

東アジア圏におけるリージョナリティ価値創造のための金融ファンダメンタルの研究－創業時の資金調達における融資および出資の特性を中心として－

研究期間 平成 28 年度

研究代表者名 馬場晋一

共同研究者名

I. はじめに

本研究は、「東アジア圏におけるリージョナリティ価値創造のための金融ファンダメンタルの研究」の 1 年度目の成果報告となる。

本年度においては、中国、日本、アメリカの文化圏における新たな金融価値の創造を、ナショナルレベルでなく、リージョナルアクターとしての私人の投資形成の視点でとらえ、佐世保の商工業の活性並びに金融の基礎的の資金循環のスキームを検討することを課題認識として研究に取り組んでいるものである。

その点、本年度の活動では、比較的な時事的に喫緊の地域課題を研究対象として取り組んでいる。大別して、IR リポートの経済効果の分析（7 月における立教大学での報告）、起業家を創出する資金需要のメカニズム（11 月厦門での報告）、IR 関連法案におけるカジノ合法化後の佐世保地域の商工業のサービス化の検討（12 月佐世保市役所での報告）の 3 つの活動が代表的な本研究の取り組みとなる。本稿の考察は、そのうち、11 月の華僑大学での報告「A study of private sector based on entrepreneurial actions」（和訳：起業家的活動に基づいた民間部門－創業期の発行市場についての一つの考え－の報告をもとに創業時の株式の発行市場の特性について計量的に分析したものである。

II. 研究内容

1. IR 研究部会（ビジネスクリエーター研究学会 於立教大学）と佐世保市での報告

カジノを含めた統合型リゾートの整備を政府に促す法律（IR 推進法）が、昨年成立したが、本研究では、法案提出前の 5 月から IR 推進の調査を Wynn Resorts, Limited (WYNN) の元広報担当者で行い、カジノの周辺事業として旅行業、美術品オークション等のホスピタリティ産業に推定されるサービス業の市場規模についての計量的な分析を開始した。

現在、佐世保市の地域 GDP は、推定して 4.3 兆円（2009 年）¹であり、その事業規模は推定して最大で 1000 億円程度の規模となる。日本の既存の球遊戯市場（2013 年実績）は約 5.3 兆円、GDP 対比は 1.1%であり、カジノ市場は 1.2 兆～2.2 兆円、GDP 対比 0.25～

¹ 地域経済ラボラトリ

(http://www.region-labo.com/archives/prefecture/nagasaki/?doing_wp_cron=1491134103.5422070026397705078125 参照)

0.45%とみられる。²この数値は、カジノ創設にかかる新規投資一単位に対して、その逆数の積を返した額が地域 GDP に反映することを意味している。仮にカジノ市場の規模を全体の GDP の 3.0%とした場合、33.3 倍にあたる地域 GDP が期待されることを意味している、すなわち 4.3 兆円の佐世保の地域 GDP に対して、カジノの市場規模と推定される。この数値より、佐世保市の地域 GDP の 3%以内に収めるならば、1300 億円程度が適切と結論した（2016 年 7 月）。

現在、佐世保市においては、ハウステンボスを運営する㈱HIS との間でカジノ開設にかかる計画に着手しているが、新規のカジノ創設が、期待以上の投機にならぬよう、治安の維持、犯罪の増加、交通インフラのひっ迫などによる混雑等、現状の社会的維持コストの評価価額を超えない限りの事業規模を維持する必要がある。

2. 「A study of private sector based on entrepreneurial actions」（和訳：起業家的活動に基づいた民間部門－創業期の発行市場についての一つの考え－（11 月 於厦門華僑大学）

1. 起業における初期調達を試論

本報告では、企業の自己資本の流通市場たるフォーマルな金融資本市場の形成と発行市場としてのインフォーマルな投資の形成を区別し、後者が及ぼす起業に注目する。インフォーマル投資は、フォーマルな金融資本市場とは異なる貯蓄と投資を繋ぐことになる。フォーマルな投資は、その評価基準が、客観的指標等で評価される。財務諸表の数字や ROE、PER 等の指標が形成されており、経済成長と共に多くの投資家が参加可能な市場として匿名性に支えられ、収益に対する合理的な期待形成を可能にする市場として整備される。市場取引のルールも明示され、法律において取引は制限される。この流通市場の取引が増加することは、既存の企業活動の成長を支える。

