、広告など）」、「放棄されたストーリー及び試作品のコスト」などの項目は「コスト及び費用」の約66.2%を占め、1954年における約52.7%と比べると上昇した（表2）。その結果、同年度の連結貸借対照表のデータによると、「制作中の作品」、「完成された作品（なし崩し償却が少ない）」、「知的財産権及び試作品のコスト」、「プリント、素材および供給」などの棚卸資産は、「現在及び運用資産」の約85.9%（推定実現額を超過する可能性がある場合の引当金を差し引いた後の比率）を占める。さらに、「固定資産」において、「土地建物、設備、借地借家改良費（コスト）」が100%を占めるが、それはDisneyland事業に対する戦略投資の結果である（表3）。つまり、持続可能な戦略投資を通じて高品質なアニメーションを制作する能力を向上させることは、Disneyにおけるアクションベースの競争優位を裏付けるキャパシティである。

	Oct. 1, 1955(\$)	Oct. 2, 1954(\$)
収入		
映画のレンタル及びテレビ・プログラムの収入	20,222,595	8,977,384
その他（出版、新聞掲載のコミック、キャラクターのライセンス及び音楽）	4,416,057	2,664,024
収入合計	24,638,652	11,641,408
コスト及び費用		
アニメーション制作コストのなし崩し償却	12,691,652	5,154,234

流通コスト（印刷物、広告など）	2,401,624	479,999
その他の収入に適用するコスト	2,550,507	1,812,607
一般、経営、販売費用	3,693,532	2,135,780
支払利息（借金）	434,926	371,333
放棄されたストーリー及び試作品のコスト	363,835	113,603
概算の所得税	1,150,000	840,000
コスト及び費用の合計	23,286,076	10,907,556
年利益	1,352,576	733,852

表4 Walt Disney Productionsの財務データ（連結損益計算書）

出典）Walt Disney Productions Annual Report Fiscal Year Ended Oct. 1, 1955

	Oct. 1, 1955(\$)	Oct. 2, 1954(\$)
現在及び運用資産		
現金	1,201,304	730,772
受取勘定	829,447	184,946
前払保険料	40,457	85,019
合計	2,071,208	1,000,737
<u>棚卸資産（コストまたは市場基準）</u>		
制作中の作品	7,802,936	11,104,884
完成された作品（なし崩し償却が少ない）	4,532,959	3,362,059
知的財産権及び試作品のコスト	376,114	648,997
プリント、素材および供給	432,228	197,272
推定実現額を超過する可能性がある場合の引当金	500,000	900,000
棚卸資産合計	12,644,237	14,413,212
現在及び運用資産合計	14,715,445	15,413,949
その他の資産		
保険の解約返戻金	180,462	128,695
Disney, Inc. に対する投資による資本金（企業所有権の34%）（コスト）	500,000	500,000
1962年に満期する債権及び経過利子	2,383,101	

海外における非連結子会社に対する投資 (なし崩し償却が少ない)	9,367	9,367
合計	3,072,930	638,062
固定資産		
土地建物、設備、借地借家改良費（コスト）	7,208,684	5,979,455
減価償却	3,648,584	3,339,889
繰延資産	287,086	414,731
資産合計	21,635,561	19,106,308

表5 Walt Disney Productionsの財務データ（連結貸借対照表）

出典) Walt Disney Productions Annual Report Fiscal Year Ended Oct. 1, 1955

3-4 Disneyにおける持続可能な戦略投資からのアクションベースの競争優位

揺籃期における企業は、競争優位を確立できる戦略投資を優先すべきである。企業が競合他社に対する抑制力を確立するためには必要にして十分なファイナンスが必要であり、調達できた資金を優先的に競争優位のキャパシティと緊密に関連する資産に投資することは、競争優位の確立、拡大及び維持に必要不可欠である。Walt Disney Companyの事例において、高付加価値を生み出す戦略投資は、長年蓄積されたアニメーション及び関連するキャラクターである。それらを生み出すための技術、人材、設備などに対する戦略投資は必要にして十分なファイナンスにより支えられる。さらに、戦略投資により確立、拡大、維持された競争優位を利用して持続可能な戦略投資を行う能力は、Walt Disney Companyにおける核心的な競争力である。

アニメーション産業のファイナンスとDisneylandのファイナンスにおいて、「収益の不確実性」及び「コストの高さ」は主要な制約であった。さらに、事業の性質により、求められる解決策は異なる。異なる業界環境からのファイナンスの制約に直面する際の解決策はDisneyの競争優位を確立する前提であり、解決策の核心はDisneyが蓄積したアニメーションの無形資産及びそれに付随する付加価値である。つまり、最先端の音声、映像などの制作技術を通じて無形資産であるアニメーションの高品質を維持すると同時に、業界一流の高品質と制作水準の記録を不断に更新することが持続可能な戦略投資を通じて競争優位を拡大、維持するWalt Disney Companyの中心的な取り組みである。

アニメーション産業のファイナンスにおける制約は、「Snow White and the Seven Dwarfs」のファイナンスを通じて明らかになる。「Snow White and the Seven Dwarfs」は手描きされたカラーアニメーションで、全編の長さは約83分であった。さらに、製図における高品質および写実性は前例のないレベルである必要がある。手描きの長編アニメーション作品は上映された前例がなく、その収益性は非常に不確実であった。そのため、銀行からの借入または契約先からの出資を求めることは行き詰まっていた。しかし、1934年における「The Three Little Pigs」関連のマーチャンダイジング・キャンペーンの成功はスタジオの営利能力を客観的に証明した。それと同時に、Disney Brothers Studioのアニメーション作品の制作における最先端技術の応用及び高品質に対する妥協をしない追求は、Bank of Americaの信頼を獲得し、百万ドルレベルの信用枠を申請できた。つまり、「Snow White and the Seven Dwarfs」の制作コストにお

ける資金制約の緩和は、Disney Brothers Studioの高品質なアニメーション及び優れた営利能力が保証として存在したので、重要な投資側の信頼を獲得できた。

Disneylandのファイナンスにおける制約は、株主と銀行からの支持を得られなかった時点で明らかになる。その具体的な理由は3点である。まずは、当時、Disneylandの建設をファイナンスする必要があった前提で、Walt Disney Productionsはすでに銀行において借金があったと同時に、二つの映画作品を高品質に制作するために銀行からさらに\$2,000,000を調達して映画を完成する必要があった。次に、Disneylandを建設するための予算はWalt Disney Productionsの年収益の約24年分相当であるため、自社の資源を担保にローンを申請することは基本的に不可能であった。さらに、すでにWalt Disney Productionsと契約した劇場チェーンは、テレビ・ネットワークのために作品を制作するスタジオを同盟排斥すると宣言したので、テレビ・プログラムを制作することにより資金を調達する道は行き詰まっていた。Disneylandの建設を進めるためには、上記のファイナンスにおける制約を緩和する道を探さなければならなかった。

Disneylandの建設はWalt Disney Productionsが所有するアニメーション資源及びDisneylandの将来性に基づいてファイナンスされた。最初の重要な出資側であり、DallasにおけるRepublic Bankと繋がりがあったABCとの契約は、Walt Disney ProductionsがABCのために高品質なTVプログラムを制作することが条件であった。次に、ABCのネットワークを利用してDallasのRepublic Bankから約\$4,500,000の信用枠を許可されたと同時に、ABCから直接資金の投資を受け入れた。また、Disneyが制作した漫画を出版したWester Republicからも直接資金の投資を受け入れた。さらに、Disneyland及びDisneyland, Inc.に対するコントロールを維持するため、Walt Disney ProductionsとWalt Disneyは共同出資し、51.72%を所有し、支配した。

上記の資金制約を緩和するための取り組みには共通点が存在する。「Snow White and the Seven Dwarfs」を制作するためのファイナンス及びDisneylandの建設に必要なファイナンスは、Walt Disney Productionsにおけるアクションベースの競争優位を裏付けるキャパシティである高品質なアニメーション及び最先端の技術で高品質なアニメーション作品を制作する知識の累積で解決された。「最先端の技術」及び「知識の累積」を実現するためには一連の戦略投資に関する意思決定が必要であり、戦略投資を実現するためには、見える資産であるカネを必要にして十分に調達しなければならない。したがって、Walt Disney Companyの発展を支えた競争優位の確立、拡大、維持において、見える資産であるカネが決定的な役割を果たした。

Intel Corporationの戦略投資と競争優位

1 Intelの成長と「収益増加の経済」

Intel Corporationは1968年7月18日に設立されたマルチナショナル・テクノロジー・コーポレーションで、米国のDelawareで法人化となり、本部は米国カリフォルニア州のSanta Claraにある。創立者は半導体の先駆者であるGordon Moore, Robert Noyce及びベンチャー・キャピタリストのArthur Rockである。Intelは世界最大の半導体チップを作る企業の一つであり、多数のPCに提供される命令セットであるx86シリーズを開発した企業の一つである。

Intelの共同創立者であるRobert NoyceとGordon MooreはSilicon Valleyなども含むカリフォルニアエリアにおける有名な電子装置の技術者である。NoyceとMooreは全世界の才能あるエンジニアを集めてチームを結成し、他社における技術的創造活動が従うようなフレームワークを作った。1968年に設立されて以来、Intelは電子装置産業における重要な技術発明の成果を積み重ねたと同時に、マス・マーケットにおいても成功を収めた。技術発明の成果のうち、世界最初のマイクロ処理装置の発明及び量産化は、PCの大量生産及び大量販売へ重要な貢献をした。それと同時に、携帯電話、自動車などの産業においてもIntelにより生産されたマイクロ処理装置の応用が、世界へ変貌をもたらした（Jackson, 1997）。

1985年以降、Intelは産業発展のリーダーとなり、その市場シェアはトップであった。すべての製品のうち、メモリー・チップは売上の一番高い割合を占める製品で、メインフレーム・コンピューター業界において高い評価を受け続けた。それと同時に、Intelが生産したマイクロ処理装置は業界基準となり、当時の新興産業であったPC産業は、その業界基準の影響を大きく受けた。Intelにおける競争優位は、製品の高品質を中心に、カスタマー・サポート、製品領域、ドキュメンテーション、技術開発ツールなどが全体的に機能することにより確立された（Jackson, 1997）。

