

2014年度博士論文

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

指導教員名:村本孜教授
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

目次

第1章 本研究の目的と研究課題.....	5
1. 研究の目的	6
2. 研究課題.....	8
3. 論文の構成	10
第2章 金融システムと法系論.....	11
1. 問題の所在	12
2. 法的起源説	14
[2.1] 法系論—大陸法と英米法—	14
(1) 法形成の方法における歴史的相違.....	14
(2) 法的思考法における特徴的な相違.....	14
(3) 法的思考方法の相違	15
(4) 法源の相違	15
(5) イデオロギーの相違.....	15
[2.2] 法的起源説の一連の論争について.....	17
(1) 法的起源説—LLSV 仮説—	17
(2) LLSV の一連の研究.....	19
(3) LLSV への批判 —シビル・ロー側からの反論—	20
(4) LLS の反論“The Economic Consequences of Legal Origins(法的起源の経済的帰結)” [2008]	21
[2.3] 法的起源説にみる日本の金融システム.....	23
3. 日本の金融法制の変遷	31
[3.1] 分業制・専業制、Bank-based System への金融法制の変遷—国立銀行条例から旧銀行 法の制定まで—	32
[3.2] 自由化・国際化・情報化による金融法制の変化—現行銀行法の制定—	34
[3.3] 金融制度の転換期—金融制度改革法の成立—	35
(1) 金融制度調査会における議論.....	35
(2) 証券取引審議会における議論.....	36
(3) 金融制度改革法の成立.....	38
[3.4] 複線型金融システムに向けた本格的検討.....	40

(1) 日本版金融ビッグバン	40
(2) 金融サービス法への取り組み	42
[3.5] 法系論的視点からの日本の金融法制	51
4. 小括	53
第3章 国内のベンチャーファンドシステム	55
1. 問題の所在	56
2. ベンチャーファンドと法制度	57
[2.1] ベンチャー投資に関する法整備	57
(1) ベンチャーファンドのスタートと最近の動向	57
(2) ファンド法の成立	59
(3) 金融商品取引法－適格機関投資家特例業務によるファンド運営－	61
[2.2] ベンチャーファンドの変化	63
(1) ファンド運営者の変化－20年間における変化－	63
(2) ベンチャーファンドの投資対象企業の変化	64
3. ベンチャー企業の資金調達手段	66
[3.1] 企業の成長段階と資金調達	66
(1) ベンチャー企業の成長段階	66
(2) リレーションシップ・バンキングとベンチャーファイナンス	67
[3.2] シリコンバレーをモデルとした投資手法－種類株式の法整備	69
(1) 国内ベンチャー投資における種類株式の活用状況	69
(2) 種類株式の法整備に向けた経緯	71
(3) 種類株式を用いた投資のメリット	73
[3.3] ベンチャーキャピタリストによる種類株式活用についての意識調査	75
4. ベンチャー投資を取り巻く環境の変化－エコシステムの形成－	78
[4.1] IT 特化型ファンドの台頭	78
[4.2] 日本型シリコンバレーモデルの構築－エコシステムの形成	80
[4.3] 日本型シリコンバレーモデルに向けた環境整備	81
[4.4] ファンド投資の補完－クラウド・ファンディング	84
(1) クラウド・ファンディング	84
(2) クラウド・ファンディングに関する現行の法規制	86

(3) 投資型クラウド・ファンディングの検討	88
5. 小括	89
第4章 ベンチャーファイナンスの有効性①	91
1. 問題の所在	92
2. 先行研究の整理	93
[2.1] VC の役割	93
[2.2] シンジケート投資	94
[2.3] 段階的投資	95
[2.4] VC の属性	95
3. 分析方法とモデル	98
4. 仮説	100
5. データとサンプル	102
6. 分析結果	104
7. 小括	109
第5章 ベンチャーファイナンスの有効性②	111
1. 問題の所在	112
2. 先行研究の整理	112
3. 分析方法とモデル	113
4. 仮説	114
5. データとサンプル	115
6. 分析結果	115
7. 小括	116
第6章 結語	118
1. 本研究の結論	119
2. 本研究の意義	121
3. 今後の研究課題	121
[参考] アンケート調査関連資料	123
参考文献	125

第 1 章 本研究の目的と研究課題

1. 研究の目的

イノベーションは、「実現する主体として企業者が重要であるが、この企業者は中小企業それも個人企業から小企業といったイメージが強く、いわゆるベンチャー・ビジネスがその具体像であり、資金的な裏付けないし金融支援が不可欠な要素である。」とシュンペーター(Schumpeter, J.)は指摘している。¹ イノベーションを技術革新・開発として認識すると、グローバリゼーションや金融イノベーションの進展によって金融システムが格段に進化したと言える。² この進化に伴い高格付けの得られる大企業にとっては、資本市場での資金調達は無コストになり、その手段が多様化し、さらにその利用も容易化し、エクティ・ファイナンスとして知られる状況となっている。さらに、株式分割など株式会社がそのガバナンスの拡充過程において導入された手法が、大企業・中堅企業の資金調達を容易にしている。³ 金融システムにおけるイノベーションという観点から整理すると、「産業金融モデルもしくは銀行型金融システム(間接金融)」と「市場型金融モデルもしくは市場型金融システム(直接金融)」という区分の中で、それぞれにおいてリレーションシップ・バンキングとベンチャーファイナンスがイノベーションを生み出す要素の一つになると考えられる。⁴

我が国においては、金融システムの中核に銀行が存在しており、間接金融型の金融システムが中心となっている。経済活動、企業活動に対して多種多様な資金調達の機会を提供して経済発展に寄与している。日本のように経済発展を遂げている先進国において、更なる成長軌道を描くためには、新技術・新産業の創出につながるイノベーションを起こす必要がある。その担い手として期待されるのが、革新的な技術や事業モデルを有して、これまでにない製品やサービスを市場に投入し、既存の産業構造や社会体制に大きな影響を与えるベンチャー企業である。革新的な技術や

¹ シュンペーターの『経済発展の理論』・第2章「発展はいかにして金融されるか」では、新結合(イノベーション。詳しくは脚注2を参照)に必要な生産手段の購入に用いられる資金は、自己資金がない場合に、国民経済の貯蓄によって賄われることが示される一方、発展のためには別の資金調達手段が必要とされ、これが「銀行による貨幣創造」であるとしている(Schumpeter [1926] pp. 108~109. 邦訳上巻pp. 195~196(机上版pp. 161~162))。

² シュンペーターは『経済発展の理論』において、イノベーションを新結合として捉え、以下の例を提示した(*Ibid.*, pp. 100~101. 前掲訳書pp. 182~183(机上版p. 152)、英語版p. 66)。①新しい財貨、すなわち消費者の間でまだ知られていない財貨、あるいは新しい品質の財貨の生産、②新しい生産方法、すなわち当該産業部門において実際上未知な生産方法の導入。これは決して科学的に新しい発見に基づく必要はなく、また商品の商業的取り扱いに関する新しい方法も含んでいる、③新しい販路の開拓、すなわち当該国の当該産業部門が従来参加していなかった市場の開拓。ただし、この市場が既存のものであるかどうかは問わない、④原料あるいは半製品の新しい供給源の獲得。この場合においても、この供給源が既存のものであるか一単に見逃されていたのか、その獲得が不可能とみなされていたのかを問わず一あるいは始めてつくり出されねばならないかは問わない、⑤新しい組織の実現、すなわち独占的地位(たとえばトラスト化による)の形成あるいは独占の打破。また、『景気循環論』(1939)では、「すでに使われている商品の生産についての技術上の変化、新市場や新供給源泉の開拓、作業のテーラー組織化、材料処理の改良、百貨店のような新事業組織の設立」(Schumpeter[1939] Vol. 1, p. 84. 邦訳第1巻p. 121)を革新(イノベーション)と呼んでいる。

³ 村本[2005]pp.4-5を参照。

⁴ リレーションシップ・バンキングについては、藤倉[2010]を参照されたい。

事業モデルを積極的に評価し資金供給するためには、間接金融のもとでは困難である。過去の実績だけにとらわれず将来に向けた成長資金を供給する金融システムとして、市場型金融システムに期待する役割は大きい。

将来に向けた成長資金の供給手段としては、ファンドと呼ばれる投資家から資金を集めて、プロの運用者に資金運用を委ねる手法がある。ファンドにはいくつかのタイプがあるが、新技術・新産業の創出を生み出すベンチャー企業に資金を供給するベンチャーファンドがある。国内におけるベンチャーファンドは1972年に京都経済同友会により設立された京都エンタープライズディベロップメントが民間の日本初のベンチャーキャピタル(以下、「VC」とする。)と言える。⁵ 日本の金融システムがベンチャーファンドなど直接金融の整備を本格的に取り組み始めたのは、1996年の金融ビッグバン以降であると考えられる。以後、各種の金融システム改革と相俟って日本の経済発展を促すイノベーション政策というべき金融・産業政策が取られてきた。しかし、日本はバブル経済崩壊後、「失われた20年」と称されるように、長い間経済が停滞し、さらにはリーマンショックや東日本大震災の影響もあり、グローバル経済においてその地位が新興国に脅かされている。電気機器メーカーなどは、世界的に広がる革新的な製品を次々と生み出すことができなくなり、行き詰まりさえ感じ始めている。一方、米国ではGoogle、Facebook、Amazon.comといったベンチャー企業が世界的な企業へと発展を遂げている。

このような状況を踏まえると、新たな技術・事業を生み出し、次世代の産業を担う可能性のあるベンチャー企業が必要不可欠であるといえる。ベンチャー企業が次々に誕生する米国と我が国との違いを金融システムの観点から考えてみると、リスクマネーの供給の仕組みが異なり、我が国ではその仕組みを整備することが重要である。

筆者は金融庁と独立行政法人中小企業基盤整備機構(以下、「中小機構」とする。)の業務に従事した経験があり、金融政策と産業政策の双方が両輪となることで、各種施策の効果が上がることを目の当たりにしてきた。

本研究は、我が国の金融システムがどのような歴史的変遷を辿り、法制度を採り入れて発展してきたかについて整理し、今後リスクマネーの供給にあたり有効的に発揮できるかについて検討する。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。

⁵ 大和総研[2013]p.6。

2. 研究課題

国内のベンチャーファンドは、1998年に整備された「中小企業等投資事業有限責任組合法」（以下、「中小有責法」とする。）を境に本格的に普及しはじめている。2006年には直接金融に関する金融システムの整備を目的とする「金融商品取引法」（以下、「金商法」とする。）が成立している。同法は、投資家保護を目的として業態ごとに定められていた法律に横串を指して、横断的かつ柔軟な法整備が行なわれた。これら直接金融、市場型金融システムの整備は、1996年から2001年にかけて行なわれた日本版金融ビッグバンが始まりと捉えることができる。

多様な直接金融の仕組みが整備される中で、2002年金融庁による「金融システムと行政の将来ビジョン」では、①銀行中心の預金・貸出による資金仲介を産業金融モデルとし、②価格メカニズムが機能する市場を通ずる資金仲介を市場金融モデルとした上で、新たなシステムでは、もとより相対型の産業金融モデルも存続するが、市場金融モデルの役割がより重要になると指摘され、中でも資金仲介機能としてベンチャーキャピタルへの期待が高いとしている。

また、2009年同庁による「金融審議会金融分科会基本問題懇談会報告—今次の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築—」では、複線的な金融システムの構築にあたっては、市場部門だけでなく、銀行部門の機能の強化をともに目指していくという視点を大事にすべきとし、市場部門での取り組みと並行して、中小企業等との中長期的な取引関係を踏まえた地域密着型金融の推進やリスク・リターンを考慮した資金仲介など、銀行部門を通じた金融仲介機能を強化するための取組みも引き続き重要としている。特に、起業段階から間もない若年期の企業のリスクの測定・管理は困難であり、預金により資金調達をしている金融機関が融資を行なうことが必ずしも整合的でない面もあると考えられるため、ベンチャーファンドの活用を提示している。

このように、産業金融モデルと市場金融モデルが併存する複線型金融システムの構築に向けて、ベンチャーファンドが創業間もない企業やIPOに向けて成長段階にある企業に成長資金を供給できるかについて検証することは重要である。

本研究においては、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検討する。具体的には、「我が国の金融システムにおける歴史的変遷の中でベンチャーファンドシステムがどのように形成されたか」について整理し、「ベンチャーファンドシステムがベンチャー企業の育成に関してどのような機能を発揮しているか」について分析する。その際、我が国の金融システムにおけるイノベーションを理論分析、実証分析、実態把握といった3つの視点から捉える。

本研究の研究課題を以下のように設定する。

- 我が国の金融システムはどのような歴史的変遷を辿ったのか。
- 我が国のベンチャーファンドシステムはどのように普及しているのか。
- 我が国のベンチャーファイナンスの有効性(投資手法の有効性)はあるのか。
- 我が国における種類株式は有効性をもつのか。

3. 論文の構成

本論文の構成は次のとおりである。

第2章では、日本の金融システムの歴史的変遷を整理する。とりわけ、日本の金融システムは銀行を中心として法整備されてきたことを踏まえ、どのような目的をもって整備してきたかについて整理する。

第3章では、イノベーションの創出の一つとして下支えするベンチャーファンドシステムが、どのような形で取り入れられ、普及してきたのかについて整理する。また、ベンチャーキャピタルに関する法整備が投資活動にどのような影響を与えるかについてヒアリング調査を実施する。

第4章では、ベンチャーファンドによる投資の有効性について実証的に分析する。特に、国内において先行研究のない投資手法に焦点をあてる。

第5章では、種類株式の利用により、投資先企業への影響、投資手法にどのような影響を与えるかについて分析する。

以上の議論を踏まえて第6章では、本研究の結論とする。前章までの整理、分析、検討をもとに、我が国の金融システムにおけるイノベーションの効果と課題を示すと共に本研究の限界と今後の研究課題について明らかにする。

第 2 章 金融システムと法系論

—法的起源説からの一考察—

1. 問題の所在

日本の金融システムが大きな変容を迎えつつある。2014年1月、家計の安定的な資産形成の支援と経済成長に必要な成長資金の供給拡大の両立を図る観点から、個人投資家のすそ野を拡大させ、「貯蓄から投資へ」の流れを促進させるためにNISA(少額投資非課税制度)が始まった。また、起業・新規ビジネスの創出を促進する課題として、事業者が技術やアイデアを事業化する段階において必要とされるリスクマネーの供給を促進していくことが求められ、その対応の一つとして投資型クラウドファンディングの制度設計について金融庁で検討されている。NISAは、イギリスFSAにより1996年6月にスタートしたISA(Individual Savings Account)制度を参考に、一方、投資型クラウドファンディングは、米国において2012年4月に成立したJOBS法(Jumpstart Our Business Startups Act)を参考にしている。

昨今日本の金融システムは、アングロ・サクソン・モデル、いわゆる市場型金融モデルの仕組みを積極的に取り入れ、直接金融の環境整備を進めている。その結果、証券化や市場型間接金融⁶などこれまでにない金融商品・手法を取り入れることになり、新たな金融イノベーション(金融技術革新)が起きつつある。金融制度の在り様は、「一国経済の歴史的所産」⁷と称されるように各国ごとの政府規制の相違を反映して金融制度が決まってくるが、自由化・グローバル化・情報化を起因として、金融イノベーションが起こると考えられる。それでは、金融イノベーションは金融システムに対して、どのような影響を与えるのであろうか。そもそも、金融システムは、間接金融が主体となっている銀行型(以下、Bank-based System)と直接金融が主体となっている市場型(以下、Market-based System)に大別される。日本の金融システムは金融全体に占める間接金融の割合の方が高い状態にあり、間接金融が主体となっているBank-based Systemといえる。⁸ 1990年代の日

⁶ 鹿野[2008b]によれば、市場型間接金融とは、「間接金融のうち、金融機関がつなぐ片側が市場であるような金融仲介」(池尾[2007])と規定される。典型的な市場型間接金融取引としては通常、投資信託や年金・保険、証券化、債権流動化、シンジケートローンなどが挙げられる。」と整理している(p.56)。

また、村本[2005]によれば、「市場型間接金融は、証券投資信託のように金融機関の資金調達行動に代替する面での議論もあるが、各種の投資家へのリスク移転に注目して、金融機関保有の貸出債権を流動化する面での議論もある。この議論においては、銀行によって組成された貸出を、市場取引の担い手である機関投資家などに引き渡す貸出債権市場や証券化などが重要となる。」と指摘している(pp.204-205)。

⁷ 鹿野[2008b]p.55。

⁸ 平成20年度年次経済財政報告[2008]によれば、「2007年末における日本と欧米主要国の民間非金融法人企業の負債構成をみると、いずれの国も株式・出資金が半分程度を占める(フランスはやや多く6割)。一方、借入はドイツ、英国では約3割、アメリカ、フランスでは約2割であり、日本ではその中間の25%程度を占めている。ただし、日本の場合、株式・出資金中心といっても、直接金融のウエイトが高いとは必ずしもいえない。株式持合いが多いからである。実際、株式の保有者構成を米英と比べると、日本では非金融法人企業の持分が約3割と突出して高い。一方で、アメリカでは直接金融が発達していることを反映して、家計による直接の株式保有が25%、投資信託、年金保険などの機関投資家による保有がそれぞれ約3割を占めている。また、英国では、金融資本市場のグローバル化が進んでいることもあり、海外の持分が約3割と高くなっている。」と指摘している(pp.142-155)。

本版金融ビッグバン以降、「貯蓄から投資へ」のキャッチフレーズが叫ばれ、市場型間接金融という考え方が注目され、投資信託、証券化、債権流動化といった金融取引が登場したが、欧米に比べ依然として間接金融に偏重している。この点について、いずれの金融システムを採れば経済発展ないし経済成長に対して寄与するか、金融システムの利用者についていずれのシステムが有効か、金融危機が生じた時の耐性の度合いはいずれのシステムが頑健か等について、1990年代以降のグローバル化の進展とともに議論が行なわれている。多くの研究が示すように、一概にいずれのシステムが比較優位を有するかは一義的ではない。⁹

一方で、近年のマクロ経済学では、法制度が経済に与える分析が増えつつある。その主張は、法制度が整備されていないと経済活動を委縮させてしまうというもので、金融政策や財政政策が実態経済に与えるインパクトも、法制度の整備状況によって大きく変化することを指摘している。中でも、比較法学において法系論(Legal Families)に依拠する法的起源説論者(Legal Origins Theory)と呼ばれる一連の米国経済学者らにより、法制度が経済発展に与える影響を計量経済学の手法を用いて英米法系と大陸法系を比較し、大陸法系に比べ英米法系に属する諸国の方が、経済成長できる環境が整っていると報告され、フランスの比較法学者を中心に数多くの反論が起きている。なお、日本の法制は、法系論の視点からすると、大陸法(civil law)、特にドイツ法の影響を受けているとされる。¹⁰

本稿では、自由化・グローバル化・情報化により日本の金融システムが否応なく内外から変化が求められる中で金融イノベーション(金融技術革新)が起こり、金融システムが変容することが考えられることから、金融イノベーションが金融システムに与える影響について法制面から考察を行なう。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

	借入	社債	株式・出資金	その他
フランス	21.5%	4.7%	62.7%	11.1%
ドイツ	31.5%	2.9%	50.9%	14.7%
イギリス	33.0%	9.2%	53.8%	4.0%
アメリカ	17.1%	10.5%	54.7%	17.7%
日本	25.2%	5.9%	43.4%	20.6%

⁹ OECD[1995]、Allen and Gale[2000]、Demirgüç-Kunt, A.&Levine[2001]等。

¹⁰ たとえば、比較法の権威である五十嵐[2010b]は、「日本、中国、韓国、タイ等の東アジア諸国も、大陸法の影響下にある。」としている(p.210)。

La porta[1998]は、法的起源説を経済発展との関係で整理し、コモン・ロー系(英米法系)とシビル・ロー系(大陸法系)に大別して分析しているが、大陸法のうちドイツ商法典が影響を与えた国に、オーストリア、チェコスロバキア、ギリシア、ハンガリー、イタリア、スイス、ユーゴスラビア等の他、日本、韓国を挙げているが、日本については、「第2次世界大戦後、アメリカの占領軍が若干の日本法を、特に会社法の領域においてアメリカ化した」と指摘している(pp.1117-1119)。

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ものである。また、昨今の金融危機において、金融商品取引法の成立により日本の金融法制は、危機に対して耐性があったという仮説を持ち、この仮説を検証するために、法的起源説論者による分析を念頭に置き、日本の金融法制の発展経路について整理を行なった。

2. 法的起源説

[2.1] 法系論—大陸法と英米法—

法学には比較法学¹¹ 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」)に区別する法系論という考え方がある。法系論¹² は、世界に存する無数の法秩序(法域)を、何らかの類似点を基準として、分類することを試みる学問である。代表的な法系としては、コモン・ロー、シビル・ローが挙げられ、その特徴としては次の5つの点が挙げられる。¹³

(1) 法形成の方法における歴史的相違

シビル・ローは、ローマ法からの影響を強く受け、大学での研究・教育を通じて分析・体系化されたのに対し、コモン・ローは、イギリスの国王裁判所の裁判の蓄積を通じた慣習法の統一により成立し、法曹学院(Inns of Court)の法曹養成を通じて継承された。

(2) 法的思考法における特徴的な相違

シビル・ローは、その素材としてユスティニアヌス法典の中心部分を占める学説彙纂(Digesta)が学説集であることから大きな影響を受けている。すなわち、法学説は、具体的な個別規範から、抽象化によって規範の一般化と体系化を行ない、欠缺と矛盾のない抽象的な規範の体系として法を捉える。裁判官の法適用はこうして抽象化された規範を大前提として、

¹¹ 五十嵐[2010b]によれば、比較法学とは、種々の法域における法秩序全体、またはそれを構成する法制度や法規範の比較を目的とする法学の一分野としている(p.1)。ただし、比較法の厳密な定義については比較法学者の間で意見の一致はしないと指摘している(p.3)。

¹² La Porta et al.[2008]は、法系の分類の基準について、①法システムの歴史的背景と発展、②法源の理論と優劣序列、③法律家の方法論、④使用される法的コンセプトの特徴を基準にしている。このアプローチに基づいて、法伝統(legal tradition)である大陸法と英米法を確認している。また、法系(legal families)と法伝統を区別し、大陸法と英米法を法伝統とし、大陸法の下位にあるグループの区分に際し、法系としている。一方、五十嵐[2010b]は大陸法と英米法を法系とし、大陸法の下位のグループについて法群という名称を使用している。

¹³ 松尾弘[2011a]pp.182-184 に拠る。

個々の事実(小前提)に当てはめ、結論を導き出す演繹的な包摂作業、いわゆる論理的な三段論法として捉えられる。法が存在しない時は既存の法の解釈によって補完される。これに対し、コモン・ローは、具体的事件の裁判の蓄積により、類似事件の諸先例の判決理由(ratio decidendi)から見いだされる個々の諸原則(principle)こそが法規範であり、個々の法概念と法規範が統一化されずに併存する傾向がある。そうした個別規範は裁判官によって発見されるべきものであり、法が存在しない時は裁判官によって創造される。

(3) 法的思考方法の相違

シビル・ローでは、所有権概念が統一化され、権利の体系が構築され、物権と債権の区別、実体法と手続法の分離が進んでいる。これに対し、コモン・ローでは多様な所有権概念や不法行為の類型、訴権的な救済方法が併存している結果、手続法から実体法の分離が完全ではなく、物権と債権の区別も明確でない。

(4) 法源の相違

シビル・ローでは議会制定法が典型的で中心的な「法」と捉えられ、判例(法)はそれを補完するものと位置付けられる。これに対し、コモン・ローでは判例の集積における判決理由の中から見出される個々の諸原則(principles)から形成される判例法こそが中心的な「法」であり、制定法はそれを補完する。

(5) イデオロギーの相違

シビル・ローとコモン・ローは、キリスト教的倫理、自由主義ないし資本主義、民主主義、個人主義のイデオロギーを同じくするとの見方がある一方で、シビル・ローに見出される社会経済的な規制を伴う資本主義と、自由な市場原理を強調する(特に米国の)資本主義とはイデオロギーが異なるとの指摘がある。

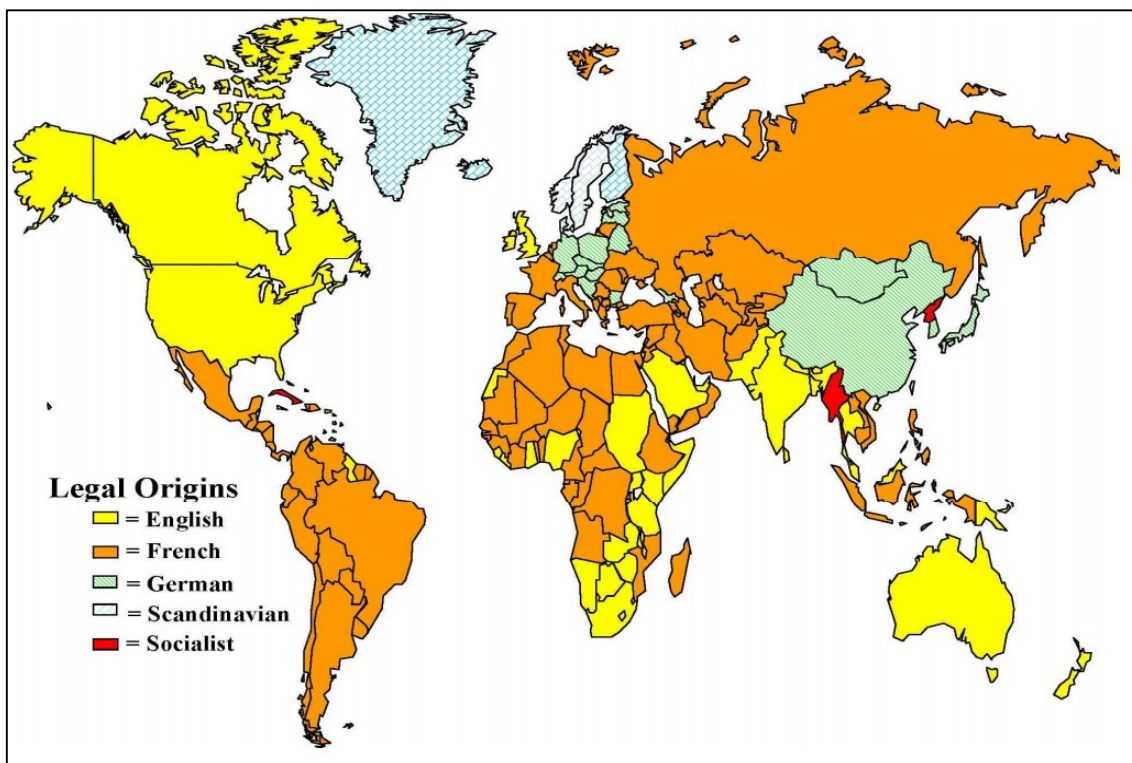
La Porta et al. [2008]は、世界各国の法的起源¹⁴ について各国の商法(会社法)の特徴に基づいて整理し、コモン・ローとシビル・ローの2つの法伝統に大別し、イギリス法起源、フランス

¹⁴ 松尾[2011a]によれば、法的起源(Legal Origin)は、各々の法システムの歴史的発展経緯、それに基づく法源、法律家による法の解釈・運用方法、法概念の特色を意味し、そうした歴史的動態の要素を含む「法系」ないし「法伝統」と実質的に同義を用いられているとしている(p.181)。

型のシビル・ロー、ドイツ型のシビル・ロー、スカンディナヴィア法起源、社会主義を法的起源として分類している(図表 1)。コモン・ローの法伝統はイギリスとイギリスの植民地にあった国々の法を示している。市場に介入する王の権限を制限するために、土地の特権階級や商人が財産や契約上の権利に強力な保護を与える法システムを必要として発展した。一方、シビル・ローの法伝統は、最も古く影響力があり、世界中に広がっている。ローマ法を起源としているが、フランスのシビル・ローは、19 世紀初期に書かれたフランス革命とナポレオン法典を起源としている。コモン・ローとは対照的に、財産権を改正するために国家権力を使うことを望み、司法が介入しない保証を求めて発展した。ドイツの法伝統もローマ法を基礎としているが、ドイツの商法典はビスマルクによるドイツ統一の後、1897 年に制定された。フランスと手続的な特徴を多く共有しているが、司法的な立法に適応している。スカンディナヴィア法伝統はシビル・ローの法的起源の一部としてみなされるが、フランスやドイツの法伝統よりローマ法からの派生が少ない。社会主義の法伝統は旧ソビエト連邦が起源であり、ソビエト連邦、東ヨーロッパを中心に広がった。¹⁵

¹⁵ La Porta et al. [2008]pp.288-290.

図表 1 法的起源の分析図



(出所) La Porta et al. [2008]p.289.

[2.2] 法的起源説の一連の論争について

(1) 法的起源説－LLSV 仮説－

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、¹⁶ 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。しかし、法的起源説論者と称される米国の経済学者 LLSV らの登場によって再び注目を浴びることになった。¹⁷ 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。具体的には、コモン・ローとシビル・ローの比較を中心に議論を展開し、シビル・ローに対してコモン・ローに属する国家の経済発展について優位性を論じた。また、法制度が経済発展に影響を与えるという仮説を検証するために計量経済学的手法を用いた分析は大きな反響が起きている。その一例が、世界銀行が 2004 年より公表している *Doing Business*

¹⁶ 五十嵐[2010b]pp.184-185。

¹⁷ Rafael La Porta, Florenico Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Roert Vishny の頭文字を取っている。

Reportである。¹⁸ *Doing Business Report*は、下位の諸国に対して法の改革を促すためにランキングを行っており、ランキング付けの際に法的起源説論者の手法を用いて計量的分析を行なっている。

その結果は、コモン・ロー諸国が上位に位置づけられ、大陸法諸国が低い結果になっている。¹⁹ 当然のことながら、この結果に対してはフランスの比較法学者を中心に批判が巻き起こっている。²⁰ しかし、法的起源説や世界銀行の *Doing Business Report* が開発した統計学的比較法には多くの欠点があるが、多くは改善可能であり、比較法の立場から見ても捨てるべきではなく、今後の比較法の発展にとって、経済学との協調はますます必要であるというのが、法的起源説に対する多くの比較法学者の差し当たりの見解であるとしている。²¹

以下では、法的起源説論者の主要な論文を整理する。²² 日本の金融法制は海外(先進国

¹⁸ 世界銀行の *Doing Business*(2004年発刊)については、五十嵐[2010b]で紹介されている(pp.167-168)。世界銀行の調査グループは、1国経済が発展する上で、Bank-based System が有利なのか、それとも Market-based System が有利なのかを明らかにしようとしている。代表的なものとして、Beck et al. [1999]は、各国の金融構造について体系的整理を新たなデータベースによって構築すべく、約150カ国について、データの整合性を維持しつつ Bank-based System と Market-based System の整理を行なっている。

Demirgüç-Kunt and Levine[1999]は、共通のデータが得られる主要国について経済発展度(developed vs underdeveloped)と Bank-based vs Market-based の視点から分類を行なったところ、

- ① 1国の経済が豊かになると Banks, NonBanks, Stock Markets がよりアクティブかつ効率的になり、金融システムの発展度が高くなる、
- ② 高所得国で、Stock Market が銀行に比してよりアクティブかつ効率的になる、
- ③ Common Law tradition では Market-based になる傾向がある(株主権の保護が強く、優れた会計基準が整備され、明示的な預金保険が存在しない)、

としている。これに対し、French Civil Law tradition では underdeveloped になりがちである。株主権・債権者保護が弱く、契約の執行度が弱く、政府の腐敗(政府高官による賄賂の要求)が多く、会計基準が脆弱で、銀行規制は制限的であるという結論を導いている。

Beck, Demirgüç-Kunt and Levine[2001]は、law origin だけではなく、政治的構造、文化的構造を考慮し、いかなる要因が金融システムの生成に有意かを検討し、金融システムないし金融機関の発展と law origin の関係が他の要因よりも有意であることを実証している(村本[2001]pp.6-12 参照)。

¹⁹ *Doing Business 2014* のランキングでは、1位シンガポール、4位アメリカ、10位イギリスとなり、フランスは38位という結果になっている。なお、日本は27位、ドイツは21位という結果である。

<http://www.doingbusiness.org/rankings> (2014年3月1日アクセス)。

²⁰ 五十嵐[2010b]によれば、LLSVの研究に対しての比較法学者による法系論の見地からの批判は以下のとおりである。

- ① 法的起源説論者は、法をもっぱら制定法(law and regulation)と捉えた。しかし、今日の比較法は、慣習法や判例を考慮しなければならない。
- ② 比較法の世界ではいささか流行おくれとなった法系論をとりあげたこと自体に対する批判がある。
- ③ 世界の法を大陸法と英米法に二分したのが、最大の問題である。今日の比較法では、種々の見解はあるものの、大陸法と英米法の差はしだいに収斂しつつあるという見解が支配的である。

このような見地からすると、法的起源説は初期の法系論に固執し、両法系以外の法系を無視したのは問題であり、法的起源説論者の法系論には、西欧中心主義、さらには米国中心主義であることを否定できないと指摘している(pp.298-302)。

²¹ 五十嵐[2010b]p.302。

²² LLSVの研究については、比較法学者の権威である五十嵐[2010a]、松尾[2011a]を参照。

の金融法制)を参考にしながら、法律の検討を行なうことから、法的起源説の視点を活用して日本の金融法制がどのような形で整備されてきたのかを整理し、法的側面からみて金融システムが有効に機能しているのか(頑健性)について考察する。

(2) LLSV の一連の研究

〔“Legal Determinants of External Finance (外部金融の法的決定要因)”[1997]〕

法制度と経済的指標の関係について 49 各国のデータを用いて分析を行なっている。法制度については、各国の商法(会社法)における投資家保護制度に絞っている。その結果、法制度要素のうち、投資家(株主、債権者)の保護が弱くなると、経済的指標のうち、資本市場(株式市場、社債市場)が縮小する関係にあるという結論を提示した。特にコモン・ロー諸国に比べ、シビル・ロー諸国、とりわけフランス型のシビル・ロー諸国において、投資家の保護が最も弱く、かつ資本市場の発達が最も遅れていると結論づけた。²³

〔“Law and Finance (法と金融)”[1998]〕

投資家保護のための法制度の内容及び法執行制度の程度と法的起源の関係について分析し、投資家保護の弱さは株式・社債市場を縮小させ、経済成長を阻害するとの帰結を再確認した。具体的には、法制度として商法(会社法)・倒産法を分析対象にし、投資家保護の法制度として、株主権利の内容に着目し、会社更生手続における先順位担保権を持つ債権者の権利の保護内容を指標にした。その結果、コモン・ロー諸国は株主に対して最善の法的保護を与え、シビル・ロー諸国よりも債権者に対して経営者との関係でより強い保護を与えていることから、法的起源ないし法系によって有意な差があるとしている。法執行については、司法制度の効率性、法の支配指標、汚職の度合、政府による財産没収のリスク、政府による契約破棄の可能性、会計基準の質を対象にした結果、スカンディナビア諸国の優位性を確認している。²⁴

〔“The Quality of Government (政府の質)”[1999]〕

これまでの分析を踏まえ、LLSV は法制度と経済発展との間には何らかの因果関係がある

²³ La Porta et al.[1997]pp.1137-1150.

²⁴ La Porta et al.[1998]pp.1145-1152.

