

〈研究論文〉

起業の資本アクセス

— 東アジア諸国との比較 —

馬場 晋一*

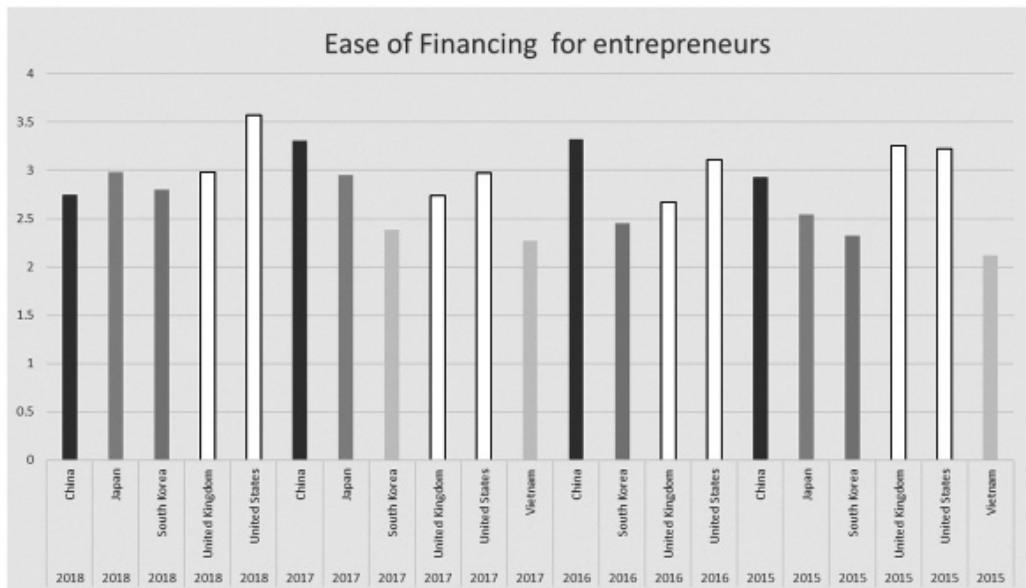
1. 企業家の資金調達

創業者が事業機会を認識し、起業するには資金調達が必須である。資金調達は、金融資本市場の制度化と同時に資金の受け皿となる企業形態が重要である。銀行などの金融機関や証券市場の発展という制度の発展であり、従来、日本の創業資金は、事業会社からの出資、または系列の銀行からの融資によって賄われてきた。日

本の中小企業は大企業とは異なり、社債や株式発行などを利用して市場から直接資金を調達する手段が乏しい。これは、中小企業の企業情報が不透明でリスクが高いといった理由から出資を受けることが困難であることや、未成熟な資本市場が、直接金融による資金調達を困難にしてきた背景がある。

また、日本においては、アメリカとは異なり、直接金融による資金調達が困難なことから、中

図1 起業の資金調達の容易さ



(出所) Global entrepreneurship monitor (2016) より筆者作成

*長崎県立大学経営学部講師

小企業は銀行等の金融機関からのローンに多くを依存している傾向にあった。

ところが、近年のスタートアップの創業資金は、従来の間接金融や、事業会社からの投資による出資のみならず、ベンチャーキャピタル（VC）、海外投資家からの資金供給が顕著に増加している。本報告においては、創業にかかる資金調達構造の変化に触れ、日本の事業出資の構造の変化を新供給面から観察する。

図1を確認すると、日本の創業における資金調達は、東アジア諸国や欧米と比較して、容易とは言えず、中国、アメリカ、韓国、英国よりも低い。図1の数値は、中小企業（SME）の資金源となる株式と負債の利用可能性を示している。新規の事業資金を必要とする中小企業が、金融サービスを受け入れられるか、その割合を示した。日本においては、金融サービスを希望する創業者に対して、30%（縦軸3.0）が調達可能であり、最も高いアメリカにおいては35%を超える。

ひとえに資本市場の規模にもよるが、日本においては、いまだ創業が容易な環境にあるとはいいがたい。

2. 創業の金融アクセス

図2は、事業法人による出資（子会社設立およびM&A）、VC（ベンチャーキャピタルによる出資）、金融機関（創業支援融資）、外資系企業を含む海外の投資家からの調達の4種類の創業にかかる出資者の内訳を近年の日本の創業基金はベンチャーキャピタル（VC）によるもの、および海外投資家によるところが大きくなっている。

なかでも、創業基金を支える金融機関からのローンアクセス（融資）も増加していることがうかがえる。2009年以降、全体として増加の傾向にあるが、中でも事業法人による出資は従前より変化がないのと比較すると、他の資金調達が顕著に増加している点は、10年前には予測もつかない状況であった。