Intelの前身は、Fairchild Semiconductorである。Fairchild Semiconductorは1957年に創立され、Fairchild Camera and Instrumentの子会社であった。Fairchild Semiconductorはトランジスターと集積回路を生産する先駆的な企業で、1987年にNational Semiconductorにより買収され、企業分割（スピン・オフ）を通じて再び独立企業になったが、2016年9月、Fairchild SemiconductorはON Semiconductorにより買収された。Intelの共同創立者であるRobert NoyceはFairchild SemiconductorでR&D部門の最初の責任者を務め、それ以降ジェネラル・マネージャーを担当し、合計6年間企業のドラマチックな成長を経験した。Noyceは技術主導、新技術に対する情熱およびハンドオフなマネジメントのスタイルで、イノベーションとR&Dを重視し、プロセス・テクノロジー、生産とマーケティングなどを並行する企業文化を広げた。しかし、Fairchild Semiconductorが大規模に発展するとともに、Noyceのリーダーシップは不適切であると証明され、部門間におけるコミュニケーションは崩壊した。さらに、親会社による複数の不適切な意思決定は、Fairchild Semiconductorの衰退を加速化させた（Berlin, 2001）。それが、Robert NoyceとGordon MooreがFairchild Semiconductorから離れ、Intelを創立した重要なきっかけであった。

1970年代における製品の出荷金額で評価する集積回路を生産する企業のランキングにおいて、Texas InstrumentとNational Semiconductorは1位と2位を占める。Texas Instrumentは1951年に耐震産業に応用される設備及び防衛電子機器を生産するGeophysical Service Incorporatedの再組織により設立された。その主な製品は半導体及び集積回路であった。

National Semiconductorは1959年5月の設立された米国における半導体を生産した企業であり、アナログ装置とサブシステムの生産へ集中した。本部がカリフォルニアのSanta ClaraにあったNational Semiconductorは2011年9月にTexas Instrumentにより買収され、TIの「シリコン・バレー」事業部になった。

ランキング	企業名	出荷金額（百万ドル）
1	Texas Instrument	300
2	National Semiconductor	150~175
3	Fairchild Camera	150~175
4	Motorola	100~125
5	Intel	100~125
6	Signetics	75~100
7	American Microsystems	50~75
8	RCA	50以下
9	Mostek	50以下

表1 1975年における集積回路を生産する上位企業のランキング

出典) Business Week 1976 March

「収益増加の経済（economics of increasing return）」はIntelの成長性を有力に解釈できる。ハイテクおよび情報産業における「収益増加の経済」を発揮する前提として、市場は自然に独占的な競争局面を生み出し、一つの技術「プラットフォーム」が主導する業界構造を形成する。ハイテク及び情報産業はハイ・フロント・エンドなR&Dのコスト及びそれと比べて比較的低い生産コストが特徴で、1960年代のPC産業において、IBMが生産した「System 360」が搭載されたPCの生産コストはその販売価格の約20%であった。その利益をR&Dに再投資する良性循環は、IBMが競争優位を確立した根本であった。1970年代にIBMは自社製のPCからソフトウェアの搭載を解除してから、「System 360」はすでに標準的なプラットフォームとなり、ソフトウェア企業は自社の売り上げを上げるため、IBMのプラットフォームのためにソフトウェアを提供した。他社のソフトウェアとの互換性により、20世紀におけるIBMは1986年以降米国メインフレーム市場において50%以上の市場シェアを占め続け、ピーク値は約80%の市場シェアであった。Intelの主要な事業領域であるマイクロ処理装置とソフトウェアは本質的に情報財であり、両者の生産及び配分における限界費用はほぼ省略できるほどである。「System 360」のためにソフトウェアを提供する企業が林立する環境で、Intelが提供したマイクロ処理装置は「PCの出荷」及び「インストール・ベース」の基準で、1987年から絶対的な優位で高い市場シェアを占め続け、米国半導体業界を牽引するメイン・プレイヤーの一つである（Campbell, 2001）。Intelの競争優位を裏付けたのは、戦略投資である。

	PCの出荷			インストール・ベース		
	Total	Intel	Intel(%)	Total	Intel	Intel(%)
1981	780	35	4.49	1,740	35	2.01
1982	3,040	192	6.32	4,780	227	4.75
1983	5,450	698	12.81	10,200	925	9.07
1984	6,660	1,942	29.16	16,810	2,867	17.06
1985	5,760	2,518	43.72	22,270	5,385	24.18
1986	6,850	3,334	48.67	28,190	8,719	30.93
1987	8,320	6,081	73.09	35,120	14,800	42.14
1988	8,649	6,769	78.26	44,988	23,538	52.32
1989	8,985	7,371	82.04	52,128	30,592	58.69
1990	9,337	7,835	83.91	54,807	37,391	68.22
1991	9,399	7,904	84.09	59,303	42,792	72.16
1992	10,103	8,367	82.82	63,045	48,105	76.30

表2 Intelが生産したマイクロ処理装置の米国市場におけるシェア（1981-1992）

出典）Campbell, 2001

注）オリジナル・データ：Steffens, 1994 (pp. 210-211)

2 戦略

2-1 半導体産業に対する再定義

Intelは「製品開発」及び「生産」に対する戦略投資により、競争優位を確立した。「収益増加の経済」の論理に基づいて、ハイテク及び情報産業における企業は収益を上げるために、イノベーション及びR&Dにおける必要にして十分な投資が必要である。それと同時に、製品を生産するコストを抑え、製品の付加価値を上昇させることにより、稼いだ利益をイノベーション及びR&Dへ再投資する良性循環を通じて、高い市場シェアを占め続ける。したがって、「イノベーション、R&D」及び「設備投資」は、Intelが競争優位を確立し、半導体産業を再定義した基本である。

Intelは揺籃期から製品を開発する理念及び経営方針で差別化を実現した。創業時において、Intelは半導体デバイスを利用して論理回路を作り出す能力で同業他社と区別された。創業者は半導体メモリマーケットを目指したと同時に、磁気コアメモリのマーケットが衰退することを予見した。それと同時に、Intelは電子装置のイノベーターから関連産業の企業を牽引し、アイデアを顧客満足度を高める製品に転換させる企業になる経営方針を立て、その組織構造は集中化及び均衡化となり、エンジニアの創造力を発揮するために最適化された。さらに、Intelは政府との直接的な取引を回避し、市場においてエンド・ユーザー向けの製品を製造するのではなく、産業におけるアウトプットを行う方針を定めた（Jackson, 1997）。

1980年代、Intelは産業の発展における中心企業となり、その市場シェアはトップレベルであった。すべての製品のうち、メモリー・チップは売上の最も高い割合を占める製品で、メインフレーム・コンピュータ業界において高い評価を受け続けた。それと同時に、Intelが生産したマイクロ処理装置は産業の基準となり、当時の新興産業であったPC産業は、その産業基準に基づいて発展した（Jackson, 1997）。

1990年まで、Intelにおける競争優位を確立させた画期的な「イノベーション」により裏付けられた戦略転換は二つである。まずは、1971年に開発されたPCの時代を開いた最初の大衆向けに商業化されたマイクロ処理装置である「Intel 4004」である。「Intel 4004」はコンピュータの中央処理装置（CPU）を小型化する意味で、集積回路工学における著しい技術的進歩である。この技術的進歩により、小型機械は過去に大型機械だけが処理できた計算が行えるようになったので、「パーソナル・コンピュータ」が発展した根本的な技術的進歩である。1973年、Intelは世界で最初に小型コンピュータを生産した企業の一つであった。「Intel 4004」を開発してから1980年代前後まで、Intelは競合他社の製品を撃退する経営方針である「Operation Crush」を提出し、マイクロ処理装置産業におけるリーダーとなり、業界基準を定めた。それで、「Intel 4004」の第2世代の製品はPC産業において市場シェアが一番高いIBMに選ばれて、マイクロ処理装置を独占的に提供した。

次に、1980年代において、PC産業が変革を迎えるとともに、Intelは再度経営方針の変革を行った。すでにマイクロ処理装置産業におけるリーダーになったIntelは、画期的な新製品またはマーケティング・キャンペーンを通じて競合他社を打ち倒す必要がなく、持続する競争優位を確保するため、Intelは産業ルールを変革する方針を決めた。「Second Sourcing」という活動を展開するとともに、Intelは他社製品が自社の基準に従って生産される局面を作るのではなく、こだわったデザインのチップの生産及び提供をIntelが独自で行う独占的な市場構造を形成させた。全市場範囲内における独占を実現するため、IntelはIBMとの長期的な契約を見直す必要があった。

「386 microprocessor」に対する開発及び独占的な請負は、Intelが1985年以降にマイクロ処理装置産業を牽引する企業に成長した重要な戦略的転換である（Jackson, 1997）。

生産の側面において、Intelは発展途上国における工場建設の設備投資を積極的に行なった。その取り組みは、海外市場の開拓及び生産コストを抑えるのに有利である。まずは、1972年、最初の海外における工場施設をマレーシアに投資した。次に、1980年代初期、架装施設及び半導体工場をシンガポール及びエルサレムに投資した。そして、1990年代、中国、インド及びコスタリカにおいて生産及び製品開発のセンターを設置した。

イノベーション、R&D及び設備投資を通して競争優位を確立した前提で、「収益増加の経済」を発揮するためには、業界構造の変革が必要である。つまり、Intelはマイクロ処理装置、ソフトウェア、PCなどの産業における企業の自然な連携を利用し、高い市場シェアを占め続けることで、独占的な市場構造を定着させた。

Intelはハイテク、情報産業における消費者向けの供給チェーンに影響を与えることにより、産業の変革を実現した。1980年代前後において、IntelがIBMに選ばれて「System 360」に対してマイクロ処理装置を提供したことは、「収益増加の経済」を発揮した始まりであった。1980年代以降、IBM及びIBMの競合他社に対して「368」マイクロ処理装置を独占的に提供した企業として、Intelは急速に成長するPC市場とともに発展し、マイクロ処理装置産業における最も収益性が高い企業になった。その成功は、「Windows System」との連携と密接な関連性がある

（Campbell, 2001; Gawer and Cusumano, 2002）。1985年以降、Intelはマイクロ処理装置産業における絶対的な競争優位を確保した。