と考へ、その原因の一端を政府の役割、とりわけ政府の機能の質の高さが関係しているという仮説を立てた。政府の質を決定付けるものとしては、経済的・政治的・文化的な様々な要因があり、これらに共通して重視されているのは政府による財産権の制度的保障の実質であると考えた。シビル・ローとコモン・ローを比較した時に、シビル・ローを採用する諸国よりも、コモン・ローを採用する諸国の方が、政府のパフォーマンスが高いという仮説を立てた。その理由として、政府による所有権の保護に着目し、法制度を財産所有者に対する国家の権限の強さを指標として捉え、法制度を政府のパフォーマンスの潜在的な決定要因としている。財産所有に対してより強度の規制を行なうより介入主義的な法制度の使用は、政府のパフォーマンスが劣ることを予測させるとし、社会主義法とフランス型のシビル・ローを挙げている。財産所有に対する規制について、シビル・ローとコモン・ローとで大きな差異が生じる傾向について、政府ないし国家及び法制度の歴史的形成過程の相違によるものとしている。

この仮説を検証するために、152カ国のデータを用いて、法系以外の経済的・政治的・文化的な要因も考慮した結果、政府の効率性を規定する要因に関し、i.裕福な国は貧しい国よりも良い政府を持っている、ii.民族言語的に同質的な国は同じく異質的な国よりも良い政府を持っている、iii.コモン・ロー諸国はフランス型のシビル・ロー諸国及び社会主義法諸国よりも良い政府を持っている、iv.プロテスタントが主流派を占める国はカトリックまたはイスラムが主流派を占める国よりも良い政府を持っている、v.より高い税金を徴収する大きな政府はより良いパフォーマンスを示すという帰結を提示している。²⁵

(3) LLSV への批判 —シビル・ロー側からの反論—

法的起源説はフランス型のシビル・ロー諸国の経済パフォーマンスや政府の質を低く評価する結果となったことから、様々な反論が起きている。五十嵐[2010a]は、フランスの比較法学者による法的起源説に対する反論として2つの代表的な反論を挙げている。一つは、アンリー・カピタン協会による「渦中にある大陸伝統の法—世界銀行の *Doing Business* レポートに関連して」という反論である。シビル・ローとコモン・ローの2つの法系論に立つ同レポートに対し、両者は歩み寄っていると批判し、シビル・ロー、特にフランス法の優越性を質的優越性から論じている。もう一つは、フランスを代表する比較法学者である Fauvarque-Cosson et al.により発表された「法は経済コンテストか」が挙げられる。彼らはアンリー・カピタン協会の反

²⁵ La Porta et al.[1999]pp.25-37.

論とは異なり、法の経済的分析は評価し、今後両者は密接な関係を保つべきだと主張している。²⁶

フランス以外の反論としては、Katharina Pistor et al. [2002]により指摘された「移植効果 (transplant effect)」が挙げられる。彼らは、政府のパフォーマンス(及びそれを介した経済パフォーマンス)を規定するのは、LLSV が着目した法制度の起源、すなわち法的起源よりもそれを継受した国家の国内事情や慣習法を含む既存の法制度やその結果としての法制度の適用過程を重視すべきであり、法制度の起源の重要性に疑問を呈し、法制度を必ずしも完全ではなく、受け入れ諸国の事情や慣習に応じて適応し、進化していくべき存在として捉えた。ある国が法制度の移植を受ける場合の受け入れ国側の移植プロセスに着目し、受け入れ国が既存の法制度が存在するものの、移植された法制度をその国の事情に応じて適応させることができる場合 (adaptation) や、移植された法制度の基本原則がその国で親和性が高い場合 (familiarity) には、移植された法律体系は浸透し、実際に執行され、政府のパフォーマンスを高めるとした。そうでない場合、形式的な法の移植は却って政府のパフォーマンスを低め、発展を阻害すると考え、このような影響を「移植効果」と呼んだ。法制度の移植の分類を行なった上で、²⁷ 法制度の起源と移植効果のどちらが大きいかについて検証を行ない、法執行の効率性の決定要因として、その法制度の法的起源よりも移植のプロセスの方が重要であることを示した。

(4) LLS の反論“The Economic Consequences of Legal Origins(法的起源の経済的帰結)” [2008]

LLS は、フランス側からの批判にも関わらず、法的起源 (legal origin) は、経済生活に対する社会的コントロールとしての高度に持続的なシステムとして広義に解釈されているもので、今もなお社会に対する法規制の枠組みにとって重大な意義を持ち続けており、経済的帰結にも大きな影響を与えると反論している。²⁸ Rajan and Zingales[2003]は、1999年でのGDPに対する株式市場の時価総額が、イギリス法は130%、フランス法は74%という結果に

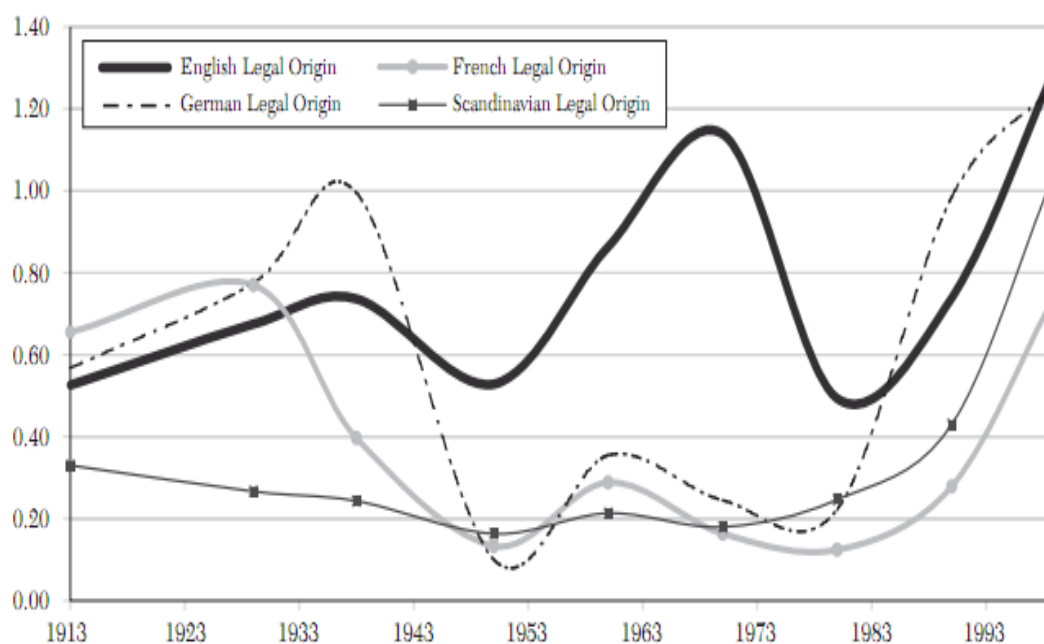
²⁶ 詳細については、五十嵐[2010a]pp.212-217。

²⁷ “adaptation”と“familiarity”の基準のいずれかに当てはまる国を「受容的な移植(receptive transplants)」が行なわれた国、二つの基準のいずれも当てはまらない国を「非受容的な移植(unreceptive transplants)」が行なわれた国に分類している。

²⁸ 2008年 June の JEL 論文は、LLSV のうち、Vishny 以外の3名によって発表されたので、LLSV ではなく LLS と記す。

なっているのは、シビル・ローの国々が第二次世界大戦後に急進化した政治と労働者より反資本主義的な法律と規制により国内経済が停滞しているからであると整理したが(図表 2)、LLSはこの結果に対してコモン・ローはシビル・ローに比べて、投資者保護が整備されているからであると反論している。²⁹

図表 2 株式市場時価総額 対 GDP 比



(出所) LLS[2008] Figure 3. Stock Market Capitalization over GDP p.316.

LLS は異論を唱える論文への再考察を行ない、以下の 4 つの仮説がなおも維持可能であるとするとする。³⁰

- ① 法的ルール及び規制の在り方は、個々の国家を超えて系統的に異なっているが、これらの相違は計量的に可能である。
- ② 法的ルール及び規制における相違は、その相当部分が法的起源によって説明される。
- ③ 政策の実現に焦点を当てるシビル・ローに対して市場の支援に焦点を当てるコモン・ローは、なぜ法的なルールが異なるかについての理由を十分に説明する。
- ④ 法的ルールの内容に関して測定された相違は、経済的及び社会的帰結にとって重要で

²⁹ La Porta et al.[2008]pp.315-316.

³⁰ La Porta et al.[2008]p.326.

ある。

さらに、LLS は、グローバル化が進行する中で、シビル・ローとコモン・ローは収斂するまではいかなくても、シビル・ロー諸国がコモン・ロー的な法的解決を受容する傾向にあり、コモン・ロー諸国も社会問題を解決する手段として立法によって規制する機会が増える等、相互に接近する方向にあることが認められるとしている。また、経済生活を社会的コントロールするには、戦争や恐慌がなく、世界が経済的に安定し、政治的に平和な状態が続いていれば、コモン・ロー・アプローチの方がシビル・ロー・アプローチよりも優れているとしている。反対に、政治的・経済的な混乱が生じている状況下においては、シビル・ロー的な問題解決の方が優れていることを指摘している。³¹

[2.3] 法的起源説にみる日本の金融システム

LLSV は、法的起源の実証研究の中で日本の金融法制についてドイツ法型のシビル・ローを法的起源とするグループに位置付けている。LLSV の分析では、図表 3 の通り Enforce (契約執行度) と Shareholder (株主権利) について高い値を示しているが、1990 年代半ばまでのデータに依拠しており、日本の金融システム改革、金融商品取引法の成立等は反映していないと思われる。³²

³¹ La Porta et al.[2008]pp.326-327.

³² LLSV は、49 か国について、外部株主、債権者の権利が法律上どの程度経営者及び大株主から保護されているか、法の執行(エンフォースメント)が有効に機能しているかについて、指標を作成し、投資家の保護の度合い、法の執行の質といった変数と資本市場の発達度合いを示す変数(株式市場の相対的規模、上場企業の数、IPO 状況、株式保有の分散化等)との間の相関関係について検証を行なった。

債権者の権利(Creditor rights)については、5 つの変数(①No automatic stay on assets、②Secured creditors first paid、③Restrictions for going into reorganization、④Management does not stay in reorganization、⑤ Legal reserve required as a % of capital)について、債権者の保護に該当する場合は1、そうではない場合は0として、その集計値を表している。

法の執行(legal enforcement)については、私的な信用リスク機関(Business International Corporation, International Country Risk)によって集められた「法と秩序」に関する5つの評価基準(①Efficiency of judicial system、②Rule of law、③Corruption、④Risk of expropriation、⑤Risk of contract repudiation)を利用した。図表では、①Efficiency of judicial system で比較している。

株主権利(Shareholder rights)については、少数株主を強く保護する法システムかどうかを6つの変数(①Proxy by mail allowed、②Shares not blocked before meeting、③Cumulative voting/ proportional representation、④Oppressed minority、⑤Preemptive right to new issues、⑥% of share capital to call an ESM)について、少数株主保護に該当する場合は1、そうではない場合は0として、その集計値を表している。

図表 3 金融構造と法制度

	Creditor	Enforce	Shareholder
オーストラリア	1	10.00	4
カナダ	1	9.25	5
香港	4	10.00	5
インド	4	8.00	5
イスラエル	4	10.00	3
マレーシア	4	9.00	4
ニュージーランド	3	10.00	4
ナイジェリア	4	7.25	3
パキスタン	4	5.00	5
シンガポール	4	10.00	4
南アフリカ	3	6.00	5
タイ	3	3.25	2
イギリス	4	10.00	5
アメリカ	1	10.00	5
ジンバブエ	4	7.50	3
アイルランド	1	8.75	4
英米法平均	3.11	8.15	4.00
アルゼンチン	1	6.00	4
ベルギー	2	9.50	0
ブラジル	1	5.75	3
チリ	2	7.25	5
コロンビア	0	7.25	3
エジプト	4	6.50	2
フランス	0	8.00	3
ギリシア	1	7.00	2

インドネシア	4	2.50	2
イタリア	2	6.75	1
メキシコ	0	6.00	1
オランダ	2	10.00	2
ペルー	0	6.75	3
フィリピン	0	4.75	3
ポルトガル	1	5.50	3
スペイン	2	6.25	4
トルコ	2	4.00	2
フランス法平均	1.58	6.56	2.33
オーストリア	1	9.50	4
ドイツ	3	9.00	1
日本	2	10.00	4
韓国	3	6.00	2
スイス	3	10.00	2
台湾	2	6.75	3
ドイツ法平均	2.33	8.54	2.33
デンマーク	3	10.00	2
フィンランド	1	10.00	3
ノルウェー	2	10.00	4
スウェーデン	2	10.00	3
スカンディナヴィア法平均	2.0	10.00	3.00

注: **Creditor**: 債権者の法的権利保護の指数 (: 数値が大きいほど債権者の権利保護が強い)。

Enforce: 契約執行の法制度の効率性の指数 (0~10: 数値が大きいほど契約執行度がより効率的)。

Shareholder: 株主権利 (数値が大きいほど株主保護が強い)。

(出所) La Porta et al.[1998].

また、世界銀行の研究 (Demirgüç-Kunt and Levine[1999]) では、共通のデータが得られる主要国について、経済発展度と銀行型・市場型システムの視点から分析を行なった。金融シ

システムを特徴付ける具体的な指標は、規模・活動・効率性とそれらを統合した金融構造指数であるが、これらの指標から、

- ① 経済発展と銀行・ノンバンク・資本市場の関係
- ② 経済発展と銀行型対市場型システムの関係
- ③ 金融構造の法・規制・税・マクロ経済要因

という問題を検証している。その結果は図表 4 の通りであり、日本の金融システムを金融発展度高位国・銀行型システムと整理している。なお、先の LLSV では日本はドイツ法に基づく国で、金融仲介機関の発展が見られる国として整理される。³³ このように日本の金融システムは、間接金融の優位性という特色を示すが、これは護送船団方式による金融規制の有効性が存在した時期のデータを反映していることが考えられる。

³³ 日本の金融システムが銀行型システムであるのは、馬場・久田[2001]が「各国の金融システムが、それぞれの国の歴史的な経緯を反映しているというシステムの経路依存性(path dependence)を考慮する」必要を論じたように、法制度や歴史・文化的な背景いわゆる経路依存性に制約される部分が大きいと考えられるが、中小企業金融の比重が金融仲介機関の融資の中で大きいことも1つの理由であるかもしれない。中小企業は、一般に情報面で不透明性を内包し、その資金調達行動において情報の非対称性が大きいので、金融仲介機関の情報生産機能が発揮されなければ、円滑な資金調達行動を保証されないと考えられる。したがって、中小企業金融が高い比重を占める国は銀行型システムになる可能性が高く、少なくとも、個人金融を入れたリテール金融の比重が高い国の金融システムは、銀行型システムになる傾向が高いといえよう。リレーションシップ・バンキングがその本来の機能を果たすようになればその傾向は強まることになる。

したがって、日本の金融システムの今後の変化、すなわち市場型システムに移行するか否かを考えるうえでも、中小企業金融の動向をフォローすることは重要な視点となる。少なくとも、わが国の間接金融中心の金融システムが直接金融中心のシステムに直ちに収斂していかないことも十分予想されるという主張(馬場・久田[2001])は説得的である。これに対し、Hoshi and Kashyap[1999]は、わが国大企業の資金調達が直接金融へのシフトするスピードが大ききから判断すると、わが国金融システムは米国型金融システムに急速に収斂するとの見解を示しているが、中小企業金融の比重、リレーションシップ・バンキングの今後を考慮すると説得的ではない。

図表 4 金融的發展度と銀行型対市場型システム

(1)金融的發展度低位国		(2)金融的發展度高位国	
① 銀行型システム		② 銀行型システム	
バングラディシュ	-0.90	パナマ	-0.92
ネパール	-0.87	チュニジア	-0.88
エジプト	-0.82	キプロス	-0.77
コスタリカ	-0.79	ポルトガル	-0.75
バルバドス	-0.78	オーストリア	-0.73
ホンジュラス	-0.75	ベルギー	-0.66
トリダードトバコ	-0.74	イタリア	-0.57
モーリシャス	-0.70	フィンランド	-0.53
ケニア	-0.69	ノルウェー	-0.33
エクアドル	-0.56	ニュージーランド	-0.29
スリランカ	-0.54	日本	-0.19
インドネシア	-0.50	フランス	-0.17
コロンビア	-0.47	ヨルダン	-0.14
パキスタン	-0.38	ドイツ	-0.10
ジンバブエ	-0.34	イスラエル	-0.06
ギリシア	-0.34	スペイン	0.02
アルゼンチン	-0.25		
ベネズエラ	-0.15		
インド	-0.14		
アイルランド	-0.06		
平均	-0.54	平均	-0.44
③ 市場型システム		④ 市場型システム	
デンマーク	0.15	オランダ	0.11
チリ	0.25	タイ	0.39
ジャマイカ	0.28	カナダ	0.41
ブラジル	0.65	オーストラリア	0.50

メキシコ	0.68	南アフリカ	0.83
フィリピン	0.71	韓国	0.89
トルコ	1.23	スウェーデン	0.91
		イギリス	0.92
		シンガポール	1.18
		アメリカ	1.96
		スイス	2.03
		香港	2.10
		マレーシア	2.93
平均	0.52	平均	1.17
低位国平均	-0.24	高位国平均	0.28
総平均		0.03	

注: 数値は金融構造指数。調査対象 57 カ国の平均(0.03)よりも大きい国を市場型、小さい国を銀行型と分類。(出所) Demirgüç-Kunt and Levine[1999]Table 12.

最近のデータとしては、世界銀行 *Doing Business 2014* が挙げられる。Levine[1998]、La Porta et al.[1998]で整理されたように対象国 49 か国のうち、Enforcement と Shareholder に該当する資料として Protecting Investors (株主権保護) と Enforcing Contracts (契約執行) を抜粋したデータが図表 5 となる。直近のデータにおいても、English law tradition の国々は一般的に株主権が強く、French Civil Law tradition は Protecting Investors が弱い。Enforcing Contracts では、スカンディナビア法が強力で、ドイツ法が次いでいる。日本では、Protecting Investors は、English law tradition の国々の平均順位よりも高く、Enforcing Contracts はドイツ法の国々の平均的なランキングに近い結果を示している。Enforcing Contracts については、図表 3 と同じような状況にあるが、Protecting Investors については以前と比べると高いランキングに位置している。

図表 5 Rankings on the ease of doing business

	Ease of Doing Business Rank	Protecting Investors	Enforcing Contracts
オーストラリア	11	68	14
カナダ	19	4	58
香港	2	3	9
インド	134	34	186
アイルランド	15	6	62
イスラエル	35	6	93
ケニア	129	98	151
マレーシア	6	4	30
ニュージーランド	3	1	18
ナイジェリア	147	68	136
パキスタン	110	34	158
シンガポール	1	2	12
南アフリカ	41	10	80
スリランカ	85	52	135
タイ	18	12	22
イギリス	10	10	56
アメリカ	4	6	11
ジンバブエ	170	128	118
英米法平均	52.22	30.33	74.94
アルゼンチン	126	98	57
ベルギー	36	16	16
ブラジル	116	80	121
チリ	34	34	64
コロンビア	43	6	155
エクアドル	135	138	99
エジプト	128	147	156
フランス	38	80	7

ギリシア	72	80	98
インドネシア	120	52	147
イタリア	65	52	103
ヨルダン	119	170	133
メキシコ	53	68	71
オランダ	28	115	29
ペルー	42	16	105
フィリピン	108	128	114
ポルトガル	31	52	24
スペイン	52	98	59
トルコ	69	34	38
ウルグアイ	88	98	105
ベネズエラ	181	182	92
フランス法平均	80.19	83.05	85.38
オーストリア	30	98	6
ドイツ	21	98	5
日本	27	16	36
韓国	7	52	2
スイス	29	170	20
台湾	16	34	84
ドイツ法平均	21.67	78.00	25.50
デンマーク	5	34	32
フィンランド	12	68	8
ノルウェー	9	22	4
スウェーデン	14	34	25
スカンディナヴィア法平均	10.00	39.50	17.25

注:各法的起源の平均は抜粋した国のみの平均値。

Ease of Doing Business Rank は、各指標の総合的な評価指標となる。
(出所) *Doing Business 2014* を筆者により加工。

日本の金融法制が LLSV 的にドイツ法を法的起源とするグループに位置付けている理由としては、日本の民法がドイツ民法法典を参考に取り入れられ、民法の特別法である商法を分析したことによるものと理解できる。直近の評価として、*Doing Business 2014* では、投資家の保護体制が高く評価され、ドイツ系大陸法に位置付けられている日本がコモン・ローの強みを示している。おそらく、金融商品取引法の成立により多様な金融商品に対する投資家保護法制が評価されていると考えられる。そこで、日本の金融法制が大陸法(シビル・ロー)ないしドイツ法の法的起源として出発し、1990年代以降の金融制度改革を受けた日本の金融法制について、LLSVの研究の妥当性を検証し、日本の金融システムが有効に機能しているのか(頑健性)について考察する。そして、日本の金融システム、金融法制の方向性について整理することとしたい。

3. 日本の金融法制の変遷

LLSVは、近年のファイナンス理論における投資家の権利に関する法的ルールの特徴と便益の分析について、投資証券が発行される際に法的ルールに依存するという事実が無視されていることを問題視した。また、実際にどのような法的ルールが存在し、どのように適用されているかについて、体系的なデータがこれまで存在していないことから、投資家を保護する法とその執行の質について分析し、投資家保護が経済成長に欠かせないことを指摘した。つまり、投資家保護の法整備により、投資のリターンが確保され、更なる投資につながり経済成長に結びつくと考えられる。これは、Demirgüç-Kunt and Levine[1999]の金融的発展度と金融システムの選択に関する分析において、コモン・ローは Market-based System になる傾向があるという提示とも整合的である。*Handbook of the Economics of Finance*[2013]においても、Market-based System と Bank-based System との違いについて、法的伝統をあげている。³⁴ また、LLSVの分析では、対象の法律を商法としているが、日本の金融法制は、銀行法、証券取引法、保険業法等があるように業態毎に法律が定められている。そのため、コモン・ロー、シビル・ローという区分が困難である。

本稿において日本の金融法制がコモン・ローもしくはシビル・ローのどちらの法的起源の影響を受けているかについて考察するにあたり、Market-based System の法的整備はコモン・ローの影響を受けていると捉え、Bank-based System の法的整備はシビル・ローの影響を受けていると捉えることにより日本の金融法制を考察する。

³⁴ *Handbook of the Economics of Finance* [2013] p.736.

[3.1]分業制・専業制、Bank-based System への金融法制の変遷－国立銀行条例から旧銀行法の制定まで－

日本の金融制度において法律として制度整備されたのは 1872 年に施行された国立銀行条例であり、銀行中心型の金融制度を構築するきっかけの一つになったといえる。国立銀行条例の背景には、①明治時代初期に欧米列強のアジア進出に対抗して殖産興業を急ぐために、経済・産業の活動を支える近代的な金融機関制度を至急創設する必要があったこと、②政府の発行になる不換紙幣の引換え、償還の期限が差し迫っていたことから、発券機能を持つ銀行制度の設立によりこの問題を解決しようとしたこと、③当時の国家財政が厳しかったことから、資金手当てを行なう必要があり、その公債の消化の充てとした消化能力のある金融機関、銀行の存在が不可欠であったことが挙げられる。³⁵ 導入に当たっては、イギリス流の商業銀行主義³⁶ の理念が参考にされ、証券業務、長期金融、貿易金融等についてそれぞれの業務に特化した専門金融機関を分業的に創設することに繋がった。

³⁵ 導入にあたっては、アメリカのナショナル・バンク制度かイギリス型の銀行制度を採用するかで意見が分かれ、最終的には、器はアメリカ流、実際の運用、目指す方向はイギリス流という形でスタートすることになった。国立銀行設立の狙いは、市中に出回っていた巨額の不換紙幣を兌換紙幣に転換し、インフレーションで疲弊した経済を立て直しを行なうことであった(小山[2012]pp.2-6を参照)。

³⁶ 商業銀行主義とは、銀行業務として、受け入れた短期の預金を主たる資金源として、比較的短期の商業貸付を行なうという銀行業務のあり方をいう。Real bill doctrine ともいう。企業の工場建設のような設備投資等に伴う事業信用は長期でリスクが大きいものに対して、商業取引の裏付けのある商業信用は相対的にリスクが小さいことから、商業銀行はこのようなリスクの小さい業務に専念すべきであるという考え方である。生産物はいくつかの生産段階のプロセスを経て、流通段階を通して消費、投資されるのであるが、この間何回かの売買が行なわれる。この売買に際し、それを遂行するには通貨を必要とするが、この通貨は銀行によって運転資金の貸出として供給されることになる。そして、現実の生産物流通に保証され、裏付けられた商業手形の割引によって、信用が供給されるかぎり、銀行の供給する預金通貨量は社会全体が必要とする通貨量に一致することになって、景気に対して過大な影響を与えたり、不況を発生させることはないのである。生産物の清算・流通・消費に伴って、通貨も発行・流通し、手形償還によって銀行に還流するからである。したがって、銀行の信用供与は商業手形の割引に限定すべきというのが「商業銀行主義」である。銀行は専ら短期の資金を集めて短期の貸出に運用せよ、あるいは産業的流通に専念せよ、というルールを要請するのである。

この原則は、短期金融を専門に扱う金融機関と、長期金融を専門に扱う金融機関を区別し、両者の兼営を認めないという、長短金融分離論をこの考え方に沿うものである。ところが、銀行は不特定多数の公衆から預金を受け入れ、他方これを貸出・証券投資等に運用するという活動を行なうものであり、預金面で短期性預金だけではなく貯蓄資金も預入させることから、貸出面でも短期貸出だけに限定せず、ある程度の長期資金の供給も行なわれるのが通常である。そこで、銀行の資金運用と預金受入れとは量的にも質的にも対応させるべきであるという考え方が銀行業務に適用されるとしたのが「銀行鉄則」と呼ばれるものである。また、貯蓄性預金を超えて投資資金を供給してはならないというルールを「投資銀行原理」という(村本[1975])。

歴史的には、商業銀行は 18 世紀のイギリスで誕生し、その後各国において発達してきた金融機関の形態であり、事業法人・機関投資家等を相手に資金調達業務や M&A (買収・合併) のアドバイザー業務等を行なう投資銀行 (Investment Bank) や長期金融業務と証券業務を兼営するユニバーサル・バンク (Universal Bank) 等と対比して用いられる。従来、わが国では、商業銀行という用語は長期信用銀行と区別するために法律上等で使われていたが、2006 年 4 月に長期信用銀行法に基づく長期信用銀行がすべて消滅したことから、現在は、都市銀行、地域銀行、在日外国銀行を総称して商業銀行と呼ぶ。

1876年には、銀行の名称使用の制限規定の削除を目的とする国立銀行条例の改正を行なわれ、国立銀行でなくても銀行の名称を使用することを認め、銀行を名乗ることができる私立銀行の設立が可能になった。その結果、私立銀行、銀行類似会社が数多く設立され、これら普通銀行を規制する法律が必要となり、1890年に銀行条例が制定された。その後、普通銀行の数は2,000を超え、激しい競争が行なわれることになった。しかし、多くが基盤薄弱で零細な銀行であったことから金融恐慌により、相次いで倒産に追い込まれたため、信用秩序の回復と預金者保護を行なう必要が生じ、1928年に旧銀行法を施行し、³⁷ 零細な銀行の整理・統合を促した。また、当時の銀行の資金源は、銀行条例時代の資産家から大口で資金調達を行なう時代から、広く一般公衆から預金の形で資金を吸収することに重点が置かれる時代に移行していたため、預金者保護が初めて名実とともに銀行監督の理念の中枢に位置することになった。そこで、旧銀行法では、銀行の経営の健全化を基礎として、銀行自己資本の充実を図ることに重点を置き、最低資本金の法定化を行なうことで零細な銀行の整理・統合を促した。³⁸

第二次世界大戦後になると、経済復興過程で金融の逼迫解消が大きな課題となったため、業態別に金融制度を整備することになり、i.長短分離、ii.信託分離、iii.外国為替専門銀行制度、iv.中小企業金融専門機関制度、v.銀行・証券分離等金融機関の行なう業務について専門制・分業制の考え方がとられた。³⁹ その結果、明治時代からの殖産興業的な考え方が形を変えて戦後復興・高度経済成長の時代まで継承されることになった。

西村[2011]によれば、1920年代の昭和金融恐慌時代から1927年の旧銀行法の制定までの間に、市場原理に基づく競争を前提とした米国型金融システムから安定性を重視した西欧型金融システムに大転換したと指摘している。⁴⁰ この時期は、銀行の参入・退出、金利等は自由であったことから2,000を超える銀行が存在して激しい競争が行なわれた。その結果、銀行経営が不安定になり銀行の倒産が極めて多かったことから、中長期的に金融システムが安定化するための枠組みが求められた。その一つが旧銀行法の制定であり、また、安定的な金融システムを構築するためには、金融業者の数を減らして競争を制限する状況を作り出すことが有効と考えられ、1県1行主義、いわゆる護送船団方式の基盤形成になった。さらには、業務規制・店舗規制・金利規制等の法律・行政指導による競争制限を強化し、金融機関の経営安定を図った。

³⁷ 小山[2012]において、1928年に施行された銀行法を「旧銀行法」と呼称し、1982年に全面改正されて以後の銀行法を「現行銀行法」と呼称したことに倣うこととする。

³⁸ 小山[2012]pp.22-23。

³⁹ 西村[2011]p.22。

⁴⁰ 西村[2011]p.24。

日本の金融法制は、殖産興業の見地から分業制・専門制を通じて Bank-based System の基盤が形成され、さらには中長期的な金融システムの安定を目指して Bank-based System がより強固なものになったと理解できる。法的起源説的視点でいえば、Bank-based System を支える金融法制によりシビル・ロー的な色合いが強くなっていったと考えられる。

[3.2] 自由化・国際化・情報化による金融法制の変化－現行銀行法の制定－

縦割りの専門性・分業制を特色とする日本の専門金融機関制度は、戦後の経済復興及びその後の高度成長期において、経済発展に大きく寄与した。金融機関が設備投資資金、産業資金、中小企業向け資金等の各業務に特化し、資金の効率的配分を通じて経済のバランスがとれた発展に資するという考え方は戦後の経済復興と高度経済成長を下支えすることに繋がった。しかし、1970年代の第一次、第二次石油危機以降、銀行を巡る経済構造が大きく変化することになった。経済の安定成長が定着するようになり、長年に亘り高い貯蓄率に支えられて金融資産が大幅に増加した結果、日本は一転して資金余剰の時代を迎え、経済の安定成長への移行、資金不足から資金余剰への移行等の経済の構造変化が生じた。その結果、縦割りの専門性・分業制を特色としてきた専門金融機関制度の意義は急激に薄れていき、1982年に従来の行政指導主体の行政から法律による行政に転換することを主眼に旧銀行法から現行銀行法へ全面改正が行なわれた。⁴¹ 改正にあたっては、当時の経済環境は列島改造・石油危機・狂乱物価の直後であったことから、金融制度調査会答申「普通銀行のあり方と銀行制度の改正」（1979年）において、「金融機関が経営健全性を確保しつつ、経営の効率性の追求と国民経済的見地からみた適切かつ公正な機能発揮の両面の要請に調和の形で答えていくこと」が重要で

⁴¹ 小山[2012]によれば、約半世紀にわたり、旧銀行法はほとんど改正を行わずに推移してきている。その最大の理由は旧銀行法が銀行の組織の骨格のみを規律する簡潔な法律であり、発動される要件、監督権限の内容が大幅に行政指導に委ねられていたためと考えられ、時代の情勢の変化に応じた弾力的な行政運用が可能であったと指摘している(p.24)。

また、旧銀行法全面改正の背景となった理由について、旧銀行法及び銀行をめぐる経済社会環境の変化として次の4つの点を挙げている(pp.25-27)。

- ① 昭和50年代に入り、金融機関における健全経営の確保を改めて確認しなければならない状況に立ち至った。具体的には、第一次石油危機、第二次石油危機を経て高度経済成長から安定成長へと構造変化を遂げたことにより経済構造が大きく変化し、企業の自己資金力が高まったことや金融機関の預貸金利鞘の縮小により金融機関の健全性を確保するための法的な枠組みが必要になった。
- ② 金融資産の規模の拡大に伴い個人の資産運用の選択の幅が増大した結果、金融機関について公共性、社会性の発揮できる配慮と業務範囲の弾力化、広域化できる法的枠組みが必要になった。
- ③ 国債等の公共債の大量発行により市場消化の必要性から銀行の証券業務が必要になった。
- ④ 我が国のIMF加盟の際に本邦銀行と外国銀行の相互乗入れが急速に進んだことから外国銀行に対する銀行法の整備が必要になった。

あると基本的な考え方を示している。⁴² しかし、国際化・自由化・情報化といった金融情勢の変化への対応も求められ、⁴³ 新しい銀行の機能及び経営のあり方について金融制度調査会の検討が開始され、1983年に第一次中間報告「金融自由化の現状と今後のあり方」が報告された。⁴⁴ これらの議論を踏まえ、金融資本市場における有効かつ適正な競争を促進し、市場の効率化、活性化を図り、利用者のニーズに合った金融サービスを提供するために、専門性・分業制から業務範囲の弾力化・広域化へと繋がる改正となった。⁴⁵ 現行銀行法の施行により法律による行政への転換はシビル・ロー的な色合いを強めた時期である一方で、金融情勢が国際化・自由化・情報化といった流れの中で、例えば銀行の証券業務の取り扱いを可能とする業務の弾力化は、コモン・ロー的な考え方を取り入れ始めたことと整理することができる。

[3.3] 金融制度の転換期－金融制度改革法の成立－

(1) 金融制度調査会における議論

「二つのコクサイ化」といわれる国債の大量発行と金融の国際化という環境の変化により、金融の自由化・国際化・情報化が進み、専門制・分業制の枠組みを再編成しようとする金融制度改革が80年代後半から本格化した。⁴⁶ 安定成長への移行に伴い大企業の資金需要が低下し、大手銀行が中小企業金融への強化を検討するようになると、従来の分業主義・専門

⁴² 西村[2011]pp.134-147。

⁴³ 小山[2012]によれば、各国に共通する金融の潮流の大きな変化と指摘する。資金供給の面では、世界各国におけるインフレーションの進行及び高金利現象が生じる中で、各国に共通して預金者の金利選好の高まりが見られた。一方、資金需要面では、世界的な経済成長の鈍化を背景として、企業部門にかわって、公共部門の比重が増大した。また、個人部門も、これまで一方的な資金の出し手であったものが、住宅ローンを通じて金融市場における資金の借手としての地位を高めていった。このような資金の流れの変化に対して、各国とも銀行等の業務の多様化と各種の規制の自由化、弾力化が必要とされた(pp.27-28 に拠る)。

⁴⁴ 現行銀行法の改正に向けた金融制度調査会の審議の流れについては、西村[2011]pp.168-173を参照。

⁴⁵ 鹿野[2006b]は、グローバル化の下では、各国の金融制度に対しては、少なくとも国際的に整合性のあるものへと変容させようとする力が働き、金融取引自体もグローバル化の中で国際競争の下に置かれるようになっているとした。また、金融制度が収斂していく方向としては、資本市場の重要性が一段と高まる一方で、銀行部門を経由した資金の運用調達が相対的に後退するという事態が容易に予想されると指摘している(p.23)。

⁴⁶ 岡崎・星[2002]が、80年代の銀行経営について、「70年代後半から始まった金融自由化は、大企業の資金調達の選択肢を広げたが、家計の資産選択の自由度はそれほど広がらず、また銀行が伝統的銀行業(預金の獲得と貸出)以外の分野へ進出する可能性も依然として非常に限られていた。企業の資金調達の選択肢が広がった結果、…大企業の多くは、徐々に銀行借入を離れて、社債や新株発行等による資金調達に移っていった。しかし、銀行業務に対する規制緩和が遅れたため銀行が市場調達関係の業務に乗り出して、ユニバーサル・バンクとして大企業に引き続きサービスを提供することはできなかった。こうして貸出の分野で大企業の銀行離れが生じた一方、預金の分野では、家計部門は依然として金融資産の大部分を預金で保有した。…銀行は大企業の銀行離れによって生じた貸出金の減少を、土地関連融資を増加させることによって補おうとした。こうして新しく不動産市場に流れ込んだ資金が地価を高めることになり、地価高騰の一要因となった。」とし、資金余剰への転換に加えて、金融自由化の結果、銀行は急激な利益率に低下に見舞われた銀行経営に対して大きな影響を及ぼすことになったと指摘している(p.314)。