しかし、このようなフォーマル市場として流通市場は必ずしも新しい起業を支える運転資金を供給しない。フォーマルな金融市場は、その客観的な指標による貸借尺度があることで、主観的尺度に支えられる起業金融には十分な役割を果たせないと考える。起業の評価は、市場の客観的な指標ではなく、企業家的な資本家による企業家的経営の者の評価である。この企業家の活動を支援するには、潤沢な貯蓄が必要である。それゆえ、GDP や 1 人あたり GDP の成長とインフォーマル投資の関係に関する仮説が必要になる。

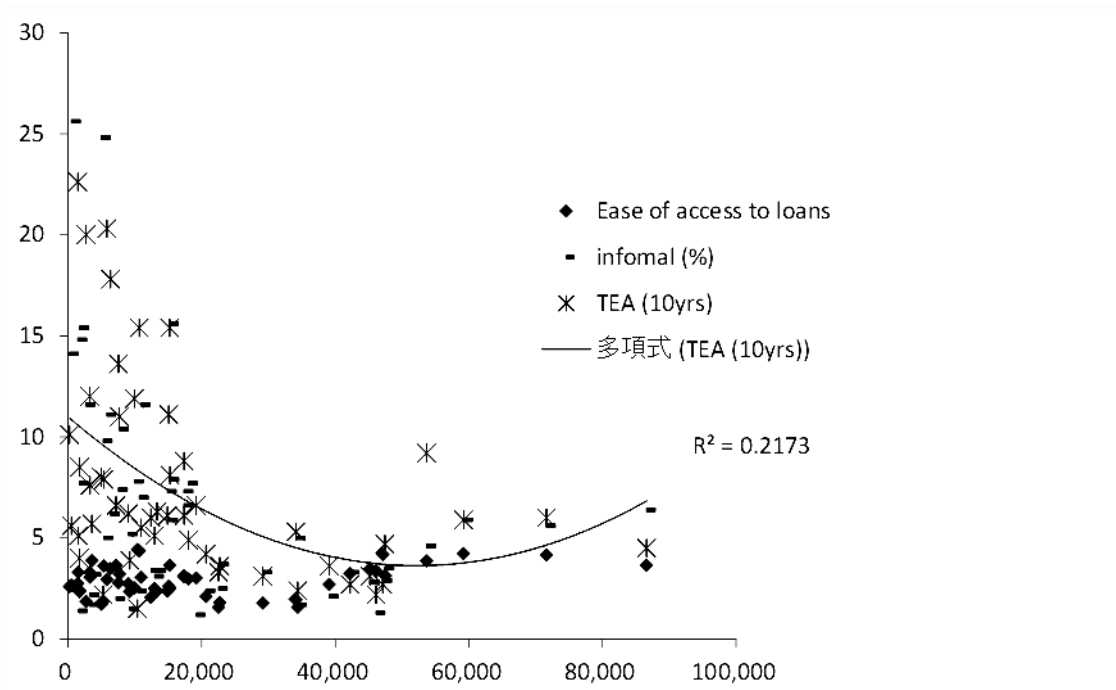
市場成熟時のインフォーマル投資の増加は、採取狩猟社会の経済のような家産社会ではなく、そもそもフォーマルな投資が潤沢であり、既存の資金需要が満たされた状態である事が前提になる。資本の供給が不足する既存事業の存在は、リスクが低く、確実な資産運用の機会であるにも関わらず、投機的なリターンの高い投資は魅力的な投資対象となるか

² 東洋経済オンライン（<http://toyokeizai.net/articles/-/45779?page=3>）参照

らである。

図表 1 より、起業にあたりインフォーマル投資が、経済成長とともに減少するが、1 人あたり GDP の水準が、30,000 ドルを超える付近から上昇に転じる。鍵となるのは、資金調達の方法である。1 人あたり GDP の水準が、20,000 ドル付近までの経済は、1 人あたり GDP の水準の上昇とともに起業は減少している。これは市場が拡大するに従い、知人、親族からの出資で起業を準備するものが減少する傾向にあることを示している。しかし、その後、1 人あたり GDP の水準が 30,000 ドルを超える付近から 60,000 ドルを超える高所得の経済においては、再びインフォーマル投資による起業が増加し起業にかかる初期の資金調達に貢献している可能性がある。

図表 1 起業活動とインフォーマル投資、金融アクセスの関係
(TEA (y %) GDP per capita (x US \$))



(出所) World bank enterprise survey, Doing Business 2014

OECD.Stat Monthly Monetary and Financial Statistics (MEI)

Global Entrepreneurship Monitor – Adult Population Survey (APS)

IMF World Economic Outlook Database, October 2014 (GNI)