業界統合のメリットを利用する以外の取り組みも重要である。Intelはデザイン・チーム、過去の従業員、半導体の生産工場、ベンチャー・キャピタリスト、顧客であるコンピューター企業などに対して多くの訴訟を起こした。その結果、Intelの法務部門は数千万ドルの経費で訴訟に対応し、良い業績評価を獲得するためには四半期ごとに決められた数件の新たな訴訟を起こす必要があったが、多数のケースにおいて、Intelは和解または負ける結果であった。しかし、まずは相手の注意を喚起した後に、疑問を提出するコミュニケーションは有効であると証明された。それと同時に、法的な措置はIntelの独占的な利益を長らく持続させた（Jackson, 1997）。

Intelはハイテク産業における経営の法則を書き換えたと同時に、新たなビジネス・モデルを構築した。「マイクロ処理装置、ソフトウェア、PC」の供給チェーンを川上から影響することにより、独占的な市場構造を成り立たせたと同時に、「収益増加の経済」を発揮した。さらに、IBMだけではなく、その競合他社も含むPC企業に対してマイクロ処理装置を独占的に提供したことは、Intelが単純に高性能な製品を提供する企業から、PC及びその関連産業へ影響を与えるリーダーへ成長した基盤である。

2-2 製品メーカーから「プラットフォーム・リーダー」まで

1980年代末から、Intelの管理層はPC市場における需要が伸び悩んでいる事実を把握していた。その主な原因は二つである。まずは、PCアーキテクチャの時代遅れである。次に、産業においては、ハードウェアとソフトウェアが含むPCシステムを進歩させる「リーダーシップ」の欠如であった。つまり、「プラットフォーム・リーダー」である。

「プラットフォーム・リーダー」の特徴は、関連製品のメーカーが自社の製品を基準として製品開発を行うことである。コンピューターのエンド・ユーザーはマイクロ処理装置を購入するのではなく、PCを購入するのである。つまり、マイクロ処理装置は相互独立的な製品により構成される複雑なシステムに存在するので、エンド・ユーザーはPCの使用体験に基づいてIntelが生産したマイクロ処理装置を評価する。PC産業において、Intelが開発、生産したマイクロ処理装置の市場シェアが高ければ、それに適合する製品を生産、更新することにより、すべてのファンクションが最適化になると同時に、製品を生産する企業の利益は最大化になるとの共通の認識が形成され、その前提に基づいて、Intelはマイクロ処理装置を周期的に更新することにより、ハイテク、情報産業におけるイノベーションと発展を牽引する（Gawer and Cusumano, 2002）。

「プラットフォーム・リーダー」になるために、Intelは競合他社に対して抑制力を発揮することにより、持続する競争優位を確保する必要がある。その取り組みの一つは、「ブランディング」である。長年の間、Intelの製品は「ナンバー」で区別された。1980年代末において、競合他社に対して持続する抑制力を発揮するための究極の手段は「ブランディング」であると、Intelは認識した。つまり、消費者がIntelのブランド名を高品質及び信頼性と関連づける取り組みが必要である。そのためには、IntelはPC本体のブランド名よりは、PCの中に設置されているマイクロ処理装置をPCユーザーたちに認識してもらい一連の取り組みを行った。最初は「Red X」というキャンペーンで、それ以降は「Intel Inside」というスローガンがPCの外観に印字されるようになった。PCメーカーは「Intel Inside」を自社製のPCに印字することにより、Intelから広告の報酬を受け取った。最後に、消費者たちの注意力を最大限に引き寄せるために、Intelは数字の代わりに製品名をつけた（Jackson, 1997）。

1990年代末、Intelが主導するマイクロ処理装置産業における独占的な産業構造はすでに定着した。この時期におけるIntelの経営方針の中心は、「ビジネス・モデル」の洗練化である。1台のPC

が販売される際に、その販売価格の全額またはそれ以上の利益がIntelへ直接流れ込むことが「ビジネス・モデル」を洗練化する中心である。具体的に、Intelはマイクロ処理装置を定期的に更新することにより、消費者によるマイクロ処理装置のアップデートまたは新たなPCの購入を促進する。さらに、マイクロ処理装置のパワーで、PCをもっと魅力的な商品として仕上げることで、TVなどの代替品と競争する。このような「ビジネス・モデル」の洗練化により、マイクロ処理装置、ソフトウェア、PC産業における暗黙の認識が変化し、Intelはプレイヤーよりは全産業のリーダーになった。新たに開発されたマイクロ処理装置、ソフトウェアなどを中心に端末を開発すると、端末自体の売上が上昇するからである（Jackson, 1997）。

Intelが「部品生産」から「プラットフォーム・リーダー」に変身した根本的な取り組みは、マイクロ処理装置の周期的な更新である。共同創業者であり最高経営責任者であったGordon Mooreの予測によると、マイクロ処理装置はデザインの更新及び生産過程の改善により、18ヶ月ごとにそのパフォーマンスが以前の2倍になる。それが著名な「Moore's Law」である（Gawer and Cusumano, 2002）。

「Moore's Law」に基づいて製品を周期的に更新すると同時に、Intelは巨大なリスクに直面する。Intelが新たに開発するマイクロ処理装置のダイナミックな市場の需要に対する合致度が未知である。それと同時に、周期的な製品の更新へ対応するためには、周期的に巨額なイノベーション、R&Dと設備投資のコストを投入しなければならない（Gawer and Cusumano, 2002）。「収益増加の経済」を持続的に発揮するためには、競争優位を確立すると同時に、継続的に必要にして十分な戦略投資を行う必要がある。

3 戦略投資

3-1 競争優位を確立する戦略投資：ベンチャー・キャピタル¹

3-1-1 ベンチャー・キャピタルと米国ハイテク産業における核心的な競争力

米国ハイテク産業における核心的な競争力は、ファイナンスにより裏付けられる。1940年代に米国において発祥したベンチャー・キャピタルは、人々の日常生活へ大きな影響を与える製品またはサービスを生み出した企業であるAmazon、Intel、Google、Microsoft、Pinterest、Uberなどをファイナンスした（Lerner and Leamon, 2023）。

ベンチャー・キャピタルが出現するまでは、銀行はローンの形で揺籃期の企業へデット・ファイナンスを提供し、リスクが高い投資は富裕層からファンドを集めた。1890年代から1910年代の間、富裕層は家族単位でオフィスを設立し、投資を管理した。Phippses, Rockefeller, Vanderbilts, Whitneysなどのような家族はAT&T, Eastern Airlines, McDonnell Douglasなどの有名企業へ出資し、その経営に関わった（Lerner and Leamon, 2023）。

ベンチャー・キャピタルの中心的な取り組みは、長期投資による高収益率である。ベンチャー・キャピタルは数多くのスタートアップ企業のポートフォリオに対して投資し、多数の企業は収益性が低く、またはゼロであった。しかし、一部のスタートアップ企業は投資金額に対する膨大な収益性を持ち、その他の国または地域と比べ、その長期的な収益性によるインパクトは、米国において一番著しいである。現在、シリコン・バレーはベンチャー・キャピタルにより裏付け

¹ 本節における内容はJackson, 1997により筆者が抜粋、整理、分析した。

られた企業が集中する地域であり、ハイテク産業が発展する世界的な中心地である（Nicholas, 2019）。

ベンチャー・キャピタリストが存在する合理性については異なる解釈が存在する。その主な原因は、市場の不完全性である。長期的な収益性を達成するために、ベンチャー・キャピタリストは資金をベンチャー企業へ投資する投資者へシステムティックなアプローチを行う必要がある。それと同時に、資金を投資する専門家からの見解は大きな収益性へつなげる重要な要因である。経済学の理論によると、情報及び効率性が完全である市場環境において、ベンチャー・キャピタリストのような仲介人は不在のはずである。したがって、ベンチャー・キャピタリストが存在する合理性に関する解釈の一つは、スタートアップ企業に対する情報の把握である。もう一つの解釈は、ベンチャー・キャピタリストは仲介者及び資金の組織者として存在し、スタートアップの業績に対して付加価値が発生しないからである。Intelが創立し、発展した1960年代から1980年代の間、Arthur Rock（1961年に創立されたDavis and Rockの共同創立者）、Tom Perkins（1972年に創立されたKleiner Perkinsの共同創立者）、Don Valentine（1972年に創立されたSequoia Capitalの共同創立者）の3名のベンチャー・キャピタリストは、シリコン・バレーがアントレプレナーシップとハイテク・イノベーションのセンターとして発展したことに対して、大きく貢献した（Nicholas, 2019）。

ベンチャー・キャピタルの発展は合計四つの段階を経験した。最初の段階では、投資者はハイリスク・ハイリターンな活動へ投資し、VCスタイル投資の歴史的な前例を創造した。その典型例は鯨取りである。鯨取りは米国の重要な産業の一つで、19世紀のニュー・イングランドで盛んに発展し、成熟した産業として成り立った。鯨取り業に従事するエージェントは現代のベンチャー・キャピタリストと複数の類似点がある。まず、自由裁量可能な投資の資金をもつ投資者は鯨取り業へファイナンスを提供し、船長と船員は航行を管理した。鯨取り業のエージェントは投資者と船長の間の仲介役を果たし、現代のベンチャー・キャピタリストが投資側と企業を結びつける取り組みと類似する。さらに、ベンチャー・キャピタリストと同様に、鯨取り業のエージェントは仲介役を果たすことにより費用を徴収し、パフォーマンスが良い船長と複数回のやり取りを行う場合がある。それと同時に、エージェントがシンジケートを結成してリスクを分散する取り組みもあり、持続する収益性に恵まれる成功的な投資が成り立った。鯨取り業におけるビジネスのストラクチャーは柔軟性が高いが、高収益性はこのビジネスのストラクチャーを維持した重要な要因であった（Nicholas, 2019）。

ベンチャー・キャピタルが発展した第二段階である1940年代から1960年代の間、VCのモデルが備えられた専門企業は持続的に上昇する収益性を求め、投資活動を展開した。それと同時に、VC型の投資を行う専門企業は徐々に有限責任組合の企業組織へ転換する（Nicholas, 2019）。

1930年代の経済恐慌の時期では、経済社会の変化とともに、三つの問題がファイナンスが発展する障害になった。まずは、硬直化したローン評価基準である。次に、授与プロセスに存在する官僚的形式主義が広範囲に広がった。さらに、政治的な干渉及び規制に対する恐怖心は金融市場の発展を阻害した。それと同時に、新興企業へファイナンスを提供する既存の方法は不十分であるとの観点が広がった。発展の潜在力が強い新興企業がファイナンスを受けられなかっただけでなく、豊富な純資産を保有していた投資者は企業の経営に関わる時間およびスキルを持っていなかった。ニューディールの時期においてRooseveltにより実施されたReconstruction Finance Corporationの設立などが含まれる一連の政策は、当時の状況を改善するには不十分であった。したがって、既存のファイナンスの仕組みとは異なる代替案が必要である（Lerner and Leamon, 2023）。