主義的な業務分野規制に対する緩和を求める声が高まった。他方、国債の大量発行により国債の取扱いがビジネス・チャンスになると、国債の窓販・ディーリング問題(すなわち銀行業務と証券業務の業際問題)が重要な論点になった。大企業は、借り入れに比べて資金調達コストが低い社債や株式を発行し、より自由かつ機動的に資金調達を行なうことを検討し始め、証券の発行に関する諸々の規制について緩和や撤廃を求めるようになった。そこで、1985年に金融制度調査会は制度問題研究会を設置し、相互銀行の普銀転換、各種金融機関の相互参入の形態等について審議を開始した。

1987年には、「専門金融機関制度のあり方について」を公表して、長期信用銀行制度、信託銀行制度等の専門金融機関のあり方についての基本的な考え方が提示された。これを現実的な課題として検討するために、1988年に金融制度調査会に金融制度第1委員会、金融制度第2委員会が設置され、第1委員会は地域金融機関の金融制度を、第2委員会は金融制度全般の改革を取り扱うことになった。第2委員会から1989年に第1次中間報告が公表され、銀行業と証券業の相互参入の具体的な方式として、相互乗入れ方式、業態別子会社方式、特例法方式、持株会社方式、ユニバーサル・バンク方式の5つの方式が挙げられた。中でも、業態別子会社方式、特例法方式が比較的問題が少ないと考えられ、両方式を軸として今後の審議を進めることになった。1990年に公表された第2次中間報告では、相互参入の形態、相互参入に伴う預金者保護、信用秩序の維持、利益相反の弊害の防止等の必要な措置についての取りまとめが行なわれ、銀行業と証券業の相互参入の具体的な方式として業態別子会社方式が望ましいとの結論が出された。1991年には、一連の審議の締め括りにあたる答申として、金融制度調査会は「新しい金融制度について」を公表し、今後の金融制度の基本的な枠組みを提示した。現行の縦割りの金融制度を見直し、金融機関の相互参入の形態と必要な措置、協同組織金融機関の業務の拡大等について具体的な提言を行なった。

(2) 証券取引審議会における議論

証券取引審議会においては、1988年9月に証券取引制度等に関する諸問題について基本的な検討を行なうことを目的に基本問題研究会が設置された。金融の証券化をめぐる諸問題について検討が行なわれ、1989年5月に中間報告書「金融の証券化に対応した資本市場のあり方について」が発表された。中間報告をさらに具体化するため、1989年に第1部会・第2部会が設置され、第1部会は「金融の証券化に対応した法制の整備等について」を発表し、第2部会は「国際的な資本市場の構築を目指して」を発表した。第1部会報告で

は、証券化関連商品について証券取引法の枠組みを活用していくために、「幅広い有価証券」概念の導入・ディスクロージャー制度の充実・取引の公正確保のための規制等の見直しについて方向を明らかにした。第2部会報告では、国際的な観点から資本市場のあり方について検討しており、実情に合わなくなった諸規制・諸慣行の見直しや撤廃して競争が行なわれるための条件を整えるとともに、証券取引全般について包括的・統一的な法的枠組みを整備して自由な競争と商品開発を促す市場の整備が必要であるとした。1990年7月に金融制度改革に関する決着をつける方針が定められ、1991年6月には業態別子会社方式による相互参入を基本とした金融制度調査会及び証券取引審議会の最終的な答申・報告が発表され、金融制度改革に関する結論が出された。

西村[2011]によれば、伝統的な金融行政においては、通常「金融」とは銀行の業務を指すことが多く、行政上の慣例的な区分としては銀行を中心とする間接金融のことを指していたが、証券側でも金融制度改革論議が具体的内容を伴って進み出すにつれ、「金融制度改革」という場合に証券・市場制度も不可欠の要素になり、「金融」が銀行・市場・保険等金融全般を通じる包括的な理念が明確に意識される機会は多くなったと指摘している。⁴⁷ つまり、業態別子会社方式を認める金融制度改革法の議論から、金融という広い概念の中に銀行以外の市場等の考え方が含まれ始めた整理でき、Market-based System に対応する法整備、コモン・ロー的な金融法制への取り組みが始まったと整理することができる。

⁴⁷ 西村[2011]p.243。

図表 6 相互乗入れに関する金融・証券・保険関係審議会の検討経緯

年 月	金融制度調査会	証券取引審議会	保険審議会
1985・9	制度問題研究会設置		
1987・12	制度問題研究会報告 「専門金融機関制度のあり方 について」		
1988・9		基本問題研究会設置	
1989・4			総合部会設置
1989・5	・第1委員会報告 「協同組織形態の金融機関の あり方について」 ・第2委員会中間報告 「新しい金融制度について」	基本問題研究会中間報告 「金融の証券化に対応した 資本市場のあり方につい て」	
1990・7	・第1委員会中間報告 「地域金融のあり方について」 ・第2委員会第2次中間報告 「新しい金融制度について」	・第1部会報告 「金融の証券化に対応した 法制の整備等について」 ・第2部会報告 「国際的な資本市場の構築 を目指して」	総合部会報告 「保険事業の役割につい て」
1991・6	金融制度調査会答申 「新しい金融制度について」	証取審報告 「証券取引に係る基本的制 度のあり方について」	総合部会経過報告 「保険会社の業務範囲のあ り方について」
1992・6			保険審答申 「新しい保険事業のあり方」
1997・6	金制調答申 「我が国金融システムの改革 について」	証取審報告 「証券市場の総合的改革」	保険審報告 「保険業のあり方の見直し について」

(出所)西村[2011]p.241。

(3) 金融制度改革法の成立

金融制度改革法は、金融に対する国民のニーズの多様化への対応、金融の証券化への対応、競争の促進、国際性の確保、金融秩序の維持を目的として1992年に成立した。金融機関の業態間の相互参入による競争の促進を通じて金融資本市場の効率化を促し、金融機関による多様な金融商品の開発・提供や企業による機動的な資金調達を促進し、広く金融サービスの利用者の利便性の向上に資することを目的とする法律である。銀行や証券会社による各種金融業務分野への相互参入を可能とし、具体的には縦割りの金融制度は業態別子会社による相互乗り入れ方式で弾力化され、証券取引上の有価証券の定義を広げるとともに証

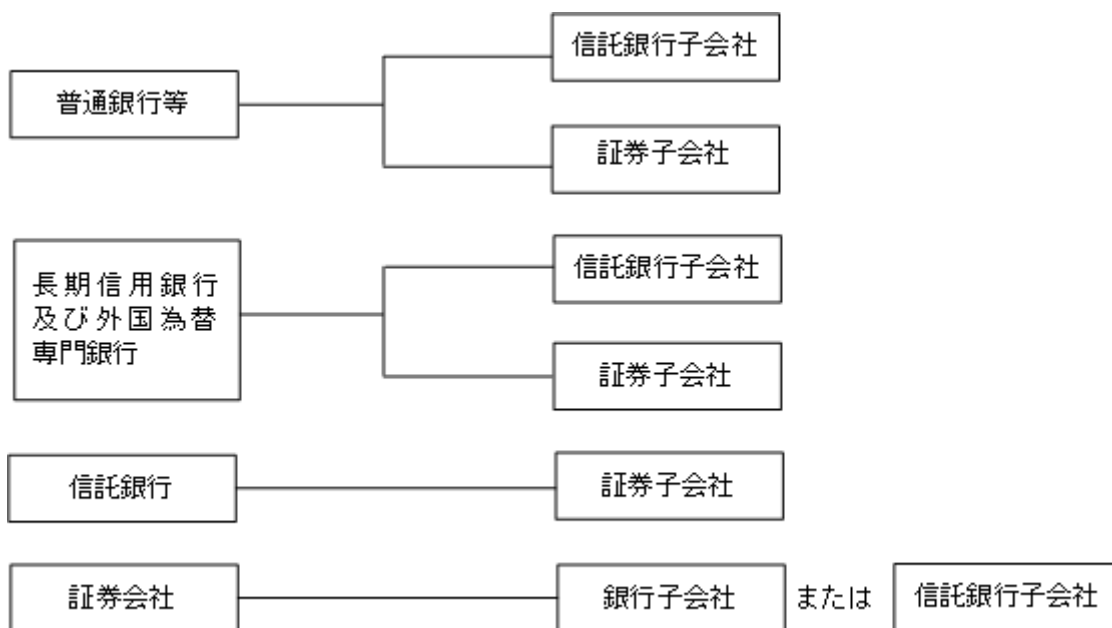
券化関連商品の取り扱い業務を銀行、証券会社が共有することになった。⁴⁸

業態別子会社方式による相互参入は経済構造の変化により銀行部門において生じた余剰経営資源を市場中心の金融機能で活用し、間接金融偏重の金融構造を変革しようとしたものである。また、有価証券概念と証券業務取扱いの弾力化は市場機能をより広く活用するため、従来型の証券のほかに銀行部門の機能と密接に関連する資産担保型証券等の発展基盤を整理し、単に伝統的な証券業者の業務を奪い合うのではなく市場機能の新たな分野を開拓することを目的にしている。しかし、金融制度改革法に関する一連の議論は、業態別子会社方式において形式面が議論の中心となり、将来的な銀行業務や証券業務についてのあり方や、それに応じた銀行規制や資本市場規制についての議論はほとんどされなかった。⁴⁹ この段階では、業態ごとの法規制、すなわち業法を前提とする法規制は、銀行を中心とする金融システムを前提にしており、シビル・ロー的な法規制が強いと考えられる。業態別に業法が存在する日本の金融法制を抜本的に改革することになるのは、金融商品取引法の成立まで待つことになる。

⁴⁸ 証券取引法上の有価証券概念が拡張され、住宅ローン債権信託やコマーシャル・ペーパーをはじめとする流通性のある証券関連商品が幅広く有価証券として規定され、銀行等がこれらの商品の仲介業務を行なうことができるように措置された。

⁴⁹ 一連の議論については、グローバル化、金融技術の発展により金融業はリスク管理業として連続的な業務の体系になり、業態という区切りが意味を失いつつあるといった指摘もされている(西村[2011]p.279)。

図表 7 業態別子会社方式による相互参入の概念図



(出所)各種金融制度調査会資料より。

[3.4] 複線型金融システムに向けた本格的検討

(1) 日本版金融ビッグバン

日本版金融ビッグバンは、1996年に提唱された。フリー(市場原理が働く自由な市場に)、フェア(透明で信頼できる市場に)、グローバル(国際的で時代を先取りする市場に)の3原則に則って日本の金融市場の改革を行なうことにより、2001年までに東京市場がニューヨーク・ロンドンと並ぶ国際的な金融市場として復権することを目指す金融システム改革(いわゆる「日本版ビッグバン」)である。背景には、21世紀の高齢化社会において日本経済が活力を保っていくためには、1,200兆円(当時)にもものぼる国民の金融資産がより有利に運用される場が必要であること、次代を担う成長産業への資金供給が重要であること、また日本として世界に相応の貢献を果たしていくためには、日本から世界に円滑な資金供給をしていくことが必要になることが挙げられる。このような問題意識の下、金融制度調査会、証券取引審議会、保険審議会、企業会計審議会及び外国為替等審議会の審議が行なわれ、金融システム改革の先陣を切って、1997年5月に外為法が改正された。1997年6月には、金融制度調査会から「わが国金融システムの改革について—活力ある国民経済への貢献—」が、証券取引審議会から「証券市場の総合改革—豊かで多様な21世紀の実現のために—」が、保険審議会

から「保険業のあり方の見直しについて－金融システム改革の一環として－」がそれぞれ発表された。

金融制度調査会報告「我が国金融システムの改革について－活力ある国民経済への貢献－」では、今般の金融システム改革において取り組むべき課題として、現行の縦割りの金融制度の意義が薄れる中で、資産運用、資金調達の両面における利用者を軸に据え、検討していくことを必要とし、利用者の選好が的確に反映される公正で、効率的、かつ国際的な標準に整合的な市場が形成されることが求められた。また、商品とそれを扱う金融機関の業務・組織形態の自由化・多様化を図る必要があり、同時に、取引が適正な市場規律の下で活発に行なわれるよう、市場・取引に係るインフラ整備及びルールとペナルティの明確化を行なうことが求められ、監督当局の関与については、事前指導的な行政から市場規律に立脚した透明性の高い行政への転換を徹底していく必要があると指摘している。⁵⁰

一方、証券取引審議会報告「証券市場の総合改革－豊かで多様な 21 世紀の実現のために－」では、次代を担う新規産業への資金供給が重要になってきており、個人レベルにまで多様かつ有利な資産運用の機会としてこの分野へのリスクマネーの供給源としての可能性を広げるために金融システムの機能の発揮を必要としている。漸進的規制緩和から抜本的市場改革の基本的方向として、これまでの個別のニーズや投資家保護について検討した上で、コンセンサスが得られたものについて業界として導入を図るという傾向から、事前的な商品・業務規制を極力無くし、市場原理に導かれた自律的な発展の枠組みを構築することが、証券市場の利便性と競争力を高め、効率的な資金配分を達成していくことになるとしている。具体的には、証券取引法の枠外にある投資商品と金融サービスをもカバーし得るようすべての市場参加者に横断的なルールを適用する新たな立法（いわゆる金融サービス法）等も視野に入れた検討が行なわれるべきであると指摘している。⁵¹

これらを踏まえて、1998年に金融システム改革法が成立し、証券取引法をはじめとして24本に及んだ。主な改正の内容としては、i.資産運用手段の充実、ii.活力ある仲介活動を通じた魅力あるサービスの提供、iii.多様な市場と資金調達の整備、iv.利用者が安心して取引を行なうための枠組みの構築、の4つの柱に集約することができる。また、独占禁止法の改正が行なわれ、第二次世界大戦以降、禁止されていた持株会社の設立及び会社の持株会社の

⁵⁰ 金融制度調査会[1997]「我が国金融システムの改革について－活力ある国民経済への貢献－」
http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusei/tosin/1a602f4.htm (2014年3月1日アクセス)。

⁵¹ 証券取引審議会[1997]「証券市場の総合改革－豊かで多様な 21 世紀の実現のために－」
http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm (2014年3月1日アクセス)。

転化が可能となり、銀行法の規制体系は単体中心の規制からグループ規制になり、企業統合のルールを根本から変化させるものであり、銀行、証券、保険の相互参入を促すものになった。⁵²

日本版ビッグバンは従来の銀行中心の金融制度改革から、日本の金融システムを市場中心に変革する制度改革といえ、証券会社の免許制から登録制への移行や専門義務の撤廃、委託手数料の完全自由化、取引所集中義務の撤廃等の画期的な市場の整備が迅速に行なわれた。金融システム改革においては、縦割りの法体系を残しつつも、利用者利便の観点を重視し、それまで大きな課題となっていた参入ルールの大幅な緩和を図り、市場ルールを含めた包括的なルールが整備されている証券取引法の活用によってルールの横断化が進められた。しかし、1997年11月の北海道拓殖銀行、山一証券破綻以降、不良債権処理及び金融危機対応が金融行政の主たる課題となってしまったため、制度を活用するだけの体力が金融機関にはなかった。

(2) 金融サービス法への取り組み

日本版金融ビッグバン構想が打ち出され、1998年に施行した金融システム改革法を中心に、商品・サービス、業務、組織形態等の自由かつ多様な展開が可能となり、日本の金融にも様々な新しい動きが出てくるものと予想され、従来の業態・業法では想定しえなかったような各種のイノベーションの展開が期待された。その一方で、幅広い利用者が様々な金融リスクに関わる場面が増えてくると想定されることから、証券取引審議会報告書、金融制度調査会答申等で幅広い金融サービスに対して整合的に対応しうる新しい法的な枠組み(いわゆる金融サービス法)について検討を進める必要が指摘され、金融サービス法(金融商品取引法)の成立に向けた取り組みが始まった。1998年6月に公表された新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」を皮切りに、1999年7月の金融審議会第一部会「第一次中間整理」、1999年12月の金融審議会第一部会「第二次中間整理」、2000年6月の金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」、2002年7月の日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇談会「金融システムと行政の将来ビジョン」、2002年9月の金融審議会答申「中長期的に展望したわが国金融システムの将来ビジョン」が発表された。

⁵² 相互参入については、1993年に施行した金融制度改革法により銀行と証券会社間の子会社方式による相互参入が認められ、1995年に保険業法改正により生・損保間の子会社方式による相互参入が認められ、1998年に金融システム改革法により保険会社と他業態間の子会社方式による相互参入が認められることになった。

各種報告書によれば、時代背景として、1980年代には欧米経済モデルのキャッチアップの段階を終え、世界経済のフロントランナーに位置するようになり、前例のない中で産業自らがフロンティアを切り開いていくことが求められ、産業分野での不確実性が増大していった。どのようなプロジェクトや企業が資金供給に値するのかわからず、人々によって判断が異なるという状況になれば、この面での判断がより重要になることから、市場参加者が各々のリスク・リターンを選好をもって市場に参加し、価格メカニズムを通じて、資金供給と調達のニーズが結び付けられる市場金融モデル(価格メカニズムを機能する市場を通じる資金仲介)がより一層活用されることが必要になった。また、日本の金融システムは、産業金融モデル(銀行中心の預金・貸出による仲介)が主流であることから、預金取扱金融機関にリスクが集中して増大するリスクを支えきれなくなっており、多数の市場参加者の選択によって幅広くリスクが配分される市場金融モデルが必要になってきた。また、共通の問題意識として、従来の金融法制は、業法中心の枠組みの下で金融商品・サービスが各関係業法により業態別に縦割りで規制する体系となっており、業者に対して行為規制や健全性規制等を行ない、監督当局による監督・是正措置を通じて、円滑な金融取引と利用者保護を達成する仕組みとなっていたが、利用者保護の観点からみると、適用される業法が異なることにより、規制内容に不整合が生じるおそれがあり、その結果、金融商品の如何によって保護の程度に差が生じることが考えられる。また、金融の自由化や規制緩和の進展により様々な金融商品が生み出される確かなリスク説明が求められる中、業法の適用が無い場合には利用者保護が十分に図られないことも生じる。

一方、業者の立場からすると、業法の枠組みを超えた新しい商品・サービスについては、法律関係が不明確となる。また、金融商品が異なれば適用する業法が異なり、取扱主体もそれに応じて異なってくることから、実質的に業態を超えた競争が阻害され、金融商品の間の公正な競争が阻害されるために、利用者利便の向上に繋がらない恐れがあるといった課題がある。⁵³ そこで、業態別に縦割りで規制する体系から機能別・横断的な市場メカニズムに対応する金融取引の参加者の自己規律を前提とした利用者本位の法制・ルールへの転換、そして、産業金融モデルと呼ばれる銀行中心の預金・貸出による資金仲介と市場金融モデルと呼ばれる価格メカニズムが機能する市場を通じた資金仲介を中核とする複線的金融システムへの再構築の必要性を各報告書で示している。以下では、それぞれの報告について整理する。

⁵³ 金融審議会[2000] pp.3-4。

〔新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」〕

新しい金融の流れを展望するとともに、これに相応しい新たな金融法制・ルールのあるあり方について幅広い視点から理論的な検討を行なうため、金融をめぐる諸問題に係る 13 の関係省庁等の 19 部局による共同勉強会という位置付けで、新しい金融の流れに関する懇談会が設置、検討が開始された。今後の新しい金融法制・ルールの枠組みの検討が行なわれ、金融システム改革の進展を受けた新しい金融の姿、金融の将来像に相応しい新しい法制・ルールのあるあり方を中心に議論された。(a) 金融システム改革の進展を受けた新しい金融の姿、(b) 金融の将来像に相応しい新しい法制・ルールのあるあり方を中心テーマとして、理論的かつ幅広い見地から検討が進められ、新しい金融の流れを支えるルールの枠組み等(日本版金融サービス法)について、1998 年に「論点整理」を公表した。この報告書は、金融商品取引法が制定されるまでの検討の基本的な考え方を示している。以下はその中心的な内容である。⁵⁴

① 経済のストック化や高齢化の進展に伴う資産運用ニーズの多様化・高度化、低成長経済の下での経済社会全体でのリスク・テイクの必要性、多種多様な資金調達ニーズへの対応、情報技術等のイノベーションの進展に伴う金融サービスの専門化・高度化・国際化と金融の融合化の進展といった我が国金融をめぐる基礎的な環境変化を踏まえれば、今後の「新しい金融の流れ」としては、イ、銀行・保険等による間接金融に偏重した金融仲介チャンネルを多様化し、預貯金のようなローリスク・ローリターン金融商品だけでなく、ミドルリスク・ミドルリターン金融商品を始めとして多様なリスク・リターンを持つ金融商品が幅広く厚みを持って提供されること、ロ、「広範な利用者によるマイルドなリスク・テイク」という点では、投資信託や投資事業組合のように投資者の資金をプールしてファンドを作ることで、分散投資のメリットを享受しつつ、各種の金融のエキスパートが、それぞれ責任を持って運用・管理等を行なう形態である、いわゆる「集団投資スキーム」が金融仲介チャンネルとして重要な役割を果たすことにより、経済社会全体として利用者の多様なニーズに対応した円滑な資金の調達と運用が図られること、ハ、様々な資産に運用される「集団投資スキーム」に係る受益権・持分権及び資産担保型証券といった金融商品

⁵⁴ 大蔵省[1998]「1.金融システム改革と基本的な問題意識」より抜粋。
http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nagare/tosin/1a031aa1.htm (2014 年 3 月 1 日アクセス)。

が、その他の様々な金融商品(預貯金、保険商品、株式、債券、デリバティブ、これらの複合商品等)とともに、幅広い選択肢として利用者に提供され、これらの商品の取扱いに係るサービスが効率的かつ公正に行なわれること、等が期待される。

② 金融システム改革法においては、縦割りの法体系を維持しつつ、例えば、投資信託や有価証券デリバティブ取引といった銀行等と証券会社がともに扱う取引について、共通の行為規制や公正取引ルールを適用する等、業態横断的な対応を図るための措置が講じられている。このほか、事前調整型行政から事後チェック型行政への転換という方向性に沿って、証券会社や投信委託会社、投資顧問会社の業務範囲規制を大幅に緩和するとともに、利益相反等に係る行為規制の拡充とその事後的なチェックにより、利用者の保護や公正取引の維持も図られている。しかし、今後、本格的な金融システム改革の進展に伴い、各種のイノベーションが広範かつ不断に進展し、現段階での想定を超えるような新たな商品・サービス、さらにはその提供手法等が創り出される可能性もあり、商品毎の縦割りの業法を前提とした法体系では、こうした変化に柔軟かつ整合的に法制を即応させていくことには、限界が生じるおそれがある。また、現行の業法等の枠外で、原則として民商法等の一般法規のみに委ねられる商品・サービスについては、業法等の適用を受ける商品・サービスに比して、ルール内容及び明確性の面で落差が大きく、こうした法制全体としてのアンバランスを改善していくことが、金融商品・サービスの多様化とイノベーションの促進にとって重要であるとの指摘があった。

以上のような問題を踏まえ、縦割り型の業法中心の法体系を見直し、市場メカニズムや金融取引の参加者の自己規律を前提とした利用者本位の法制・ルールとしていくことが、多様なイノベーションを促すことになり、円滑で効率的な金融取引と十全な利用者保護を図るためにも重要である。また、このような法制・ルール面での対応と併せて、規制緩和の一層の推進等により、自由な参入・競争を妨げている制度的・社会的な要因等を削減・除去していくことも必要といえるであろう。

[金融審議会中間整理(第一次・第二次)、「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」]

1998年8月、金融審議会は、大蔵大臣(当時)から「21世紀を見据え、安心で活力ある金融システムの構築に向けて、金融制度及び証券取引制度の改善に関する事項につい

て、審議を求める」という諮問を受けて、2つの部会を設けて審議を進めた。⁵⁵ 金融審議会総会の下に置かれた第一部会ワーキンググループでは、新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」を手がかりに新しい金融に関するルールの枠組みとして、金融取引を幅広く対象とし、縦割り規制から機能別規制に転換するとともに、ルール違反には行政上の規制に止まらず、民事上の責任も追及される仕組みについて検討が行なわれた。

1999年7月には「中間整理(第一次)」を公表し、金融システム改革の進展を踏まえつつ、機能別・横断的法制の具体化、いわゆる「日本版金融サービス法」の検討にあたり、最終的な目標として、業の概念をサービスの提供主体から取引行為そのものに係る機能面に重点を移して整理していくことを必要とした。また、業者に対する行為規制だけでなく、民事上(私法上)のルールを明確化し、その実効性を確保していくことも重要であると指摘し、i. 今後予想される多様な金融商品の登場等に備える横断的な販売・勧誘についてのルールの検討等、ii. 国民に多様なリターンとリスクを組み合わせた商品を提供する集団投資スキームについてのルールの検討について法案の提出に向けた検討を提言した。ルール(取引参加者間の権利・義務関係や責任分担等)については、金融取引の当事者間の私法上の権利義務関係の明確化に関するルール(取引ルール)、市場機能の維持・発揮に関して全ての取引参加者に適用される一般的な行為ルール(市場ルール)、及び業者に対する行為ルール(業者ルール)の3類型に整理した。⁵⁶

第一次中間整理の公表後、早期法制化に向けた検討が進められ、1999年12月に「中間整理(第二次)」を公表し、集団投資スキームの整備として、資産流動化スキーム⁵⁷ についてはSPC法を改正、資産運用型スキーム⁵⁸ については証券投資信託及び証券投資法人法を改正する法整備の必要性を指摘した。また、金融商品の販売・勧誘ルールの整備については、金融商品の販売に際して販売業者に一定の説明義務を課し、これに違反した場合に損害賠償責任が生じることを明確にする法律の制定(金融商品販売法)の必要性を指摘した。⁵⁹

⁵⁵ 金融審議会に設けられた2つの部会のうち、第1部会は、21世紀の金融の将来像とそれを支えるルールの枠組み等について検討を進めてきた。これに対し、第2部会では、不良債権処理と金融システムの再生・安定を図りつつ、どのように21世紀の金融システムにつなげていくかという問題や金融システム改革で残された問題を中心に審議が行なわれている。

⁵⁶ 金融審議会[1999a] pp.1-3。

⁵⁷ 特定の資産を企業から切り離し、証券化等により流動化を図る仕組みことを指す。

⁵⁸ 投資者から集めた資金を合同して専門家が運用し利益を投資者に配分する資金運用のための仕組みを指す。

⁵⁹ 金融審議会[1999b] pp.10-16。

一方、2000年6月に公表された「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」では、今後目指すべき機能別・横断的なルール的基本的な枠組みについては、中間整理（第一次）と同様に金融取引の当事者間の私法的な権利義務関係の明確化に関する「取引ルール」、業者に対する行為ルールである「業者ルール」、及び証券取引法の開示及び公正取引確保のためのルールのように市場の取引参加者全てに適用される一般的な行為ルールである「市場ルール」の3つに類型化し、それぞれ透明性に留意しつつ、整備していくことが基本と指摘している。⁶⁰ また、金融取引の適正化を実現していくためには、ルールの策定と併せて、消費者保護のためにルールの実効性を確保するための制度の整備を進めることが不可欠であるとし、同時に、公正かつ効率的な金融取引を実現するためには、消費者に必要な知識や情報が容易に入手できる仕組みが完備され、自己責任原則の下、消費者が自らの向上を図りやすくする環境の整備も重要な課題としている。将来的に統一的・包括的の制度も視野に入れつつ、既存機関の運用面での改善等、現時点で取り得る効果的な方策を早急に実施することが先ずは重要であるとされ、業態の枠を超えた情報・意見交換等を行ない、金融分野における裁判外紛争処理制度の改善につなげるため、金融当局、消費者行政機関、消費者団体、各種自主規制機関・業界団体、弁護士会等の参加する「金融トラブル連絡調整協議会（仮称）」を設置すべきと提言した。⁶¹

〔「金融システムと行政の将来ビジョン」、「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」〕

日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会は、金融担当大臣の私的懇話会として「活力があり、安定した金融システムの確立のため、金融システム改革をはじめとする制度改革等を実施してきたところであるが、今後、さらなる取組みを考えていく上で、時代の変化に適合した金融システムの将来像についての明確なビジョンが必要である。また、現在、我が国の金融システムは、株式市場が低迷する中で不良債権問題等の課題に直面しており、これらの現下の課題に対しても、将来のビジョンをしっかりと持った上で、それと整合的に対処していくことが望ましい」という問題意識から2001年に設置され、⁶² 2002年7月に、「金融システムと行政の将来ビジョン」を公表した。一方、「中期的に展望した我が国金融シ

⁶⁰ 金融審議会[2000]pp.3-4。

⁶¹ 金融審議会[2000]pp.7-10。

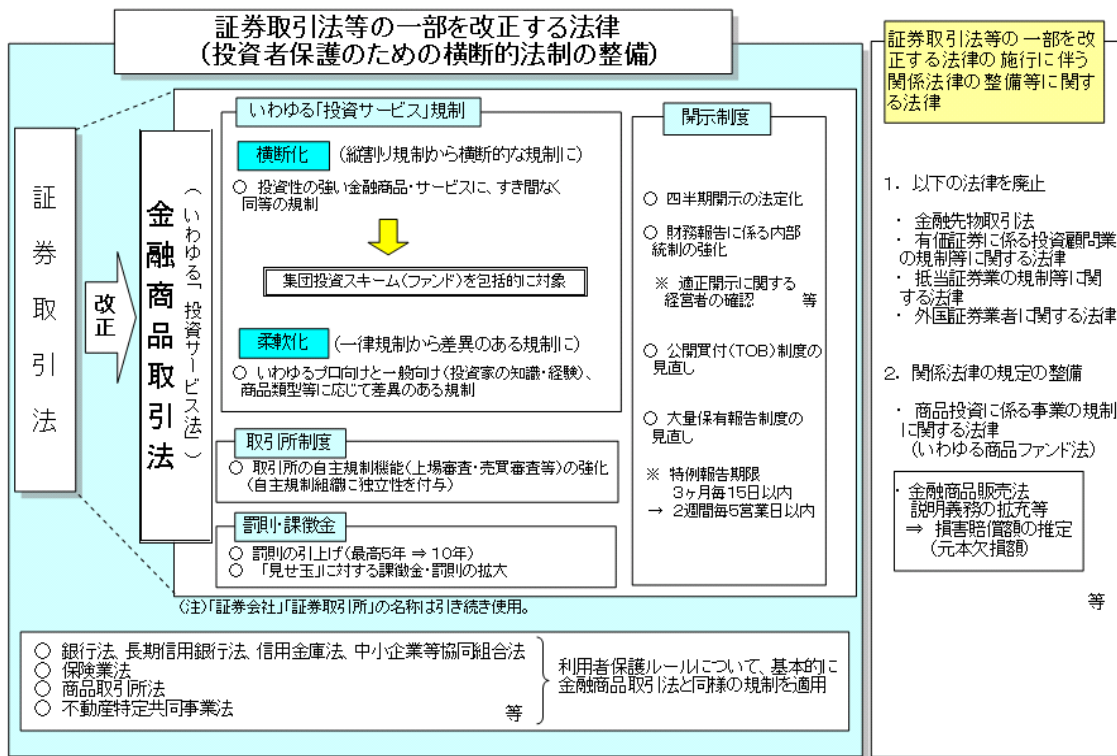
⁶² 金融審議会[2002] p.1。

システムの将来ビジョン」についても、金融担当大臣から金融審議会への要請から取りまとめが行なわれ、2002年9月に公表した。提言内容としては、金融システムを取り巻く経済環境の変化として、金融システムが対応しなければならないリスクは増大し、資金仲介機能を通じてはリスク・シェアリングが適切に行なわれることが必要となり、市場に対する信頼性を確保するとともにリスクに見合ったリターンを有する多様な金融商品が提供され、金融システム全体で幅広くリスク・テイクが行なわれることが必要との認識を示した。また、経済環境の変化等に伴う金融システムに対する要請に応えるためには、産業金融モデルも存続するが、市場金融モデルの役割がより重要になるという意味で、市場機能を中核とする複線的金融システムへと再構築することが必要であると提言した。

[金融商品取引法の成立と金融危機への対応]

以上の議論を踏まえ、日本版金融サービス法の成立に向けて、2005年7月に金融審議会第一部会から「中間整理」が公表され、包括的・横断的な利用者保護の枠組みを整備して利用者保護を拡充するとともに、多様化するニーズの提供を可能とすることが望ましいとの基本的認識が示された。「中間整理」に寄せられた意見を参考にし、2005年12月に「投資サービス法(仮称)に向けて」を公表して、日本版金融サービス法の成立に向けて基本的な考え方を公表した。そして、2006年6月に、金融・資本市場をとりまく環境の変化に対応し、投資者保護のための横断的法制を整備することで、利用者保護ルールの徹底と利用者利便の向上、「貯蓄から投資」に向けての市場機能の確保及び金融・資本市場の国際化への対応を図ることを目的とする金融商品取引法が成立した。i.投資サービス規制の構築として横断化・柔軟化、ii.開示制度の拡充、iii.取引所の自主規制機能の強化、iv.不公正取引等への厳正な対応、の4つの柱からなっている。

図表 8 金融商品取引法の概要



(出所) 金融庁 HP (<http://www.fsa.go.jp/policy/kinyusyohin/img/01b.gif> 2014年3月1日アクセス)。

その後、金融商品取引法は、金融危機に対応する形で幾度も改正を経てきた。2008年のリーマンショックを機に世界に波及した金融危機は、新たな金融商品に対するリスク評価の在り方や、甘いリスク管理の下での金融機関の業務運営等が問題となり、金融分野の規制・監督について、2009年に開催されたG20 ロンドン・サミットをはじめに、国際的な金融規制改革の動きとして金融規制・監督体制について強化が進んだ。国際的な流れに対して日本は、金融システムそのものは相対的に安定していたが実体経済、株価、企業金融等の分野で金融危機の深刻な影響を受けたことから、2009年9月に金融審議会基本問題懇談会報告「今次の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築」を発表し、「今次の金融危機の経験を踏まえ、その有効性等について改めて点検した上で、我が国金融システムが更に強靱で安定的なものとなるよう取組みを進めていくことが重要で、今後の金融システムの構築に際しては、市場や金融業の実情に適合すること(適合性、Suitability)、経済の持続的な成長や金融仲介機能の持続的な発揮に資すること(持続可能性、Sustainability)、金融システムの安定性を確保すること(安定性、Stability)の「3

つのS」の視点が重要である」と指摘している。⁶³ 一方で、家計部門への投資機会の提供、企業等への成長資金の供給等の観点から、「複線的な金融システムの構築は、引き続き取り組んでいくべき重要な課題である」との認識を示している。⁶⁴ また、2010年1月に金融庁が公表した「金融・資本市場に係る制度整備について」では、「我が国における危機の伝播を抑止するための措置の実施、金融商品取引業者等への適切な規制・監督を通じて、我が国金融システムの安定性・透明性の向上と投資家保護の確保に資する」との考え方が明らかにされ、⁶⁵ 店頭デリバティブ取引等の決済の安定性・透明性の向上、グループ規制・監督の強化等の措置を講じるため、金融商品取引法等関係法律の改正が行なわれた。