中小企業は大企業と比べ、企業の存続・発展に様々な脆弱性を有するため、その状況を踏まえた政策を検討することが重要であるが、特に途上国においてはインフォーマルセクターの存在も無視できない。非公式、つまり商慣習のもとに私的契約自由の原則でなされ

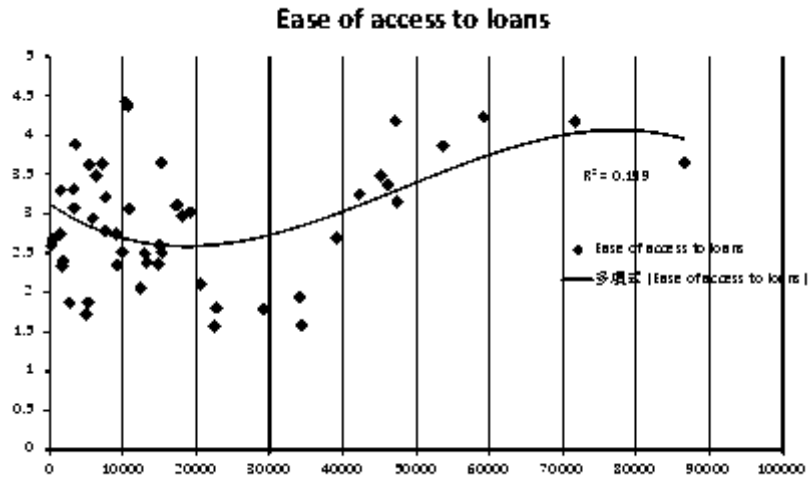
るものであるがゆえに、経済に占める割合やインパクトを正確に把握することは難しいが、途上国ではインフォーマルセクターが実質的な経済規模で大きな位置を占め、人々の生計や外的な市場インパクトに対するクッションとして最低ラインでの生活維持と市場の自生的な回復機能に多大に寄与している場合が多い。

その要因は、市場の金融インフラが未成熟であることにある。換言すれば、市場の未成熟な分野の資金は発行段階において、流通市場を必要としない。インフォーマルセクターの正確な捕捉は困難ではあるが、成長段階に入った経済において、インフォーマルセクターは、家産的な市場形成から離れ、流通市場のインフラ整備の下、資本市場は効率的な資源配分の機能を公式に備えることになる。そのプロセスは、現実的には銀行の融資アクセスと資本市場に供給される貯蓄量の増加によってなされるが、現実的に家計における貯蓄資源が予備的な需要から取引および投機的な動機にウェイトがシフトする過程は多様であり、状況適応(contingency)的な分析と施策の検討が求められる。しかしながら、経済成長によって促進される「インフォーマルセクターのフォーマル化」には、インフォーマルセクターが存在する背景を分析・把握する必要がある。その背景にはその国の土地所有制度、特有の参入障壁、移民問題、不平等・貧困といった問題が存在することも多いが、そのような背景を理解の上、市場がフォーマル化することによって得られる利益(金融アクセスや公的支援、消費者保護等)を拡充するといったインセンティブはいまだもって既存市場にとっては、有意義な市場環境の整備といえる。

しかしながら、性質上、フォーマル市場の成熟はインフォーマル市場の後に生成され、成熟に向かう。あるいは、フォーマル市場の中に突如として人間関係的な契約概念に基づいて形成されたインフォーマル市場が新たな「事実たる慣習」としての商慣行として、長きにわたり市民社会に根付くことも慣習法の予定するところである。この点に配慮し、本報告においては、フォーマルな金融資本市場の成熟を説明するファクターとして「金融アクセスの容易さ(Ease of access loans)」を変数として扱い、起業活動との関係を分析した。しかし、その反面において、先進国においては、成熟した市場経済の下、市場の持つ価格決定機能と価格の予測シグナルとしての役割が重視される傾向がある。従って、インフォーマルセクターは非公式市場として、時に企業設立時に登記を強制され、許認可や届出の対象となり、インフォーマルセクターの経済活動にむやみに規制を加えることはネガティブな結果をもたらしかねない。

