

論文審査の結果の要旨

氏名：藤倉 孝行

論文題目：日本の金融システムの変革 ～ベンチャーファイナンスを中心に～

I. 論文の要旨

1. 論文の目的

(1) 研究の問題意識と背景

本論文は、日本の金融システムの変遷を法的起源論に依拠しつつ、日本の金融システムがいかなる法制度を採り入れて、その整備を行ってきたのかを踏まえ、今後、日本の金融システムがリスクマネーの機能をより有効的に発揮可能にするのか、という問題意識に基づくものである。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んでいるが、これは申請者が社会人として在籍していたことに依るものである。申請者は、金融庁行政官、中小企業基盤整備機構での政策実施運営担当という実務経験があり、実務の理論的背景の深耕とその実証を試みるべく、社会人としての経験と知見に依拠するという特色を持つ。

その問題意識はイノベーションが経済とくに日本経済の発展に不可欠の要素であり、地域経済の均衡的発展ないし経済発展の果実を地域的に均霑するには金融的にいかなる手法が重要かを意識しつつ、それを実現する金融システムの態様・金融イノベーションを分析している。その際、金融システムの根幹はその法制面の制約が大きいことを意識しているが、これは金融行政に携わった経験に基づくものである。

本論文は、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ことを最終目的としている。その目的に向けて、日本の金融システムの歴史的変遷を辿り、いかなる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た上で、日本のベンチャーファイナンスを検討することとしている。

(2) 研究の視点と方法

金融システムは、その法的制度・法的基盤に規定されるというのが、本論文の基本的な研究の視点である。特に金融法制は、1990 年代の金融システム不安を受けて、世界規模で種々の制度改革が行われた経緯がある。金融イノベーションの進展の下で金融システムの規制緩和が進む一方、金融機関の不良債権問題への対応から金融規制の再構築などセイフティネット機能が強化された。その過程で金融システムの国際比較分析が展開され、経済関連法に注目した比較法的視点の法的起源論が提起された。

本論文の基本的視点は、法的起源論の問題意識と平仄を合わせるもので、その帰結から

金融システムの根源的理解には法起源が重要との立場を明確にする。その上で、1990 年代末以降、日本の金融システムが従来の間接金融優位（産業金融システム）から市場型システムに移行した状況を踏まえ、イノベーションを実現するリスクマネー供給のためには市場型システムの活用とくにファンド機能の活用の重要性を指摘という論理構成をとる。

法的起源論および日本の金融システムの理解については、先行研究の文献研究および政府の公式文書の精査、金融商品取引法という金融行政の基本法の詳解を行う一方、ベンチャーファイナンスについては実際のベンチャーキャピタリストへのヒアリングおよび最新のデータを活用した計量分析を実施した。

具体的には、法整備によってリスク・リターンが見合う資本政策の構築が変化したかをベンチャーキャピタリスト（VC）へのアンケート調査を用いて考察し、その投資手法が多様化した状況を明らかにした。次に、実証分析では VC の選別機能と支援機能に関する国内の先行研究は IPO 時点の前後における分析が中心であったことから、投資開始時点から IPO に至るまでの投資手法（シンジケート投資、段階的投資）や VC の特徴（スペシャリスト型とジェネラリスト型）が投資先企業に与える影響を分析した。商法改正・会社法制定によりその利用が活性化された種類株式の導入がベンチャーファイナンスにも影響を及ぼしていることを解明した。

2. 論文の構成

(1) 本論文の構成

本論文の構成は以下の通りである。

第 1 章 本研究の目的と研究課題

研究の問題意識と研究課題の提示

第 2 章 金融システムと法系論

法的起源論（法系論）のサーベイとその意義の整理、日本の金融法制の整理・検討と金融商品取引法の詳解

第 3 章 国内のベンチャーファンドシステム

ベンチャーファンドの法制の整理、ベンチャーキャピタリストへのヒアリング等

第 4 章 ベンチャーファイナンスの有効性①

最新データによる計量分析

第 5 章 ベンチャーファイナンスの有効性②

ベンチャー投資における種類株式の活用の計量分析

第 6 章 結語

(2) 各章の概要

本論文の概要は以下の通りである。

第 1 章は、本研究の目的と研究課題で、日本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、日本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、いうことを検討している。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したことが示される。