また、世界的な金融危機により、個別金融機関の破綻による影響が金融市場を通じて伝播し、実体経済にも深刻な影響を及ぼして金融システム全体にまで波及するシステムック・リスクに対処する観点から、金融機関の実効的な破綻処理に関する新たな枠組みについての議論が国際的に進められた。日本では、預金保険法により銀行等の預金取扱金融機関については、金融機関の経営破綻等が国や地域の信用秩序維持に影響を及ぼさないように金融危機対応措置が整備されている。しかし、証券会社や保険会社についてはこうした枠組みが整備されていないため、市場等を通じて伝播するような危機に対して、金融機関の秩序ある破綻処理を実現する枠組みを整備する必要があるとされ、2013年に金融商品取引法を改正した。金融業全体(預金取扱金融機関、保険会社、金融商品取引業者、金融持株会社等)を対象に、我が国の金融市場その他の金融システムの著しい混乱が生ずるおそれがあると認められる場合には、金融システムの安定を図るために不可欠な債務等の履行・継続を確保しながら、金融機関等の資産及び債務の秩序ある処理を行なうための枠組みを整備した。

⁶³ 金融審議会[2009]p.10より引用。

⁶⁴ 金融審議会[2009]p.6より引用。

⁶⁵ 金融庁[2010]p.1。

図表 9 金融商品取引法の改正状況

公布日	法律名	主な内容
2008.6.13	金融商品取引法等の一部を改正する法律	我が国金融・資本市場の競争力強化のため、いわゆるプロ向け市場の枠組みの整備、ETF(上場投資信託)の多様化、証券・銀行・保険会社間のファイアウォール規制の見直し、金融商品取引法上の課徴金制度等の見直し等の措置を講じるもの。
2009.6.24	金融商品取引法等の一部を改正する法律	信頼と活力のある金融・資本市場を構築するため、格付会社に対する規制の導入、金融分野における裁判外紛争解決制度(金融ADR制度)の創設、金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ等の措置を講ずるもの。
2010.5.19	金融商品取引法等の一部を改正する法律	我が国金融システムの安定性・透明性の向上を図り、投資家等の保護を確保するため、店頭デリバティブ取引等に関する清算機関の利用の義務付け、証券会社の連結規制・監督の導入、その他投資家保護のための措置を講じるもの。
2011.5.25	資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律	資本市場及び金融業の基盤強化を図るため、英文開示の対象、銀行等の業務範囲及び特定融資枠契約の借主の範囲をそれぞれ拡大するとともに、投資運用業の規制を緩和する等の措置を講ずるもの。
2012.9.12	金融商品取引法等の一部を改正する法律	資本市場を取り巻く環境の変化を踏まえ、我が国市場の国際競争力の強化並びに金融商品の取引の公正性及び透明性の確保を図るため、①一定の商品を金融商品として他の多様な金融商品とともに取り扱うことのできる総合的な取引所の実現に向けた制度の整備を行なうとともに、②一定の店頭デリバティブ取引についての電子情報処理組織の利用の義務付け、③企業の組織再編に係るインサイダー取引規制の見直し、④課徴金制度の見直し等の措置を講ずるもの。
2013.6.19	金融商品取引法等の一部を改正する法律	金融システムの信頼性及び安定性を高めるため、①公募増資インサイダー取引事案等を踏まえた対応、②AIJ 事案を踏まえた資産運用規制の見直し、③金融機関の秩序ある処理の枠組み、④銀行等による資本金の供給強化等、⑤投資法人の資金調達・資本政策手段の多様化等に関する措置の整備等を行なうもの。

(出所)「金融庁の一年」各年度より。

[3.5] 法系論的視点からの日本の金融法制

LLSVの法的起源説は、1990年代後半の論文で展開された。そこでは、日本の金融システムをシビル・ローのカテゴリー、特にドイツ法の系統に分類していた。日本の金融システムの草創

期には、「器はアメリカ流として中身はイギリス流の商業銀行主義」が取り入れられ、コモン・ローの系統にあった。

明治期には 1872 年に国立銀行条例、1890 年に銀行条例が整備され、特別銀行制度も設立されたが、銀行数は 2,000 以上に及んだ。第 1 次大戦後の反動恐慌、関東大震災による震災恐慌・モラトリアムを経て、1927 年に旧銀行法が公布され、銀行の兼業が大幅に制限された。倉庫業や証券業、ビルブローカー業等を兼営出来なくなったため、銀行業の廃止や分離が行なわれた。その後、旧銀行法により銀行倒産を回避し、金融システムの信用秩序の維持を図るまでは、競争原理に基づくコモン・ローの考え方が根付いていた。旧銀行法制定以降、いわゆる護送船団方式により Bank-based System の流れが強くなり、旧銀行法の制定の下で、預金者保護のために銀行に対する監督の強化が図られ、シビル・ロー的な金融法制が強化された。

1990 年代以降、金融システム改革の法制が整備され、金融業の業態間の相互参入等が可能になり、金融持株会社の解禁、金融ビッグバンを経て、市場型金融システムの導入に力点が置かれた。制度的には産業金融モデルを並存させる「複線的金融システム」の構築が 2000 年代には主流となり、金融商品取引法の制定によりコモン・ロー的な金融法制も取り入れる方向にシフトしてきた。

最近では、LLS[2008]が指摘する、経済の平常時にはコモン・ローの方が優れ、世界恐慌のような状況が生じた時は、シビル・ローの方が優れているといった仮説は、日本でも整合的であると評価可能かもしれない。すなわち、日本では、経済不況、金融危機がある都度、シビル・ロー的な金融法制が強く意識される一方、経済が安定した段階ではコモン・ロー的な金融法制が整備されてきた経緯がある。複線的金融システムに向けた法整備の過程では、シビル・ローとコモン・ローの融合と捉えることもでき、その結果が金融商品取引法の成立へと繋がると評価できる。金融法制の歴史的経緯をみると自由化・グローバル化・情報化がその主たる要因といえるであろう。⁶⁶

⁶⁶ 米国では、2010 年 7 月 21 日、金融規制改革法(通称、ドッド＝フランク法)が成立した。その目的は、リーマンショックにより金融危機がグローバルに金融や経済に甚大な影響を与えたことから、システムック・リスクに対処するための包括的な金融制度改革を目指す法律として成立した。具体的には、①金融安定監督評議会の設定、②Too Big To Fail の終焉、③店頭デリバティブ市場の改革、④ヘッジファンド規制の導入、⑤銀行・保険規制システムの改善、⑥格付機関規制の強化、⑦証券化市場規制の導入、⑧役員報酬、コーポレート・ガバナンスの改善、⑨消費者保護、投資家保護の強化といった課題に対処するものである。なお、ボルカー・ルールはこの法律を構成する規制の一つであり、具体的には銀行事業体による自己勘定によるトレーディングの禁止、対象となるファンドへの投資規制となる(小立 [2010]参照。)

ボルカー・ルールの適用は 2014 年 7 月からで、米国の金融セクターに与える影響は今後検討する必要があるが、世界的金融危機の発生により国際的な金融規制改革の動向は、シビル・ロー的な法律規制の導入といえるであろう。英米をはじめとする Market-based System の国々は、行き過ぎた規制緩和があったと解釈することができ

4. 小括

本稿は、法的起源説による法系論の計量分析を踏まえて、日本の金融法制がシビル・ローとコモン・ローのどちらの法系に沿って形成したのかを確認し、金融システムが金融危機に対しての耐性があり、経済発展に寄与するような金融法制となり得ることの論証を試みたものである。本稿の法的起源説的な整理は、法的起源説論者のように商法(会社法)に着目して投資家・株主保護の法制度の状況を計量分析したものではない。日本の金融法制が業態毎に法律が定められており、**Bank-based System**であることを踏まえて、銀行を取り巻く金融法制を中心に整理し、金融法制が目指すべき金融システムの方向性をサーベイしたにすぎない。日本では自由化・グローバル化・情報化を背景として金融システムの規制緩和が進み、資本市場取引に課された各種規制が段階的に緩和・撤廃され、**Market-based System** 的色彩を強化しつつあるという状況を法的起源説からみれば、コモン・ローの考え方を取り入れた法的整備がされつつあるといえる。しかし、銀行法はシビル・ローの系統も色濃いので、日本の金融法制の現状はシビル・ローとコモン・ローの折衷型になっていると理解するのが妥当であろう。⁶⁷ この点は **LLSV** の手法による検証が必要であるが、金融商品取引法の制定後(2007年)、十分な検証にはデータ等の制約があるので、今後の課題としておく。⁶⁸

金融危機に対して日本の金融システムが有効に機能していたのではないかという点については、銀行中心型だったからという見方だけではなく、一步進めて、シビル・ロー型の金融法制による預金者保護を中心とする法制度の構築ができており、その結果、金融危機を回避できたと評価することもできる。今後においては、金融商品取引法が制定されていることで、様々な金融商品が登場しても一定の投資家保護が可能といえる。また、システムック・リスクへの対応として証券・保険等の金融機関への公的資金の注入を可能とする体制整備が迅速にできたのも金融商品取引法が成立していたからこそだといえよう。

このように日本の金融法制はコモン・ローとシビル・ローの折衷型、金融システムは、市場金融モ

る。金融イノベーションにより新たな金融商品の登場が、金融システムの安定化、消費者保護・投資家保護に大きな影響を与える可能性は避けて通れず、それに対して法的対応は必要になる。その際、シビル・ローもしくはコモン・ローのどちらを用いるのが最適な法的整備につながるか重要な課題になるといえよう。

⁶⁷ 五十嵐[2010]により、比較学における法系論並びに法的起源説のコモン・ロー対シビル・ローという考え方について、技術的な区分にすぎず、今後は融合に向かっていると指摘していることを踏まえると(p.224)、「複線化している」金融システムは、コモン・ローとシビル・ローの両方の考え方を取り入れていることから、「折衷型」と表現できると考えられる。

⁶⁸ **LLSV** は商法を対象に投資家保護の法的整備の状況を検証した。一方、金融商品取引法は横断的・包括的であり、2006年に成立して以降幾度も改正を行なっていることから、金融商品取引法の一部を分析して、投資家保護の状況を分析するのは **LLSV** と同等の分析とは言い難い。そのため、分析にするにあたって、法令の主要な改正が終わり、法令により効果がある程度みられた時期に行なう必要がある。

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することができる。

第3章 国内のベンチャーファンドシステム

—法整備が投資活動に与える影響—

1. 問題の所在

日本の金融システムは、市場型金融システムの環境整備を進めている。とりわけ、ベンチャーファイナンスはその重要性が認識され、2002年に金融庁「金融システムと行政の将来ビジョン」及び「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」において、市場機能を中核とした複線的金融システムを構築するにあたり仲介機関としてのベンチャーキャピタルの重要性を指摘している。最近では、2012年に金融庁「我が国金融業の中長期的な在り方について(現状と展望)」においてVCは新規産業に成長資金を供給する機関として期待するところが大きいとされている。

日本のベンチャーファンドの仕組みは米国シリコンバレーを参考にして進められてきたが、⁶⁹ シリコンバレーモデルと呼ばれる「エクイティベース・リスク分担・ネットワーク」の整備はベンチャー企業にとって最適な環境と言われている。⁷⁰ スタンフォード大学によるベンチャー企業の育成に関する研究では、シリコンバレーにはベンチャー企業にとって最適な環境として10の特性が備わっているとされている。⁷¹

一方、日本においてはベンチャー企業の育成のための法整備が進められている。1998年に「中小有責法」が、2006年に「金商法」と「会社法」が成立している。中小有責法が成立するまでは、民法に基づいてファンドを組成するため、ファンド出資者及びファンド運営者は、法的な責任が同一であった。そこで、ファンド運営については、運営者のみに責任が課せられるよう責任範囲を明確にして、機関投資家がファンドへ出資しやすいよう法制度に整えた。他方、金商法について

⁶⁹ 日本証券業協会[2004]を参照。

⁷⁰ 宍戸編[2010]によれば、シリコンバレーモデルとは、「シリコンバレーのベンチャー企業に参加する者同士の相互作用によって構築されるものであり、誰もがその協調的なネットワークの一員として、関与している当該ベンチャー企業の株式を所有することによって、リスクを分担し、そのベンチャー企業の成功のために寄与するシステムであり、簡単にいえば、シリコンバレーモデルとは、エクイティベース・リスク分担・ネットワークである」としている(p.91)。

⁷¹ Chong-Moon Lee et al.[2000]は、ベンチャー企業の最適な環境について、以下の特性をあげている(p.6)。

- i) ゲームのルール of 有利性(法制度、資本市場のルール等) (Favorable rules of the game)
- ii) 高度な知識の集積(Knowledge Intensity)
- iii) 質が高く、流動性のある労働力(A high-quality and mobile work force)
- iv) 実力主義・結果主義的文化(Results-oriented meritocracy)
- v) リスク・テイクに対する賞賛と失敗に対する寛容性(A climate that rewards risk-taking and tolerates failure)
- vi) オープンなビジネス環境(Open business environment)
- vii) 産業界に対して働きかけを行なう大学・研究機関(Universities and research institutes that interact with industry)
- viii) 企業、政府、非営利組織のコラボレーション(Collaborations among business, government, and nonprofit organizations)
- ix) 質の高いコミュニティ(High quality of life)
- x) ベンチャービジネス(以下、「VB」とする。)のためのインフラストラクチャー(A specialized business infrastructure)

は市場型金融システムの環境整備を目的の一つとした法律であり、プロ投資家とアマ投資家という考え方を取り入れ、一定の条件を満たせばファンド組成の条件が緩和することになった。会社法は、会社の設立、組織、運営、及び管理一般について定めた法律である。特に、種類株式が制度化されたことにより、様々な投資手法が利用できるようになった。我が国では市場型金融システムにおいて、ベンチャーファイナンスに関する法整備を進めてきたことから、法整備が金融システムに与える影響について検討することは、政策効果を検証する上でも重要な示唆を得ることができると考えられる。

本稿では、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考察する。とりわけ、ベンチャーファンドの運営主体である VC と、VC が利用する投資手法を中心に整理する。2 では、ベンチャーファンドに関する法整備を概観し、ベンチャーファンドの変化について整理する。3 では、ベンチャーファンドと投資先企業との関係性、投資手法の変化について整理する。実態を把握するために VC に対しアンケート調査を実施している。4 ではシリコンバレーの投資環境を念頭に法整備により金融システムがどのように変化しているかについて整理を行なう。

2. ベンチャーファンドと法制度

[2.1] ベンチャー投資に関する法整備

(1) ベンチャーファンドのスタートと最近の動向

日本には三次にわたるベンチャーブームがあった。第一次は 1970 年から 1973 年にかけて起こり、日本初の民間 VC として、⁷² 1972 年に京都エンタプライズディベロップメントが設立され、1973 年には現在でも国内最大級のベンチャーファンドを運営するジャフコが設立されている。第二次ベンチャーブームは 1980 年代前半に起こり、多くの VC が誕生した。第三次ベンチャーブームは、1994 年から 2000 年にかけて起きた。⁷³ 1998 年には中小有責法が成立し、⁷⁴ これまで民法上の任意組合でファンド組成した場合に出資する組合員が無限責任になるという課題に対して、有限責任制という出資した金額のみ負担することを定めた法律を整備した。

⁷² 忽那・長谷川・山本[2006]によれば、日本初の VC は 1963 年に制定した中小企業投資育成株式会社法に基づいて、東京、名古屋、大阪に設立された中小企業投資育成会社とされる(p.395)。

⁷³ 忽那・長谷川・山本[2006]によれば、1995 年から 2000 年にかけて毎年 10 ファンドを超える組成(1998 年を除く)があり、2000 年には上半期だけで約 50 ファンド設立され、出資総額は 3000 億円を超えた(p.397)。

⁷⁴ 通商産業省[1998]pp3-13。

図表 10 VC を取り巻く環境

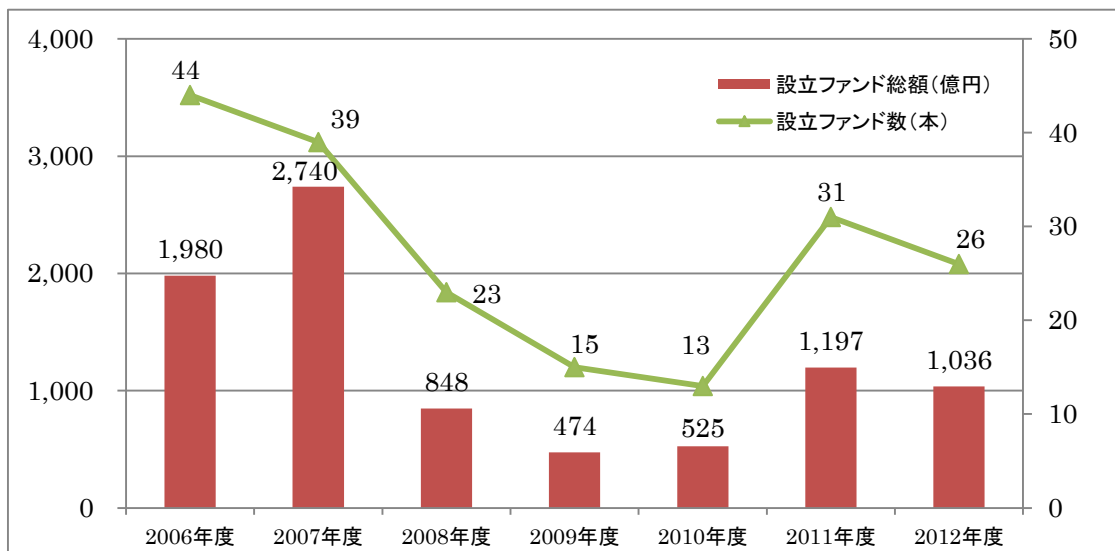
1972 年	日本初の民間 VC 誕生(京都エンタープライズデベロップメント)
1982 年	日本初の民法上の投資事業組合の組成
1983 年	店頭市場改革
1985 年	分離型ワラント債の発行
1994 年	VC の役員派遣解禁(独禁法)
1997 年	エンジェル税制の導入、ストック・オプション制度の導入
1998 年	大学等技術移転促進法(TLO 法)の施行、中小有責法の施行
1999 年	公開前ファイナンス規制の緩和、東証マザーズ市場発足、名証セントレックス市場発足
2000 年	札証アンビシャス市場発足、福証 Q ボード市場発足、ナスダックジャパン(2010 年ジャスダックと統合)発足
2001 年	商法改正
2004 年	投資事業組合が証券取引法上の有価証券扱いとなる
2006 年	会社法施行
2007 年	ジャスダックNEO市場発足、金融商品取引法施行

(出所)JAFCO HP より(<http://www.jafco.co.jp/ir/individual/history/> 2014 年 7 月 1 日アクセス)。

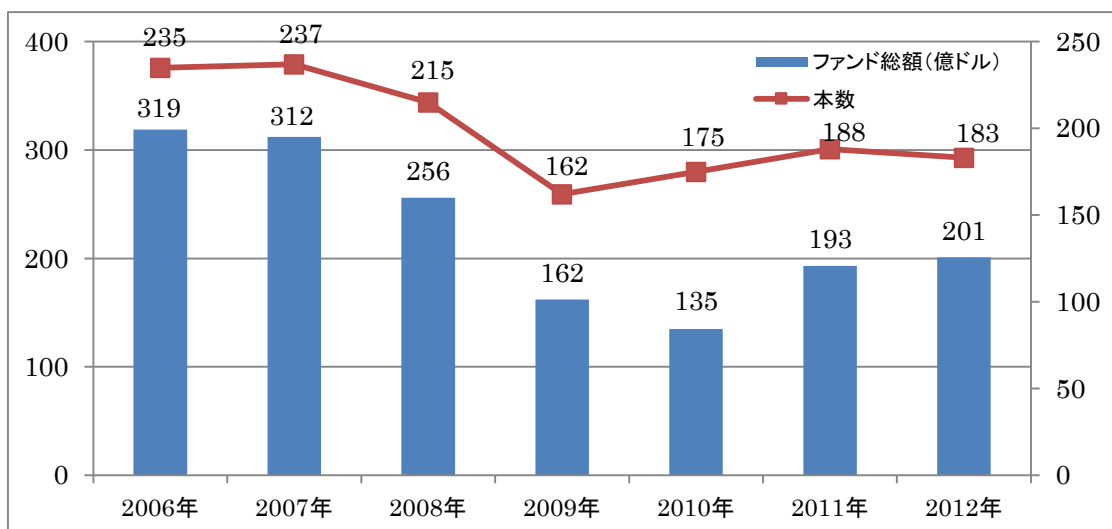
昨今の国内のファンド組成状況を整理するとリーマンショック後に落ち込みがあったものの、最近では 1,000 億円程度のファンドが設立されている。しかし、米国のファンド組成状況と比較すると、年間のファンド設立総額は 20 分の 1 程度であり、1 ファンドあたりの規模は米国が平均 100 億円前後であるのに対して、日本は平均 40 億円前後という状況にある(図表 11 参照)。

図表 11 日本と米国における新規ファンドの設立状況

(日本)



(米国)



注:集計方法の違いから、日本は事業年度、米国は暦年になっている。

(出所)ベンチャーエンタープライズセンター「各年度ベンチャービジネスに関する年次報告書」を基に筆者作成。

(2) ファンド法の成立

ベンチャー企業への資金供給を円滑にするために、民法上の任意組合でファンド組成する際に課題となった出資者の無限責任を解決すべく、1998年に「中小有責法」が成立した。そもそも民法上の任意組合は法人格のない契約のため組合自身に課税されない(二重課税の回避)、組合の事業で得たキャピタル・ゲインはそのまま組合員に分配できる、共同事業体的

性格を前提としていることから組合持分の処分が制限されるために長期的な視野に立った投資ができるといったメリットがある。一方で、組合員の第三者に対する有限責任が担保されていない、組合員に対する情報開示が担保されていないという課題があった。中小有責法は、これらの問題を改善しつつ、税制上の取り扱いや共同事業性という民法上の組合の特徴を活かす形で成立した。特徴は以下のとおりである。⁷⁵

i) 民法の組合契約に基礎を置いた任意組合であることから、法人格がないこと、契約であること、組合財産が組合員の共有であること、組合員の持分処分や組合からの脱退が制限されていること等、人的結合に基づく共同事業体としての民法組合と同じ基本的特徴を共有している。

ii) ベンチャー企業への資金供給の円滑化という政策目的の達成を企図した政策立法として性格づけられているため、民法等の一般法とは異なり、政策目的に沿った形で組合の事業範囲を定義している。具体的には、組合が投資対象にする株式会社を中小企業等と定義する。

iii) 業務執行する無限責任組合員とそれ以外の有限責任組合員から構成される。この二種類の組合員の責任の範囲については、無限責任組合員は、組合債務について無限責任を負うが、有限責任組合員については、その責任の範囲は出資の価額を限度としている。⁷⁶

iv) 組合員の一部の責任を有限化したことに伴い、組合と取引関係に入る第三者の利益を保護する対応を取っている。組合員全員が無限責任を負うものであると期待して取引関係に入る者に不測の損害を与えてしまう可能性を排除するために、第三者に対してそれが予見可能できるよう措置(登記)を講じている。

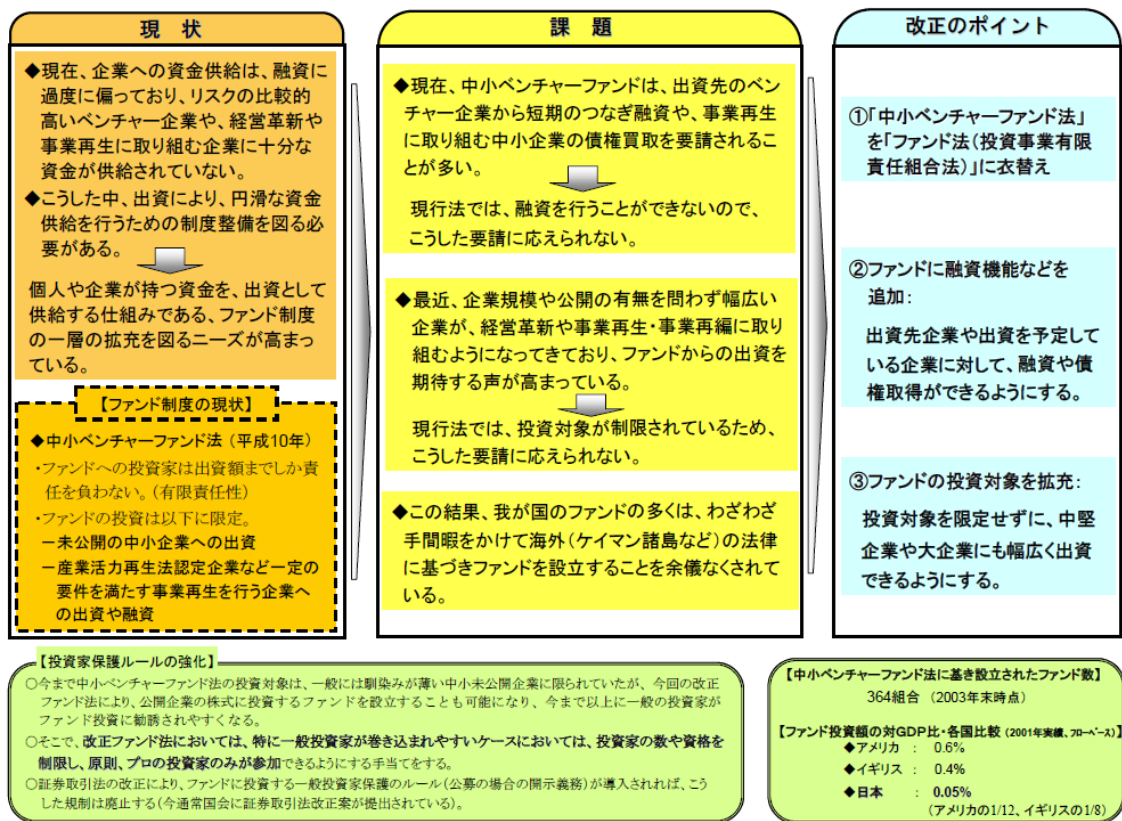
v) 情報開示のために、無限責任組合員に対して、組合の事業についての財務諸表等の作成を義務づけるとともに、財務諸表等について外部監査を受ける義務を課している。これは、投資家が自己責任により投資する前提として情報開示の徹底を図ることを目的とし、有限責任組合員の責任範囲を判定するために、組合の資産及び負債の状況を把握するためである。

⁷⁵ 通商産業省[1998]を参照。

⁷⁶ 出資の価額とは、民法第 674 条第 1 項、第 688 条第 2 項と同義であり、現実に履行された出資金額を意味する。

その後、「中小有責法」の投資対象は、事業再生や多様なベンチャー企業への支援方法が出現したことから順次拡充された。ファンドの投資対象として、公開、未公開や規模の大小に関わらない企業の株式一般への投資が求められたことにより、債権・融資といった投資手法を用いることも必要とされ、これらを認める法律として 2004 年に投資事業有限責任組合法に改正された。その結果、未公開中小企業に限られていた投資先は、大企業や公開企業への出資が可能になり、債権・融資といった投資も実行できるようになった。

図表 12 中小有責法の改正について



(出所) 経済産業省 HP

(http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/pdf/e40430bj6.pdf 2014年6月1日アクセス)。

(3) 金融商品取引法—適格機関投資家特例業務によるファンド運営—

ファンドの組成・運用については、金商法により投資家を保護している。金商法では、投資事業有限責任組合契約に基づく権利のうち、当該権利を有する者(出資者)が出資または拠出した金銭や金銭に類するものを充てる事業から生じる収益の配当または当該出資対象事

業にかかる財産の分配を受けることができる権利を原則として有価証券とみなして同法の適用対象としている(金商法第2条第2項第5号)。

金商法では、みなし有価証券の売買や新たに発行されるみなし有価証券への投資の勧誘(募集、私募)を業とすることは第二種金融商品取引業に該当し、金融商品取引業者としての登録を受けることが必要である(金商法第28条第2項第1号、第29条)。また、主として有価証券等に対して投資する集団投資スキーム持分の保有者から拠出された金銭等の運用を業とすることは投資運用業に該当して、金融商品取引業者としての登録を受けることが必要になる(金商法第28条第4項第3号)。金融取引業者には、登録要件があり、第二種金融取引業者の場合には法人の場合には最低資本金額1,000万円を備えていること、個人の場合には1,000万円の営業保証金を供託することが求められる(金商法第29条の4第1項第4号、第31条の2、施行令15条の7第1項第4号、第15条の12第1号)。一方、投資運用業については、原則として国内営業所等を有する株式会社であって少なくとも5,000万円の資本金、純資産額を備えていることが求められる(金商法29条の4第1項第4号、5号、施行令15条の7第3号、第15条の9第1項)。つまり、個人や小規模な会社では登録を受けることが困難であり、第二種金融取引業者、投資運用業者として登録を受けた場合には、金商法の様々な行為規制が適用されるのである。

そこで、これらの煩雑な制度を回避するために「適格機関投資家特例業務」制度が設けられた。⁷⁷ 構成員が「適格機関投資家のみ」もしくは「適格機関投資家と49名以下の非適格機関投資家のみ」を対象としてファンドの自己募集ならびにファンドを運営する場合には、金融商品取引業者としての登録を必要しない。また、登録要件として資本金5,000万円以上の株式会社でなければならないといった要件の適用は受けない。すなわち、個人・小規模会社でも、ファンドの自己募集とファンド運用が可能となる。特例業務者に適用される行為規制としては、顧客虚偽のことを告げることの禁止(金商法第38条第1号)と損失補填の禁止(金商法第39条)のみとなっている(金商法第63条第4項)。

⁷⁷ 金融庁によれば、適格機関投資家等特例業務を行なう者が、ファンドの募集・販売等ができる相手方の投資家の範囲を、適格機関投資家及び金融商品取引業者等(法人のみ)、ファンドの運用者、ファンドの運用者の役員・使用人・親会社、上場会社、資本金が5千万円を超える株式会社、外国法人、投資性金融資産を1億円以上保有かつ証券口座開設後1年経過した個人等にする改正する予定としている。

(<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20140514-1.html> 6月30日アクセス。)

[2.2]ベンチャーファンドの変化

(1)ファンド運営者の変化－20年間における変化－

図表 13 は、2000 年前後から最近までの約 20 年間におけるファンド運営者の変化をまとめたものである。10 年前、20 年前と比べると、最近では独立系 VC や事業会社傘下の VC の数が増えている。また、個人がジェネラルパートナー（以下、「GP」とする。）になるファンドも出てきている。一方で、証券系 VC や政府系 VC の数が少なくなっている。

図表 13 国内における VC の活動状況

属性	1996 年 3 月末				属性	2005 年 3 月末			
	金額 (百万円)	金額 (比率)	社数	社数 (比率)		金額 (百万円)	金額 (比率)	社数	社数 (比率)
銀行系	191,833	19.4%	3,149	28.3%	銀行系	184,651	21.4%	5,030	38.7%
証券系	401,369	40.7%	5,001	44.9%	証券系	379,817	44.0%	2,460	18.9%
保険系	0	0.0%	0	0.0%	保険系	57,067	6.6%	1,098	8.5%
事業会社系	16,287	1.7%	308	2.8%	事業会社系	25,354	2.9%	640	4.9%
商社系	0	0.0%	0	0.0%	商社系	8,993	1.0%	70	0.5%
独立系	116,340	11.8%	1,096	9.8%	独立系	120,104	13.9%	1,531	11.8%
政府系	261,006	26.4%	1,591	14.3%	政府系	86,943	10.1%	2,155	16.6%
外資系	0	0.0%	0	0.0%	外資系	0	0.0%	0	0.0%
合計	986,835	100%	11,145	100%	合計	862,929	100%	12,984	100%
属性	2012 年				属性	2013 年			
	金額 (百万円)	金額 (比率)	社数	社数 (比率)		金額 (百万円)	金額 (比率)	社数	社数 (比率)
銀行系	911	5.5%	20	15.2%	銀行系	1,880	5.1%	39	19.5%
証券系	2,698	16.4%	14	10.6%	証券系	5,840	15.9%	13	6.5%
保険系	1,439	8.7%	19	14.4%	保険系	2,921	8.0%	20	10.0%
事業会社系	1,926	11.7%	30	22.7%	事業会社系	3,611	9.9%	31	15.5%
商社系	0	0.0%	0	0.0%	商社系	0	0.0%	0	0.0%
独立系	4,741	28.8%	39	29.5%	独立系	8,552	23.3%	73	36.5%
政府系	3,751	22.7%	6	4.5%	政府系	10,990	30.0%	18	9.0%
外資系	1,022	6.2%	4	3.0%	外資系	2,847	7.8%	6	3.0%
合計	16,488	100%	132	100%	合計	36,641	100%	200	100%

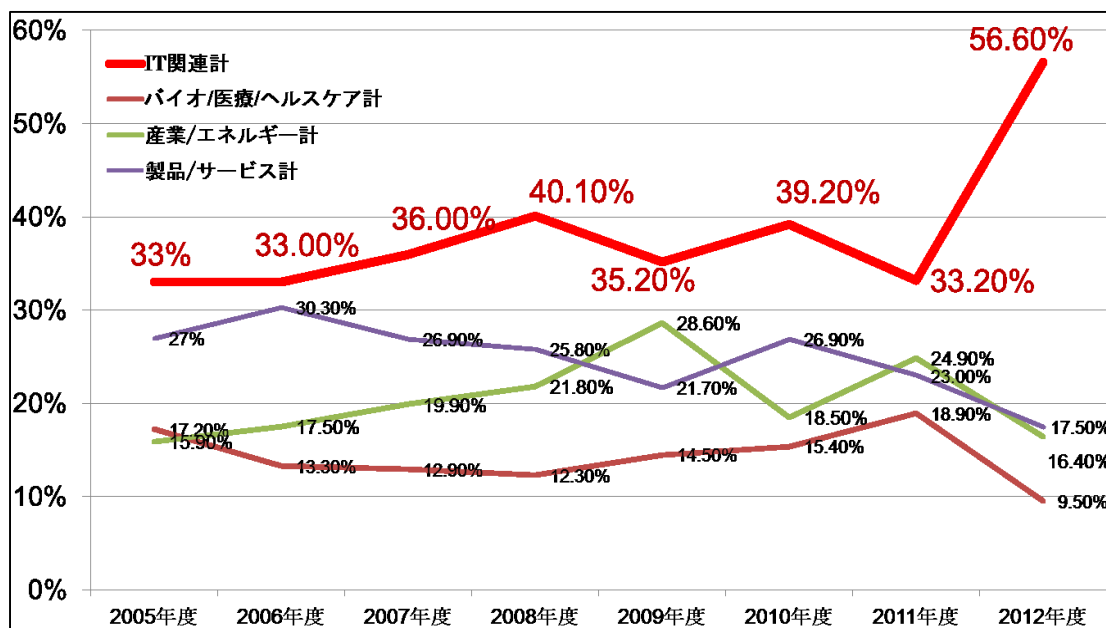
注：データの制約から、1996 年末と 2005 年末は投資残高、2012 年・2013 年は年間投資金額での記載になっている。

(出所) 忽那・長谷川・山本[2006]p.15、ジャパンベンチャーリサーチ[2013 b]p.10、ジャパンベンチャーリサーチ[2014 b]p.10 を基に筆者作成。

(2)ベンチャーファンドの投資対象企業の変化

投資対象企業の業種の変化を見ると、IT 関連業種への投資が非常に増えている(図表 14)。特に 2011 年度以降に組成したファンドの多くは、IT 関連企業に特化した投資をするファンドであったことが要因として考えられる。

図表 14 投資対象企業の業種の変化



注:社数構成比ベースとなっている。

(出所)ベンチャーエンタープライズセンター「各年度ベンチャービジネスに関する年次報告書」を基に筆者作成。

図表 15 は、投資対象企業の創業年数(もしくは成長段階)の変化を示している。近年リスクが高いシードステージの企業への投資が増えている。これは、創業時もしくは創業間もない時に少額で投資するシード・アクセラレーター⁷⁸が多く誕生したことが影響していると考えられる。2011 年の投資状況と比較すると、2012 年の投資状況は、シードステージの企業への投資は社数ベースで 17.3%、金額ベースでは 19.6%と大きく増加している。