最初の正式なベンチャー・キャピタルであるARD(American Research and Development)は、利益を稼ぐより広範な目標に基づいて誕生した。連邦政府の戦時支出の刺激によって不況から脱却した米国経済は、戦争が終わる時点で経済的無気力状態に戻る可能性があった。1945年10月、Federal Reserve Bank of Bostonの頭取であったRalph Flandersは、上記のような危機を避けるために、新たな新興企業へファイナンスを提供する企業を設立する必要性について主張した。新たに設立されるファイナンスの企業は、システムティックに最も潜在能力がある企業を選択すべきだけでなく、リスクを分散する能力も必要不可欠である。上記の点で個人投資者と区別すると同時に、長期間に成功的なファイナンスを行える前提で、米国財政において蓄積された年金基金などの信託基金を運用する必要がある(Lerner and Leamon, 2023)。

1946年、ARDは正式に成立され、Flandersは複数の市民及びビジネス・リーダーを雇って、ARDを展開した。その中には、MITの学長であったTom Comptonも含まれた。そして、日々におけるファンドに対する管理は、ハーバード・ビジネス・スクールの教授、Georges F. Doriotの責任であった。ARDは当時少数のシステムティックな長期投資を行う投資企業の一つで、そのスタートアップに対する投資の取り組みは、現在のベンチャー・キャピタルに類似する。ARDは「米国民の生活水準を高める」ために、新たな企業へファイナンスと援助を提供することを目標にすると、強調した。また、ARDは収益性を最優先の目標とするのではなく、目標を完成させるプロセスが重要な部分であると主張した。ARDにより行われた成功的な投資は複数存在し、ARDが存在した約26年間に約50%の利益をあげた重要な投資は、1957年にDigital Equipment Companyへ投資した\$70,000であった。その収益は\$355,000,000まで増加した(Lerner and Leamon, 2023; Nicholas, 2019)。

ARD以外、ベンチャー活動を実践したもう一つの重要な組織はSBIC (Small Business Investment Companies) であった。ARDはスタートアップへファイナンスを提供する期間が欠けていた時期に設立され、市場ベースのアプローチで、ベンチャー資金を仲介する潜在的な効率性を証明した。それと同時に、米国政府が「ファンディングのギャップ」を埋め合わせる政策の頂点は、1958年にSBIC (Small Business Investment Company) プログラムであった。「ファンディングのギャップ」は具体的に市場の欠陥により導かれ、ベンチャー資金を配分するプロセスにおいて、政府は不在であるべきとの議論が盛んになった。その前提で、SBICは私営部門の企業として、新興企業へ資金を提供した(Lerner and Leamon, 2023; Nicholas, 2019)。

最初のベンチャー・キャピタルの有限責任組合は1959年にカリフォルニアのPalo Altoにおいて設立されたDraper, Gaither and Andersonである。1960年代から1970年代の間、有限責任組合のベンチャー・キャピタルは少数であり、多数のベンチャー・キャピタルの組織は資本額固定(クローズドエンド型)のファンドを通じて資金を集めた。ベンチャー投資の早期段階における投資ポートフォリオに存在するリスクを過小評価した原因で、Draper, Gaither and Andersonの収益性は低かった。その他の典型的な有限責任組合のベンチャー・キャピタルのうち、ARDにおいて長年の経験を積み重ねたWilliam Elfersにより1965年に成立されたGreylock PartnersとVenrock Associatesは、ベンチャー・キャピタル産業の発展へポジティブな影響を与えた(Lerner and Leamon, 2023; Nicholas, 2019)。

ベンチャー・キャピタルが発展した第三段階である1960年代から1980年代において、VCに応用される長期的に投資するモデルは繰り返し実証され、新興企業へファイナンスを提供する広範なエコシステムを形成した。この時期において、シリコン・バレーにおけるスタートアップのファイナンスは複数の要因に影響され、ベンチャー・キャピタルが発展した一番重要な時期であった。その影響要因はまず、地方教育機関の発展とともに、人的資源の質が高められた。次に、政府は軍隊ベースの技術発展へ大規模な投資を行なった。また、高度に専門化したハイテク企業が発展

し、専門的な技術が備えられた海外移民の人材を受け入れた。そして、さまざまな要因の共同作用により、シリコン・バレーは米国の東海岸の代わりに、アントレプレナーシップ及びハイテク・イノベーションの中心地となった（Nicholas, 2019）。

ベンチャー・キャピタルが発展した第四の時期において、その投資モデルの実行可能性は広く認識され、普遍化された。ベンチャー・キャピタルの投資モデルが普遍化された頂点は、1990年代における株式市場が大幅な上昇及び崩壊を経験した時期であった。1990年代初期におけるハイテク産業の変革は、インターネットの商業化を中心にするハードウェア、ソフトウェア、遠距離電気通信などの産業の発展が著しいことであった。その時期、急増したベンチャー投資は現在まで持続するベンチャー投資の趨勢に影響を及ぼした。IPO市場の活躍化とともに、流動性を増加する機会が増加し、期待投資回収率は急増した。ベンチャー・キャピタル産業における資金の流動性は、2000年における100億ドル以上まで増加した（Nicholas, 2019）。

3-1-2 ベンチャー・キャピタリストのArthur Rock²

Intelの揺籃期におけるファイナンスにおいて決定的な役割を果たしたArthur Rockは、個人的な影響力で資金を集めた初期のベンチャー・キャピタリストの一人であった。Arthur Rockは人脈ベースのベンチャー・キャピタリストとして評価され、1960年代から1980年代において、シリコン・バレーの発展に貢献した重要な人物の一人であった。

Arthur Rockは1961年にDavis & Rockという投資企業が創立された時点で、正式にベンチャー・キャピタルの産業へ参入した。共同創立者であるThomas J. Davis Jr.は弁護士であり、金融家であった。それと同時に、DavisはFrederick Termanの指導を受けて、科学技術産業における投資を学んだ。DavisとRockは人脈の資源に基づいて、創業時に必要な\$5,000,000を約25名の投資者から調達した。

Davis & Rockは7年間の存続期間において、約15社へ投資した。そのうち、最も成功した投資はTeledyneに対する投資であった。投資活動において、有限責任組合であるDavis & Rockの共同創立者は、それぞれ投資収益の20%を報酬として受け取った。

Davis & Rockにおける投資対象の選択基準は主に六つである。まずは、信頼できる人格であること。次に、モチベーションが重視された。また、創業者が行うイノベーション及びR&Dは市場志向型である必要があった。さらに、創業者は科学技術関連のスキルを備え、ハイテク産業関連の経験が必要であった。5番目に、コスト管理の観点から、創業者は会計関連の知識を把握する必要があった。最後に、創業者はリーダーシップが重視された。

Davis & Rockが採用した有限責任組合の企業構造は、ポートフォリオ・ベンチャー投資により合理的な時間軸においてシステムティックな方式で、投資者へ巨大な収益性をもたらすと証明した。長い時間軸におけるポートフォリオ投資において、少数の成功企業をもたらす収益性は、全ポートフォリオ投資の成功を示す。投資対象の選択基準を厳しく守る前提で、Davis & Rockは創業時の\$5,000,000の資本金のうち、約\$2,000,000以下を投資した。ファンドは投資者へ\$90,000,000の収益をもたらし、Davis & Rockは繰越持分として\$16,000,000の利益を作った。

1968年、Davis & Rockはパートナーシップを解散し、1969年、Davisは西海岸における威信があるベンチャー・キャピタルであるMayfield Fundを創立した。それと同時に、Rockは

² 出所：本節における内容はNicholas, 2019により、筆者が抜粋、整理、作成した。

Fairchild Semiconductorの共同創立者であった8名の技術者との人脈を利用して、新たなビジョンを開いた。

3-1-3 Intelにおける競争優位の確立³

Intelにおける核心的な競争優位は製品開発力とマイクロ処理装置を中心とする電子装置である。1971年に世界最初の商用化されたマイクロ処理装置を開発、生産してから以来、Intelは製品を周期的に更新する経営方針を定めることにより、「プラットフォーム・リーダー」になった。革新的な資産であるマイクロ処理装置はIntelが創業してから最初の3年間に確立され、その時期に、Intelはベンチャー・キャピタルから必要にして十分なファイナンスを受け入れた。

1956年、Intelの共同創立者であるNoyceとMooreはBell Laboratoriesのチーム・リーダーであったWilliam Shockleyと共同でトランジスターを開発し、独立した実験室を立ち上げた。1年後、NoyceとMooreは8人のチームを結成した技術者と一緒にShockleyの実験室から離れ、Fairchildの傘下でトランジスターの企業を設立した。新たな企業のファイナンスを着地させるため、8人のチームはSherman Fairchildと契約し、1957年にFairchildは新たに設立する企業へ\$1,500,000を投資した。その新たに設立された企業はFairchild Camera及びInstrument Corporationの子会社として、半導体の生産に集中する。ベンチャー企業が失敗した場合、Fairchildはタブを拾う予定で、成功した場合には、8人のチームの一人に対して\$300,000を支払うことにより企業を買収する権利を得た。2年後、企業は大きな成功を収め、Fairchildは契約通りの金額を支払い、企業の支配権を掌握した。

1960年代以降、Fairchildは徐々に衰退した。新たな技術開発への投資は減少し、人材は競合他社へ流出した。創業時の8人のチームのうち、NoyceとMooreは最終にFairchild Semiconductorを離れたメンバーであり、新たな企業を企画し始めた。Fairchild SemiconductorにおいてR&D部署のリーダーを務めたMooreは新企業における新製品開発を担当する予定で、NoyceはSherman Fairchildと交渉した経験があり、新企業のファイナンスを担当する予定であった。