第2章は、金融システムと法系論を論じ、日本の金融システムにおいて、1990年代後半以降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。その際、比較法学で検討される英米法（コモン・ロー）対大陸法（シビル・ロー）と区別する法系論に注目している。

法系論は、20世紀半ばに全盛を極めたが、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の批判論文も発表されたものの、90年代に法的起源論としてアメリカの経済学者LLSV（La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny）の一連の論文によって再び注目された。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ったものである。この法的起源論により日本の金融法制をコモン・ローとシビル・ローの折衷型であること、また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、その中核をなす法律が金融商品取引法であると整理可能としている。金融商品取引法は金融システムの基本的な位置付けであるが、従来の金融法の議論は銀行法等業法中心であるのに対し、金融取引に注目した広範なものである点を強調した点に、本論文の問題意識が明確になっている。

第3章は、国内ベンチャーファンドシステムの実態を論じ、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、「中小有限責任投資組合法」、「金融商品取引法」、「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、整理したものである。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明確になり、また、企業の成長段階に応じて投資するベンチャーキャピタル（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状況が形成されており、「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日本国においても近付いているといえるとした。

第4章は、ベンチャーファイナンスの有効性①では、国内の先行研究がVCの選別機能と支援機能について、データ制約からIPOの前後における分析が中心であり、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ことを踏まえ、本論文では投資手法が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している。特にリード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、2008年から2013年に新興市場にてIPOした企業への投資デ

ータを利用し、企業の成長（売上高）の要因を明らかにするため、生産関数の推計を行った。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こと、スペシャリスト型 VC についても同様の結果であること、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の結果を得ている。

第 5 章は、ベンチャーファイナンスの有効性②として、種類株式投資についての分析を行っている。近年、国内の VC は種類株式の利用を増やしているが、これは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。本論文では IT 系企業に特化したファンドを運営する VC 8 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、分析対象として 2011 年以降に投資した企業 79 社を取り上げ、前章と同様の生産関数を推計した結果、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を明らかにした。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とした。

第 6 章は、結語で、本論文の意義を日本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、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たこと、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し、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たこと、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の有効性を分析したこと、が本研究の特徴である。

II. 本論文の特色・貢献と独創性

1. 本論文の特色

本論文は、申請者が社会人として実務担当しているファンド事業運営に基づく経験と知見に立脚し、そのイノベーション実現に対する意義を踏まえて、ファンドが日本の金融システムの「複線型システム」への移行という変革の中で一つの中核的な位置付けにあると認識する一方、その制度的裏付けを法制に求め、その歴史的推移と法的起源論という新たな観点から整理した点に特色がある。日本では法的起源論に基づく金融システム研究は、法学者による紹介・分析があるが（五十嵐清「比較法と経済学—『法的起源説 (Legal Origin Thesis)』を中心に (1) (2) —」『札幌法学』第 22 巻第 1 号(2010 年)・第 23 巻第 1 号(2011 年)、『比較法ハンドブック』勁草書房、2010 年、松尾弘「シビル・ローとコモン・ローの混合から融合へ—法改革のためのグローバル・モデルは成立可能か— (1) (2)」『慶応法学』第 19 号(2011 年 3 月)・第 20 号(2011 年 8 月))、金融分野の研究は殆どなく（最近では富田洋介「企業のパフォーマンスに影響を与える要因としての法の起源と金融市場の安定性」日本金融学会関東部会報告(2014 年 10 月 11 日)がある）、この点で先進性がある。

ベンチャーファイナンス市場の実証分析も、データの関係から制約の多い分野であるが、実際の VC へのヒアリングの実施を行ったこと、それを踏まえ最新のデータを発掘して実証研究した点も本論文の特色であり、先進的な点であると評価される。

2. 本論文の貢献・独創性

(1) 法的起源論の評価

1990年代後半以降の法的起源論は、比較法分野に影響を与えたほか、世界銀行の *Doing Business Report* の登場にも反映されているほか、Allen and Gale, *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2000. などの金融システムに関する国際比較分析にも影響を及ぼしているが、日本での研究は諸外国に比して後れている。この法的起源論を再評価し、日本の金融システム・法制をその観点から整理するという分析視点は先進的かつ日本での先行研究が少ない中では独創的であると評価できる。日本の金融システムが「複線型金融システム」になり、イノベーションを生み出す場として重要な認識に基づくベンチャーファイナンス市場の実証研究は、明確な視点である。この視点からのベンチャーファイナンス分析は、先行研究では触れられていない論点を解明し、この分野の研究の新たな方向性を示したものと思われる。特に、VC へのヒアリングによる問題発掘とそれを踏まえた実証研究は先駆的である。