⁷⁸ 日経産業新聞(2014 年 5 月 14 日)によれば、シード・アクセラレーターとは、創業や創業直後のベンチャー企業に少額出資し、経営の指導や助言をする会社を指す。ベンチャー企業はシード・アクセラレーターが提供する経営や製品開発に役立つプログラムに参加し、一定期間後に投資家向け発表会でプレゼンテーションして、投資を受ける機会を得る。米国で 2005 年頃から広まり、Y コンビネーターなどが有名である。

図表 15 投資対象企業の創業年数と企業の成長段階

	2005/4-2006/3				2006/4-2007/3			
	社数	構成比	金額	構成比	社数	構成比	金額	構成比
設立投資	23	1.8%	1,317	2.3%	28	2.1%	1,712	2.1%
設立後-5年未満	570	44.3%	26,017	45.8%	605	44.6%	33,200	40.2%
5年以上-10年未満	289	22.5%	12,464	21.9%	314	23.1%	26,575	32.1%
10年以上-15年未満	96	7.5%	3,629	6.4%	88	6.5%	5,905	7.1%
15年以上	236	18.3%	11,261	19.7%	290	21.4%	14,509	17.5%
分類不能	3	0.2%	126	0.2%	33	2.4%	676	0.8%
合計	1,287	100.0%	57,028	100.0%	1,358	100.0%	82,685	100.0%
N:サンプル社数	N=56	—	N=53	—	N=58	—	N=56	—
	2007/4-2008/3							
	社数	構成比	金額	構成比	社数	構成比	金額	構成比
設立投資	23	1.8%	1,317	2.3%				
設立後-5年未満	570	44.3%	26,017	45.8%				
5年以上-10年未満	289	22.5%	12,464	21.9%				
10年以上-15年未満	96	7.5%	3,629	6.4%				
15年以上	236	18.3%	11,261	19.7%				
分類不能	3	0.2%	126	0.2%				
合計	1,287	100.0%	57,028	100.0%				
N:サンプル社数	N=56	—	N=53	—				
	2008/3-2009/3				2009/4-2010/3			
	社数	構成比	金額	構成比	社数	構成比	金額	構成比
シード	53	8.7%	4,903	14.9%	25	8.2%	1,207	8.0%
アーリー	241	39.6%	10,172	31.0%	112	36.8%	5,376	35.7%
エクспанション	143	23.5%	7,321	22.3%	94	30.9%	4,633	30.8%
レーター	172	28.2%	10,447	31.8%	73	24.0%	3,834	25.5%
合計	609	100.0%	32,844	100.0%	304	100.0%	15,050	100.0%

N: サンプル社数	N=56	—	N=54	—	N=59	—	N=58	—
	2010/4-2011/3				2011/4-2012/3			
	社数	構成比	金額	構成比	社数	構成比	金額	構成比
シード	20	7.2%	729	4.0%	45	17.3%	27,565	19.6%
アーリー	113	40.6%	5,839	31.8%	93	35.8%	5,021	35.8%
エクспанション	95	34.2%	6,268	34.2%	62	23.8%	2,877	20.5%
レーター	50	18.0%	5,506	30.0%	60	23.1%	3,390	24.1%
合計	278	100.0%	18,342	100.0%	265	100.0%	25,335	100.0%
N: サンプル社数	N=56	—	N=55	—	N=53	—	N=52	—

注: 社数、金額ともに構成比を示している。また、2008年度より区分が変更している。

(出所)ベンチャーエンタープライズセンター「各年度ベンチャービジネスに関する年次報告書」を基に筆者作成。

3. ベンチャー企業の資金調達手段

[3.1] 企業の成長段階と資金調達

(1) ベンチャー企業の成長段階

ベンチャー企業は、成長段階に応じて投資家がベンチャー企業の抱えているリスクをどの程度許容できるかにより資金調達額、調達方法が変わる。企業の成長段階について明確な定義が確立されているものではないが、忽那・長谷川・山本[2006]は、British Venture Capital Association の定義から、①シード段階(ビジネスプランやプロトタイプを作成し、事業コンセプトが出来上がった段階)、②スタートアップ段階(事業コンセプトに基づいて製品を開発し、初期のマーケティングのための資金を調達する段階で、製品はまだ販売していない)、③その他の初期段階(製品開発は終了し、商業的に製造販売を始める段階で、利益を生み出していない)、④拡張段階(企業が成長・拡張する段階で、生産能力の向上や製品開発・マーケティングのために資金を調達する)、⑤M&A 関連(MBO や LBO など)の 5 つに区分している。⁷⁹

一方、ベンチャーエンタープライズセンターでは企業の成長段階を、①シード(商業的には事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業)、②アーリー(製品開発、初期のマーケティング、製造販売及び販売活動に向けて活動している企業)、③エクспанション(生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある企

⁷⁹ 忽那・長谷川・山本[2006]pp.21-22。

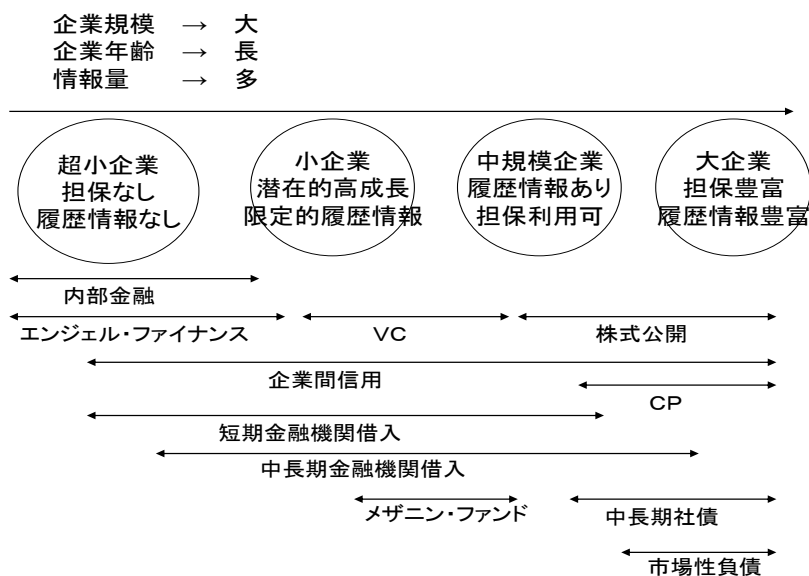
業)、④レーター(持続的なキャッシュ・フローがあり、IPO 直前の企業)の4つに区分している。

(2)リレーションシップ・バンキングとベンチャーファイナンス

企業の成長段階と金融手法という観点から VC 以外の資金調達方法について整理すると、中小企業自身が技術革新・開発の担い手として活動する場合(新規創業など)と経営革新に取り組む場合(既存の中小企業の第二創業や新分野進出など)が挙げられる。前者については、金融機関との取引関係がないことから、経営陣の資質や事業性等の無形資産・知的資産を評価できるかがポイントとなり、一般的に金融機関からの資金調達は難しい。一方、後者については、既に業歴や財務諸表等があり、資金調達は金融のルールに準拠する可能性が高い。従って、金融機関による情報生産機能が重要になり、いわゆるリレーションシップ・バンキングの機能が発揮される場所である。⁸⁰ この点は、Berger and Udell[1998] の指摘する企業の成長段階と資金調達問題として認識されている(図表 16)。

⁸⁰ 村本[2005]によれば、企業の成長段階において生ずる各種のリスクに対して、リレーションシップ・バンキングは対応可能なものと、そうでないものがあるとしている。すなわち、リレーションシップ・バンキングの本質は、長期継続的な取引関係を構築することによって、外部から入手困難なソフト情報を蓄積し、情報生産するので、創業間もない企業についての情報は少ない。従って、シーズ段階の企業の開発リスクには、リレーションシップ・バンキングは対応しにくい。しかし、目利き能力を発揮して、各種の相談に対応し、リレーションシップを構築することは不可欠であるので、金融機関自身が VC、投資ファンド等を組成することや、他の VC 等への紹介といった資金供給支援を行なうことは有効である。一方、スタートアップ段階、アーリー段階における製造リスク・販売リスク・経営リスクは、基本的には金融機関のリスク管理の範囲内であり、安定期・成長期の企業における諸リスクと同じカテゴリーであるが、リスクの程度という点ではより大きいともいえる。創業期から長くリレーションシップを構築しておけば、そのソフト情報の蓄積によって、製造リスク・販売リスク・経営リスクには対応可能である。特に、販売リスクに対しては、積極的に販路拡大などの経営支援することによりリレーションシップ・バンキングが発揮される。さらに、経営リスクの負担は、長期継続的取引によるソフト情報の獲得そのものであり、リレーションシップ・バンキングを遂行することによって、経営リスクを減じることが可能になる。また、融資後に行なうモニタリング、経営支援、経営のバックアップ、ハンズオン等は、販売リスクの縮小・解消に寄与するものであると考えられる(pp.15-18)。

図表 16 企業の成長段階と金融手法



(出所) Berger and Udell[1998]p.623.

一方、VC が許容できるリスクは投資審査・評価能力、ハンズオン支援能力、資金供給額等に依るところが大きい。しかし、VC とベンチャー企業との間には情報の非対称性があり、事業は不確実性が高いことから、リスクを分散・低減することが重要になる。そこで活用されるのが「段階的投資」や「シンジケート投資」といった投資手法である。「段階的投資」とは、投資先企業の成長段階に応じて投資する手法であり、次の成長段階に移行するために必要な資金を限定して投資する手法である。段階的に投資することによりプロジェクトの進捗状況を把握でき、投資先企業の経営者のモラルハザードを防止できる。⁸¹ 「シンジケート投資」は、他の VC と協調して投資する手法であり、ポートフォリオの分散を通じてリスク・シェアリングする手段である。投資先企業を選択する上で、知識や情報を他の VC と共有することにより、投資先企業のスクリーニングを強化する(知識共有仮説、ディールセレクション仮説)、経営スキルの相互補完を通じて、投資先企業に対して価値付与活動を提供する(価値付与仮説)、将来のディールフローへアクセスする(ディールフロー仮説)といった効果がある。⁸²

⁸¹ 忽那・長谷川・山本[2006]pp.80-81 を参照。

⁸² 忽那・長谷川・山本[2006]pp.77-80 を参照。

また、米国で一般的な投資手法として浸透している種類株式による投資が日本においても利用され始めている。種類株式の利用により、投資家は投資リスクをコントロールでき、経営者は持分株式の希薄化を抑えながら必要資金が調達できるなど、それぞれのメリットを活かした資本形成ができる。また、投資家間の利害調整が可能となり、段階的投資やシンジケート投資が用いられやすくなると考えられる。

[3.2] シリコンバレーをモデルとした投資手法—種類株式の法整備

(1) 国内ベンチャー投資における種類株式の活用状況

米国シリコンバレーの VC は種類株式を一般的な投資手法として用いている。日本では、2001年、2002年の商法改正、そして2005年の会社法の成立により、種類株式の法整備がなされた。しかし、①税務上の種類株式の取り扱い(ストック・オプション税制上非適格とみなされる可能性)、②法制上の合併等における対価の優先的な分配権の取り扱い(みなし清算条項問題)等の問題から種類株式の活用が進んでいないという指摘がされたが、今日ではその対応が図られている。⁸³

①については、ストック・オプション税制の優遇措置を受ける際に、付与されるストック・オプションを満たす要件として、権利行使価格について、「未公開会社の株式は、「売買実例」のあるものは最近において売買の行われたもののうち適正と認められる価額とすることとされている(所得税基本通達 23～35 共-9(4)イ)、普通株式のほかに種類株式を発行している未公開会社が新たに普通株式を対象とするストック・オプションを付与する場合、種類株式の発行は、この「売買実例」には該当しない(国税庁確認済み)」として経済産業省より発表されている。⁸⁴

②については、宍戸編[2010]によれば、「合併等において対価を優先的に分配することを予め定款に定め、M&A等の投資資金を回収するための権利を確実なものとする」ことで、投資家が取得する種類株式の価値をより明確なものとする」といった解釈及び活用方法が示されている。⁸⁵ 国内における種類株式の活用は年々増えており、新規投資と追加投資の割合を比較すると新規投資の割合が大きい(図表 17)。シードステージに近づけば近づくほどリスクが高い投資になることから様々な権利が付いた種類株式を利用し、レーターステージに近

⁸³ 経済産業省[2011]pp.12-13を参照。

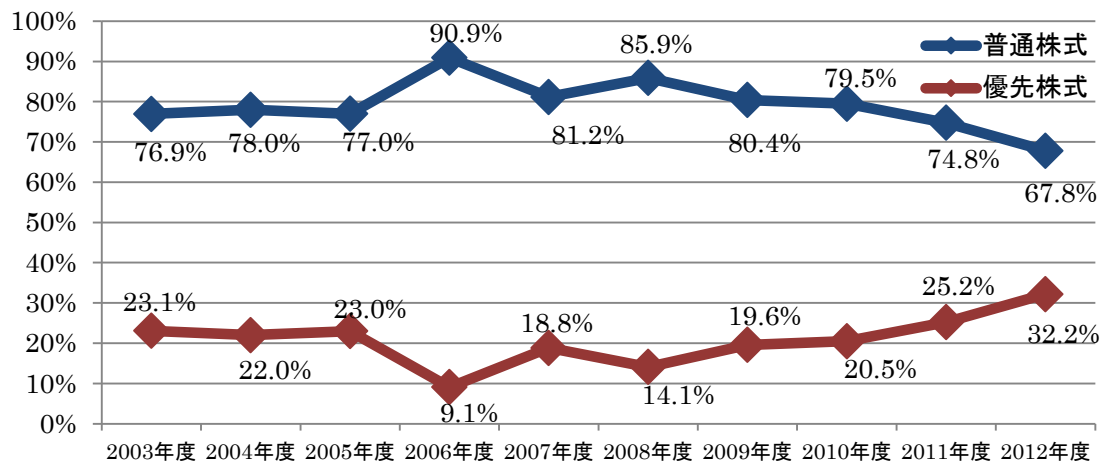
⁸⁴ 経済産業省 HP http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/stock_option/index.html (平成 26 年 6 月 30 にアクセス)。

⁸⁵ 経済産業省[2011]P.27、宍戸編[2010]pp.277-278。

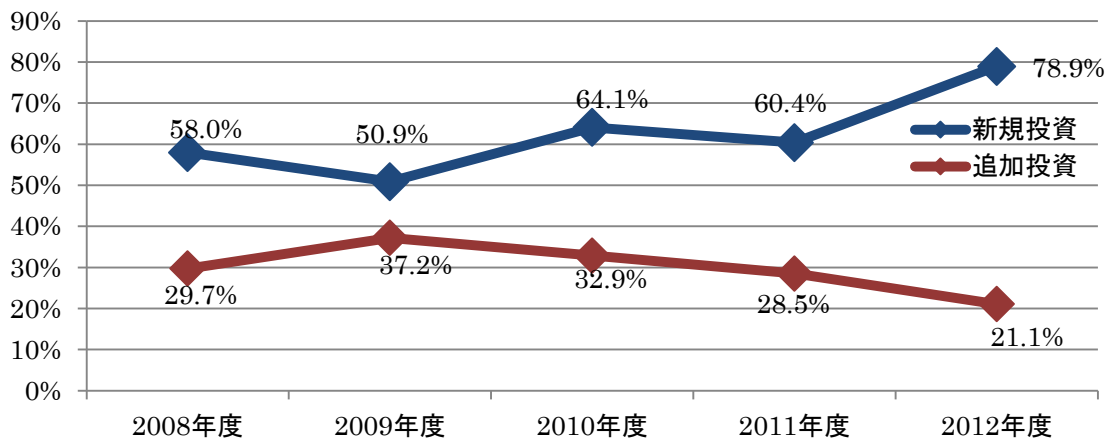
づくほどリスクが軽減されることから普通株式により投資が増えると考えられる。また、上場する際には種類株式を普通株式に転換することが一般的であることから、レーターステージでの投資は普通株式が活用されることが多い。

図表 17 投資事業組合による投資手法について

(ベンチャー投資における普通株式と種類株式の活用状況)



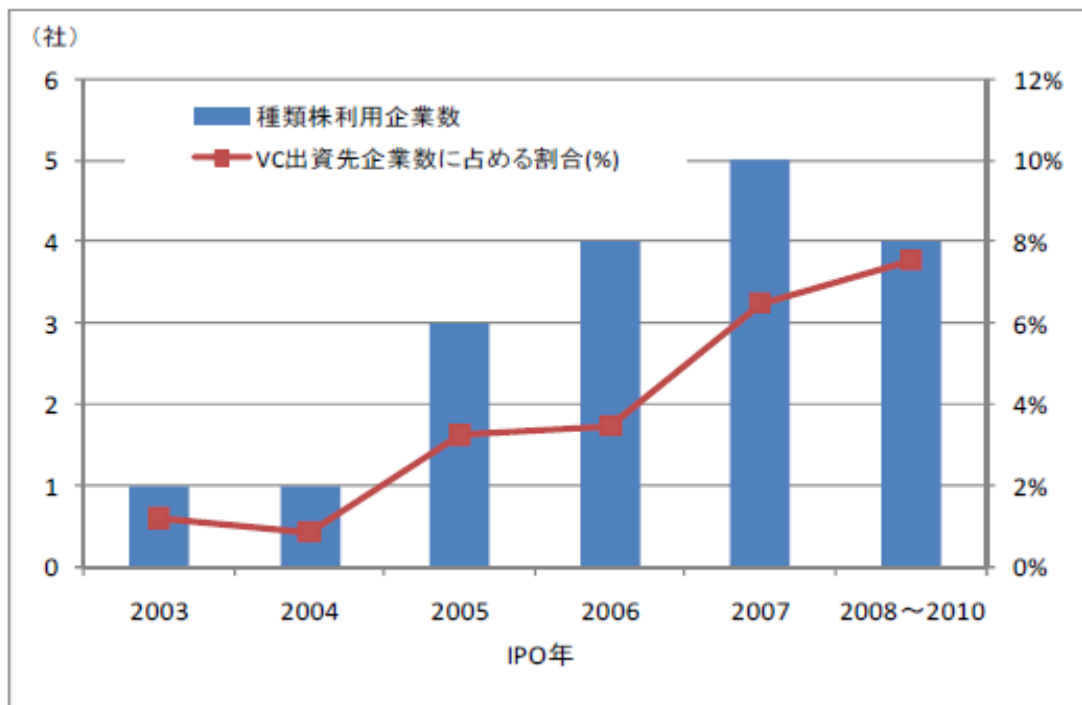
(種類株式の利用時における内訳)



(出所) ベンチャーエンタープライズセンター「各年度ベンチャービジネスに関する年次報告書」を基に筆者作成。

種類株式を利用した IPO 企業の状況をみると、2005 年から 2007 年以外は、IPO 社数は 1、2 社程度である。法整備から年数があまり経っていないことから、今後種類株式を活用した IPO する企業は増えてくると予想される(図表 18)。

図表 18 種類株式の活用状況



(出所) ジャパンベンチャーリサーチ[2011]p.1。

(2) 種類株式の法整備に向けた経緯

種類株式は、2001年、2002年に改正された商法と2005年に成立にした会社法より、定款自治の理念のもと自由な種類株式の発行が認められることになった(図表 19)。2001年の第2次改正では、法務大臣から法制審議会に対して「企業投資の実効性の確保、高度情報化社会への対応、資金調達手段の改善及び企業活動の国際化への対応の観点から会社法制を見直す必要がある」旨の諮問がなされ、種類株式制度の弾力化が図られた。

例えば、種類株主への拒否権、種類株主の取締役等の選解任権は、それまで株主間契約でのみ対応を図っており、その法的有効性や強制力に疑義があったが、商法上の制度として取り込み、その法的位置づけを明確にして実効性を確保した。

図表 19 種類株式の変遷について

改正年	内容
明治 32 年成立	<ul style="list-style-type: none"> ・優先株式の発行は、認められていた。 ・定款により株式譲渡制限可能であった。
昭和 13 年改正	<ul style="list-style-type: none"> ・後配株式発行、無議決権株式及び転換株式の発行が可能となった。
昭和 25 年改正	<ul style="list-style-type: none"> ・無議決権株式について、優先配当が受けられなくなった場合には、議決権が復活する規定が設けられた。 ・株式譲渡制限を一切認められなかった。 ・償還株式(利益による株式の償却)が新設された。
昭和 41 年改正	<ul style="list-style-type: none"> ・株式譲渡制限規定が復活した(ただし、定款によっても、株式譲渡禁止はできない)。
平成 13 年改正	<ul style="list-style-type: none"> ・議決権制限株式が発行可能(発行済み株式総数の 2 分の 1 まで)となった。 ・定款により、普通株式の株主総会に加え、種類株主総会の決議を必要とする種類株主の拒否権を規定することが可能となった。 ・強制転換条項付株式が認められた。 ・転換株式の名称が転換予約権付株式に変更された。
平成 14 年改正	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役等の選任権付株式が導入された。

(出所)あずさ監査法人[2009]pp56-57。

2005 年に成立した会社法では、1 種類の株式発行会社の場合、譲渡制限、取得請求権、強制取得の 3 つが認められ(会社法 107 条)、2 種類以上の株式発行会社の場合には、9 つの種類株式が会社法制度として認められている(図表 20)。

図表 20 会社法上発行可能な種類株式の内容

種類株式	権利内容
剰余金の配当についての種類株式 (会社法 108 条 1 項 1 号)	剰余金の配当について、他の株式より優先又は劣後する株式。剰余金の配当に関して優先権を有する株式の場合、優先配当を受けた後の残余の配当に普通株式とともにあずかれるかどうかにより、参加型・非参加型に区分され、ある期において所定の配当金額に達しない時、その不足額が累積するかどうかにより、累積型・非累積型に区分される。
残余財産の分配についての種類株式 (会社法 108 条 1 項 2 号)	残余財産の分配について、他の株式より優先又は劣後する株式。残余財産の分配に関して優先権を有する株式の場合、残余財産の一定額を優先して配当を受けた後の残余財産の分配に普通株式とともにあずかれるかどうかにより参加型・非参加型に区分される。
議決権制限株式 (会社法 108 条 1 項 3 号)	株主総会の全部又は一部について、議決権を行使することができない株式。
譲渡制限株式 (会社法 108 条 1 項 4 号)	すべての株式又は一部の種類の株式について、その譲渡につき会社の承認を要する株式。
取得請求権付株式 (会社法 108 条 1 項 5 号)	すべての株式又は一部の種類の株式について、株主がその株式について、会社に取得を請求できる株式。
取得条項付株式 (会社法 108 条 1 項 6 号)	すべての株式又は一部の株式について、会社が一定の事由が生じたことを条件としてその株式を取得することができる株式。
全部取得条項付種類株式 (会社法 108 条 1 項 7 号)	会社が株主総会の特別決議により、その全部を取得することができる株式。
拒否権付株式 (会社法 108 条 1 項 8 号)	株主総会又は取締役会において決議すべき事項のうち、その株主総会の決議のほかに、種類株主を構成員とする種類株主総会の決議を必要とする旨の定めが設けられている株式。
取締役・監査役を選任についての種類株式 (会社法 108 条 1 項 9 号)	公開会社以外の会社で、委員会等設置会社でない会社において発行することができる、その種類株主総会における取締役・監査役の選任に関する事項について内容が異なる株式。

(出所) 経済産業省[2011]p.9。

(3) 種類株式を用いた投資のメリット

VC にとって種類株式の活用は、投資した株式の回収が IPO ではなく、第三者へのトレードセール(第三者に相対取引にて株式を売却)の場合や、投資家と経営者間のリスクとリターンの調整や、投資家間の権利調整において活用が期待される。投資家側にとっては、投資先企業が計画通りに事業が進捗しなかった場合におけるリスク低減になり、企業側にとっては、

普通株式より高い価額で株式発行することで少ない株式の発行で経営陣の株式持分の希薄化を抑えた資金調達ができる。それぞれにおけるメリットを整理すると下記のとおりとなる。⁸⁶

I. 投資家側のメリット

i) 余剰金配当・残余財産分配優先株式

余剰金の配当優先権は、創業段階におけるベンチャー企業は十分な収益が上げられず、仮に収益を上げられたとしても事業資金に回して迅速な成長・IPO を目指すことから現実的に剰余金の配当は難しい。また、投資家側にとってもインカムゲインではなくキャピタルゲインを求めることから、普通株主へ配当することを牽制する役割として利用される。一方、残余財産の分配優先権は、VC から投資を受けた直後に会社を解散し、株式発行により得た資金を株主間で分配するような配信的行為を防止できる。また、投資先企業の事業の見通しが立たなくなり、IPO によるハイターンが見込めなくなった際に現金が尽きる前に会社を清算して株主に対して残余財産を分配するといった最低限の見返りを確保することができる。

ii) 拒否権、取締役選任権付株式

VC にとって、投資先企業の経営に関与することは不可欠であり、そのためには議決権を確保することが重要になる。しかし、ベンチャー企業は創業者または経営陣が議決権の過半数を握ることを望むことが多い。そのため、複数にわたり資金調達することから、様々な投資家が株式を取得する可能性があり、必ずしも投資家の利害が一致するとは限らない。そこで、種類株主総会事由を定款に定めれば、議決権割合に関わらず当該事由に付き拒否権を有することになり、取締役の選任に関する種類株式を発行すれば、一定数の取締役の選任を確保することが可能になる。

iii) 取得条項付株式、取得請求権付株式

VC は投資先企業が IPO した後、株式市場で持株を売却することで収益を確保するため、普通株式の転換を可能にする条件をつけることができる。また、投資先企業の事業が計画どおりに進捗せず、企業価値が下落し、これまでの発行してきた株価よりも低い株価で

⁸⁶ 宍戸編[2010]pp.261-295 を参照。

資金調達する場合には、既存の投資家の議決権割合は希薄化してしまう。そこで、既存の投資家が取得した種類株式の取得価額を下方に調整することにより持株の希薄化を防止する条件をつけることができる。

II. 会社側のメリット

役職員のインセンティブを付与するために、ストック・オプションの行使価格と種類株式の払込金額との間に格差を設けて、その行使価格を低く抑え、外部投資家に対しては高い払込金額で種類株式を発行し、既存株主の持株比率の希薄化を抑えることができる。シリコンバレーでは、普通株式の公正価格は、様々な優先事項を付与した種類株式に比べて価値が低いとの考え方に基づいて、一般に種類株式の払込金額を普通株式の時価よりも高額に設定している。しかし、日本では税務上の取り扱いが必ずしも明らかではなかった。ベンチャー企業がストック・オプションを発行する際に直前に発行した種類株式の価格よりも低額な権利行使価額にすると、ストック・オプション税制上非適格と見なされる可能性があった。そのため、価格差を設けずに直前に発行した種類株式の価格を権利行使価額とすることが一般的であり、ストック・オプションの対象者に対して十分なインセンティブを付与できていないという状況にあった。経済産業省は、この状況について「普通株式のほかに種類株式を発行している未上場会社が、新たに普通株式を対象とするストック・オプションを付与する場合、必ずしも直前の種類株式の発行価額が権利行使価額の基となる普通株式の価格に該当する訳ではないこと」を明らかにした。⁸⁷

[3.3]ベンチャーキャピタリストによる種類株式活用についての意識調査

種類株式に関するデータは非常に少なく、活用状況については不明な点が多い。本稿では、独立行政法人中小企業基盤整備機構のアンケート調査と筆者による VC へのアンケート調査により、VCの投資実態を明らかにする。

独立行政法人中小企業基盤整備機構[2014]によれば、金融機関係 VC 以外は種類株式の活用を積極的に活用しようとする意識がある。投資対象別に整理すると、IT 系企業への投資について種類株式を活用する意識が高い(図表 21)。IT 分野への投資については投資先企業の

⁸⁷ 経済産業省[2011]p.13を参照。

成長段階毎に投資する VC が存在し、金融機関係 VC はレーターステージを主な投資対象にしていることからあまり種類株式を活用していないと考えられる。

図表 21 種類株式の活用についての意識調査

(VC 種類別)

	独立系	金融機関係	CVC1	CVC2
平均値	3.55	3.26	3.5	3.66
中央値	3	3	3	4
社数	20	15	2	6

(投資対象別)

	ジェネラル	IT	テクノロジー	バイオ	エネルギー
平均値	3.29	4	3	3	3
中央値	3	4	3	3	3
社数	24	13	4	1	1

(出所)独立行政法人中小企業基盤整備機構[2014]を基に筆者により作成。

注 1: アンケート調査は、A を種類株式の利用に消極的とし、B を種類株式の利用に積極的として、①A に近い、②比較的 A に近い、③どちらでもない、④比較的 B に近い、⑤B に近い、のいずれかを選択する方法をとっている。A に近い=1、比較的 A に近い=2、どちらでもない=3、比較的 B に近い=4、B に近い=5 と数値化している。

注 2: CVC1 は、事業会社系 VC で主に親会社の事業に貢献する企業へ投資する。
CVC2 は、事業会社系 VC で金融的リターンを目的に投資する。

さらに詳しい種類株式の活用状況について実態を把握するために、国内のベンチャーキャピタリスト 6 名に対して、種類株式を利用する場面と種類株式の内容を中心にアンケート調査を実施した(アンケート調査関連資料 1 に基づき、2014 年 6 月に実施)。なお、調査対象のベンチャーキャピタリストの選出にあたっては、投資対象とする企業の業種と成長段階に偏りがないようにベンチャーキャピタリストを選出した。アンケート調査では、以下のことが判明した。

- ・種類株式を利用する場面は、投資先企業との調整、他の VC との調整で利用する。
- ・IT 関連企業に投資をする VC は、投資先企業の成長段階に応じて種類株式を利用する。
- ・工業・エネルギー・その他産業に投資する VC は投資先企業の成長段階は関係ないが、投資金額の大きさに関係する。
- ・投資先企業の成長段階に応じて種類株式を利用する理由は、投資先企業の成長段階毎に投資する VC が異なり、VC 間の利害調整する必要がある。

・権利内容は、投資先企業との調整において、権利内容の数・程度は変わるが、成長段階がシードステージに近い場合や投資金額が大きい場合には、種類株式の権利を多く要求する傾向がある。

図表 22 種類株式の活用方法についての意識調査

	投資対象:業種	投資対象:成長段階
キャピタリスト A	特定なし	シード
	○種類株式の利用場面 ・企業の成長段階(レーターステージ以外)と企業側との調整で利用する。ただし、アーリー・ミドルステージは純資産の状況を見ながら新株予約権付社債の利用について検討する。 ・金額は関係ない。 ○種類株式の権利内容 ・残余財産分配権と取得請求権付株式は要求するようにしている。	
キャピタリスト B	工業・エネルギー・その他産業	シード
	○種類株式の利用場面 ・設立出資以外の場合、成長段階には関係なく、投資金額の大きさ、企業側との調整、他の VC の調整のために利用する。 ○種類株式の権利内容 ・議決権制限株式、譲渡制限株式、取得請求権付株式は利用しない。	
キャピタリスト C	工業・エネルギー・その他産業	特定なし
	○種類株式の利用場面 ・企業の成長段階(シード・スタートアップ・アーリーステージ)、投資金額の大きさ、企業側との調整により利用する。 ○その他 ・投資時に既に種類株式が発行されている場合は、同じ種類株式を採用せざるを得ないケースが多い。創業後、初めて外部から資金を受け入れる際に、資本政策によってその後の調達を大きく左右するため、投資する VC に重要な責任がある。 ・拒否権、取締役・監査役の選任権は出資比率に応じて要否や内容を判断する。	
キャピタリスト D	工業・エネルギー・その他産業	アーリーからミドル
	○種類株式の利用場面 ・企業の成長段階に関係なく、投資金額の大きさ、企業側との調整で利用する。 ○種類株式の権利内容 ・議決権制限株式以外を要求する。 ○その他 ・投資先企業とのパワーバランスによって、権利内容の数、程度が変わる。ただし、成長段階がシードステージに近い場合や、投資金額が大きい場合には、種類株式の権利を多く要求する傾向がある。 ・リスクの高いシード・アーリーステージであれば、種類株式の権利内容は投資家にとって充実したものを要求する。リスクの低いレーターステージにおいても、一つの VC が調達する金額が 10 億円を超えるような調達であれば、その	

	投資家に対しても、種類株式の権利内容はある程度付与することになる。 ・既存の VC の交渉力が弱い場合には、後発で投資する投資家に有利な権利内容に調整されることがある。また、既存 VC が投資した種類株式の権利を劣後させる形に修正するケースもある。	
キャピタリスト E	IT 関連	シード・アーリー
	○種類株式の利用場面 ・企業の成長段階(アーリーステージ)に応じて利用する。 ・金額は関係ない。 ○種類株式の権利内容 ・余剰金の配当、取得請求権付株式、取得条項付株式。 ○その他 ・種類株式は、経営陣や他の投資家の投資状況、株式持分の状況による。 ・日本では M&A による買収価格が低いため、アーリーステージ以降に普通株式で投資すると大きなリターンが見込めない。一方で、創業者やシードステージで少額投資をする投資家はハンズオン支援の状況に関わらずリターンが大きいことから、その是正のために種類株式を利用している。	
キャピタリスト F	IT 関連	アーリー・ミドル
	○種類株式の利用場面 ・シード、レーターステージ以外で利用。 ・金額は関係ない。 ○種類株式の権利内容 ・残余財産分配権、譲渡制限株式、取得請求権付株式、取得条項付株式。 ○その他 ・種類株式の権利内容は先行して投資している VC と同じ権利内容にする。 ・日本の VC は米国の VC と異なり、VC 間で統一された投資契約を使用しないため、複雑な種類株式の発行内容になる。 ・シードとレーターステージでは種類株式の発行は不要と考える。シードではコンバーティブルノートを活用し、アーリーステージで種類株式に転換して利用することが多い。	

注:筆者作成。

4. ベンチャー投資を取り巻く環境の変化ーエコシステムの形成ー

[4.1]IT 特化型ファンドの台頭

国内のファンドの組成状況をみると、投資対象を「IT 関連含むファンド」もしくは「IT 関連特化型ファンド」が増えてきている(図表 23)。この要因は、IT 関連企業はその他の業種に比べて短期間で事業が急成長する可能性があり、上場までに必要とする資金が他業種に比べて低く抑えられることから、IT 関連企業に特化した投資をするファンドの方が他の業種に投資するファンドよりも成功する可能性が高いと判断され、出資者を募りやすいと考えられる。

図表 23 最近のファンド組成状況

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
ファンド数	26	8	17	24	13	29
ファンド総額	827.5	155	254.4	619.5	300.4	1942.2
平均ファンド規模	37.6	25.8	19.6	25.8	23.1	71.9
IT関連特化型ファンド数	5	3	5	10	6	10
ファンド総額	422.8	92.5	142	279.6	134.5	820.4
平均ファンド規模	84.6	46.2	35.5	28	22.4	82
IT関連特化型ファンド数	3	2	3	8	5	5
ファンド総額	181.4	21	132	204.6	96.5	595
平均ファンド規模	60.5	21	44	25.6	19.3	119
シード、アーリー	2	3	2	9	4	9
うち、IT関連特化型	1	0	2	6	3	2

注:ファンド総額は当該年における出資約束金総額、一部推測値を含む。

ファンド規模の平均及び中央値は出資約束金額が判明しているものについて算出した。

(出所)株式会社ジャパンベンチャーリサーチ[2014a]p.3。

投資家にも大きな変化が起きている。これまで国内で活動しているVCにはないタイプである「シード・アクセラレーター」と呼ばれる投資家が誕生している。創業もしくは創業間もないスタートアップの企業に対して、ビジネスコンテスト、インキュベーションオフィスを提供して投資をする。米国シリコンバレーのY Combinatorや500startupsなどがモデルになっており、1社あたり数百万円といった少額の資金とオフィスを提供している。国内におけるシード・アクセラレーターは、ビジネスプランコンテストの開催、支援プログラムの企画、インキュベーションオフィスの提供など、シード・スタートアップ向けに様々な支援を提供している(図表24)。