3. 起業家精神の分析についての課題

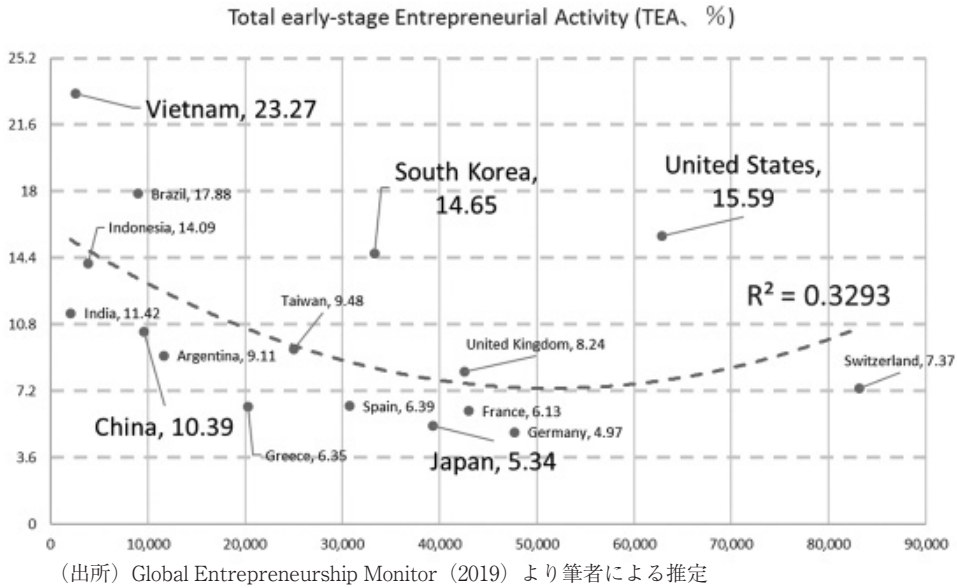
本節においては、GEM調査に基づいて、図3の推定を考察する。アーリーステージの起業を準備している人口の就労人口に占める割合（TEA）が、経済の発展段階に応じて変化する要因について分析するものである。TEAは起業活動率（Total Entrepreneurship Activity:

図2 出資者の構成（資金供給者別）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
事業法人	61.9	39.5	44.4	48.9	35.0	50.0	56.2	50.0	51.2	60.0
VC	76.1	60.0	83.5	60.0	108.3	130.6	100.0	150.0	170.6	200.0
金融機関	23.3	50.3	20.0	126.0	31.5	87.5	110.0	55.0	99.5	100.0
海外	37.5	215.0	80.0	322.6	102.3	100.0	500.0	105.6	45.0	201.0

（出所）Japan Finance report 2019

図3 アーリーステージの起業人口（就労人口に占める割合、%）



TEA)であり、本稿における主要なインジケータの一つである。本章ではその指標を用いて起業活動を捉える。

各国の起業活動の活発さをあらわす指標として、「起業活動率(Total Entrepreneurship Activity : TEA)」の尺度を開発している。具体的には、創業前6ヶ月～創業後42ヶ月までの草創期の起業家に対して、「現在、1人または複数で、何らかの自営業、物品の販売業、サービス業等を含む新しいビジネスをはじめようとしていますか」、「現在、1人または複数で、雇用主のために通常の仕事の一環として、新しいビジネスや新しいベンチャーをはじめようとしていますか」、「現在、自営業、物品の販売業、サービス業等の会社のオーナーまたは共同経営者の1人として経営に関与していますか」という3つの質問をした結果から得られた回答を基に定義されている。TEAは、これら回答の集計によって得られた「18～64歳の就労人口に占める、起業準備中の個人および起業後42ヶ月以内の会社

を所有している経営者の割合」である。

日本は、図3の東アジア諸国の中でも創業人口は最低値であり、日本の起業環境は良好とはいえない。突出しているのは、米国であり、常時平均して就労人口の15%以上が創業段階の起業家である。日本はその1/3程度である。韓国は米国並みの資金調達を背景に活発な起業が行われている。

その要因の詳細な考察は今後の課題となるが、起業は本質的には民間部門に係る経済活動である。G20諸国の政府は、健全な起業環境を整えることにより、成長をもたらす効率的な経済原理を導入することができる。これは、勝者と敗者を選別するのではなく、効果的な政策、規制、そしてインセンティブにより、成長のための正しい基盤を提供することを意味している。その範囲は、中小企業育成を目的とした資金提供者にインセンティブを与えることに始まって、民間部門と連携して起業家に最適な育成機会を提供することにまで及んでいる。

2016年以降、低金利政策が功を制し、米国のベンチャーブームはバブルの様相を呈している。わが国の目指すべき将来像を示唆しているとはいえない。米国との起業環境の比較においては、米国の方が起業リスクが低い半面、利益重視の近視眼的な経営と参入退出が活発であることが見落とされていることが問題である。

こうした米国の状況を正しく理解せずに、ベンチャー企業の事例を論議がなされることに関しては、失敗したときのベンチャービジネスに対するディスインセンティブの発生、国際産業競争力の欠如の観点から問題がある。

4. 日本型創業モデルのインプリケーション

日本の産業が国際競争のなかで競争力を発揮し得る構造を構築していくためには、産業政策としての国際競争を考えたとき、起業、アントレプレナー発掘のために日本以上の良好な環境を維持しているのは何も米国だけではない。