Intelはベンチャーキャピタルの投資により創立された典型的なハイテク企業である。数年前、Fairchildとの取引はArthur Rockというニューヨークの投資銀行家によりブローカーされ、Fairchild Semiconductorが設立されてから、Arthur Rockはカリフォルニアのサンフランシスコへ移住し、新たな投資銀行を設立し、新興企業へファイナンスを提供した。その取り組みは「ベンチャー・キャピタル」と呼ばれ、Arthur Rockが率先して使い始めた。Noyceから連絡がくるまで、Arthur RockはすでにFairchild Semiconductor創業チームのうちの二人へファイナンスを提供し、新たな企業を起業した。さらに、Arthur RockはNoyceと良好な個人的な関係性を保っていたので、NoyceとMooreが起業するためのファイナンスを提供することに対してポジティブなビジョンを持っていた。

Arthur Rockの目的は単純に起業のために資金を集めることではなかった。専門家たちから資金を集めることにより、ビジネスに役立つ専門的な知識及び見解を集めることが主な目的であった。それと同時に、単一の株主の権利を抑えるために、Arthur Rockは15の出資側からの出資額を引き下げた。そのうちのひとつの出資側は、Noyceの母校であるGrinnel College of Iowaであり、出資額は\$300,000であった。もう一つの重要な出資側はWarren Buffettであった。外部金

³ 本節の内容はJackson, 1997より筆者が抜粋、整理した。

融以外、NoyceとMooreはそれぞれ\$250,000を出資し、Arthur Rockは\$300,000を出資し、結果的に、合計\$2,300,000の資金が集められた。

Intelにおける継続的なベンチャー資金の投資を確保するため、NoyceとRockはビジネス・プランを作成し、Rockは\$2,500,000の転換社債を発行することを計画し、額面価格は\$5であった。転換社債の応用は投資者へ保護を提供し、企業が経営不振になる際には、債券を普通株に転換する財務上のメリットを持つ。Rockは自己的人脈を利用して、約48時間内で必要なファイナンスを集めた。スタートアップ・キャピタルを集めたArthur Rockは、Intelの最初の社長になった。NoyceとMooreのFairchildにおける成功に裏付けられたことにより、Intelは設立してからメディアに宣伝され、多数の優秀なエンジニアからのレジュメを受け取った。

創業初期、Intelが保有していた資産は「silicon gate」という技術と銀行における\$2,000,000のキャッシュ・フローであった。「silicon gate」はFairchildで開発された技術で、知的財産に対する保護が不健全だった時代において、技術と知識の共有は柔軟性があった。NoyceとMooreの目標はメモリー・デバイスの量産化であった。しかし、「Silicon-Gate MOS」は当時、集積メモリ回路の発明へアプローチする選択肢の一つであった。その他の二つのアプローチは、「マルチチップ・メモリー・モジュール」を作ることと、「Schottky bipolar」というプロセスを運用することである。NoyceとMooreは三つのエンジニアのチームを作り、三つのアプローチをすべて追跡し、最初に量産化可能な製品を販売する方針を定めた。「イノベーション、R&D」に必要な設備投資の側面において、設備の販売側は、NoyceとMooreの技術開発能力と信用度を信頼して、代金を後払いする形で製品を販売する場合があった。

1969年、Intelはその最初の製品である「3101 Schottky TTL bipolar 64-bit 静的ランダムアクセス記憶装置(SRAM)」を開発、生産することにより、高速記憶装置市場へ進出した。SRAMは、Fairchild及び日本の築波にある電気工学の実験室において早期に生産されたSchottky二極管インプリメンテーションより2倍速い。同年、IntelはROM（3301 Schottky bipolar 1024-bit 読み出し専用メモリー）及び最初に商業化されたMOSFET（金属酸化物の半導体電界効果を用いたトランジスター）シリコンゲートSRAMチップである「256-bit 1101」を生産した。創業から競争優位を確立した1980年代まで、Intelが行なった「製品開発」及び「生産」におけるイノベーションは表2にまとめられている。

年度	製品
1969	3101 Schottky TTL bipolar 64-bit 静的ランダムアクセス記憶装置 (SRAM)
1969	3301 Schottky bipolar 1024-bit 読み出し専用メモリー (ROM)
1969	(最初に商業化された) 金属酸化物の半導体電界効果を用いたトランジスター (MOSFET) silicon gate SRAM chip, the 256-bit 1101
1970	三つのトランジスターセルを応用した最初に商用化された動的ランダムアクセス記憶装置 (DRAM), the 1103
1971	最初に商用化されたマイクロ処理装置 (Intel 4004)→IPO
1973	最初のマイクロ・コンピューター (の一つ)
1980年代初期	386 chip

表3 Intelにより行われた製品開発及び生産におけるイノベーション（1968年から1980年代まで）

3-2 競争優位を拡大するファイナンス： IPO

競争優位を拡大するためには、継続的なファイナンスが必要である。特に無形資産の開発を中心にする企業において、戦略投資を通して競争優位を確立し、イノベーション、R&Dを通してその競争優位を継続的に拡大することは極めて重要である。製品メーカーから「プラットフォーム・リーダー」までの戦略的転換を実現するためには、収益性が不確実である前提で、周期的な製品開発およびその他の取り組みに対してファイナンスを提供することがIntelにおける持続する競争優位の核心である。そのファイナンスは、Intelが1971年にIPOを行ったことにより主に裏付けられている。

IntelがIPOを行うまでに、重要な収益の累積に繋がった成果の一つは、最初に商業化された「3101」メモリー・チップである。「3101」メモリー・チップが開発されたきっかけは、集積回路を生産する新たなプロセスの開発であった。当時において、予備のアプローチは「シリコン・ゲート」、「マルチチップ・メモリー・モジュール」、「Schottky bipolar」の三つであった。Intelは三つのチームを作って、三つのアプローチで開発を行ったが、「Schottky bipolar」チームは1969年の春に、率先して64ビットのメモリーチップを開発し、Honeywellは当時開発中の新たなコンピューターへ応用することを同意した。当時、Honeywellは電子工業産業における企業を募集し、実験段階における設計書のために試作品を作った。それで、Honeywellは開発費として、Intelに\$10,000の頭金を支払った。Intelの「3101」が採用された後、Intelは1ピース\$100の価格で、10,000ユニットを生産する契約を引き受けた（Jackson, 1997）。

Intelが上場するまでに、開発、商業化したもう一つの重要な製品は、「1103」メモリー・セルであった。「シリコン・ゲート」を運用するチームは、新たなメモリー・セルであるDRAM(dynamic random access memory)を開発した。「1103」は、1,024ビットの情報を蓄積できると同時に、体積が小さくて反応のスピードが速い。生産コストにおいて、「1103」は既存のチップより少ない電力が必要で、その他のコストも低く抑えられる。したがって、「1103」は1970年10月に大量生産され、商用化された（Jackson, 1997）。

新たなメモリー・チップとメモリー・セルの発明により、Intelの収益性は全体的に向上した。1969年、Intelにおける総売上は\$566,000であった。そのうち、大半の利益はHoneywell向けに「3101」メモリー・チップを提供した収入であった。それ以降の1970年、Intelにおける総売上は\$4,200,000まで上昇した。そのうち、売上の大半は「1103」チップの提供によるものである。1970年、Intelでは約100名の従業員が雇われ、Union Carbide工場からSanta Claraへ移動し、「シリコン・バレー」を開拓した先駆的なハイテク企業の一つになった（Jackson, 1997）。

Intelの上場に最も貢献した技術革新は「4004」メモリー・チップである。Nippon Calculating Machine Corporationのために、新たな卓上計算機に運用するチップのセットを開発するきっかけで、Intelのエンジニアは縮小型の汎用コンピューターを開発することを決めた。縮小型の汎用コンピューターは卓上計算機の計算機能を果たせるようにプログラミングされ、わずかの四つのチップだけが必要なので、開発の工程は簡略化される。四つのチップはそれぞれ中央処理装置、データ・メモリー・チップ、読み出し専用メモリー、インプット・アウトプット・チップなどである。縮小型の汎用コンピューターが開発された以降、Intelは計算機を生産しない限り、開発した製品をNippon Calculating Machine Corporation以外のクライアントへ提供する

権利があった。世界で最初に商用化されたマイクロ処理装置である「4004」は1971年11月にリリースされた（Jackson, 1997）。

マイクロ処理装置「4004」が開発された初期においては普及率が高くなかった。初期において「4004」を採用した企業は基本的に米国で先端的な技術を持つテクノロジーを提供する側であった。「4004」の新たなバージョンである「8008」は8ビット・チップのマイクロ処理装置で、1972年にリリースされた。「8008」がリリースされてから、ビジネス・コンピュータを生産する企業はIntelが生産したマイクロ処理装置を運用する合理性について本格的に検討し始めた（Jackson, 1997）。つまり、世界最初の商用化されたマイクロ処理装置はIntel「4004」であるが、マイクロ処理装置の商用化を本格的に実現させたのは「8008」である。「8008」はPC産業において市場シェアが一番高いIBMに選ばれて、IntelはIBMが生産したPC向けにマイクロ処理装置を独占的に提供したのと同時に、その他のPCメーカーのためにもマイクロ処理装置を提供した。

Intelが生産したメモリー・チップ及びマイクロ処理装置の市場における成功は、Intelの収益性及び将来性を資本市場へ有力に示すことになった。1971年10月、Intelは1株\$23.50の価格で正式に上場し、創立者であるRobert NoyceとGordon Mooreは合計約37%の株式を保有し、その市場価値は約\$20,000,000であった（Jackson, 1997）。

Intelはベンチャー・キャピタルの投資ポートフォリオにおける長期的な収益性が高い典型例である。その成功は、その他の企業家及びベンチャー・キャピタリストがシリコン・バレーにおいて富を創造するモチベーションを与えた。1970年代の半ばから1980年代の半ばまで、1000社を超えるベンチャー企業がシリコン・バレーにおいて創立され、そのうちの一部はハイテクのイノベーションを通じて企業価値が大幅に上昇した。Intelが設立されてから11年後、NoyceとMooreは総価値が約\$147,000,000であるIntelの株式を保有していた（Nicholas, 2019）。

3-3 Intelにおける持続可能な戦略投資からの競争優位

Intelが1970年代以降に半導体及び集積回路産業における1位の企業であったTexas Instrument⁴を逆転した理由は、持続可能な戦略投資を行なったからである。Intelは揺籃期において競争優位を生み出す戦略投資の意思決定を行い、持続可能な戦略投資を行うことにより、その競争優位を極め、製品メーカーから「プラットフォーム・リーダー」にまで発展した。持続可能な戦略投資を裏付けたのは、長期的な投資を行うことにより継続する収益を回収するベンチャー・キャピタルであった。