図表 24 2011 年に設立したファンドとベンチャー支援－シード・アクセラレーター－

VC	系列	ファンド	イベント/起業支援プログラム	インキュベーションオフィス
インキュベイト ファンド	独立系	インキュベイトファンド 1 号	Incubate Camp	－
サムライ インキュベイト	独立系	Samurai Incubate Fund2 号 Samurai Incubate Fund3 号	Samurai Venture Summit	Samurai House Samurai Startup Island (東京)
インフィニティ・ ベンチャーズ LLP	独立系	IVP Fund II	Infinity Ventures Summit	－
サンブリッジ	独立系	サンブリッジ・スタートアップ ス LLP	Innovation weekend Jannovation Week (SV)	Global Venture Habitat (東京、大阪、シ リコンバレー)
B Dash Ventures	独立系	B Dash Fund 1 号	B Dash Camp	B Dash Lab (東京)
サイバーエージェ ント・ベンチャーズ	CVC	CA Startups Investment Fund 1 号	Startup 2011	Startups Base Camp (東京)
グリーベンチャーズ	CVC	GV-1 投資事業組合	－	－
Salesforce.com	CVC	(直接投資)	New Japan Investment Program	－

(出所) ジャパンベンチャーリサーチ[2012a]p.2 を基に筆者作成。

[4.2] 日本型シリコンバレーモデルの構築－エコシステムの形成

銀行と融資先の間において、情報の非対称性の問題があるように、VC と投資先企業の間にも「双方向のエージェンシー問題(two-sided agency problem)」がある。双方向のエージェンシー問題とは、宍戸編[2010]によれば「VC が大きな不安(リスク)を抱くと、その物的資本の拠出を躊躇してしまうことになり、他方で起業家が大きな不安を抱くと、その人的資本の拠出を躊躇してしまうことになる。」としている。シリコンバレーでは、このような「双方向エージェンシー問題」に対して起業家が VC に議決権を渡し、代わりに VC は起業家にスウェット・エクイティ⁸⁸ やストック・オプションを提供して物的資本の拠出以上の成功報酬の分配を認めるという形で解決している。

⁸⁸ スウェット・エクイティとは、物的資本の拠出者が、人的資本の拠出者に対してエクイティのインセンティブを与えるために、自らの拠出する物的資本の額よりも相対的に少ない額の物的資本の拠出に対して、自らと同等の株式を割り当てることを認める実務を指している(宍戸編[2010]pp.340-341)。

VC が起業家に対して抱く不安は、主に起業家の能力不足と人的資本の拠出者が退出することである。起業家の能力不足に対して、VC は取締役の過半数を取得して経営者を解任できるようにしておくことや、段階的投資によって実質的な支配を握ることで対処している。人的資本の拠出者が退出する不安に対しては、VC は人的資本の拠出者に与えるスウェット・エクイティやストック・オプションによって対処している。

一方、起業家が VC に対して抱く不安は、主にベンチャーキャピタルによる乗っ取り、機会主義的行動、退出の不安などが挙げられる。VC による乗っ取りの不安に対しては、シリコンバレーではスウェット・エクイティによって起業家は有利な条件で持分を取得している。VC との間でインセンティブが調整されているため、VC から出資を受け入れる時点で起業家は支配権を手放すことが少なくない。VC が機会主義的行動を取ることに不安は、シリコンバレーの「評判の機能」が抑止力になると指摘される。⁸⁹ VC が退出する不安については、事業が成功する可能性が残っている段階では VC が退出することは考えられない。

また、シリコンバレーでは、種類株式が浸透しており、投資家と起業家のインセンティブの調整に役立っている。具体的には、ベンチャー企業側が普通株式を取得し、投資家側が種類株式を取得するといった対応がなされている。米国では普通株式の評価を直近の種類株式の発行価格の 10 分の 1 以下とする慣習があり(いわゆる 10 倍ルール)、将来企業が成長した時に IPO の可能性が見込めるというインセンティブがあり、人的資本の供出者は会社の成長のために貢献する。一方、VC 側は種類株式により、残余財産分配優先権や議決権の保護規定等の権利を取得することによりリスク・シェアリング及びリスク・コントロールが可能となる。日本においては、2005 年に会社法が成立したことにより、種類株式の法整備がなされ、ベンチャー企業と VC 間におけるインセンティブの調整がしやすい環境が整いつつある。

[4.3] 日本型シリコンバレーモデルに向けた環境整備

シリコンバレーモデルと呼ばれる「エクイティベース・リスク分担・ネットワーク」の整備について国内の状況をみると、種類株式の法整備によりエクイティベースの点については環境が整いつつある。一方、リスク分担・ネットワークについては、構築にあたり VC のハンズオン支援が重要な役割を担うと考えられる。

⁸⁹ 宍戸編[2010]pp.96-98 を参照。

図表 25 ハンズオン支援機能

戦略立案機能	精神的支援機能	営業支援機能
<ul style="list-style-type: none"> ・ビジネスプランの進化促進 ・業務提携斡旋 ・マクロ的分析 	<ul style="list-style-type: none"> ・指導者として ・友人として ・勇気・モチベーション付け 	<ul style="list-style-type: none"> ・営業支援提携 ・マーケティング支援、販路拡大
ファイナンス機能	人材支援機能	経営管理機能
<ul style="list-style-type: none"> ・資金提供 ・資本政策の策定 ・ファイナンスアドバイス 	<ul style="list-style-type: none"> ・人材の斡旋 ・外部専門家の紹介(リクルーター、会計士、弁護士、証券) ・業界の付き合い、人脈支援 ・起業家の個人的な問題の相談 ・経営者の入れ替え 	<ul style="list-style-type: none"> ・余実管理 ・経営意思決定のモニタリング ・仮説の立案・検証、マイルストーンの管理、儉約志向のモニタリング ・一時的な企業危機への対応

(出所) 忽那・長谷川・山本[2006]pp.433-434。

国内 VC のハンズオン支援の提供状況について、アンケート調査をベンチャーキャピタリストに実施した(アンケート調査関連資料 2、2014 年 6 月実施)。アンケート調査の内容は、キャピタリストが注力しているハンズオン支援と投資対象業種において企業の成長段階毎に必要と考えられるハンズオン支援の内容である。⁹⁰ アンケート調査から下記のことが判明した。

- ・投資対象業種・投資対象ステージに関わらず、基本的には全てのハンズオン支援機能を提供する。
- ・工業・エネルギー・その他産業に投資するキャピタリストは、成長段階毎に必要とされるハンズオン支援は、どの機能も必要であると認識している。また、ハンズオンの内容は成長段階に応じて変化するというよりも、関与する時間が変化するという感覚がある。
- ・IT 業界に比べて工業・エネルギー・その他産業は、技術検証と多額の資金調達を必要とすることから、段階的に投資することが一般的であり、全てのハンズオン支援が必要と考えられる。
- ・IT 業界については、投資先企業の成長段階毎に投資する VC が異なり、提供するハンズオン支援は異なる。

⁹⁰ 種類株式の活用方法についてアンケート調査した同じベンチャーキャピタリストに実施。

図表 26 キャピタリストのハンズオン支援の意識調査について

キャピタリストA 投資対象業種: 特定しない 投資対象ス テージ:シード *特定の地域 での投資活動	ステージ	戦略立 案機能	資金提 供機能	精神的支 援機能	人材支 援機能	営業支 援機能	経営管 理機能
	シード	○		○		○	
	アーリー	○				○	
	エクспан ション		○			○	
	レーター		○			○	
キャピタリストB 投資対象業種: 工業・エネルギ ー・その他産業 投資対象ス テージ:シード	ステージ	戦略立 案機能	資金提 供機能	精神的支 援機能	人材支 援機能	営業支 援機能	経営管 理機能
	シード	○	○	○	○	○	○
	アーリー	○	○	○	○	○	○
	エクспан ション	○	○	○	○	○	○
	レーター	○	○	○	○	○	○
キャピタリストC 投資対象業種: 工業・エネルギ ー・その他産業 投資対象ス テージ:特定なし	ステージ	戦略立 案機能	資金提 供機能	精神的支 援機能	人材支 援機能	営業支 援機能	経営管 理機能
	シード	○	○	○	○	○	○
	アーリー	○	○	○	○	○	○
	エクспан ション	○	○	○	○	○	○
	レーター	○	○	○	○	○	○
キャピタリストD 投資対象業種: 工業・エネルギ ー・その他産業 投資対象ス テージ:アーリー～ミ ドル	ステージ	戦略立 案機能	資金提 供機能	精神的支 援機能	人材支 援機能	営業支 援機能	経営管 理機能
	シード	○	○	○	○		
	アーリー	○	○	○	○	○	
	エクспан ション	○	○		○	○	○
	レーター	○	○		○	○	○
キャピタリストE 投資対象業種: IT関連 投資対象ス テージ:シード・アー リー	ステージ	戦略立 案機能	資金提 供機能	精神的支 援機能	人材支 援機能	営業支 援機能	経営管 理機能
	シード	○	○	○			
	アーリー	○	○	○		○	○
	エクспан ション	○		○	○	○	○
	レーター	○			○	○	
キャピタリストF 投資対象業種: IT関連 投資対象ス テージ:アーリー・ミ ドル	ステージ	戦略立 案機能	資金提 供機能	精神的支 援機能	人材支 援機能	営業支 援機能	経営管 理機能
	シード	○				○	○
	アーリー	○	○			○	○
	エクспан ション		○				
	レーター		○				

注:ハンズオン支援の分類は、忽那・長谷川・山本[2006]pp.433-434 を基に筆者作成。

アンケート調査を踏まえると、IT 関連企業への投資については、企業の成長段階毎に資金供給とハンズオン支援を提供する VC が存在し、VC 間の連携による生態系(いわゆるエコシステム)が構築しつつある。シード・スタートアップステージでは「シード・アクセラレーター」と呼ばれる少額投資で多数の企業へ投資する投資家が増えている。企業と共にビジネスアイデアを出し、事業化させるハンズオン支援を強みとしている。このステージの VC は、事業会社や金融機関の資本が入っていない独立系 VC が多い。アーリーステージでは、ビジネスアイデアを事業化・軌道に乗せるハンズオン支援に注力しており、事業計画の策定などの KPI を設定して、事業の進捗管理をする。このステージの VC は事業会社傘下の VC が多い。ビジネスアイデアを事業化するノウハウの提供や、グループ会社のネットワークを利用した販路開拓支援などのハンズオン支援に強みがある。ミドル・エクспанションステージでは、事業を収益化させるハンズオン支援に注力し、引き続き KPI を設定して、大型の受注獲得や大手事業会社との業務提携に向けたハンズオン支援を実施する。このステージの VC は大型の資金調達が必要になってくることから、アーリーステージに多い事業会社系の VC に加えて、金融機関系の VC も多く存在する。投資先企業における事業の不確実性が薄まることから、金融機関系の VC も積極的に投資活動をする。レーターステージでは、IPO に向けて更なる売上の拡大を目指して事業拡大を目的とした多額の資金調達を実施することから、ミドル・エクспанションステージで積極的に投資する金融機関系 VC に加えて大型のファンドを運営する政府系 VC が中心になる。

[4.4] ファンド投資の補完ークラウド・ファンディング

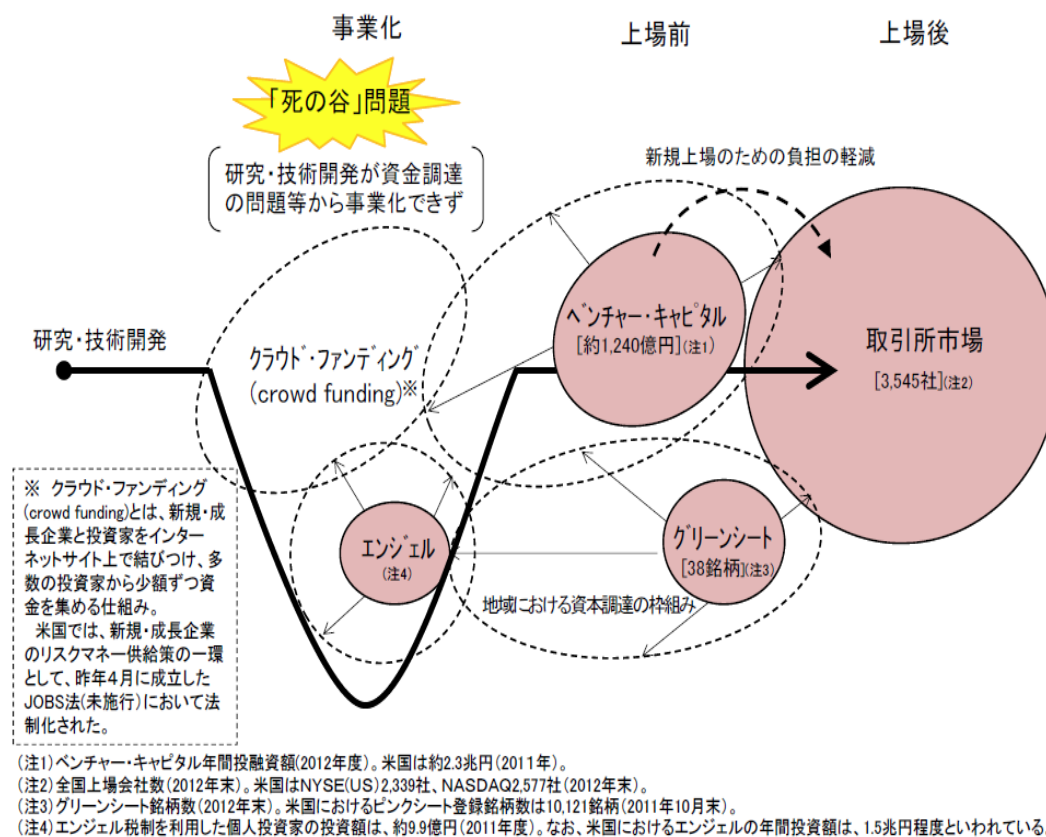
(1) クラウド・ファンディング

創業期の企業に対する金融は、起業家のアイデアがあるだけで事業化する前段階であり、安定したキャッシュフローが見込めない中、債務型資金調達(デット・ファイナンス)よりも資本型資金調達(エクティ・ファイナンス)がその中心となる。しかし、創業期においてはリスクが高いことから、一般的にはベンチャーキャピタルは少額の資金調達を引き受けることにより対応する。しかし、必ずしもベンチャーキャピタルが引き受けられるわけではない。その結果、いわゆる「死の谷」問題が発生する。この問題に対応するために、新たな金融手法が必要と認識されており、その1つの方法がクラウド・ファンディングである。クラウド・ファンディング (Crowd funding)⁹¹ とは、「群集(Crowd)」からの「資金調達(Funding)」の語を用いた造語で、明

⁹¹ 日本証券業協会[2013]を参照。

確な定義が確立されているものではないが、インターネットをプラットフォームにして、不特定多数の投資家から株式への投資を募集することによる資金調達方法といえる。資金を必要とする個人・企業・団体等がインターネットのポータルサイト(funding portal)を通じて、出資対象のプロジェクトや活動・事業の理念や目的、事業計画、目標金額、出資の見返り等を提示し、不特定多数の賛同者(crowd)からの出資あるいは寄付を募るという方法である。資金を集める側が自らのプロジェクトの内容をきめ細かく発信し、それに託す思い・こだわり等を動画などの映像を通じて提示可能になったこと、新たなマーケティングの手段にもなることから期待が大きい。資金を提供する側も、そのプロジェクトに対する思いに共感し、早い段階から夢に直接に参加するという意識が喚起されるので、単に寄付というものに留まらず、金銭的なリターンがなくとも投資・出資に賛同するというスキームが成り立っている。

図表 27 新規・成長企業へのリスクマネーの供給について



(出所) 金融庁 HP(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/soukai/siryou/20130605/01.pdf 2014年3月1日アクセス)

(2)クラウド・ファンディングに関する現行の法規制

クラウド・ファンディングについて、定まった類型化がなされているわけではないが米国の調査会社 Massolution によれば、クラウド・ファンディングのプラットフォームは4つに類型化される。⁹²

- ①Equity-based crowdfunding (投資型、株式投資型) : 事業の収益を金銭で配当する。
- ②Lending-based crowdfunding (貸付型) : 金利支払を伴なう。
- ③Reward-based crowdfunding (報酬型) : 金銭以外の商品・サービスでのリターン。
- ④Donation-based crowdfunding (寄付型) : リターンを伴わない。

⁹² Massolution[2012] p.12。

図表 28 クラウド・ファンディングの種類

	寄付型	購入(報酬)型	貸付型	投資型
概要	ウェブサイトで寄付を募り、寄付者向けにニュースレターを送付。	購入者から前払いで集めた資金を元手に製品開発。購入者に完成した製品等を提供。	運営業者が投資家から出資を募り、匿名組合契約に基づき、集めた資金を個人や法人に貸付ける。	運営業者を介して、投資家と事業者との間で匿名組合契約を結び、出資を行なう。
リターン	なし	商品・サービス	金利	事業の収益
規制	—	—	貸金業法、第二種金融取引業	第二種金融取引業
主な資金提供先	被災地・途上国の個人、小規模業者	被災地支援事業・障害者支援事業、音楽・ゲーム製作事業等を行なう事業者・個人等	個人、不動産の取得資金、飲食店フランチャイズの開業資金、治療院	音楽事業、被災地支援事業、食品、酒造、衣料品等
資金調達規模	数万円程度	数万円～数百万円程度	数十万円～数百万円	数百万円～数千万円
一人当たり投資額	1口1円	1口1,000円程度	1口1万円程度	1口1万円～
事例	Just Giving Japan	CAMP FIRE READY FOR?	AQUSH MANEO	ミュージックセキュリティーズ

(出所)村本[近刊予定]

金商法の成立により、みなし有価証券が新たに定義され、匿名組合契約での資金調達、募集も集団投資スキームとして同法の対象になり、金融商品取引業者の登録が必要になった。ただし、適格機関投資家等特例業務の要件に該当すれば、第二種金融商品取引業の登録(勧誘段階)、投資運用業の登録(運用段階)が不必要になる。しかし、株式形態の投資型クラウド・ファンディングについては、一般投資家(50名以上)から株式・社債等の募集することから、公募になり適格機関投資家特例業務には該当しない。また、株式の発行は第一種金融商品取引業者の登録がないと扱うことができないため、現在は、投資型クラウド・ファンディングは匿名組合持分等の集団投資スキーム持分(みなし有価証券)で対応している。証券会社による非上場株式の取り扱いについては、日本証券業協会の自主規制(店頭有価証券に関する規則)において、グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄を除き、原則として一般投資家に対する投資勧誘が禁止されている。従って、投資型クラウド・ファンディングは、金融商品取引業者としての登録、場合によっては投資運用業の登録が必要になる。また、貸付型クラウド・ファンディングは、貸金業法の制約が存在するというのが現在の法制である。なお、寄付型と報酬型には特段の法的規制は存在しない。

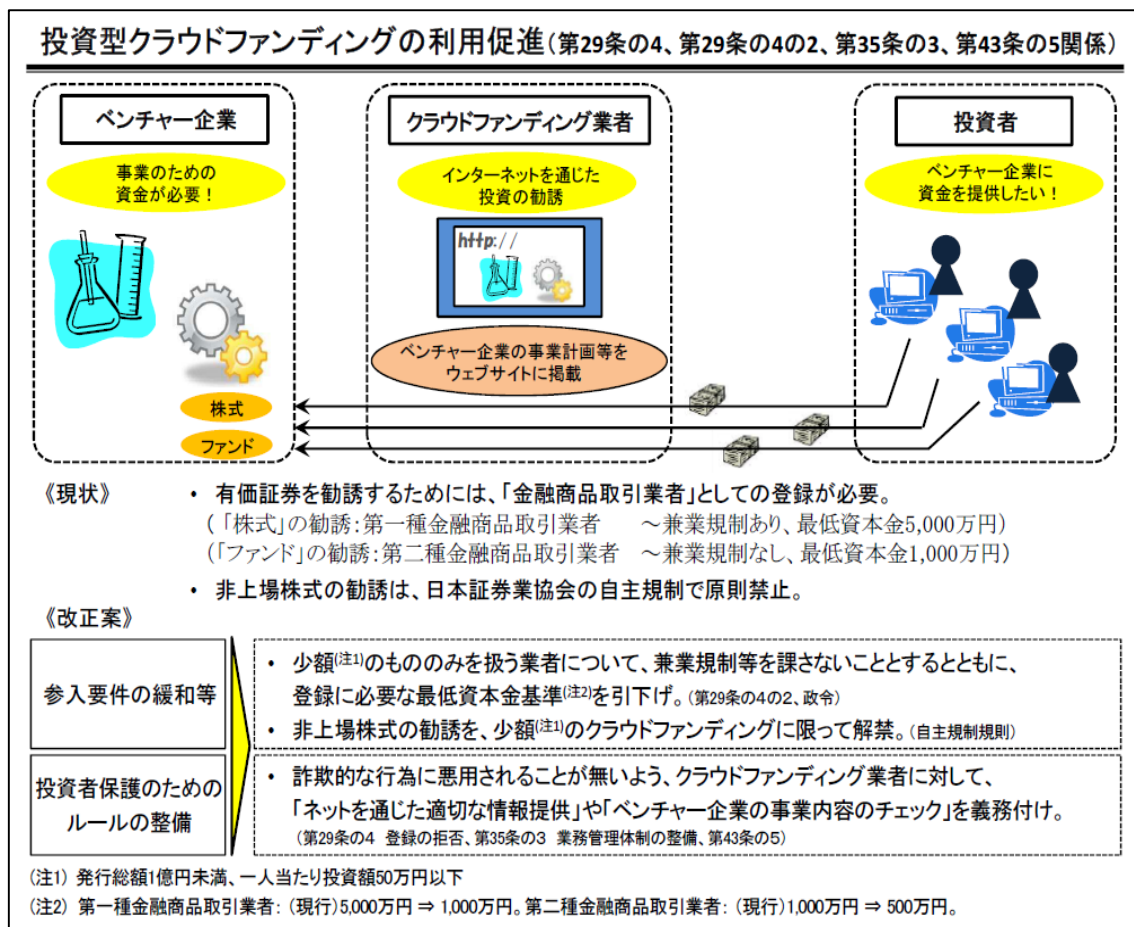
(3) 投資型クラウド・ファンディングの検討

国内におけるクラウド・ファンディングの検討は、2013年3月に開催した産業競争力会議において、「日本は米国に比べて研究・技術開発の資金調達について、リスクマネーの供給活動が弱い」と指摘されたことに始まる。新規・成長企業へのリスクマネー供給のための仲介機能を強化し、金融面からも産業に新たな血が入るよう支援していく必要があることから、その方法の一つとしてクラウド・ファンディングが検討されることになった。2014年4月に開催した「規制改革会議 創業等ワーキンググループ(第2回)」では、日本証券業協会に「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会」(以下、「検討懇談会」とする。)の設置が決まった。検討懇談会では、「インターネットを通じた資金調達になると反社会的勢力の排除や詐欺等の防止をいかに図っていくかという点には留意が必要になるが、クラウド・ファンディングが持つ経済的・社会的意義を確立・共有していくことは重要であり、新たな規制を加えるとしても最低限のルールを定めてクラウド・ファンディングの自発的かつ健全な発展が阻害されないような規制にしていける必要がある」と整理している。

クラウド・ファンディングは、事業化あるいは事業拡大のための資金を必要とする事業者がインターネットサイト上に出資を募りたいプロジェクトの概要を掲載し、これに共感した個人が少額の資金を拠出する形での取り扱いが一般的とされている。日本では、寄付など金銭的リターンを伴わない形態での取り扱が多く、投資型のクラウド・ファンディングについては、商法上の匿名組合契約を用いた出資形態によるもので対応しており、現状では株式形態での資本調達の取り扱いはされていない。新規・成長企業へのリスクマネー供給を促進させるためには、株式形態のクラウド・ファンディングが必要とされ、米国 JOBS 法を参考に金融審議会で本格的に検討することになった。⁹³

⁹³ 米国JOBS法については、起業の促進、新興企業の資金調達を拡大させる法律として、2014年4月に「Jumpstart Our Business Startups Acts」が成立した。7章で構成されており、3章がクラウド・ファンディングである。「クラウド・ファンディング除外規定」により、インターネットを通じた不特定多数の投資家からの小口の資金調達方法(株式投資型クラウド・ファンディング)が認められることになった。クラウド・ファンディングは、一般的に①株式投資型、②融資型、③報酬型、④寄付型の4つに分類できるとされ、現行法のもとでは、ベンチャー企業がインターネットを通じて多数の一般個人から出資を募る①を行なうことが難しかったが、同法の成立により、不特定多数の投資家に対し少額の募集(12か月の間に総額100万ドルを上限とする)を行なうことが可能となった。ただし、投資家の年収等に応じて年間投資金額に上限が設けられていることと、除外規定の条件を満たす資金調達の仲介業者として、SEC及び自主規制機関に登録された証券会社に加え、投資を募集サイト「ファンディング・ポータル」が新たに付け加えられた(日本証券経済研究所[2013]、大和総研[2012]、日本総研[2013]を参照)。

図表 29 クラウド・ファンディングの法整備



(出所)金融庁 HP (<http://www.fsa.go.jp/common/diet/186/01/setsume.pdf> 2014年7月1日アクセス)

5. 小括

本稿では、我が国における市場型金融システムの環境整備を進める中で、ベンチャーファイナンスに関する法整備がベンチャー投資においてどのような影響を与えるかについて整理した。中小有責法の成立により、ベンチャー企業への新たな資金供給の手段が確立し、金商法の施行によりファンド持分が有価証券の一つとしてみなされ、投資者保護を充実させた。一方で、規制強化にならないよう「適格機関特例業務」という方法を取り入れ、ファンドの募集・運営について簡素化するといった対応が図られた。また、種類株式を法制度化することにより、投資家と企業の間における、または投資家同士の間における利害調整やインセンティブの調整が柔軟に設計できるようになった。具体的には、企業へのインセンティブの付与として普通株式と種類株式の価格差によるストック・オプションの発行を可能とし、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。IT 関

連分野への投資に限ったことではあるが、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。

今後、企業の成長段階に応じたハンズオン支援と資金供給が必要不可欠になると考えられることから、更なるリスク・リターンに見合う投資手法の整備と投資家による投資手法に関するノウハウの蓄積が求められる。ベンチャー企業への投資は、情報の非対称性が高く、事業自体の不確実性も高いことから、リスク・シェアリング・リスク・コントロールは重要になる。法整備はエコシステムと呼ばれる投資家と企業における最適な環境を構築する下支えになると考えられる。

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—

1. 問題の所在

昨今、日本の金融システムにおいてクラウド・ファンディング、NISA など直接金融の環境整備が急速に進められている。⁹⁴ とりわけ、新たな産業の担い手、経済成長の起爆剤として期待されるベンチャー企業の育成は、ベンチャーファンドを経由した資金供給が積極的に展開されている。国内のベンチャーファンドは、1972年に設立した京都エンタープライズデベロップメントが民間のベンチャーキャピタルの最古のものとして認識されているが、ベンチャーファンド投資の環境整備を目的として1998年に成立した中小企業等投資事業有限責任組合法が本格的なスタートとして捉えることができる。⁹⁵

日本におけるベンチャーファンドは、ファンド運営者(GP)の担い手として、多くは金融機関の子会社が役割を担ってきたが、ファンド法が成立して約15年が経過する中で、特色ある多種多様なVCが誕生し、提供する機能が大きく変化している。近年では、インキュベーションオフィス⁹⁶を投資先企業に提供するなど様々なハンズオン支援が登場している。この変化は、投資先企業をIPO、M&Aに導き、投資金額の極大回収につながるEXITを達成するためのハンズオン支援の変化と捉えることができる。

そもそもVCの機能は、有望な事業に取り組む将来性の高い企業を選別することと、その投資先企業に対して成長性を促すハンズオン支援を実施し、企業価値を高めてIPOを達成させることにある(Kaplan and Strömberg[2001]、Baum and Silverman[2004])。VCによる案件発掘、投資審査・価値評価・投資契約、各種ハンズオン支援、売却・回収といった一連の投資活動の中でも、投資先企業を選別とハンズオン支援が、投資金額の回収に大きな影響を与える。さらに、ハンズオン支援は、事業面と管理面における支援に区分でき、事業面では投資先企業の戦略立案、営業支援といった役割が、管理面では内部統制整備、資本政策といった役割が期待されている。

日本のベンチャー投資の状況を概観すると、米国と比較して年間の投資金額は約26分の1程度であり、年間の設立ファンド総額は約20分の1という状況にある。⁹⁷ このように、日本は米国に

⁹⁴ 金融庁は、「日本再興戦略」(平成25年6月14日閣議決定)の中で、資金調達多様化、リスクマネー供給の強化としてクラウド・ファンディング及びNISA(少額投資非課税制度)の施策を打ち出している。

⁹⁵ 中小企業等投資事業有限責任組合法は、2004年に投資対象の拡充等を行ない、名称を投資事業有限責任組合法に変更している。一般的に、LPS法もしくはファンド法と呼ばれている。

⁹⁶ 起業や創業するために活動する入居者を支援する施設のことを指しており、安価な場所の提供と各種の支援施策を用意している。例えば、大手通信事業者のKDDI(株)や子会社でベンチャー投資している(株)NTTドコモ・ベンチャーズなどIT業界を中心にインキュベーションオフィスを提供する活動が増えている。

⁹⁷ ベンチャーエンタープライズセンター[2013]によれば、2012年度の国内の投資融資額が約1026億円に対して、米国では約267億ドルとなっている。また、2012年に設立したファンド総額が日本では1,036億円に対して、

比べるとファンドのサイズが決して大きいわけではないため投資先企業の資金需要に対して、多数の VC が共同で投資するケースが多い。その際に中心的な役割を担うのがリード VC であり、資本政策を調整して投資先企業の資金制約を緩和する。併せて、ハンズオン支援を総合的にコントロールして、投資先企業の成長性を高めて企業価値の向上につなげる。日本国内の VC が金融機関系 VC だけではなく、特色ある VC が増えてきたことを踏まえると、VC の特徴により投資先企業に提供するハンズオン支援とその効果が異なると考えられる。

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。特に、投資手法、リード VC の特徴の相違といった視点から投資先企業に与える影響について検討されていない。多数の VC が共同で投資する日本の投資状況を踏まえると、投資手法、リード VC の特徴といった点について分析することは意義が高いと考えられ、本稿ではこの点を分析対象とする。

2. 先行研究の整理

[2.1]VC の役割

VC は、先端技術、革新的なビジネスモデルを生み出すベンチャー企業にリスクマネーを供給することで、イノベーションの促進に貢献している。⁹⁸ その役割として、投資審査・投資・モニタリング・ハンズオン支援(価値付与)・資金回収を行なう。その上で、VC に期待される役割としては、有望な事業に取り組む将来性の高い企業を選別して投資し、モニタリングとハンズオン支援をすることにより、IPO もしくは M&A 等の投資金額を最大化して資金回収させることである (Gompers and Lerner [1999]、Hellmann and Puri [2000])。

Lerner[1995]は、米国の VC について投資先のバイオベンチャー企業を対象に、ベンチャーキャピタリストの投資先企業における取締役会メンバーとしての関与について分析した。投資先企業の CEO が交代する時期の前後における取締役会メンバーの変化を分析し、投資先企業における社長交代の前後に VC からの役員派遣が増加することを示し、VC が投資先企業の社長交代を通じて投資先の経営を監視していることを明らかにした。

Hellmann and Puri [2002] は、シリコンバレーの新規開業企業のデータを用いて、VC のハンズオン支援の効果について分析し、投資後は CEO の交代の確率を高め、人材育成、スト

米国は約 201 億ドルとなっている。

⁹⁸ 忽那・長谷川・山本[2006]pp.57-60 を参考に記述している。

ックオプション制度の導入、マーケティングの専門家を重役として起用するなど、投資先企業の成長につながるよう企業の専門化(プロ化)を促す効果があることを提示している。

[2.2]シンジケート投資

VCは投資手法として、数社でシンジケートを組んで投資することがある。特に日本においては、ファンドサイズが米国に比べて大きいわけではないため、またリスク分散の観点からもシンジケート投資をすることが多い。シンジケートを組むにあたり、能力・実績・評判の良いVCがリードインベスターになることで、投資先企業の評判の向上につながり、他のVCや金融機関などの投資家や取引先等に対して良いシグナルとなる。その結果、投資先企業の資金調達環境、事業環境を改善して成長を促し、IPOの成功率を高める可能性がある(Barry et al.[1990]、Chang[2004])。

忽那・長谷川・山本[2006]は、シンジケート投資について先行研究を通じて、①リスク分散仮説(ポートフォリオの分散を通じてリスクシェアリングを行なう手段)、②知識共有仮説もしくはディールセレクション仮説(投資先企業の選択の際に、知識や情報などを他のVCと共有し、第三者の意見を聞くことによって投資先企業のスクリーニングを強化する)、③価値付与仮説(VCは経営スキルの相互補完を通じて投資先企業に対して価値付与活動を提供する)、④ディールフロー仮説(将来のディールフローへアクセスするためにVCは多くのVCとシンジケーション投資を実施する)という4つの代表的な仮説を提示している。⁹⁹ それぞれについて整理すると次のとおりとなる。

①リスク分散仮説は、VCはシンジケート投資をすることで1件あたりの投資金額を減らし、ポートフォリオに組み入れる企業数を増やすことによってリスク分散を図ることができる

(Richard L. Smith and Janet K. Smith[2003])。

②知識共有仮説もしくはディールセレクション仮説は、VCと投資先企業の間において情報の非対称性が大きいことから、複数のVCでシンジケーションを組織し、スクリーニングを強化し、投資リスクを低下させようとする(Lerner [1994])。

③価値付与仮説は、リードVC以外にもその他のVCが保有する知識や専門性による経営スキルの補完を通じて投資先企業に対してハンズオン支援を提供する(Brander, Amit and Antweiler[2002])。

⁹⁹ 忽那・長谷川・山本[2006]pp.70-80、pp.454-457を参考に記述している。

④ディールフロー仮説は、多数の投資候補先の中から、成長可能性が高いと考えられる投資案件を選択するには、専門とする業種と所在している地域に関係なく投資機会を拡大させることが必要であり、そのためにはシンジケートを組織して VC 業界における広範なネットワークを構築することが重要になる (Sorensen and Stuart[2001])。

[2.3] 段階的投資

段階的投資は、投資先企業の成長段階に応じて投資を実施し、次のステージに移行するために必要な資金に限定して提供する投資手法を指す。つまり、VC が次の投資を実行するかどうかの判断をベンチャー企業のプロジェクトによって判断できるオプションを持つことになる。その一方で、ベンチャー企業の経営者を短期的利益の追求に向かわせる可能性がある。¹⁰⁰

Gompers and Lerner[1999]によれば、段階的投資は投資先企業への再評価が定期的に行えることから、ベンチャーキャピタリストが用いることのできる最も有効な投資手法としている。増資と増資の間隔が短くなるほど、ベンチャーキャピタリストは起業家の成長度合いを頻繁に審査するようになり、情報収集活動を増やして、投資家と経営者の密接な関係を維持し、誤った意思決定によって被る潜在的な損失を軽減させる効果があるとしている。

Gompers[1995]は、投資先企業に関する投資期間及び投資金額との関係を計量的に分析している。情報の非対称性が高いアールリーステージ向け投資やハイテク産業向け投資は、エージェンシーコストが上昇することに伴い、VC は頻繁にモニタリングをする必要が生じることを明らかにしている。高い成長可能性のある分野の企業や高い研究開発費比率を持つような企業においては、投資期間が短くなることを指摘し、成長企業やハイリスクの投資先に対しては、VC は段階的投資を実施していることを示している。

[2.4] VC の属性

Barry et al. [1990]は、米国の VC について投資先の IPO 企業を分析対象に、VC による投資先企業のモニタリングの効果を明らかにしている。VC の数、合計持分比率、リード VC の営業年数、IPO までの派遣期間、リード VC が投資先企業を IPO まで導いた件数を用いて、投資先企業のモニタリングにおけるリード VC の経験と能力が他の投資家に対して良好なシグナルになることを示している。

¹⁰⁰ Ibid., pp.80-81.