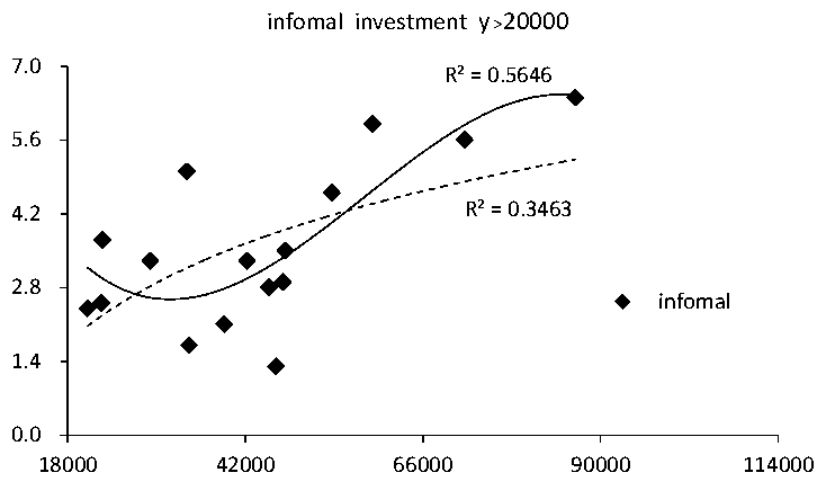
本報告が論証する問題は、この非公式市場たるインフォーマルセクターの活動がむしろ、より成熟した金融資本市場としてのフォーマル市場を形成するという因果関係に忠実に分析した。インフォーマル市場が起業活動と経済成長の関係を捉えるファクターとして有効である点を強調するものである。

図表 2 1 人あたり GDP と金融アクセス



(出所) World bank enterprise survey 2014 より筆者作成

図表 3 インフォーマル投資 対 1 人あたりの国民所得
(インフォーマル投資(y %) GNI per capita USD (x))



(出所) OECD Stat Monthly Monetary and Financial Statistics (MEI)
World bank enterprise survey, Doing Business 2014 (EAL)
Global Entrenpreneurship Moniror – Adolt Popoular Survey (APS),
WDI world bank indicator GNI per capita (formerly GNI per capita)

モデルの推定

Model : Heteroskedasticity-corrected, using 51 observations					
Dependent variable: entrepreneurs					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	2.73245	2.10901	1.2956	0.20144	
infomal	0.532102	0.153355	3.4697	0.00113	***
Property rights	-0.854674	0.421191	-2.0292	0.04812	**
Ease of access to loans	1.88038	0.602206	3.1225	0.00307	***
Sum squared resid	182.0588	S.E. of regression		1.968144	
R-squared	0.347161	Adjusted R-squared		0.305490	
F(3, 47)	8.331066	P-value(F)		0.000151	

(パラメータ推定式)

$$TEA(i) = debt(y) + equity(po, fr_{x,y})$$

TEA(i) 起業活動(外生変数: 長期金利 *i*)*debt(y)* 金融アクセスの容易さ(説明変数: *y*)*equity* インフォーマル投資(所与の定数項)*(po, fr_{x,y})* インフォーマル投資のパラメータ(外生変数)

※ 筆者推計に基づく推定 ***有意水準 1% **有意水準 5% *有意水準 10%

III まとめと考察

本年度の研究は、地域の経済の市場規模の特性を理解し、それを可能にする起業家の特性を GDP の水準から峻別し、地方創成の起業家育成がナショナルレベルの金融市場と性質が異なる点を改めて認識したものとなる。起業家の資金調達はコミュニティ内の知人の関係から余剰資金の調達を受け、その発行市場の担い手となる。その点、地域金融機関の役割だけでなく、地域のエクイティ（自己資本）の供給者の育成が急務といえる。

IR リポートの推進に当たっては、アジアを中心にカジノを核とした観光客誘致が活発化することが予想される中、長崎県において、周辺産業の育成を担う、地域経済におけるプライベートの資金供給者にベンチマークした小規模な資金供給の担い手が地域創成に貢献するものと考えられるが、その点、本研究はそれを計量的に裏付けるものとなる、

今後の課題としては、IR そのものでなく、周辺産業の高度化に注目し、旅行業、文化事業、伝統工芸等を仲介するサービス業を中心とした商工業の観察を急務とする。

参考文献

- 1) David A. Harper, (2004). "Foundations of Entrepreneurship". SSRN 983191.

Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=983191 [Accessed September 17, 2014].

- 2) Kirzner, I.M , (1973). “Competition and Entrepreneurship” Chicago university Press. 田島義博監訳『競争と企業家精神—ベンチャーの経済理論』（1985）千倉書房.
- 3) Kirzner, I.M , (1997). “How Markets work , Disequilibrium, entrepreneurship and Discoverly” 西村幹夫、谷村智輝訳（2001）『企業家と市場とはなにか』日本経済評論社.
- 4) Storey, D.J. ,(2004). “Understanding the Small Business Sector” 忽那憲治, 安田武彦, 高橋徳行 訳(2004) 『アントレプレナーシップ入門』,有斐閣.