1997年に、自社における防衛電子機器事業部を売却した後に、TIはデジタル・ソリューション分野に集中した。創業から1990年代までに、TIは数多くの重要な技術革新及び製品開発を行なった。そのうち、商業化及び量産化された代表的な製品は世界最初の手持ちの電卓及びTI-81 計算機である。それ以外、世界最初の集積回路およびデジタル光処理装置（DLP chip）などのような画期的な技術革新は、ハイテク産業へ長期的な影響を与えた。2011年4月に\$65億でNational Semiconductorを買収した以降、TIは約45,000種類に及ぶ製品のポートフォリオを管理する（TI HP）。

TIがIntelに逆転された理由は、単一製品による「収益増加の経済」を発揮できなかったからである。TIにおける売上及び純収益は数多くの製品を広範囲な消費者へ販売することにより積み重

⁴ 以下ではTIと略称する。

ねられたので、特定な製品の市場において、「収益増加の経済」を発揮することにより、寡占的な競争優位を発揮できなかった。1980年代の半ば以降に、Intelのマイクロ処理装置市場における圧倒的な優位性により逆転された。

IPOを行う以前、TIは内部留保と資金の借入を通じて必要にして十分なファイナンスを行なった。TIが寡占的な競争優位を発揮できなかった主な原因は、アクションベースの競争優位を確立し、その競争優位を確立、拡大、維持する持続可能なファイナンスがなかったからである。TIの前身であるGeophysical Service Incorporatedは耐震産業に応用される設備及び防衛電子機器を生産する企業であるので、再組織された以降は、新たな競争優位を確立する必要がある。しかし、ベンチャー・キャピタルのような継続的に投資するファンドからの裏付けがなかったため、TIはイノベーションとR&Dの市場性及び株主に対する利益率を考慮し、継続的に新たな市場を開拓し、製品の収益性に基づいて投資側からの資金を調達するしかなかった。したがって、投資資金の属性により、イノベーションとR&Dの方針には変化が生じ、戦略投資により競争優位を確立する意思決定は左右され、それとともに、企業における競争優位の持続可能性及び抑制力は異なる。

年度	製品
1954	世界最初の商業化されたシリコン・トランジスター
1954	世界最初のトランジスター・ラジオ
1958	Jack Kilbyは集積回路を発明した。
1967	手持ちの電卓
1970	シングルチップのマイクロコントローラー
1987	デジタル光処理装置（DLP chip）
1990	TI-81 計算機を発売した。

表4 Texas Instrumentの創業から1990年代までの重要な技術革新及び製品の開発
出典) TI 公式サイト

3-4 Intelにおける戦略投資と競争優位を裏付けるキャパシティ

IntelはR&D及び工場設備に対する価値（収益性）ベースの戦略投資を通して、アクションベースの競争優位を構築するのに必要なキャパシティを確立した。Intelの1985年の年次報告書に掲載されている財務状況のまとめによると、「工場及び設備に対する純投資」、「運転資本からの工場及び設備に対する追加の投資」、「R&D投資」、「セールスのコスト」などの項目は、純利益の約1.63倍である。1985年は半導体業界の低迷期であり、その状況はその他のコンピューター関連の産業へ蔓延した。それと同時に、半導体製品に対する需要が大幅に減少したので、純利益は約19%減少した。しかし、ハイテク産業は収益率を上げるために「収益増加の経済」を発揮する必要があるので、1984年に比べると純利益は減少したが、製品のパフォーマンスを向上させるためのR&D及び工場設備に対する戦略投資は増加された（Intel Corporation Annual Report 1985）。つまり、Intelは研究開発能力を向上させ、生産コストを抑える戦略投資を通して、アクションベースの競争優位を裏付けるキャパシティを確立した。

	1985(\$1,000)	1984(\$1,000)
工場及び設備に対する純投資	848,246	778,282
運転資本からの工場及び設備に対する追加の投資	236,216	388,445
R&D投資	195,171	180,168
セールスのコスト	943,435	882,738
純利益	1,364,982	1,629,332

表5 Intelの財務データ（財務状況のまとめ）

出典) Intel Corporation Annual Report 1985

3-5 Intelにおけるアクションベースの競争優位のダイナミズム

中間市場において取引可能な無形資産を中心にするハイテク産業において、核心的な競争優位は企業発展の異なる段階において異なる可能性がある。それは、必要にして十分なファイナンスが存在する前提で、戦略投資の意思決定により左右される。特に揺籃期の企業にとって、核心的な競争優位に制約がある場合、競争優位を拡大、維持するため、企業は戦略投資の意思決定を通じて、新たな競争優位を確立する必要性がある。

企業が競合他社に対して抑制力を発揮し、競争優位を確保するためには適切な戦略投資が必要である。ファイナンスを通じて調達した必要にして十分なカネを付加価値を生み出す資産にまず優先的に投資しないと、競合他社に対する抑制力は制約され、競争優位は不安定である。揺籃期におけるIntelの場合、自社独自の経営方針を定め、新たな市場を開拓する画期的な製品を開発する目標を揺籃期の前にすでに認識した。つまり、適切な戦略投資によりファイナンスのパフォーマンスを最適化する投資判断ができないと、必要にして十分なカネは、抑制力を発揮し、競争優位を確保するための役割を果たせない。

適切な戦略投資を通じて確立された競争優位の積み重ねは、新たな競争優位の確立へつなげる可能性が大きい。競争優位の積み重ねとともに、企業における研究開発能力、財務状況、知的財産の累積などは徐々に強化され、次の新たな競争優位を確立する必要にして十分な資源を調達できる。したがって、企業は戦略投資を通じて競争優位を確立することを意識すべきだけでなく、既存の競争優位に限界がある場合、戦略投資の意思決定を通じて新たな競争優位を確立しなければならない。

1980年代にマイクロ処理装置産業における競争優位を確立するまでに、Intelの揺籃期における重要な戦略投資の意思決定は合計3回である。最初の戦略投資は、最初に商業化された「3101」メモリー・チップである。「3101」を計算機を生産する企業へ提供することにより、Intelは創業以来の最初の重要な収益を稼いだ。「3101」の成功とともに、企業におけるキャッシュ・フロー及び研究開発費用がある程度積み重ねられたことで、Intelは「1103」メモリー・セルを開発、生産した。「1103」は伝統的なメモリー・チップより生産コストを抑えられ、データを蓄積する能力及び反応のスピードが格段に良くなった。「3101」及び「1103」の開発及び商業化により蓄積されたキャッシュ・フローとHoneywellからの資金により、Intelは揺籃期において一番重要な

戦略投資を行い、「4004」、「8008」マイクロ処理装置を開発した。「4004」は世界最初の商業化されたマイクロ処理装置で、その次世代の製品である「8008」は大量生産、大量販売を実現できたと同時に、IBMに選ばれて「システム360」のためにマイクロ処理装置を独占的に提供した。さらに、Intelはマイクロ処理装置を自社のみで生産し、その他のPCメーカーにも製品を提供した。「4004」と「8008」は、IntelのIPOへ繋がった最も重要な製品であると同時に、1980年代にIntelのマイクロ処理装置産業におけるトップ・レベルの市場シェアと高収益性を確保した。

Intelは「収益増加の経済」を発揮したと同時に、「収益増加の経済」のメリットを利用して持続する競争優位を確保した。1980年代にメインフレーム市場のシェアが一番高かったIBMにマイクロ処理装置を独占的に提供したことは、Intelが「収益増加の経済」を発揮した発端となった。それ以降、Intelは高い市場シェアからの高収益性により、周期的に製品の開発、更新を行うことで、ハイテク産業における「プラットフォーム・リーダー」としての競争優位を維持し、企業の影響力を拡大した。つまり、Intelの本質的な抑制力は、ファイナンスにより裏付けられる。

既存の競争優位だけを一貫して確保する企業は、環境変化に適応できない。Intelにおける内部留保と外部金融を兼用する戦略投資は、競争優位を確立、発展、更新するのに必要不可欠である。周期的な製品開発は莫大な研究開発費用が必要で、内部留保またはデット・ファイナンスだけの投資では、企業の財務体質へネガティブな影響を与える可能性が大きい。IPOの後に資本市場のファイナンスにより、揺籃期に蓄積された技術開発力及び知的財産の競争優位をさらに拡大し、長期的に維持できるようになった。揺籃期におけるIntelが採用したベンチャー・キャピタル、内部留保及びデット・ファイナンスの資金を利用して競争優位を確立した後に、エクイティ・ファイナンスで競争優位を拡大、維持した戦略投資は、競争優位のダイナミズムを維持するために必要不可欠である。したがって、中間市場において取引可能な無形資産からの競争優位を中心にする企業は、自社における競争優位を定期的に見直し、競争優位からの抑制力を更新すると同時に、ダイナミックで持続可能な競争優位を維持する必要がある。

結論

揺籃期における企業は、アクションベースの競争優位を確立すべきである。産業構造において存続するためには、競合他社より効率良く競争優位を確立しなければならないので、企業は戦略投資を通じて構築可能なアクションベースの競争優位に注目すべきである。アクションベースの競争優位を構築するためには見える資産が必要であり、それらの資産は一定の期間内で調達可能であると同時に、見える資産であるカネで交換可能である。従って、企業は揺籃期から必要にして十分なカネを調達できるファイナンスと企業における長期的な収益性に注目する価値（収益性）ベースの戦略投資の意思決定に基づいて、アクションベースの競争優位を構築すべきである。

競争優位の累積は新たな競争優位の構築へつながる場合があり、それを実現するためには持続可能な価値（収益性）ベースの戦略投資が必要である。企業は定期的に競争優位を見直す必要があると同時に、以下の基準に従って既存の競争優位を評価する必要がある。まずは、競争優位を拡大、維持するための見える資産が一定の期間内で調達可能である。次に、既存の競争優位は競合他社に対して抑制力を持ち、競争優位を拡大、維持するためのファイナンスが継続される。また、企業が調達可能なカネを運用し、競合他社に対して現在より強い抑制力を発揮するキャパシティに対する戦略投資の選択肢は十分考慮されるべきである。

アクションベースの競争優位のダイナミズムは、経営に関する諸活動の再構築により実現される。諸活動の再構築を裏付ける戦略投資を行うためには、見える資産であるカネのダイナミズムを重視する必要がある。見える資産であるカネのダイナミズムはファイナンスの性質と並行し、競争優位の構築に対する影響により明らかになる。つまり、ファイナンスに関する意思決定は戦略投資を制約する可能性があるので、投資案件が形成した後にファイナンスに関する意思決定を行い、価値（収益性）ベースの判断基準に基づいて戦略投資を行う必要がある。

