（ 続紙 1 ）

京都大学	博士（経済学）	氏名	吉田悠記子
論文題目	事業会社と VC が出資先ベンチャー企業に与える影響について -日本市場における実証研究-		

（論文内容の要旨）

本研究は，ベンチャー企業の出資主体がベンチャー企業に与える影響について，出資主体が保有する制度ロジック及び経営資源の理論をもとに仮説を導出し，定量的に分析したものである。本研究の主な課題は，先行研究で十分に考察されていない事業会社が与える影響について検証をすることである。また，ベンチャー企業は複数の出資主体と関係を持つことが多いため，制度ロジック多元性下においてベンチャー企業が多数の異質な出資主体よりどのような影響を受けているのかを明らかにすることを目的としている。

まず第２章では，出資主体によるベンチャー企業に与える影響についての先行研究を幅広く概観し，本研究における研究課題とそれらの既存研究への貢献の可能性を確認した。続く第３章において，第４章以降の個別の研究課題の考察に共通して論じる必要がある制度ロジックとその多元性に関する理論的考察、及びこの研究の文脈におけるその意義について確認した。

それ以降の４つの章では，制度ロジックとその多元性についての理論から導かれる出資主体の影響についての仮説を定量的に分析した結果を報告した。分析に用いたデータセットは，株式会社INITIAL（旧：JVR）が提供しているデータベースをもとに著者が作成し，最小二乗法による重回帰分析，及び，Cox比例ハザードモデルによる生存時間解析を定量研究の手法として採用している。

第４章及び第５章では，各出資主体からの総出資金額比率を説明変数として各出資主体による影響について検証した。第４章では，IPOまでの期間に対して各出資主体による影響について，事業会社による出資比率が高い場合，IPOまでの期間が短くなることが確認された。ただし，これは制度ロジックの影響というよりは，事業会社が保有する経営資源による影響が大きいことを示していると解釈される。第５章では，IPO後のベンチャー企業の成長に対する出資主体による影響を考察し，事業会社からの出資比率が高い場合，IPOの１年後から４年後までの平均営業利益伸び率，そして IPOの2 年後及び 4 年後におけるベンチャー企業の営業利益伸び率に正の影響を与える結果が示された。このことは事業会社の経営資源及び制度ロジックがIPO後のベンチャー企業の成長性に対しプラスの影響を与えていることを示している。

第６章及び第７章では，更に長期的なデータを使用し，ベンチャー企業の生存，及びベンチャー企業の出口戦略であるIPOとM&Aに対する影響を同じデータセットを使用し分析をした。第6章では，VCと事業会社の両方から出資を受けていない場合及び事業会社のみから出資を受けている場合と比べ，VCのみから出資を受けている場合には，解散・消滅までの期間が短くなることが確認された。VCの制度ロジックの強さと、それに対する制度ロジック多元性によるコンフリクトの存在を示している。第７章では，出資主体の状況によるベンチャー企業の出口戦略に対する影響を確認した。IPOにおける各出資主体による影響について，VCのみから出資を受けている，もしくは事業会社のみから出資を受けている場合の方が，IPOまでの時間が長くなることが示されており，制度ロジック多元性におけるコンフリクトによる影響は大きくないことが示されている。一方，事業会社のみから出資を受けている場合及びVCのみから出資を受けている場合，M&Aが促進される結果が確認された。M&Aの場合，制度ロジック多元性のコンフリクト

による影響が及ぼされていることが示されている。

最後に第8章で，4章から7章までの実証結果を整理したうえで，この論文の貢献と限界について論じた。日本のデータセットを用いて，事業会社によるベンチャー企業に対する影響を明らかにしたこと，影響におけるVCと事業会社の制度ロジック多元性の影響について明らかにしたのが，本研究の主な貢献である。

（続紙　２　）

（論文審査の結果の要旨）

本研究は，ベンチャー企業の出資主体がベンチャー企業に与える影響について，出資主体が保有する制度ロジックとその多元性についての理論的な検討をふまえて仮説を導出し，定量的に分析したものである。日本のベンチャー企業についてのオリジナルなデータセットを用いて，先行研究で十分に考察されていない事業会社が与える影響について確認し，制度ロジック多元性下においてベンチャー企業が出資主体から受ける影響について明らかにした点が特徴である。

この研究の特に評価すべき点は三つある。第一に，事業会社が出資主体としてベンチャー企業に与える影響について分析したことである。先行研究ではVCやCVC，政府の影響に関する研究はされているが，事業会社の投資についてはほとんど検討されていない。だが，特に日本ではベンチャー企業に事業会社が直接投資することが一般的であり，事業会社の投資の影響についての研究が必要である。事業会社がどのような影響を与えているのかについて，実証的に示した意義は大きい。

第二に，複数の出資主体が存在することによる制度ロジック多元性がもたらす影響の考察を行い，M&Aについて特にその影響がみられることを示した点である。既存研究では，ベンチャー企業に対する制度ロジックの影響を分析した研究はあるが，制度ロジック多元性の影響を定量的に分析したものはほとんどない。この制度ロジック多元性がもたらす影響が，ベンチャーの出口戦略としてのIPOとM&Aでは異なっていることを示したことは，本研究独自の貢献であろう。

第三に，データの入手可能性に限界がある日本のベンチャー企業についての独自データセットを作成したことである。日本のベンチャー企業に関するデータは整備されているとは言い難い状況だが，既存データベースを利用しつつも，自らコーディングしてデータセットを構築したことで，上記のような事業会社の影響という日本独自の問題を分析することが可能になったと評価できる。

このように，本論文は，ベンチャー企業の学術研究の流れを押さえた上で，独自の課題を設定し定量分析によって仮説を検証していくという，学術的貢献が明確な研究であるが，いくつか問題も残されている。

第一に，ベンチャー企業の目的が多様で，出口戦略も異なっていることについて配慮し，議論の適用範囲を検討し明示すべきであった。日本のベンチャー企業は，必ずしもIPOやM&Aを目指しているわけではない。そのような状況も含めて，制度ロジックの観点から議論することが可能だったはずだが，制度に関する理論的記述がやや表層的であることもあって，明確に議論できていない。

第二に，統計分析において，もう少し洗練された方法を用いることを検討すべきであった。第４，５章では，データの制約でやむをえない点もあるが内生性問題を緩和することを検討すべきであるし，第７章の原因別Cox回帰分析については，競合リスクを直接扱うFine & Grayのモデルを用いた分析が可能であった。

第三に，第４章から第７章までの実証結果のあいだに相反する箇所が残った論文となっており，その議論の一貫性にやや問題がある。考察パートである程度その相反した結果について整理した解釈が示されているが，制度ロジック多元性下の問題として，より一貫した理論的解釈が示されるべきであった。

以上のような問題点はあるものの，これらはこの研究のさらなる発展のために今後取り組むべき課題というべきものであり，ベンチャー企業の成長性や出口戦略への出資主体の影響を探求したこの論文の学術的価値を損なうものではな

い。よって本論文は博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認める。なお，令和３年１月２９日，論文内容とそれに関連した事項について試問を行った結果，合格と認めた。