Gompers and Lerner[2000]は、コーポレートベンチャーキャピタルの投資パフォーマンス(投資リターン)は、独立系 VC と同程度の成功を収めていることを示している。特に、親会社が保有する特許と投資先企業の技術にシナジーがある投資については、成功していると指摘している。

その他にも、Gompers and Lerner[2000]、Hamao et al.[2000]、Wang et al.[2002] などは、独立系 VC の支援を受けた IPO 企業は金融機関係 VC の支援を受けた IPO 企業に比べて、アンダープライシングが低く、長期パフォーマンスが優れていることを示している。

Jungwirth and Moog [2004]は VC のタイプをスペシャリスト型とジェネラリスト型に分類した分析をしている。スペシャリストタイプ型とジェネラリスト型の VC について、オーストリア、ドイツ、スイスのベンチャーキャピタリストのデータをもとに、キャピタリストの持つ知識、投資基準、支援戦略を比較している。スペシャリスト型はハイテクのプロジェクトを選択し、ハンズオフ支援を実施し、ジェネラリスト型はローテクタイプのプロジェクトを選択し、ハンズオン支援を実施すると指摘している。

岡室・比佐[2005]は、日本の VC について最近の IPO 企業のデータを用いて、VC の経験や能力等の属性、及び VC の経営関与の程度が、投資先企業の IPO 前後における売上高成長率に与える影響について分析した。IPO 企業の個別データとそれらの企業に投資した VC の個別データを組み合わせ、VC の属性による影響を比較することにより、VC による選別と育成の効果を検証している。その結果は、IPO 前の VC の合計持株比率、リード VC の持株比率が高いほど IPO 前後の成長率は高く、リード VC は投資先企業の経営に積極的に関与することにより、売上高成長率を高めることを示した。一方で、リード VC の規模が大きく、経験が豊か(営業年数)であるほど、効果的な経営支援と評判効果により企業の成長を促進するという仮説は支持されなかったとしている。これらの結果を踏まえ、日本の VC の機能は、投資先企業の選別よりもその育成にあるということを示唆している。

内田・孫月[2013]は、日本国内の銀行系 VC に焦点をあて、戦略的投資行動について分析した。具体的には親銀行の貸出機会を増加させるための投資行動について IPO データを用いて、銀行系 VC の持株比率と親銀行による貸出の関係进行分析し、銀行系 VC の株式保有と親銀行の貸出の間に正の関係が見られること、銀行系 VC の株式保有と親銀行による役員派遣確率の間に正の関係が見られることを明らかにした。また、独立系 VC の投資先企業の特徴や IPO プロセス、パフォーマンスを金融機関係 VC と比較して、独立系 VC は金融機関係 VC

に比べて、未熟な企業を公開させる傾向にあり、名声の低いアンダーライターを用いて上場基準の緩い市場で IPO させていることを明らかにした。

石井[2011]は、独立行政法人中小機構(以下、「中小機構」とする。)の投資先企業データベースを使った分析をしている。¹⁰¹ 中小機構が LP 出資している各ファンドから報告された投資先企業の概要、投資額、1年ごとの売上高、従業員数その他の経営状況等の情報をデータベースにしたものである。データは1999年3月から2007年3月までに組成された74ファンドの投資先の決算データで、投資先企業のデータは2007年8月時点での直近決算資料に基づいている。投資前と投資後直近の資本金、売上高、従業員数、業種、所在地、投資累計額、VCの種類のデータがすべて揃うもので、かつ、各データが0でない(創業時に投資されたものは除外される)447社のデータセットを利用し、生産関数の重回帰分析によりファンド投資が投資先企業の生産性に影響を与える要因を分析している。ファンドの投資先企業の生産性に影響を与える要因の計測モデルとしては、生産関数 $Y = AK^{\alpha}N^{\beta}$ を前提として、被説明変数を投資先企業の売上高とし、生産性には、創業から投資までの年数、投資後経過年数、ファンドからの投資累計額、投資先の所在地、投資先の業種、ファンドの運営 VC の特徴が影響を与えると想定し、それら諸変数の効果を見ている。

図表 30 投資先企業の生産関数に関する計測結果

	係数	標準誤差	t 値	p値	
a1 ln(直近資本金)	0.154	0.063	2.450	0.015	*
a2 ln(直近従業員)	0.939	0.061	15.415	0.000	*
a3 投資累積額/直近資本金	0.007	0.009	0.733	0.464	
a4 投資後経過年数	0.153	0.034	4.495	0.000	*
a5 創業後経過年数	0.028	0.010	2.903	0.004	*
a6 東京・神奈川(ダミー)	0.031	0.139	0.220	0.826	
a7 IT(ダミー)	0.052	0.199	0.262	0.793	
a8 バイオ(ダミー)	-0.768	0.235	-3.273	0.001	*
a9 サービス(ダミー)	0.482	0.184	2.613	0.009	*
a10 独立系VC(ダミー)	-0.052	0.132	-0.395	0.693	
a0 切片	12.849	1.109	11.584	0.000	

(出所)石井[2011]p.165。

¹⁰¹ 石井[2011]p.161-166。

投資先企業の生産性の変化に影響を与える要因として、①投資後経過年数の係数は有意にプラスであり投資後に生産性が高まり付加価値(売上高)が増大している、②創業後経過年数(創業から投資までの年数)の係数は有意にプラスであり、投資先企業が創業から投資までに生産性が増大し、投資後も増大することで安定的に技術進歩をしている、③投資先の業種については、サービス業は有意にプラス、バイオインダストリーは有意にマイナスとなっており、サービス産業は売上を伸ばしやすい一方で、バイオ関連業種は成長に時間を要するか又は成長させることが難しい業種と考えられる、④ファンドを運営する VC が独立系かどうかについては有意ではないが係数がマイナスとなっており、独立系 VC が企業の投資先の成長支援の面では苦勞している可能性があることを示している。

3. 分析方法とモデル

本稿の目的は、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。また、リード VC の特徴や投資手法により投資先企業に与える影響について分析することである。日本国内では、共同で投資することが多く、リード VC がハンズオン支援の中心的な役割を担う。本稿では、IPO 時点で最大出資している VC をリード VC として位置づけ、投資初期から投資先企業に関与しているリード VC を分析の対象とする。¹⁰²

また、リード VC の特徴によって投資行動は変わり、投資先企業に影響を与えたと考えられる。一般的には、VC の特徴は、属性として独立系、金融機関系、商社系、事業会社系といった区分がされている。しかし、日本国内の VC は数が多くないため、細分化しすぎるといえる問題がある。本稿では、特定の業種・領域に特化して投資活動をしている VC かどうかでリード VC の特徴を区別する。おおまかに言えば、特定の業種に絞った投資する VC は独立系が多いという傾向がある。

本稿で用いるモデルは、IPO に至るまで(IPO 直前期)における企業の成長(売上高)の要因を明らかにするために、石井[2011]と同様に、コブダグラス型の生産関数を想定する。具体的には、被説明変数としては IPO した投資先企業の売上高(IPO 直前期)を取り、説明変数として資本金、従業員数を取り、その他の変数をコントロール変数とする生産関数を推計する。図表 31 に変数を定義した。

¹⁰² 投資対象企業数 108 社のうち、リード VC が途中で変更したのは 11 社であるが、11 社のリード VC も投資先企業が初めて VC から資金調達した頃から投資に関与している。

図表 31 変数の定義

被説明変数:IPOSALES(対数値)

変数名	定義
Capital	IPO 直前期の資本金。企業の物的資産を示す。対数値。
Employ	IPO 直前期の従業員数。企業の人的資産を示す。対数値。
VC PROP	VC の特徴。1=スペシャリスト型、0=ジェネラリスト型とする。
CEOSH	CEO の持株比率 (IPO 時点)。
LVCSH	リード VC 持株比率 (IPO 時点)。
VCAGE	創業後、VC から資金調達するまでの経過年数。
VCNUM	IPO するまでに資金調達した VC の数。
Round	IPO するまでの投資回数。

IPO 企業の売上高 (IPO 直前期) = f(資本金、従業員、コントロール変数)

被説明変数は、IPO 企業の IPO 直前期の売上高である。VC に期待される役割は、IPO できる水準まで企業を成長させることであり、その指標としては IPO する直前期の決算が重要になる。IPO 直後の決算のデータでは VC による支援以外の影響 (例えば、IPO により知名度、信頼度の向上) があると考えられる。なお、IPO 直前期の決算は、取引所、主幹事証券、監査法人による審査が入ることから、データとしての信憑性は高い。

石井[2011]に倣い、ファンドが企業の生産性に与える影響として生産関数、 $Y = AK^\alpha N^\beta$ を前提にしている。Y は付加価値額 (売上高)、K は資本ストック (資本金)、N は労働力 (従業員数) で、A が生産性を表す項としている。説明変数のうち VC に関するものは、リード VC の特徴とリード VC による出資である。リード VC の特徴については、「特定の領域を投資対象とする VC (以下、「スペシャリスト型 VC」とする) か、「特定の領域に特化しない VC (以下、「ジェネラリスト型 VC」とする)」に区分する。リード VC の特徴によって、企業の成長に影響を与えると考えられる理由としては、VC の機能である投資対象企業の選別と育成において、投資領域における専門的な知見と経験の有無が投資先企業の成長に影響を与えると考えられるからである。リード VC の出資は、IPO 期におけるリード VC の出資比率 LVCSH である。¹⁰³

¹⁰³ 岡室・比佐[2005]によれば、リード VC のシェアが高いほど、投資先企業の成長に寄与するという結論を示し

説明変数のうち投資手法に関するものは、IPO に至るまでの投資回数(Round)と IPO に至るまでに資金調達した VC の数(VCNUM)である。投資回数は段階的投資の結果として捉えられ、VC の数は同じ VC から複数回にわたり資金調達した場合でも 1 社としてカウントする。その他の説明変数(コントロール変数)としては、産業ダミー変数 ID1 としてサービス業(金融・保険・不動産、ビジネスサービス)、ID2 として情報通信業(IT 関連)、ID3 としてバイオテクノロジー(バイオ・医療・ヘルスケア)としている。¹⁰⁴

4. 仮説

VC が期待される役割は、案件発掘、投資審査・価値評価・投資契約、各種ハンズオン支援、売却・回収といった一連の投資活動の中で、将来的に企業価値が高くなる可能性がある企業を選別して、ハンズオン支援により企業の成長性を高めて企業価値を向上させることである。各種ハンズオン支援の中でも、資本政策は企業にとって生命線となり、誰がリード VC を担うかにより資金調達に影響を及ぼすと考えられる。中でも、投資手法は資金調達を大きく左右し、資金調達環境や取引環境を改善する可能性がある。また、リード VC は、投資先企業へのハンズオン支援を総合的にコントロールする役割を担っており、投資先企業の成長に大きな影響を与えると考えられる。

Jungwirth and Moog [2004]によれば、ハンズオン型投資を実施するタイプかハンズオフ型投資を実施するタイプかは外生変数ではなく、投資先企業の属性に影響される可能性がある指摘し、VC を「スペシャリスト型」と「ジェネラリスト型」に分類している。上述のとおり、VC の属性について細部化しすぎるという問題に加えて、日本の VC の組織構造を踏まえると、独立系、銀行系といった区分よりも、投資先企業の領域により VC の特徴を整理する方が実情に沿っていると考えられる。¹⁰⁵

本稿では、リード VC をスペシャリスト型とジェネラリスト型に区分して、投資手法が投資先企業の成長に与える影響を分析する。

ていることから、コントロール変数として代入する。

¹⁰⁴ ジャパンベンチャーリサーチの業種分類を参考にしている。

¹⁰⁵ 金融機関系 VC とした場合には、証券系、銀行系などが含まれるが、金融機関の子会社として本社から出向した者がキャピタリストとして従事しているだけではなく、特定の領域において知見を有する者を採用してバイオ系・ハイテク系などの専門ファンドを設立するケースがある。最近では、三菱 UFJ キャピタル(株)が第一三共と設立した OiDE ファンドや NEC キャピタルソリューション(株)と SMBC ベンチャーキャピタル(株)が設立したイノベティブ・ベンチャーファンドなどがその事例としてあげられる。

以上の議論に基づいて、本稿で検証すべき仮説を以下の通り提示する。なお、括弧内の変数はそれぞれの仮説に関わる変数であり、符号は回帰係数の符号に関する予想を示す。

仮説 1: 創業後、早期に VC から資金調達したことにより企業の成長性が高まる。(VCAGE の予想される符号条件はマイナス(-))。

仮説 2: 投資先企業の成長を促すために、VC 同士で投資先企業の情報を共有し、ハンズオン支援を分担する。(VCNUM の予想される符号条件はプラス(+))。

仮説 3: 投資先企業の成長を促すために、KPI を設定して事業の進捗管理をしながら段階的投資を実施する。(Round の予想される符号条件はプラス(+))。

それぞれの仮説について説明する。

[仮説 1: 創業後、VC から資金調達するまでの年数]

岡室・比佐[2005]は、VC による投資や VC の経験や能力等の属性、及び VC の経営関与の程度が投資先企業の IPO 前後の売上高成長率に影響するかどうかを計量的に分析している。その結果として、VC の出資比率が高いほど、またリード VC の平均的な経営関与の程度が高いほど出資先企業の IPO 前後の売上高成長率が高く、VC の育成機能の結果によるものであるとしている。よって、IPO 前後だけではなく、創業後から IPO に至るまでにおいても VC の育成機能の効果があると考えられることから、早い段階で VC から資金調達することが企業の成長につながると仮定する。

[仮説 2: シンジケート投資]

Lerner[1994]によれば、米国のバイオベンチャー企業を対象に、VC が不確実性の高いプロジェクトをスクリーニングする場合にはシンジケーションに参加する他の VC と情報やノウハウを共有することによって、より適正な判断ができることを示している。すなわち、能力と経験に富むリード VC を中心にシンジケートを組むことにより、他の VC からの各種経営支援により経営スキルの補完ができる(価値付与仮説)。また、十分な資金提供と経営支援が期待できるだけでなく、実績・成果を出しているリード VC が出資することにより出資先企業の評判も高まり、他の投資家・取引先等に対して良いシグナルとなって出資先企業の資金調達環境や取引環境が改善される可能性がある。日本においても、同様のことが考えられることから、シンジケート投資は企業の成長を高めると仮定する。

〔仮説 3: 段階的投資〕

Gompers and Lerner[1999]によれば、段階的投資は投資先企業を定期的に再評価できるため、VCと投資先企業の間において、次の資金調達までの事業開発の進捗等の目標設定と必要な支援を共有化できることにより、投資先企業の成長につながるとしている。一方、忽那・長谷川・山本[2006]は、米国のVCは段階的に投資するのに対して、日本では資金が必要になったその度ごとに資金調達する傾向が強いとしている。企業の成長において、分岐点となるような重要な事象(マイルストーン)を予め設定して、時価総額を上げて段階的に増資を繰り返していくという投資が日本では一般的でないと指摘する。日本では、投資事業有限責任組合施行後、様々なファンドが立ち上がり、最近ではシリコンバレーの投資手法を取り入れているVCも散見されることから、Gompers and Lerner[1999]が指摘するような段階的投資により投資先企業の成長につながると仮定する。

5. データとサンプル

本稿の分析には、IPOを果たした企業のIPO直前期の決算、IPOまでの資金調達に関する個別データが必要になる。これらのデータについてはジャパンベンチャーリサーチ(Japan Venture Research)が整備しているデータベースの情報が有益であり、これを活用した。¹⁰⁶ 分析対象は2008年から2013年までに上場した139社、対象とする企業は108社で31社を除外している。理由としては、VCからの新規投資がなかった企業13社、リードVCからの投資時期が不明であった5社、その他の理由¹⁰⁷から13社を除外している。また、被説明変数については平均から3標準偏差以上乖離しているデータを異常値として削除した。なお、単独決算を公表している企業については単独決算の値、連結決算を公表している企業については連結決算の値をそれぞれ採用している。

産業ダミーについては、ITダミー、バイオダミー、サービスダミーに区分している。ジャパンベンチャーリサーチの分類に従い、ITダミーには、「Internet Business Model」に該当するものにし、バイオダミーは、「バイオテクノロジー、医療・ヘルスケア」に該当するもの、サービスダミーについて

¹⁰⁶ NPO法人Japan Venture Researchは、ベンチャー企業の資本政策情報を日本で初めてデータベース化、起業家や投資家へ適切で有効な情報を提供し、VC投資に伴う適正な評価や資本政策の策定に資する活動を行ない、ベンチャー企業支援ネットワークサービスentrepedia(アントレペディア)がある。

¹⁰⁷ その他の理由として、大手事業会社からの分社化、IPO前に大手事業会社による連結子会社化、IPO後に粉飾が発覚、パイアウト投資によるIPO、AIM上場、事業会社からの投資により上場、IPO前にVC保有分を譲渡、リードVCがIPO直前期に参加したものは、VCからの投資によりIPOしたと考えにくいことから除外している。

は、「消費者向けサービス・販売、金融・保険・不動産、ビジネスサービス」に該当するものとして区分している。また、VC の特徴については、ダミー変数として用いてスペシャリスト型 VC とジェネラリスト型 VC に区別している。¹⁰⁸

以上の本稿の分析にかかる変数の基本統計量を図表 32 にまとめる。

図表 32 基本統計量

変数	Capital	Employ	CEOSH	LVCSH	VCAGE	VCNUM	Round
標本数	108	108	108	108	108	108	108
平均値	20.20	5.54	33.36	12.57	9.58	6.78	2.93
中央値	19.33	4.62	32.56	9.19	3	4	2
標準偏差	1.13	1.32	21.12	11.12	13.52	6.63	2.60
最小値	17.15	1.95	0	0.36	0	1	0
最大値	22.61	8.08	86.41	67.24	59	37	13

※産業ダミーについては、表記を省略する。

サンプルとなる 2008 年から 2013 年までの新興市場で IPO した企業の業種構成をみると、最も比率の高いものは IT(39%)、サービス業(25%)であり、バイオ業(24%)、その他(12%)がこれに続く。対象企業の IPO 直前期の売上高は、平均で約 52 億円、IPO 直前期の従業員は、平均 255 人である。創業して VC から投資を受けるまでの平均期間は、約 9.6 年(中央値は 3 年)、VC から投資を受けてから IPO するまでの平均期間は、約 5.2 年(中央値は 5 年)である。創業してから IPO するまでの平均期間は約 15.7 年(中央値は 11 年)であるが、創業から 50 年を経た老舗が複数社ある一方で、創業後僅か数年で IPO を果たした企業も存在する。IPO 前の株主の構成を見ると、平均持株比率は社長が約 33.3%、VC が約 25.3%となっている。この VC のうちリード VC の持株比率が平均で約 12.6%であることから、同一企業に複数の VC が出資していることが分かる。VC の平均的な関与数は約 6.8 社であり、ジェネラル型 VC の方の数が多い。平均的な

¹⁰⁸ VC がスペシャリスト型 VC かジェネラリスト型 VC かについては、(財)ベンチャーエンタープライズセンター「日本ベンチャーキャピタル等要覧」、(独)中小企業基盤整備機構「首都圏のベンチャーキャピタル—その投資戦略と投資先支援—」並びに各 VC のウェブサイトをもとに判断した。

資金調達回数は 2.9 回となっている。なお、IPO 直近の時価総額は平均で約 41 億円となっている。¹⁰⁹

6. 分析結果

分析結果を、図表 33 に示す。分析方法は最小二乗法(OLS)で、統計ソフトは SPSS である。モデル 1 は VCAGE を含み、仮説 1 に対応する。モデル 2 は VCNUM を含み、仮説 2 に対応する。モデル 3 は Round を含み、仮説 3 に対応する。モデル 4 は、全ての変数を代入している。モデル 1 の推計結果を見ると、VCAGE の係数は予想に反してプラスで、有意である。VC は、一定の経過期間が立ち、企業経営が安定してから投資していることが考えられる。よって、仮説 1 は支持されない。モデル 2 の推計結果を見ると、VCNUM の係数は予想に反してマイナスで、有意である。この結果は、VC の数を増やすことがリスクシェアにはならず、VC の数が多いということは企業が想定したとおり成長が遂げられず、多くの VC から資金調達せざるをえなかったと考えられる。モデル 3 の推計結果を見ると、Round の係数は予想に反してマイナスで有意ではないが、モデル 4 の推計結果を見ると、Round の係数は予想の通りプラスで、有意である。

次に、スペシャリスト型とジェネラリスト型に区別した分析結果についてみる。モデル 1 の推計結果は、スペシャリスト型の VCAGE の係数はマイナスとなっており、創業後 VC から投資を受ける期間が短いほど企業の成長が高まると考えられる。しかし、分析対象数が限られていることもあり、有意水準ではない。一方、ジェネラリスト型はプラスで、有意となっている。モデル 2 の推計結果を見ると、VCNUM の係数はともにマイナスとなっており、概ね有意となっている。モデル 3 の推計結果を見ると、スペシャリスト型は Round の係数がプラスに有意であるが、ジェネラリスト型はマイナスに有意という結果になっている。モデル 4 の推計結果を見ると、スペシャリスト型は VCAGE の係数は予想の通りマイナスで、有意である。VCNUM の係数は予想に反してマイナスで、Round の係数は予想の通りプラスで、有意である。一方、ジェネラリスト型は Round の係数は予想に反してマイナスで、有意である。また、スペシャリスト型のモデル 4 においてのみ、LVCSH の係数がプラスで、ほぼ有意であることを踏まえると、スペシャリスト型 VC のハンズオン支援が有効に機能している可能性がある。

¹⁰⁹ 鹿野[2008a]によれば、日本の企業の特徴として、CRD(中小企業信用リスクデータベース)からみた日本の典型的な中小企業は、2003 年において従業員 6 名、年間売上高 1 億 2500 万円、総資産残高 8500 万円、資本金 1000 万円という姿が確認されている(pp.20-pp.25)。

以上の結果を踏まえて、2008年から2013年に新興市場でIPOした企業へのVCの投資状況について考察する。まず、VCは投資先企業がある程度経営が安定してから投資を実行している。但し、スペシャリスト型VCからの投資については資金調達が早いほど成長を高める可能性がある。また、VCPROPの係数がマイナスになっていることを踏まえると、リスクが高い案件に投資していることがわかる。つまり、選別機能と支援機能の両方が機能している可能性がある。

次に、シンジケート投資については、VCNUMの係数がマイナスになっていることから、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。複数のVCで投資しても、一部のVCだけがハンズオン支援を実施し、他のVCは資金のみ提供している可能性が高い。資金のみ提供するVCにとっては人的コストがかからず、様々な企業へ投資してリスク分散していると考えられる。

最後に、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。一方、ジェネラリスト型VCについては企業の成長にマイナスの影響を示している。つまり、スペシャリスト型VCがリードVCの時には、ハンズオン支援を総合的にコントロールして投資先企業の成長を促していると考えられる。また、スペシャリスト型VCは事業の成長性を見極めることが難しい領域の企業やリスクが高い成長段階の企業へ投資している可能性が高い。一方で、ジェネラリスト型VCは、リードVCとしてハンズオン支援を総合的にコントロールできておらず、事業の成長性が見極めやすい領域の企業やリスクがあまり高くない成長段階の企業へ投資している可能性が高いことを示唆しているといえるであろう。

なお、自由度調整済み決定係数は0.5(スペシャリスト型VCでは0.6、ジェネラリスト型VCでは0.4)を超え、F値も高い有意水準を示しているので、モデルの説明力は全体的に十分な水準にあると言える。

日本国内ではこれまで金融機関の子会社のVCが多く、2008年から2013年に上場した企業のうち、本稿の対象だけでも約60%はジェネラリスト型VCがリードVCになっている。特定の領域に対して知見・知識をあまり有していないことから、自らが主体的に投資先企業の選別及びハンズオン支援していない可能性が高い。その結果、投資手法として用いられているシンジケート投資は、企業の成長に貢献しておらず、段階的投資の効果はあまりなかったと考えられる。本稿では、スペシャリスト型VCとジェネラリスト型VCのどちらが選別機能と支援機能のそれぞれにおいて優れているかといった分析をしているわけではないため、今後の課題として残る。

図表 33 検定結果

(全体)

被説明変数=IPOSALES、最小二乗法(OLS)N=107

変数	モデル 1			モデル 2		
	回帰係数	t 値	有意水準	回帰係数	t 値	有意水準
定数項	18.096	8.446	.000	15.531	7.057	.000
Capital	.023	.231	.818	.224	1.996	.049
Employ	.531	7.015	.000	.497	6.803	.000
VCPROP	-.242	-1.080	.283	-.180	-.843	.401
CEOSH	.008	1.366	.175	.000	.031	.975
LVCSH	.010	1.020	.310	.003	.366	.715
VCAGE	.019	2.311	.023			
VNUM				-.078	-3.865	.000
Round						
調整済 決定係数	.540			.579		
F 値 (有意水準)	14.937 (0.00)			17.335 (0.00)		

変数	モデル 3			モデル 4		
	回帰係数	t 値	有意水準	回帰係数	t 値	有意水準
定数項	18.840	8.312	.000	16.050	7.306	.000
Capital	.005	.042	.967	.165	1.436	.154
Employ	.563	7.056	.000	.516	6.934	.000
VCPROP	-.367	-1.619	.109	-.169	-.789	.432
CEOSH	.005	.793	.430	.003	.535	.594
LVCSH	.010	1.010	.315	.006	.638	.525
VCAGE				.011	1.371	.174
VNUM				-.082	-3.613	.000
Round	-.002	-.040	.969	.084	1.746	.084
調整済 決定係数	.515			.588		
F 値 (有意水準)	13.602 (0.00)			14.889 (0.00)		

(スペシャリスト型)

被説明変数=IPOSALES、最小二乗法(OLS) N=43

変数	モデル 1			モデル 2		
	回帰係数	t 値	有意水準	回帰係数	t 値	有意水準
定数項	19.098	4.506	.000	14.405	3.565	.001
Capital	.058	.359	.722	.283	1.438	.159
Employ	.503	2.564	.015	.380	2.114	.042
CEOSH	.019	1.586	.122	.016	1.346	.187
LVCSH	.016	.884	.383	.005	.262	.795
VCAGE	-.036	-.955	.346			
VCNUM				-.059	-1.679	.102
Round						
調整済 決定係数	.610			.630		
F 値 (有意水準)	9.405 (0.00)			10.137 (0.00)		

変数	モデル 3			モデル 4		
	回帰係数	t 値	有意水準	回帰係数	t 値	有意水準
定数項	17.675	4.977	.000	17.376	4.395	.000
Capital	-.037	-.230	.819	.139	.792	.434
Employ	.600	3.236	.003	.737	3.929	.000
CEOSH	.026	2.252	.031	.017	1.671	.104
LVCSH	.024	1.359	.183	.024	1.445	.158
VCAGE				-.065	-1.940	.061
VCNUM				-.080	-2.559	.015
Round	.151	2.349	.025	.225	3.621	.001
調整済 決定係数	.654			.724		
F 値 (有意水準)	11.172 (0.00)			12.269 (0.00)		

(ジェネラリスト型 VC)

被説明変数=IPOSALES、最小二乗法(OLS) N=63

変数	モデル 1			モデル 2		
	回帰係数	t 値	有意水準	回帰係数	t 値	有意水準
定数項	17.872	7.093	.000	17.235	6.516	.000
Capital	.068	.558	.579	.153	1.148	.256
Employ	.504	6.519	.000	.484	6.029	.000
CEOSH	-.001	-.191	.849	-.007	-1.190	.239
LVCSH	.006	.605	.547	.001	.081	.936
VCAGE	.019	2.521	.015			
VCNUM				-.053	-1.927	.059
Round						
調整済 決定係数	.460			.435		
F 値 (有意水準)	7.697 (0.00)			7.070 (0.00)		

変数	モデル 3			モデル 4		
	回帰係数	t 値	有意水準	回帰係数	t 値	有意水準
定数項	15.159	5.670	.000	15.586	5.749	.000
Capital	.272	1.982	.052	.226	1.568	.123
Employ	.461	5.989	.000	.469	6.015	.000
CEOSH	-.007	-1.222	.227	-.004	-.675	.503
LVCSH	.000	-.022	.982	.003	.260	.796
VCAGE				.011	1.172	.246
VCNUM				.003	.091	.928
Round	-.183	-3.084	.003	-.145	-1.902	.063
調整済 決定係数	.486			.481		
F 値 (有意水準)	8.447 (0.00)			6.838 (0.00)		

付表 1 変数間の相関関係(産業ダミー、VC 特徴ダミーは除く)

N=108	IPOSALES	Capital	Employ	CEOSH
IPOSALES	1.000			
Capital	-.204	1.000		
Employ	.630	-.018	1.000	
CEOSH	.218	-.500	.080	1.000
LVC SH	-.022	.145	.065	-.373
VCAGE	.363	-.041	.281	-.104
VCNUM	-.524	.661	-.261	-.473
Round	-.355	.521	-.331	-.342

N=108	LVC SH	VCAGE	VCNUM	Round
IPOSALES				
Capital				
Employ				
CEOSH				
LVC SH	1.000			
VCAGE	.027	1.000		
VCNUM	.064	-.330	1.000	
Round	-.010	-.348	.662	1.000

7. 小括

本稿は、2008年から2013年にIPOを果たした企業のうちIPO前にVCから出資を受けていた108社のデータを用いて、IPO直前期の売上高に対する投資手法の効果を検証した。IPO前後におけるVCの機能についての国内の先行研究としては、岡室・比佐[2005]が挙げられる。VC自体の属性についてこれまでは系列のタイプしか考慮されていないことを踏まえ、VCの能力、経験、評判、投資先企業への経営関与の程度や内容が投資先企業のIPO前後の経営成果にどのように影響するかについて分析している。また、VCによる投資の効果が優良企業の選別によるものか、もしくは投資先企業の育成によるものかという2つの機能を区別して、VCが投資先企業を育成していることを検証したという点では優れた実績を残している。しかし、岡室・比佐[2005]は、課題としてIPO企業の経営成果の指標をIPO前後の比較的短期間に限定していること、リードVCだけに注目した分析になっていること、リードVCの属性としてハンズオン投資の指標につい

では、アンケートに基づくもので分析対象企業がリード VC と実際の関係については不明であることなどを挙げている。

本稿の貢献としては、VC が投資してから IPO を果たすまでの影響について分析していること、リード VC 以外の VC の影響力を分析していること、選別機能と支援機能について投資領域に関する専門的な知見を有するスペシャリスト型 VC という区分を用いて投資効果を分析していることが挙げられる。国内新興市場における 2008 年から 2013 年までに IPO を果たした企業の資金調達データと投資した VC の個別データを組み合わせたユニークなデータセットを用いて、投資先企業が IPO に至るまでの長期的な効果を計測している。VC に期待される役割としては、選別機能と支援機能により、企業の成長を促し、企業価値を向上させて IPO することによるハイリターンであることを踏まえれば、IPO に至るまでの VC による投資効果、すなわち、資金供給方法、ハンズオン支援方法に関する分析は実務的視点から必要とされている。

具体的には、シンジケート投資、段階的投資といった投資手法に着目することにより、リード VC だけではなく、その他の VC の影響力を試みている。国内 VC はファンドサイズが米国に比べて小さく、リスク低減・分散の観点から共同で投資することが多いため、選択する投資手法により、投資先企業の成長に与える影響は異なると考えられる。また、VC の選別機能と育成機能について区分する変数を設定することは非常に困難である。そこで VC の特徴をスペシャリスト型 VC とジェネラリスト型 VC に区分することにより、それぞれの VC の特徴・投資行動により、投資先企業の成長に与える影響について分析している。

このように投資手法と VC の特徴に着目した分析は、国内研究ではあまりアプローチされていないことから、ベンチャーファイナンスに関する計量的分析として貢献が大きいと考えられる。しかし、いくつかの課題が残る。一つは、リード VC だけではなく、他の VC の選別機能と支援機能について更なる分析が必要と考えられる。次に、データの制約から本稿の研究では検証できなかったが、成果指標の種類や様々な VC の介入前後における時間的な効果について推定結果の一般性・頑健性を確認して定量化することが必要であろう。

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－

1. 問題の所在

昨今、日本国内の VC による種類株式の投資が増えている。ベンチャーエンタープライズセンターによれば、2012 年度における国内のベンチャーファンドによる投資のうち、金額ベースでは普通株式が約 67.8%、種類株式が約 32.2%であり、社数ベースでは普通株式が約 72.7%、種類株式が約 27.3%という状況にある。¹¹⁰ 5 年前の 2009 年度では、金額ベースでは普通株式が約 80.4%、種類株式が約 19.6%であり、社数ベースでは普通株式が約 79.6%、種類株式が約 20.4%であったことを踏まえると、種類株式の活用が高まっていることがわかる。

また、2014 年 3 月にはサイバーダイナミクス社が種類株式を発行しながら IPO を果たした。国内では、種類株式を発行したままの新規上場としては初めてとなる。上場した株式は普通株式のみであるが、種類株式を含めた代表取締役社長を務める山海筑波大学大学院教授の議決権比率は 89.89%と非常に高い。上場した普通株式に対して実質的に 10 倍の議決権を伴う B 種類株式が発行されている。その理由として、同社の先端的技術の平和的な目的での利用を確保することから山海代表取締役社長に議決権を集中させる仕組みをとっている。

種類株式は、バイアウト投資など様々なタイプのファンドや金融機関により利用されているが、近年ベンチャーファンドが種類株式の利用を増やしている。その理由として、IT 系企業に特化した投資をするベンチャーファンドの組成が増え、投資家同士の利害関係等を調整する際に利用されると考えられる。¹¹¹ 日本国内の VC は、共同で投資することが多いことを踏まえると、種類株式を利用した投資が企業の成長に与える影響について分析することは意義が高いと考えられる。本稿ではこの点を分析対象として捉える。

2. 先行研究の整理

種類株式の分析については、Norton and Tenenbaum[1992]が、米国の VC98 社のデータに基づいて投資の形態を普通株式、優先株式、長期負債の 3 つのタイプに区分した分析をしている。優先株式の利用が多く、優先株式は、投資先企業の業種、発展段階を問わず、利用されていることを示している。また Norton and Tenenbaum[1993]では、シード段階への投資、第 1 ラウンドへの投資、少数の産業への投資、少数の企業への投資、ファンドサイズが小規模の VC について、優先株の利用が多くなると仮説を立てたが、いずれも支持されないという結果を示している。

¹¹⁰ ベンチャーエンタープライズセンター[2014]pp.6-7、ベンチャーエンタープライズセンター[2012]pp.23 を参照。

¹¹¹ 第 3 章のベンチャーキャピタルへのアンケート調査による。

Kaplan and Stromberg[2003]は、米国の VC14 社の投資ラウンドのデータに基づいて、種類株式が積極的に利用されていることを示し、契約内容は財務的・非財務的なパフォーマンス指標に対して、状況依存的事であることを明らかにしている。