本稿で事例分析を行う際に、着目した要素は以下である。まずは、分析対象企業の産業構造における競争優位が確立した時期である。次に、分析対象企業の該当期における競争優位及び競争優位の源泉について分析した。さらに、分析対象企業の戦略投資の方向性を競争優位が構築される因果関係の観点から重視した。

本稿で事例分析を通じて分析した企業は、投資案件が形成した後にファイナンス及び戦略投資に関する意思決定を行った典型的な企業である。GMは揺籃期から外部金融を積極的に運用し、複数の自動車関連企業を買収、設立した。それ以降、外部金融の裏付けにより、GMは多様化の製品ラインからの競争優位を極めた。Disneyは高品質なアニメーション作品を制作するため、揺籃期における人脈ベースの資金調達から、主な投資側であるBank of Americaの信頼を獲得し、高額な信用枠を申請できた。Intelの創業者はハイテク分野における経験及び業績に基づいて、競争優位の源泉となる新たな製品を開発、生産するための費用をベンチャー・キャピタルを通じて調達した。それ以降、IntelはIPOを通じて持続可能な戦略投資を可能にした。したがって、投資案件が形成した後に、ファイナンスと戦略投資に関する意思決定を行うことは、見える資産であるカネのダイナミズムにより発生する戦略投資に対する制約を有効に緩和できる。

投資案件が形成した後にファイナンス及び戦略投資に関する意思決定を行う合理性の根拠は、アクションベースの競争優位を構築するのに必要なキャパシティは、戦略投資に関する意思決定により形成されることである。つまり、戦略投資を通じて形成されるキャパシティは企業における核心的な競争力であり、競合他社に対して抑制力を持つ（Porter, 1980）。産業構造において存続すると同時に優位に立つ企業は、「ファイナンス、価値（収益性）ベースの戦略投資、キャパシ

ティの形成、アクションベースの競争優位の構築」のプロセスにおいて競合他社より効率的に実行する成果に基づいて、持続可能な戦略投資を通じて、持続可能な競争優位を拡大、維持できる共通の特徴を持つ。

	創立時間	競争優位が確立した時期	競争優位の源泉	主なキャパシティ	有形固定資産・（中間市場において取引可能な）無形資産
General Motors	1908年	1928年	外部金融（du Pontの資金、シンジケート・ローン）	工場設備及び流通チャンネル	有形固定資産
Walt Disney Company	1923年	1937年	外部金融（Bank of America）、人脈ベースの資金調達	高品質なアニメーションを制作する技術と人材；テーマパークを中心とする有形固定資産	有形固定資産・（中間市場において取引可能な）無形資産
Intel Corporation	1968年	1985年以降	ベンチャー・キャピタルとIPO	R&D能力及び工場設備	（中間市場において取引可能な）無形資産

表1 事例分析のまとめ

出典) 筆者作成

本稿で分析した三つの企業は、創立してから20年以内に産業構造における競争優位を確立し、競合他社を主導する企業になった。それは、価値（収益性）ベースの戦略投資を通じてアクションベースの競争優位を構築する合理性を証明した。仮に、アクションベースの競争優位の代わりにリソースベースの競争優位を構築するのであれば、長期的な見えざる資産を蓄積する競争により、三つの企業は揺籃期において産業構造で淘汰された可能性がある。

企業におけるアクションベースの競争優位を裏付けるキャパシティは、企業における有形資産または中間市場において取引可能な無形資産である。GMにおけるキャパシティは工場設備及び流通チャンネルで、Walt Disney Companyにおけるキャパシティは高品質なアニメーションを制作する技術と人材及びテーマパークを中心とする有形資産である。それと同時に、IntelにおけるキャパシティはR&D能力及び工場設備である。それらのキャパシティは戦略投資を通じて確立可能であり、必要な経営資源は一定の期間内で調達可能である。

本稿で分析した三つの事例は、価値（収益性）ベースの戦略投資を通じて成功した代表事例である。価値（収益性）ベースの戦略投資は企業の長期的な利益のある成長へ注目し、適切な戦略投資の意思決定を通じて確立するキャパシティは競合他社に対して抑制力を持つと同時に、持続する競争優位として発展する可能性が大きい。さらに、投資案件が形成した後に見えざる資産であるカネを調達し、戦略投資を行うことは、ファイナンスの性質により競争優位を裏付けるキャパシティの確立を促進または阻害する可能性がある。価値（収益性）ベースの戦略投資の判断基準は、アクションベースの競争優位を確立、拡大、維持するために必要不可欠である。

揺籃期における企業は、ファイナンス及び価値（収益性）ベースの戦略投資に関する意思決定を通じて、産業構造におけるアクションベースの競争優位を構築すべきである。その理由は二つである。まずは、アクションベースの競争優位は戦略投資を通じて構築可能であり、競争優位を裏付け

るキャパシティを確立するための見える資産は一定の期間内で調達可能である。次に、一定の期間内で調達可能な見える資産により構築されるアクションベースの競争優位は、揺籃期の企業の産業構造における優位なポジションを効率的に確保できる。従って、揺籃期における企業は価値（収益性）ベースの戦略投資を行うための必要にして十分なカネの調達を通じて勝負する。

揺籃期以降の企業は、持続可能な価値（収益性）ベースの戦略投資に関する意思決定を通じて、産業構造における持続可能な競争優位を構築すべきである。既存のアクションベースの競争優位を拡大、維持する必要があると同時に、その産業構造における競合企業に対する抑制力を見直すべきである。それは、戦略投資により確立された競争優位を裏付けるキャパシティを見直すことであり、戦略投資の方向性に対する調整でもある。

産業構造における優位なポジションを効率的に確立するため、企業は揺籃期から必要にして十分なカネを調達するファイナンスと価値（収益性）ベースの戦略投資に関する意思決定を重視する必要がある。それと同時に、ファイナンスの効率性およびキャパシティの抑制力を基準に、企業におけるアクションベースの競争優位は定期的に見直される必要がある。それにより、持続可能な競争優位は拡大、維持できる。つまり、持続可能な価値（収益性）ベースの戦略投資により持続可能な競争優位を維持できれば、蓄積するために長い期間を必要とし、中間市場においてカネで交換不可能なダイナミック・ケイパビリティにより裏付けられるリソースベースの競争優位の合理性及び理論的基盤は、見直される必要がある。

具体的な課題は三つである。まずは、見える資産と見えざる資産の本質的な区別がカネとの交換の可能性であるが、見えざる資産が蓄積される経緯に基づいて、新たに論証される必要がある。次に、仮に同じ抑制力を持つキャパシティまたはケイパビリティで裏付けられる競争優位が構築可能であれば、見える資産と見えざる資産は互換性を持つ。つまり、競争優位を構築する観点から、見える資産と見えざる資産が経営資源として互換性を持つ場合、アクションベースとリソースベースの競争優位の境界線は曖昧になる。しかし、競争優位の構築における見える資産と見えざる資産の間に存在する互換性に関する議論は空白である。最後に、見える資産の物理的不可欠性の観点から、アクションベースの競争優位を否定してリソースベースの競争優位について議論する合理性について見直す必要がある。

参考文献

- Ansoff H. Igor 1988 “*The New Corporate Strategy*” New York : Wiley
- Adner, R., & Helfat, C. E. 2003 “Corporate Effects and Dynamic Managerial Capabilities” *Strategic Management Journal*, 24(10), pp. 1011–1025.
- Alberts, William W. and James M. McTaggart 1984 “Value Based Strategic Investment Planning” *Interfaces*, *Strategic Management* Vol. 14, No. 1 (Jan. - Feb.,1984), pp. 138-151
- Anbinder, Jacob 2018 “Selling the World: Public Relations and the Global Expansion of General Motors, 1922-1940” *The Business History Review* Vol. 92, No. 3 (Autumn, 2018), pp. 483-507
- Ayyagari, Meghana, Asli Demirgüç-Kunt and Vojislav Maksimovic 2011 “Firm Innovation in Emerging Markets: The Role of Finance, Governance, and Competition” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 46, No. 6 (Dec., 2011), pp. 1545-1580
- Ayyagari, Meghana, Asli Demirgüç-Kunt and Vojislav Maksimovic 2017 “What Determines Entrepreneurial Outcomes in Emerging Markets? The Role of Initial Conditions” *The Review of Financial Studies*, Vol. 30, No. 7 (July, 2017), pp. 2478-2522
- Barrier, Michael 2003 “*Hollywood Cartoons: American Animation in Its Golden Age* (English Edition)” Oxford University Press
- Berlin, Leslie R., 2001 “Robert Noyce and Fairchild Semiconductor, 1987-1968” *Business History Review* , Volume 75 , Special Issue 1: Special Issue: Computers and Communications Networks (Spring, 2001), pp. 63 - 101
- Bernstein, Shai 2015 “Does Going Public Affect Innovation?” *The Journal of Finance*, Vol. 70, No. 4 (Aug., 2015), pp. 1365- 1403
- Carroll, Glenn R. and Michael T. Hannan 2000 “*The Demography of Corporations and Industries*” Princeton University Press
- Campbell, Kelly M., 2001 “Not Only Microsoft: The Maturing of the Personal Computer Software Industry, 1982–1995” *Business History Review* , Volume 75 , Special Issue 1: Special Issue: Computers and Communications Networks (Spring, 2001), pp. 103 - 145
- Chandler, Alfred D. Jr 1962 “*Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise*” Cambridge, Mass. : M.I.T. Press
- Chandler, Alfred D. Jr 1964 “*Giant Enterprise : Ford, General Motors, and the Automobile Industry : Sources and Readings*” New York : Harcourt, Brace & World
- Chandler, Alfred D. Jr, Stephen Salsbury 1971 “*Pierre S. Du Pont and the Making of the Modern Corporation*” New York : Harper & Row
- Chandler, Alfred D. Jr 1992 “Organization Capabilities and the Economic History of the Industrial Enterprise” *Journal of Economic Perspectives* Volume 6, Number 3 (Summer, 1992), pp. 79-100
- Chytry, Josef 2012 “Walt Disney and the Creation of Emotional Environments: Interpreting Walt Disney's Oeuvre from the Disney Studios to Disneyland, CalArts, and the Experimental Prototype Community of Tomorrow (EPCOT)” *Rethinking History*, 16:2, pp. 259-278

