

## 論文の内容の要旨

### 日本の金融システムの変革 ーベンチャーファイナンスを中心にー

社会イノベーション研究科  
社会イノベーション専攻  
学籍番号：10P1001  
氏 名：藤倉孝行

#### 第1章 本研究の目的と研究課題

本研究は、我が国の金融システムがどのような変遷を辿り、その際、どのような法制度を採り入れ金融システムを整備してきたのかを踏まえ、今後、我が国の金融システムがどのようにしてリスクマネーの機能をより有効的に発揮するのかということを検討する。その際、実務的観点と学術的観点という2つの視点から、客観的かつ実証的な分析に取り組み、本研究を通じて政策に貢献したいと考える。特に、金融システムにおけるイノベーションとしてのベンチャーファンドシステムの有効性を分析する。具体的には、我が国の金融システムが歴史的変遷を辿り、どのような法制度を採り入れ金融システムが発展してきたかについて整理し、今後、我が国の金融システムがリスクマネーの供給を有効的に発揮できるかについて検討する。

#### 第2章 金融システムと法系論ー法的起源説からの一考察ー

日本の金融システムにおいて、とりわけ、市場型金融システムないし市場型間接金融の重要性が指摘される中で、金融商品取引法の果たす役割が増大する点に注目し、日本の金融法制の整理とその基本的理念を明らかにする。法学には比較法学という分野があり、中でも法制度を英米法（以下、「コモン・ロー」）対大陸法（以下、「シビル・ロー」）と区別する法系論という考え方がある。法系論は、20世紀後半に全盛を極めたが、1980年代後半から批判の対象になり、近年では法系論の必要性について疑う論文も発表されているが、法的起源説論者と称されるアメリカの経済学者 LLSV らの登場によって再び注目を浴びる

ことになった。彼らは計量経済学的手法を用いながら、経済発展と法伝統や法的起源の関係について検証を行なった。法的起源説により日本の金融法制を整理すると、コモン・ローとシビル・ローの折衷型、金融システムは、市場金融モデル (Market-based System) と産業金融モデル (Bank-based System) が並列する複線型の金融システムと整理することができる。その中核をなす法律が金融商品取引法であると整理することができる。

### 第3章 国内ベンチャーファンドシステムの実態

日本の金融システムは、市場型金融システム的环境整備を進めている。本研究では、新産業を創出する仕組みとして期待されるベンチャーファンドに焦点を当て、「中小有責法」、「金商法」、「会社法」といった法整備が投資環境に与える影響について、アンケート調査を実施して整理した。アンケート調査によれば、法制度の整備が進められたことにより、リスクとリターンが見合うような資本政策の構築が容易になったことが分かった。また、企業の成長段階に応じて投資する VC が異なり、それぞれの VC が得意とするハンズオン支援により、企業の成長が促進されるようなエコシステムが形成されはじめ、「エクイティベース・リスク分担・ネットワーク」といったシリコンバレーモデルが我が国においても近づいているといえる。

### 第4章 ベンチャーファイナンスの有効性①－IPO 前企業のデータによる分析－

VC の選別機能と支援機能に関する国内の先行研究は、データの制約から IPO 前後における分析が中心であったことから、投資時点から IPO に至るまでの投資先企業に与える VC の影響を正確に捉えることはできていない。本研究の目的は、投資手法が IPO に至るまで (IPO 直前期) に企業の成長 (売上高) に与える影響について計量的に分析することである。リード VC の特徴 (スペシャリスト型 VC とジェネラリスト型 VC) と投資手法 (シンジケート投資と段階的投資) により投資先企業に与える影響について分析している。データセットは、2008 年から 2013 年に新興市場にて IPO した企業への投資データを利用する。本研究で用いるモデルは、企業の成長 (売上高) の要因を明らかにするために、コブダグラス型の生産関数を想定して、OLS 法による分析を行なう。分析結果として、シンジケート投資については、投資先企業の情報を VC 間で共有し、ハンズオン支援を分担した投資行動になっていないと考えられる。スペシャリスト型 VC についても同様のことが言える。段

階的投資については、スペシャリスト型 VC において実施され、企業の成長に貢献していると考えられる。

## 第5章 ベンチャーファイナンスの有効性②—種類株式投資についての分析—

日本国内の VC は、種類株式を利用した増やしている。投資先企業との利害調整だけではなく、VC 間の利害調整が必要になっていることが要因として考えられる。種類株式による投資が企業の売上高に与える影響について計量的に分析することは意義が高い。本研究で用いるモデルは、企業の成長（売上高）の要因を明らかにするために、コブダグラス型の生産関数を想定して、OLS 法による分析を行なう。分析には、IT 系企業に特化したファンドを運営する VC8 社から入手した投資先企業の財務データと株式内容を利用している。分析対象は 2011 年以降に投資した企業 79 社である。分析結果として、VC はリスクが高い成長段階では、種類株式を利用してリスクを軽減していることが考えられる。また、IT 系企業に投資する VC は積極的なハンズオン支援して企業の成長に貢献していることが考えられる。

## 第6章 結語

本研究の意義は、我が国の金融システムにおけるイノベーションについて、歴史的発展経路を確認し、発展途中にあるベンチャーファイナンスシステムについての有効性について分析したことにある。歴史的発展経路を一つの視点により整理したことで、我が国の金融システムはどのような金融法制の上で構築しようとしてきたのか、そして今後金融システムを構築するうえで、どのような金融法制が望ましいのかについて示唆を得たといえる。新産業の創出を促す機能として期待されるベンチャーファイナンスについては、投資手法としてシンジケート投資や段階的投資について分析し、ハンズオン支援についてはアンケート調査により投資実態を確認することにより、本来焦点とすべき IPO に至るまでのベンチャーファンドの影響について分析している。法整備により今後更なる活用が期待される種類株式について分析したことも本研究の特徴といえる。

本研究の課題は、ベンチャーファイナンスシステムの分析に係る分析対象・期間、金融システム全体への影響力の測定にある。法学的アプローチにより日本の金融法制の歴史的変遷を整理したが、銀行法を中心とした変遷を整理していることから金融法制全体を捉えているとは言い切れない。実証分析については、調査対象があくまでも IPO を果たした企

業を対象にしていることから、ベンチャーファンドによる投資の有効性について一部分の分析に留まっている。種類株式、ハンズオン支援に関するアンケート調査は、限られた特定の VC に対して実施していることから偏った回答結果になっている可能性が高い。業界動向を把握するならば、調査対象数を増やす必要がある。種類株式に関する実証分析についてはファンド運営期間の終了を待たず、中間時点の状況を見たものである。ファンド運営期間終了後にファンドの収益を中心とした更なる分析を進める必要がある。