(2) ベンチャーファンナンス研究

ベンチャーファイナンス研究については、市場型金融システムであるアメリカ等では相応の蓄積もあるが (Constantinides, G., Harris, M. and Stulz, R., *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, 2013.)、日本では 1980 年代以降萌芽的なベンチャーファンドの組成はあるものの、投資対象企業は創業期企業ではなく IPO 間近の企業が多かった。創業を支援するという本格的なベンチャーファンドが組成されたのは 1990 年代末からであるが、その規模はアメリカ等に比して小規模で、一つのファンド規模も小さい。通常、ベンチャーファンドが行う投資は 10 年程度で、期間が終了したファンドの数は多いものではない。また IPO を実現した企業数も多いものではなく、公表されたデータも少ない。このため、日本のベンチャーファイナンスに関する実証研究は海外に比して少なく、IPO 企業の上場時のデータを活用したものに限られている。

本論文では、ベンチャーファンドの投資開始時から IPO までの期間を取り扱ったデータを用いて、IPO に至る過程でベンチャーキャピタル (VC) がいかなる投資手法を活用したか、とくに種類株式の活用に着目するという先行研究にはない視点で実証分析を行った点に新たな貢献がある。

実証分析では、先行研究に準じた推計を行い、比較可能な手法を採用している。得られた結果は多岐に亘るが、ハイテク等の特定業種に特化したファンドと業種に特化していないファンドでは投資手法に相違があり、そのパフォーマンスにも相違がある点を明らかに

した。とくに、EXIT (IPO) するまでのベンチャーキャピタルの投資行動を分析し、企業の成長に与える影響を検証して (先行研究は、IPO 前後の VC の影響力について分析)、ベンチャーキャピタルの属性が投資先企業に与える影響、投資手法が与える影響 (段階的投資、シンジケート投資) を明確にした点も独創的である。投資開始から IPO までの期間に何度か投資を行うこと (段階的投資)、種類株の活用などによる「育成 (ハンズオン)」を行うファンドが重要な点を指摘している。このような指摘は先行研究には見られない独創的な視点であり、種類株式を明示的に導入した分析はこれまで行われていないものである。

3. 研究の経緯

申請者は、金融商品取引法については、独立行政法人 中小企業基盤整備機構のリーサー事業に参加し、調査報告 (2010 年 3 月) を纏めて公表しているほか、法的起源論の詳解を『社会イノベーション研究』(第 9 巻第 2 号、2014 年 10 月) に査読を経て掲載され、ベンチャーファイナンスについては生活経済学会関東部会 (2014 年 11 月 29 日) で報告した。

III. 本論文の課題

本論文は、明確な問題意識に基づく研究であるが、課題も残されている。

- (1) 法整備についてはその歴史的変遷を正確に行い、ベンチャーキャピタルの立場からの評価も加えられており説得力があるが、現行の法整備が日本の慣例や特徴にどの程度適応されているのか等への検討が残されている。
- (2) 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。先行研究が投資先企業のパフォーマンスを示す売上高等について IPO 時点の前後のデータを使用しているのに対し、IPO 前の売上高データを使用して、創業以降の実績の累積値として解釈することでその有意性を検証しているが、創業前後の影響の違いを明確化させる意味では創業期以降の成長率を何らかの推計により行うことも課題であろう。
- (3) 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。この点は種類株式導入後間もないこともあり、止む得ないといえよう。
- (4) ファンドの EXIT として IPO を想定しているが、その他に M&A などもあり、それとの対比も重要な観点であるが、本論文では触れられておらず、課題として残る。但し、この点は公表データが全く得られないという制約がある。

以上のような課題は申請者も認識しているところで、本論文ではその方向性の提示に留

まっているが、これらは望蜀的な課題ともいえ、本論文の長所を損なうものではなく、今後の研究課題であると思料される。よって、審査委員会は一致して、本論文が博士（社会イノベーション学）の学位を授与するにふさわしいものと判定する。