- Curcio, Vincent 2000 *“Chrysler : the Life and Times of an Automotive Genius”* New York : Oxford University Press
- Davis, Elizabeth 2019 “Historically Yours: Mickey Mouse is Born” *Jefferson City News Tribune*. Archived June 25, 2019.
- Eliot, Marc 1993 *“Walt Disney : Hollywood's Dark Prince : A Biography”* Secaucus, N.J. : Carol Pub. Group
- Gawer, Annabelle, Michael A. Cusumano 2002 *“Platform leadership : How Intel, Microsoft, and Cisco Drive Industry Innovation”* Boston, Mass. : Harvard Business School Press
- Gluck, Frederick W., Stephen P. Kaufman, A. Steven Walleck 1980 “Strategic Management for Competitive Advantage” *Harvard Business Review*
- Hayes, Carol A., 1985 “Cartoon Producer Recalls Early Days” *New York Times*. (Apr. 28, 1985)
- Henderson, Bruce D., 1979 *“Henderson on Corporate Strategy”* Cambridge, Mass. : Abt Books
- Hillier, David, Mark Grinblatt and Sheridan Titman 2012 *“Financial Markets and Corporate Strategy”* McGraw-Hill Education
- Hill, Charles W.L. and Snell Scott A., 1988 “External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research- Intensive Industries” *Strategic Management Journal*, Vol. 9, No. 6 (Nov. - Dec.,1988), pp. 577-590
- Horgan, John J., 1921 “Henry Ford: Captain of Industry” *An Irish Quarterly Review*, Vol. 10, No. 39 (Sep., 1921), pp. 437- 450
- Hyde, Charles K., 2003 *“Riding the Roller Coaster : A History of the Chrysler Corporation”* Detroit, Mich. : Wayne State University Press
- Jackson, Tim 1997 *“Inside Intel : How Andy Grove Built the World's Most Successful Chip Company”* London : Harper Collins
- Jefferys, Steve 1986 *“Management and Managed: Fifty Years of Crisis at Chrysler”* Cambridge University Press.
- Jones, Jack 1971 “Roy O. Disney”. *Los Angeles Times*. (Dec 21, 1971)
- Johnston, Moira 1990 *“Roller Coaster : The Bank of America and the Future of American Banking”* New York : Ticknor & Fields
- Jung, Jaemin 2003 “The Bigger, the Better? Measuring the Financial Health of Media Firms” *The International Journal on Media Management* Vol. 5 – No. IV (Jan., 2003), pp. 237-150
- Kimes, Beverly Rae; Clark, Henry Austin 1996 *“Chrysler In Standard Catalog of American Cars 1805-1942 (Third ed.)”* Krause Publications. p. 306.
- Kochhar, Rahul and Michael A. Hitt 1998 “Linking Corporate Strategy to Capital Structure: Diversification Strategy, Type and Source of Financing” *Strategic Management Journal*, Vol. 19, No. 6 (Jun., 1998), pp. 601- 610
- Krasniewicz, Louise 2010 *“Walt Disney: A Biography”* ABC-CLIO.
- Lerner, Josh Ann Leamon 2012 *“Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship(second edition)”* John Wiley & Sons

- Link, Stefan 2018 “The Charismatic Corporation: Finance, Administration, and Shop Floor Management under Henry Ford” *The Business History Review* 92 (Spring, 2018), pp. 85-115
- Myers, Stewart C., 1984 “Finance Theory and Financial Strategy” *Interfaces*, Jan. - Feb., 1984, Vol. 14, No. 1, *Strategic Management* (Jan. - Feb., 1984), pp. 126-137
- Madden, Scott M., 2017 “*The Sorcerer`s Brother: How Roy O. Disney Made Walt`s Magic Possible*” Theme Park Press
- Roe, Mark J., 2014 “Structural Corporate Degradation Due to Too-Big-to-Fail Finance” *University of Pennsylvania Law Review* , May 2014, Vol. 162, No. 6 (May, 2014), pp. 1419-1464
- Nicholas, Tom 2019 “*VC: An American history*” Cambridge, Mass. : Harvard University Press
- North, Douglass C. 1961 “*The Economic Growth of the United States, 1790-1860*” Englewood Cliffs, N.J. : Prentice-Hall
- Nye, Doug 1993 “In Glorious Color” *The Washington Post*. (Archived Dec. 28, 1993)
- O’Sullivan, Mary 2005 “Chapter 9 Finance and Innovation” In Fagerberg Jan, David C. Mowery and Richard R. Nelson(ed) “*The Oxford Handbook of Innovation*” Oxford ; Tokyo : Oxford University Press
- Penrose, E., 1959 “*The Theory of the Growth of the Firm*” Basil Blackwell, London.
- Pierce, Todd J., 2016 “*Three Years in Wonderland : The Disney brothers, C. V. Wood, and the Making of the Great American Theme Park*” Jackson : University Press of Mississippi
- Porter, Michael E., 1980 “*Competitive Strategy : Techniques for Analyzing Industries and Competitors*” New York : Free Press
- Porter, Michael E., 1985 “*Competitive Advantage : Creating and Sustaining Superior Performance*” New York : Free Press
- Rae, John B., 1958 “The Fabulous Billy Durant” *The Business History Review* Vol, 32, No.3 (Autumn 1958), pp. 255-271
- Raff, Daniel M. G., 1991 “Making Cars and Making Money in the Interwar Automobile Industry: Economies of Scale and Scope and the Manufacturing behind the Market” *The Business History Review*, Vol. 65, No. 4, The Automobile Industry (Winter, 1991), pp. 721-753
- Rizzuto, Ronald J., 2006 “Chapter 9 Issues in Financial Management(pp. 145-159)” In Alan B. Albarran, Sylvia M. Chan-Olmsted, Michael O. Wirth(ed) “*Handbook of Media Management and Economics*” Lawrence Erlbaum Associates, Publishers (Taylor & Francis)
- Rockefeller, J. D., 2016 “*The Story of Walt Disney*” CreateSpace Independent Publishing Platform
- Schumpeter, Joseph A., 1912 “Theorie Der Wirtschaftlichen Entwicklung” Leipzig : Duncker & Humblot
邦訳：『経済発展の理論』 八木紀一郎 荒木詳二 訳 日本経済新聞出版社
- Shapiro, Carl 1989 “The Theory of Business Strategy” *The RAND Journal of Economics*, Vol. 20, No. 1. (Spring, 1989), pp. 125-137.

- Soppe, Aloy 2004 “Sustainable Corporate Finance” *Journal of Business Ethics*, Aug., 2004, Vol. 53, No. 1/2, Building Ethical Institutions for Business: Sixteenth Annual Conference of the European Business Ethics Network (EBEN) (Aug., 2004), pp. 213-224
- Sylla, Richard 2002 Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, Carmen Reinhart (ed) “*Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System Chapter1 A Historical Primer on the Business of Credit Rating(pp19-40)*” Springer Science+Business Media New York
- Steffens, John 1994 “*Newgames : Strategic Competition in the PC Revolution*” Oxford ; New York : Pergamon Press
- Teece, David J., Gary Pisano and Amy Shuen 1997 “Dynamic Capabilities and Strategic Management” *Strategic Management Journal*, Vol. 18:7, 509-533
- Teece, David J., 2007 “Explicating Dynamic Capabilities: The Nature and Microfoundations of (sustainable) Enterprise Performance” *Strategic Management Journal*, 28(13), pp. 1319–1350
- Teece, David J., 2009 “Dynamic Capabilities & Strategic Management : Organizing for Innovation and Growth” Oxford University Press Inc., New York
- Teece, David J., 2018 “Dynamic Capabilities as (workable) Management Systems Theory” *Journal of Management & Organization*, 24(3), pp. 359–368.
- Teece, David J., 2023 “*The Evolution of the Dynamic Capabilities Framework*” In Richard Adams, Dietmar Grichnik, Asta Pundziene, Christine Volkmann(ed) “*Artificiality and Sustainability in Entrepreneurship: Exploring the Unforeseen, and Paving the Way to a Sustainable Future*” Springer
- Thomas, Bob 1983 “*Walt Disney : An American Original*”
邦訳：『ウォルト・ディズニー：創造と冒険の生涯』玉置悦子, 能登路雅子訳 東京：講談社
- Vernon, Raymond 1966 “International Investment and International Trade in the Product Cycle” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80, No. 2 (May, 1966), pp. 190-207
- Wasko, Janet 2020 “*Understanding Disney: The Manufacture of Fantasy*” Polity Press
- Williamson, Oliver E., 1975 “*Markets and Hierarchies*” Free Press New York
- Yost, Mark 2012 “A Nation of Drivers” *The Wall Street Journal*. (Jan. 31, 2012)
- Yung, Chris 2016 “Making Waves: To Innovate or Be a Fast Second?” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 51, No. 2 (Apr., 2016), pp.415-433
- 伊丹敬之, 軽部大編著 2004 『見えざる資産の戦略と論理』 東京：日本経済新聞社
- 田村正紀 2006 『リサーチ・デザイン：経営知識創造の基本技術』 東京：白桃書房
- 三品和広（著）小池和男, 洞口治夫（編）2006 『経営学のフィールド・リサーチ：「現場の達人」の実践的調査手法 第3章：部分と全体』 東京：日本経済新聞社
- 小谷範人 2009 『シンジケートローン市場構造と市場型間接金融』 広島：溪水社
- Intel Corporation Annual Report 1985
- Report of General Motors Corporation for the Fiscal Year ended Dec. 31, 1920

Report of General Motors Company for the Fiscal Year ending July 31, 1916

Twentieth Annual Report of General Motors Corporation Year Ended Dec. 31 1928

Walt Disney Productions Annual Report Fiscal Year Ended Oct. 1, 1955

TEA/AECOM 2022 Theme Index and Museum Index: The Global Attractions Attendance Report

Canadian Broadcasting Corporation. Apr. 23, 2020. "How Mickey got Disney through the Great Depression"

GM Heritage 2023 https://www.gm.com/heritage?evan25=gmhc_redirect

Intel museum. Intel Corporation. July 2005. Archived from the original on Aug. 9, 2007

Texas Instruments Incorporate 公式サイト <https://www.ti.com/about-ti/company/overview.html>