一方、国内では、これまで種類株式の活用がそれほど多くなかったことから、研究が進んでいない状況にある。

3. 分析方法とモデル

本稿の目的は、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である。日本国内では、種類株式が本格的に利用されはじめ、特に IT 系企業に特化した投資をする VC が積極的に利用し始めている。その理由は、IT 系企業へ投資する VC や事業会社が急速に増えてきており、投資先企業との利害調整だけでなく、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。そこで、種類株式を利用した投資が企業の成長にどのように与えるのか、また種類株式はどのような場面で利用しているのかについて分析する。

本稿で用いるモデルは、前章と同様に、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する。具体的には、被説明変数として直近決算の売上高(2014年6月末時点)を取り、説明変数として資本金、従業員数(2014年6月末時点)を取り、その他の変数をコントロール変数とする生産関数を推計する。図表 34 に変数の定義をした。

図表 34 変数の定義

被説明変数:直近決算(2014年6月)の SALES(対数値)

変数名	定義
Capital	直近決算(2014年6月)の資本金。企業の物的資産を示す。対数値。
Employ	直近決算(2014年6月)の従業員数。企業の人的資産を示す。対数値。
INVEST	投資手法。1=種類株式、0=普通株式とする。
VCSH	VC 持株比率。

IPO 企業の売上高(直近決算) = f(資本金、従業員、コントロール変数)

被説明変数は、直近決算の売上高である。説明変数としては、石井[2011]に倣い、ファンドが企業の生産性に与える影響として生産関数、 $Y=AK^\alpha N^\beta$ を前提にしている。Yは付加価値額(売上高)、Kは資本ストック(資本金)、Nは労働力(従業員数)で、Aが生産性を表す項としている。説明変数のうち投資手法は、種類株式と普通株式に区分する。その際、投資した株式が発行済株式数の中でどの程度占めているかについても影響すると考えられることからVCの出資比率を示すVCSHを加える。

分析対象のデータセットはIT系企業に特化した投資をするVCのみのデータを利用していることから、業種ダミーは置かないことにする。

4. 仮説

Kaplan and Stromberg[2003]が指摘するように、種類株式の内容は状況依存的であることを踏まえれば、投資先企業のパフォーマンスが悪い時など投資回収の見通しが立てにくい時にはVCは多くの権利を要求して経営支配権を維持しようとする。しかし、パフォーマンスが良好な時は、要求する内容は少なくなると考えられる。アンケート調査によれば、IT企業に特化した投資をするVCは、シード・アーリーステージの企業への投資の際に利用している。これは情報の非対称性が高く、事業の不確実性も高いことから、リスクを低減するために利用していると考えられる。また、IT系企業へ投資するVCや事業会社が非常に増えており、企業の成長段階に応じて投資する投資家が異なり、VC間の利害調整のために利用することも考えられる。特に、後発で投資するVCは先行して投資しているVCの投資内容に影響されることが多いため、リスクに見合うリターン調整は必要となる。

以上の議論に基づいて、本稿で検証すべき仮説を以下の通り提示する。なお、括弧内の変数はそれぞれの仮説に関わる変数であり、符号は回帰係数の符号に関する予想を示す。

仮説 1: 投資先企業の成長段階が初期でリスクが高いほど、種類株式を利用してリスクを低減させるようとする。また、リスクとリターンが見合うように投資段階が初期の頃には様々な種類株式の内容を設定する(INVESTの予想される符号条件はマイナス(-))。

仮説 2: VCの株式持分が高いほど企業の成長を促す。(VCSHの予想される符号条件はプラス(+))。

5. データとサンプル

本稿の分析には、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。¹¹² 分析対象は 2011 年以降に投資した企業 79 社である。投資先企業の全てが、ジャパンベンチャーリサーチの分類でいう「Internet Business Model」に該当するものである。以上の本稿の分析にかかる変数の基本統計量を図表 35 にまとめる。

図表 35 基本統計量

変数	SALES	Capital	Employ	VCSH
標本数	80	80	80	80
平均値	19.78	18.66	3.08	15.29
中央値	17.19	18.20	2.56	14.20
標準偏差	3.24	1.15	1.17	11.43
最小値	0	15.42	0	.01
最大値	22.65	18.66	5.69	80.00

サンプルとなる対象企業の直近決算の売上高は、平均で約 3.9 億円(中央値は約 29 百万円)、従業員は、平均 22 人(中央値は 13 人)、資本金は平均で約 1.2 億円(中央値は約 80 百万円)である。VC の持株比率が平均で約 15.4%(中央値は約 14.2%)であることから、同一企業に複数の VC が出資していることが分かる。また、サンプルのうち、種類株式による投資は約 60% である。

6. 分析結果

分析結果を図表 36 に示す。分析方法は最小二乗法(OLS)で、統計ソフトは SPSS である。INVEST の係数は予想通りマイナスで、有意である。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。よって、仮説 1 は支持される。

VCSH の係数は予想通りプラスで、有意である。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。種類株式の権利を投資先の状況に応

¹¹² IT 系企業に投資するファンドを運営している VC からデータセットを入手している。なお、守秘義務があることから各 VC の内容等について開示していない。

また、種類株式は、多くが残余財産分配優先株式・取得請求権付株式・取締役選任権付株式のいずれかの利用となっている。

じて行使する必要があることから、経営に関与するために一定の株式持分を有し、それが企業の成長に貢献していると考えられる。

なお、自由度調整済み決定係数は 0.2 であり、F 値も高い有意水準ではないため、モデルの説明力は注意をする必要がある。

図表 36 検定結果

被説明変数=SALES、最小二乗法 (OLS) N=79

変数	モデル 1		
	回帰係数	t 値	有意水準
定数項	18.482	3.102	.003
Capital	-.251	-.729	.468
Employ	1.358	3.855	.000
INVEST	-1.674	-2.489	.015
VCSH	.058	1.856	.067
調整済決定係数	.230		
F 値 (有意水準)	6.908 (0.00)		

付表 1: 変数間の相関関係

N=79	SALES	Capital	Employ	INVEST	VCSH
SALES	1.000				
Capital	.112	1.000			
Employ	.400	.567	1.000		
INVEST	-.322	.018	-.176	1.000	
VCSH	.005	-.359	-.424	.093	1.000

7. 小括

本稿は、2011 年以降の投資データをもとに直近決算の売上高に対する種類株式の影響を分析した。国内の先行研究として、種類株式による投資効果についての分析は初めての試みといえ

るであろう。そのため、VC が種類株式を利用にあたり、「何を目的として利用しているのか」といったアンケート調査を事前に実施した。

分析結果は、アンケート調査のとおり、リスクが高い投資案件について種類株式を利用している可能性が高いことが示された。今回のデータセットは投資先企業が IT 系企業に限定していることからリスクが高い投資案件というのは、創業間もない企業と考えられる。これまで VC が投資を敬遠していたリスクが高い初期の成長段階の案件に対しても、リスクを軽減できるよう環境が整備され始めたと言えるであろう。

しかし、いくつかの課題が残る。一つは、IT 系企業に特化した投資をする VC を分析対象としており種類株式を利用する VC の特徴が偏っていること、次に、種類株式を活用してから年数が経過しておらず、投資先企業への効果が限定的である。データの制約から本稿の研究では検証できなかったが、これは今後の課題として引き続き検討していくことが重要である。

第 6 章 結語

1. 本研究の結論

本研究は、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法整備による影響とベンチャーファンドの投資効果について分析した。今後の我が国における金融システムの在り方を考察することで、市場型金融システムの整備に向けて有効的な政策アプローチの向上に貢献することを目的として、ベンチャーファイナンスの多面的な分析と評価をした。以下では、第1章で掲げた研究課題に答える形で各章での研究をまとめ、本研究の結論を示す。

○法的起源説から見る日本の金融システム

法的起源説論者による計量分析を踏まえ、我が国の金融法制がシビル・ローとコモン・ローのどちらの法系に沿って形成したのかを確認し、金融システムが金融危機に対する耐性があり、経済発展に寄与するような金融法制となり得ることの論証を試みた。その結論としては、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商法であると言える。

我が国の金融システムは自由化・グローバル化・情報化を背景として金融イノベーションが進み、市場金融モデル的色彩を強化、すなわちコモン・ローの考え方を取り入れた法的整備をしてきた。一方で、銀行を中心とする金融システムにおいても金融イノベーションが進んでいる。その一つがリレーションシップ・バンキングである。イノベーションの担い手であるベンチャー企業に対する金融は、業歴や担保のない企業に対する資金供給であり、長期継続取引を前提とするリレーションシップ・バンキングとは対極にあると一見考えられる。しかし、リレーションシップ・バンキングにおいて重要な目利き能力は、ベンチャー企業の金融的支援の一環でもあり、創業からのリレーションシップの構築によって、スタートアップ以降の企業ステージにおけるリレーションシップ・バンキングの実現を可能にするものと理解される。具体的には、スタートアップ企業の事業計画の作成や資金調達の支援、スタートアップ企業が業務展開するにあたり地域情報の提供や提携先の紹介などの経営指導等を通じて、リレーションシップ・バンキングの担い手である地域金融機関がニュービジネスの振興のために一定の役割を果たし、こうした地域活性化に向けた役割に対する期待は一層大きくなると考えられる。¹¹³

¹¹³ 村本[2005]pp.14-18を参照。

○ベンチャーファンドシステム

市場型金融システムの環境整備が進む中、ベンチャーファイナンスに関する法整備が実態面においてどのような影響を与えるかについてアンケート調査を実施した。また、日本では金融機関係 VC が多かったが、事業会社系 VC や独立系 VC が増える中で、ベンチャーキャピタルが投資先企業に提供する重要な機能の一つであるハンズオン支援がどのように変化しているのかについても整理した。

企業の成長段階により、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を実施し、時には互いに協力して投資先企業の成長を促進させるエコシステムが生まれている。このような状況を踏まえると、シリコンバレーモデルの「エクイティベース・リスク分担・ネットワーク」が日本においても構築しつつあると考えられる。

更なるエコシステムの構築には、企業の成長段階に応じたハンズオン支援と資金供給が必要不可欠であり、リスクとリターンに見合う投資手法の整備と投資家間の共通理解の浸透が重要となる。ベンチャー企業への投資は、情報の非対称性が高く、事業は不確実性が高いため、いかにリスク・シェアリング、リスク・コントロールするかにより投資の成功確率は変わる。その下支えとしての法整備は投資家と企業の最適な環境を構築することにつながると考えられる。

○投資手法の有効性

2008 年から 2013 年に IPO を果たした企業のうち IPO 前に VC から出資を受けていた 108 社のデータを用いて、IPO 直前期の売上高に対する投資手法の効果を検証した。

国内新興市場における IPO 企業における資金調達データと投資した VC の個別データを組み合わせたユニークなデータセットを用いて、投資先企業が IPO に至るまでの長期的な効果を「シンジケート投資」、「段階的投資」といった投資手法に着目することにより、リード VC だけではなく、その他の VC の影響力を試みている。VC の投資手法に関する分析は、国内における研究ではこれまでにない分析といえるであろう。

実証分析の結果は、日本の VC の中でも特定の業種に特化して投資する VC は、専門的な知見のもとリスクが高い案件に投資する傾向があり、段階的な投資とハンズオン支援により企業の成長を促進していると考えられる。しかし、シンジケート投資については VC 自体のリスク低減にだけ使われると考えられ、共同投資による効果は確認できなかった。

○種類株式の有効性

2011年以降の投資データをもとに直近決算の売上高に対する種類株式の影響を分析した。VCによる種類株式の投資効果に関する分析は、国内の研究では初めての試みといえるであろう。そのため、事前にアンケート調査を実施し、VCによる種類株式の利用状況について整理した。

分析結果は、リスクが高い投資案件について種類株式を利用している可能性が高いということが示された。これはアンケート調査と一致する。分析に用いたデータセットがIT系企業に限定していることを踏まえると、リスクが高い投資案件というのは、創業間もない企業といえる。これまでVCはリスクが創業間もない企業への投資については敬遠していたが、種類株式の活用によりリスクを軽減できる仕組みが整備され始め、投資しやすい環境になったといえるであろう。

2. 本研究の意義

本研究は、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ンドシステムの有効性について分析した。産業金融モデルと市場金融モデルが併存する複合的な金融システムを発展させるためには、法制度、資金仲介機能、企業が一体となって円滑に運用できる金融システムを構築することが重要であることを確認した。

金融システムを法制度といった視点から捉えたという点では、法と経済学に準えて「法と金融論」と整理できるであろう。歴史的な発展経路について一つの視点から整理することで、我が国の金融システムにとって望ましい金融システムの在り方について示唆を得たといえるであろう。

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は、これまで様々な手法を用いて有効性の検証が行なわれてきた。しかし、未公開企業であることからデータの制約があり、先行研究の多くはIPO前後もしくはIPO直後におけるベンチャーファンドの影響について分析している。本研究では、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。具体的には、シンジケート投資・段階的投資といった投資手法をはじめとして、種類株式やハンズオン支援による影響について分析していることが本研究の特徴といえる。

3. 今後の研究課題

本研究の課題は、ベンチャーファンドシステムの分析に係る分析対象・分析期間、金融システム全体への影響力の測定にある。

法的視点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いえない。よって、複合的な金融システムの構築に

向けて他の金融法制がどの程度貢献してきたかについて明確ではない。また、日本の金融システムは独自に発展してきたわけではなく、諸外国の影響を受けており、その点を踏まえた多角的な分析が今後の課題として挙げられる。

実証分析については、調査対象があくまでも IPO を果たした企業を分析対象にしているため、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といえる。今後は、M&A された企業や破綻した企業なども含めて分析する必要がある。使用したデータセットは、リーマンショックの影響もあって上場した企業が前年までに比べると大幅に減少しており、サンプル数が限られている。また、VC が投資した時点における経営成果データが得られないため、VC 出資前後における成長性について分析することができないといったデータの制約がある。

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回答結果に偏りがある可能性が高い。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途中段階における分析になっていることから、引き続き分析を進める必要がある。

グローバル化・情報の高度化・高齢化により日本経済は、業界構造の変化、転換期を迎えている。日本が国際的競争力を有しながら豊かさを維持し発展していくためにはイノベーションの創出を支える金融システムが欠かせない。本研究においては、金融システムにおいてイノベーションの創出を支える基盤としてのベンチャーファイナンスを中心に分析した。今後もこの研究をベースに実務的観点と学術的観点の双方向から金融システムを客観的、合理的に分析し、政策の向上に貢献していきたい。

最後に、指導教員として本研究について無尽蔵の御指導くださり、実務家・研究者としてのあるべき姿、方向性を示して下さった村本孜先生に心からの御礼を申し上げます。副指導教員として、各種発表会などを通じて本研究の多角的視点による分析の必要性、欠点への対応についてご教示頂いた手塚公登先生、内田真人先生、実証分析において貴重な御指導をいただいた大津武先生、ゼミ等において貴重な意見をいただいた福島章雄先生、柿原智弘氏、ご多用のなか丁寧な調査に協力いただいたジャパンベンチャーリサーチ、ベンチャーエンタープライズセンター、VC の皆様に感謝を申し上げます。さらに、仕事と学問の両立を支えてくれた家族への感謝の気持ちをここに記す。

[参考]アンケート調査関連資料

【資料 1】

○キャピタリストの種類株式の利用についての意識調査

1. 種類株式はどのような場合に活用しますか。(複数回答可)

- ①企業のステージ、②投資金額の大きさ、③経営陣との調整、④他の VC との調整

2. ①の場合、目安はありますか。(複数回答可)

- ①シード・スタートアップ、②アーリー、③ミドル、④レーター

※企業ステージはベンチャーエンタープライズセンター調査に基づく。

シード: 商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業

アーリー: 製品開発及び初期のマーケティング、製造販売及び販売活動に向けた企業

エクспанション: 生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある企業

レーター: 持続的なキャッシュ・フローがあり、IPO 直前の企業等

3. ②の場合、目安はありますか。

- ①目安金額()、②金額は関係ない

4. 種類株式を活用する場合、どのような権利内容をつけるよう調整しますか。また、1.の回答(①企業のステージ、②投資金額、③経営陣との調整、④他の VC との調整)、それぞれの場合に応じて、変わりますか。

剰余金の配当についての種類株式		取得条項付株式	
残余財産の分配についての種類株式		全部取得条項付種類株式	
議決権制限株式		拒否権付株式	
譲渡制限株式		取締役・監査役の選任についての種類株式	
取得請求権付株式			

【資料2】

○ハンズオン支援についての意識調査

1. どのようなハンズオン支援を提供していますか。もしくはどのようなハンズオン支援に注力していますか。(複数回答可)

戦略立案機能		ファイナンス機能	
精神的支援機能		人材支援機能	
営業支援機能		経営管理機能	

2. 企業ステージによって求められているハンズオン支援の内容は変わりますか。(複数回答可)

①シード・スタートアップ

戦略立案機能		ファイナンス機能	
精神的支援機能		人材支援機能	
営業支援機能		経営管理機能	

②アーリー

戦略立案機能		ファイナンス機能	
精神的支援機能		人材支援機能	
営業支援機能		経営管理機能	

③エクспанション

戦略立案機能		ファイナンス機能	
精神的支援機能		人材支援機能	
営業支援機能		経営管理機能	

④レーター

戦略立案機能		ファイナンス機能	
精神的支援機能		人材支援機能	
営業支援機能		経営管理機能	

参考文献

- Allen, F. and Gale, D., "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing," *Journal of Political Economy*, Vol.105 No.3, June.1997, pp.523~546.
- and ———, "Innovations in Financial Services, Relationships and Risk Sharing," Wharton Discussion Papers, pp.97~26-B, Apr.1998.
- and ———, *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2000.
- and Santomero, A., "The theory of financial intermediation," Wharton School, Financial Institution Center, University of Pennsylvania, Working Paper 96-32, Aug.1996. (*Journal of Banking and Finance* Vol.21 No.11-12, 1997, pp.1461~1486.)
- and ———, "What Do Financial Intermediaries Do?," Wharton School, Financial Institution Center, University of Pennsylvania, Working Paper 99-30-B, Sep.1999. (*Journal of Banking and Finance*, Vol. 25 No. 2, Feb.2001, pp.271~294.)
- Barry, C.B., M., Peavy III, C.J., J.W. and Vetsuypens, M.R., "The role of venture capital in the creation of public companies: evidence from the going-public process", *Journal of Financial Economics*, Vol.27 No.2, 1990, pp.447~471.
- Baum, J. A. C. and Silverman, B. S., "Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture capital financing and performance of biotechnology startups", *Journal of Business Venturing*, 19, 2004, pp. 411~436.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R., "A new database on financial development and structure," Policy Research Working Paper Series 2146, The World Bank, 1999.
- , ——, —— and Maksimovic, Vojislav "Financial structure and economic development - firm, industry, and country evidence," Policy Research Working Paper Series 2423, The World Bank, 2000.
- , —— and ——, "Law, politics, and finance," Policy Research Working Paper Series 2585, The World Bank, 2001.
- , —— and ——, "Financing Patterns around the World: Are Small Firms Different?," *Journal of Financial Economics*, Vol 89 No.3, pp.467~487. September 2008.
- Berger, A. N. and G. F. Udell, "The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle," *Journal of Banking and Finance*, Vol.22, Nos. 6-8, Aug. 1998, pp. 613-673.
- Berkowitz, D., Pistor, K. and Jean-Francois Richard "Economic Development, Legality, and the Transplant Effect," *European Economic Review*, Vol.47 No.1, Feb.2002, pp.165~195.
- Brander, J.A., Amit, R. and Antweiler, W., "Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. The Value-Added Hypothesis", *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol.11 No.3, Fall 2002, pp.423~452.
- Chang, S. J., "Venture capital financing, strategic alliances, and the initial public offerings of Internet

- startups", *Journal of Business Venturing*, 19, 2004, pp. 721~741.
- Chong-Moon Lee, Miller, W. Hancock, M.G., and Rowen, H.S., "The Silicon Valley Edge-A Habitat for Innovation and Entrepreneurship", *Stanford Business Books*, 2000.
- Constantinides, G., Harris, M. and Stulz, R., *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, 2013.
- De Clercq, D. and Dimov, D.P., "Explaining venture capital firms' syndication behaviour : a longitudinal study", *Venture Capital*, Vol.6 No.4, 2004, pp. 243~256.
- Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R., "Bank-based and Market-based financial Systems - cross-country comparisons," Policy Research Working Paper Series 2143, The World Bank, July 1999.
- and Huizinga, H. , "Financial structure and bank profitability," Policy Research Working Paper Series 2430, The World Bank, Aug.2000.
- and Maksimovic, V., "Funding growth in Bank-based and Market-based financial Systems : evidence from firm level data," Policy Research Working Paper Series 2432, The World Bank, Aug.2000.
- and Levine, R.(eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development*, MIT Press, 2001.
- Gompers, P.A. and Lerner, J., *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, 1999.
- and ———, " The determinants of corporate venture capital successes: organizational structure, incentives, and complementarities", In Morck, R.K.(Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, National Bureau of Economic Research, 2000, pp.17~53.
- Hamao, Y., Packer, F., Ritter, J.R., "Institutional affiliation and the role of venture capital: evidence from initial public offerings in Japan", *Pacific-Basin Finance Journal* ,Vol.8, 2000, pp.529~558.
- Hellmann, T. and Puri, M., " The Interaction Between ProductMarket and Financing Strategy:The Role of Venture Capital", *Review of Financial Studies*, Vol.13 No.4, Winter 2000, pp.959~984.
- and ———, " Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms:Empirical Evidence", *Journal of Finance*, Vol.57 No.1, Feb. 2002, pp.169~197.
- , " A theory of strategic venture investing" , *Journal of Financial Economics*, Vol.64 No.2, May 2002, pp.285~314.
- and Puri, M., " Building relationships early: Banks in venture capital", *Review of Financial Studies* , Vol.21 No.2, April 2008, pp.513~541.
- Hoshi, T. and A.Kashyap, "The Japanese Banking Crisis: Where Did It Come From and How Will It End?" in B. Bernanke and J. Rotemberg(eds.), *NBER Macroeconomics Annual 14*, July 1999, Cambridge.
- Jungwirth, C. and Moog, P., " Selection and support strategies in venture capital financing: high-tech or low-tech, hands-off or hands-on? ", *Venture Capital*, 6, 2004, pp.105~123.
- Kaplan, S. N. and Strömberg, P., " Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and

- Monitoring", NBER Working Paper No. 8202, 2001.
- Kaplan, S.N and Stromberg, p., "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts", *Review of Economic Studies*, 70(2), 2003, pp.281-315.
- Kerhuel, A-J. and Fauvarque-Cosson, B., "Is Law an Economic Contest? French Reactions to the Doing Business World Bank Reports and Economic Analysis of the Law," Georgetown Business, Economics & Regulatory Law Research Paper No.10-10, June.2010.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W., "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 52 No.3, July 1997, pp.1131~1150.
- and ———, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol. 106 No.6, December, 1998, pp.1113~1155.
- and ———, "The Quality of Government," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 15 No.1, April 1999, pp. 222~279.
- and ———, "The Economic Consequences of Legal Origins," *Journal of Economic Literature*, Vol. 46 No.2, June 2008, pp.285~332.
- Lehmann and Boschker, "Venture Capital Syndication in Germany: Evidence from IPO Data", SSRN-id361880, 2002.
- Lerner, J., "The syndication of venture capital investments", *Financial management*, Vol.23 No.3, Autumn 1994, pp.16~27.
- Lerner, J., "Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms", *Journal of Finance*, Vol.50 No.1, Mar. 1995, pp.301~318.
- Levine, R., "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth," *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 30 No. 3, Aug. 1998, pp. 596~620.
- Lockett and Wright, "The Syndication of Venture Capital Investments", *The International Journal of Management Science*, Vol.29 No.5, 2001, pp.375~390.
- Massolution, *Crowdfunding Industry Report – Market Trend, Composition and Crowdfunding Platforms*, May 2012. (crowdfunding.org).
- Masulis R.W., and Nahata, R., "Financial contracting with strategic investors: Evidence from corporate venture capital backed IPOs", *Journal of Financial Intermediation*, 18, 2009, pp.599~631.
- Norton, E. and Tenenbaum, B.H., "Factors Affecting the Structure of U.S. Venture Capital Deals", *Journal of Small Business Management*, Vol.30 No.3, pp.20~30, 1992.
- , "The Effects of Venture Capitalists' Characteristics on the Structure of the Venture Capital Deal", *Journal of Small Business Management*, Vol.31 No.4, pp.32~41, 1993.
- OECD, *Banks under Stress*, 1992.
- , *National Systems for Financial Innovation*, 1995.

- Paul A. Gompers, "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital", *The Journal of Finance*, Vol.50 No.5, 1995, pp.1461~1489.
- Pistor, K., Keinan, Y., Kleinheisterkamp, J. and West, M.D., "Evolution of Corporate Law and the Transplant Effect: Lessons from Six Countries," *World Bank Research Observer*, vol.18 No.1, March 2003, pp.89~112.
- Rajan, R. and Zingales, L., "The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century," *Journal of Financial Economics*, Vol.69 No.1, July 2003 pp. 5~50.
- Schumpeter, J., *Theorie Der Wirtschaftlichen Entwicklung*, 1912. (2 Aufl., 1926) 塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論』岩波書店(文庫版)、1977年7月(上巻)、11月(下巻)、(岩波書店, 机上版, 1980年9月)。
- , *Business Cycles –A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, Vo 1 & 2, McGraw-Hill, 1939. 吉田昇三監修、金融経済研究所訳、有斐閣、I~V、1958年12月~1964年12月。
- , *Capitalism, Socialism, and Democracy*, 1942. 中山伊知郎・東畑精一訳『資本主義・社会主義・民主主義』東洋経済新報社、1962年(新装版[合冊本]1995年6月)。
- Smith, R. and Smith, J., *Entrepreneurial Finance (Second Edition)*, John Wiley & Sons, 2003.
- Sorenson, O. and Stuart, T., "Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments", *The American Journal of Sociology*, Vol.106 No.6, May 2001, pp.1546~1588.
- The World Bank, *Doing Business 2014*, 2013.
- Wang, K., Wang, C.K., and Lu, Q., "Differences in performance of independent and finance-affiliated venture capital firms", *Journal of Financial Research*, Vol.25 No.1, Mar. 2002, pp.59~80.
- あずさ監査法人『種類株式ガイドブック-完全活用と会計・税務』清文社、2009年10月。
- 五十嵐清「比較法と経済学—『法的起源説 (Legal Origin Thesis)』を中心に(1)—」『札幌法学』第22巻第1号、2010年(a)、pp.145~169。
- 「比較法と経済学—『法的起源説 (Legal Origin Thesis)』を中心に(2)—」『札幌法学』第23巻第1号、2011年、pp.211~245。
- 『比較法ハンドブック』勁草書房、2010年12月(b)。
- 池尾和人「金融危機と市場型金融の未来」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第101号、2010年7月、pp.5~21。
- 石井芳明「日本のベンチャー企業への公的支援策の効果に関する研究—成長企業育成を目指すベンチャーファンド事業を中心として—」早稲田大学博士学位請求論文、2011年9月。
- 内田交謹・孫月「ベンチャーキャピタルの投資行動とパフォーマンスに関する実証分析」、『信託研究奨励金論集』第34号、2013年11月、pp.132~143。大蔵省『新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」』1998年10月。

大崎貞和「資本市場制度改革の現状と課題」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第73号、2004年9月、pp.90～103。

岡崎哲二・星岳雄「1980年代の銀行経営：戦略・組織・ガバナンス」村松岐夫・奥野正寛編『平成バブルの研究』上、東洋経済新報社、2002年。

岡室博之・比佐優子「選別か育成か：ベンチャーキャピタルの関与とIPO前後の企業成長率」、COE/RES Discussion Paper Series, No.131 September 2005。

金融制度調査会『我が国金融システムの改革について－活力ある国民経済への貢献－』金融制度調査会答申、1997年6月。

金融審議会 第一部会『中間整理(第一次)』1999年7月(a)。

金融審議会 第一部会『中間整理(第二次)』1999年12月(b)。

金融審議会『21世紀を支える金融の新しい枠組みについて』金融審議会答申、2000年6月。

金融審議会『中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン』金融審議会答申、2002年9月。

金融審議会『今次の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築』金融分科会基本問題懇談会報告、2009年12月。

金融庁金融システムと行政の将来ビジョン懇話会『金融システムと行政の将来ビジョン－豊かで多彩な日本を支えるために－』2002年7月。

金融庁『金融・資本市場に係る制度整備について』2010年。

金融庁官民ラウンドテーブル「中小企業金融の向上」作業部会『金融機関によるリスクマネー供給力の強化等を通じた創業・新規事業支援の促進にむけて』2013年5月。

経済産業省未上場企業が発行する種類株式に関する研究会『未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書、2011年11月。

忽那憲治・長谷川博和・山本一彦『ベンチャーキャピタルハンドブック』中央経済社、2006年2月。

久保利英明・中村直人・菊地伸・松山遙『平成14年商法改正のすべて』商事法務、2002年11月。

小立敬「米国における金融制度改革法の成立－ドッド＝フランク法の概要－」野村資本市場研究所、2010年。

小山嘉昭『詳解 銀行法[全訂版]』金融財政事情研究会、2012年10月。

財政金融委員会調査室 上原 啓一「金融システムの信頼性及び安定性を高めるためには－金融商品取引法等の一部を改正する法律案の国会論議－」『立法と調査』No.343号 2013年8月、pp.37～46。

財務省 財務総合政策研究所『財政金融統計月報』1999年3月号、2000年3月号。

鹿野嘉昭『変貌する日本の金融制度』東洋経済新報社、1996年3月。

- 『日本の金融制度(第2版)』東洋経済新報社、2006年8月(a)。
- 「グローバル化、情報化と日本型金融システム — メインバンク関係の変容を中心として」『同志社大学経済学論叢』第58巻第2号、2006年9月(b)、pp.25～78。
- 『日本の中小企業—CRD データにみる経営と財務の実像』東洋経済新報社、2008年2月(a)。
- 「金融システムの進化と市場型間接金融:消費者利益向上の視点から」『同志社大学経済学論叢』第60巻第1号、2008年7月(b)、pp.55～79。
- 穴戸善一編著『ベンチャー企業の法務・財務戦略』、商事法務、2010年6月。
- ジャパンベンチャーリサーチ『新興市場上場企業による種類株利用状況』2011年7月。
- 『ICT スタートアップ・アクセラレーター元年—2011年インキュベーションの新潮流』2012年1月(a)。
- 『2011年設立国内投資対象ベンチャーファンド集計結果』2012年1月(b)。
- 『2012年設立国内投資対象ベンチャーファンド集計結果』2013年4月(a)。
- 『2013年設立国内投資対象ベンチャーファンド集計結果』2014年2月(a)。
- 『未公開ベンチャー企業調達の状況』2013年11月(b)。
- 『2013年未公開ベンチャー企業調達の状況(2013年総括)』2014年3月(b)。
- 証券取引審議会『証券市場の総合的改革—豊かで多様な21世紀の実現のために—』証券取引審議会答申、1997年6月。
- 大和総研「米国のクラウド・ファンディングに注目」2012年4月。
- 「ベンチャー日本、挑戦の40年 Vol.11970年代:経済成長にはベンチャー企業が必要と気づく」2013年9月。
- 高垣寅次郎編『世界各国の金融制度』(第一巻)、財団法人大蔵財務協会刊、1964年。
- 『世界各国の金融制度』(第一巻)、財団法人大蔵財務協会刊、1965年。
- 『世界各国の金融制度』(第十巻)、財団法人大蔵財務協会刊、1975年。
- 田邊昇「集団投資スキーム—改正後の新しい「投信法」と「資産流動化法」を中心として—」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第56号、2001年3月、pp.39～97。
- 通商産業省中小企業庁新興課「投資事業有限責任組合法—中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律の解説」財団法人通商産業調査会出版部、1998年12月。
- 鶴光太郎「法制度と経済システム:『内生的法理論』によるアプローチ」独立行政法人経済産業研究所 Economics Review 12号、2003年3月。

- 鳥飼重和、高田剛、小出一郎、村瀬孝子『新版 非公開会社のための新会社法』商事法務、2006年11月。
- 独立行政法人中小企業基盤整備機構『首都圏のベンチャーキャピタルーその投資戦略と投資先支援ー』、2014年3月。
- 内閣府『年次経済財政報告ーリスクに立ち向かう日本経済ー』、2008年7月。
- 内閣府経済社会総合研究所「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」(歴史編)『第1巻『日本経済の記録ー第2次石油危機への対応からバブル崩壊までー』(1970年代～1996年)、2011年3月。
- 西村吉正『金融システム改革 50年の軌跡』社団法人金融財政事情研究会、2011年3月。
- 日本証券経済研究所「米国 JOBS 法による証券規制の変革」金融商品取引法研究記録第40号、2013年1月。
- 日本証券業協会「経済産業省 経済産業政策局 産業組織課投資事業有限責任組合法(ファンド法)に関する説明会報告」、2004年6月。
- 日本証券業協会「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会における議論の整理」、2013年6月。
- 野村敦子「米国で成立したクラウド・ファンディング法と我が国への示唆」日本総研『金融情報』2013年3月。
- 馬場直彦、久田隆正「わが国金融システムの将来像ー変革の圧力と金融当局の役割ー」日本銀行金融研究所、Discussion Paper No.2001-J22。
- 藤倉孝行「リレーションシップバンキングにおけるソフト情報の把握」『成城大学大学院経済学論文集』第12巻、2010年3月、pp.74～78。
- 酒巻俊雄・龍田節(編集代表)、上村達男・川村正幸・神田秀樹・永井和之・前田雅弘・森田章(編)『逐条解説会社法 第2巻 株式・1』中央経済社、2008年7月。
- ベンチャーエンタープライズセンター『平成13年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告』2003年12月。
- 『平成14年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告』2004年12月。
- 『平成15年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告』2004年5月。
- 『平成16年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告』2004年12月。
- 『平成17年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告』2005年12月。
- 『平成18年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査』2007年2月。
- 『平成19年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査』2008年1月。
- 『2008年ベンチャービジネスの回顧と展望』2009年1月。
- 『2009年度ベンチャービジネスに関する年次報告書』2010年1月。

——『2010年度ベンチャービジネスに関する年次報告書』2011年1月。

——『2011年度ベンチャービジネスに関する年次報告書』2012年3月。

——『2012年度ベンチャービジネスに関する年次報告書』2013年2月。

——『2013年度ベンチャービジネスに関する年次報告書』、2014年1月。

松尾弘「シビル・ローとコモン・ローの混合から融合へー法改革のためのグローバル・モデルは成立可能かー(1)」
『慶応法学』第19号、2011年3月(a)、pp.179～213。

——「シビル・ローとコモン・ローの混合から融合へー法改革のためのグローバル・モデルは成立可能かー(2)」
『慶応法学』第20号、2011年8月(b)、pp.145～185。

三國屋勝範「一つの金融法制史第2回金融システム改革法から金融商品取引法へ」『週刊 金融財政事情』
2013年1月7日、pp.69～80。

村本孜「銀行行動の理論序説ー信用創造論をめぐって」成城大学『経済研究』第49号、1975年3月、pp.221
～248。

——「金融システムと中小企業金融(Ⅰ)」成城大学『経済研究』第154号、2001年10月、pp.225～277。

——『リレーションシップ・バンキングと金融システム』東洋経済新報社、2005年2月。

——「イノベーションを創造するリレーションシップ・バンキング」成城大学『社会イノベーション研究』第1巻第1
号、2005年11月、pp.3～24。

——『リレーションシップ・バンキングと知的資産』金融財政事情研究会、2010年12月。

——「イノベーションと金融ー中小企業向け融資の金融インフラの整備ー」『成城大学社会イノベーション 研
究』第7巻第2号、2012年3月(b)、pp.1～28。

蠟山昌一「市場型間接金融序論」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第56号、2001年3
月、pp.1～10。

山際勝照「黎明期にあるクラウドファンディング」『週刊金融財政事情』2013年7月15日、pp.10～14。