資本市場の構造変革に向けた環境は、バブル崩壊後の混沌の中から生み出されたものであり、ベンチャーブームと相俟って今こそが、危機転じて新たな産業構造への変革となるための絶好の機会といえる。

ここで、日本の創業の生存率を確認して、日本の創業資金のあり方に対するインプリケーションを示そうと思う。

日本の創業は、従来、資本市場の内側、つまり、企業が保有する潤沢な投資資金によって、なされてきた。

その点、大企業を中心とした企業グループ化を抜きに語ることはできない。大企業では、カンパニー制や持ち株会社による市場指向型の経営改革が始まっており、これとベンチャービジ

ネスを融合させるところに目指すべき日本型創業モデルがある。

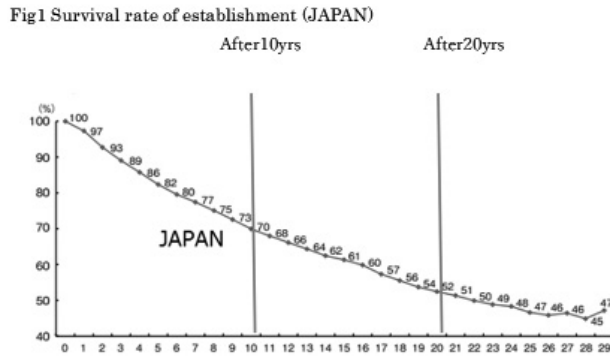
日本型創業モデルにおける基本的な事業形態は、合弁会社よりも、異なった事業体が互いの優れた事業シーズを持ちよることによるバーチャルコーポレーションが主体となるべきである。ここでは、事業のエクセレンスづくり、契約型の事業運営、システム化、投資回収型の財務運営等が求められる。

米国シリコンバレーを中心としたベンチャービジネスの成功や、日本の既存産業の停滞感を背景として、今や官民挙げてのベンチャーブームであるといえる。もちろん、次世紀に向けた新たな産業構造を構築していくに当たって、ベンチャービジネスの持つ活力や創造力が重要であることは論を俟たないが、現状のブームをみたとき、ベンチャービジネスを立ち上げた以降の日本の産業構造に関する議論が忘れ去られているように思えてならない。それは、現在日本が抱えている産業上の問題が、ベンチャービジネスが数多く立ち上がったからといって、解決されるわけではないからである。

本論はこうした認識のもと、ベンチャービジネスの振興を基本的に肯定しながらも、単なるベンチャービジネスの振興論を超えた、日本独自の産業構造に関するビジョンを提示しようとするものである。

図4は、日本の創業の生存率である。創業後10年の企業の生存率を確認すると、72%が事業の継続を可能にしている。他方、米国においては、創業後の生存率が10年で33.4%となる。これは、企業の運転資本が、事業会社および金融機関の負債によってなされる最大のメリットである。米国のように事業資金が株式市場やベンチャー投資家による出資であるのに比べると、企業は買収や株式の下落リスクを抑えて事業の

図4 日本の創業の生存率
Survival rate of establishment (JAPAN)



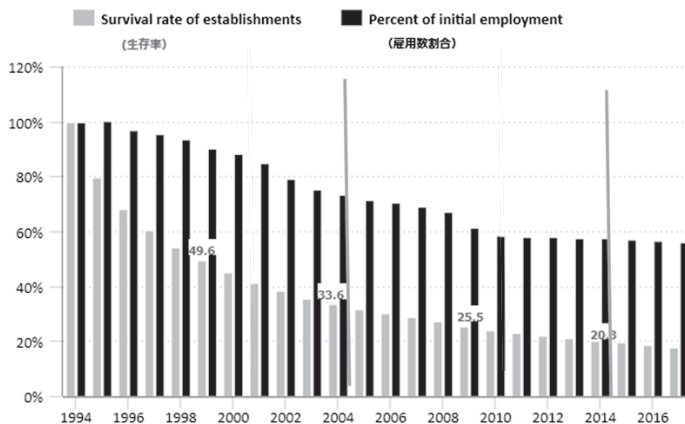
Source METI

継続が可能になる。他方、図5米国の創業の生存率を確認すると、33.4%となり、著しく生存率は日本と比較して低い。

ベンチャービジネスに関する日米の株式投資市場の比較では、米国の優位性ばかりが目立つようにも見えるが、最近ではストックオプションに対する期待が空振りに終わったり、ベンチャー投資のリスクを保証する法案が審議されたりして、米国投資市場の構造上の問題点も浮

き上がってきている。10年で10件のうちの6件が倒産する企業の資本市場に、あまりに容易に資金が流れ込む現在の米国型の投資市場の姿は、必ずしも自己責任認識の低い日本の投資市場の健全な将来の姿を示しているとはいえないのである。

図5 米国の創業後の企業の生存率
Survival rate of establishment (U.S)



参考文献

ジャパンベンチャーリサーチ (2018) JAPAN
Start-up finance report 2018

馬場晋一, (2014). 「アントレプレナーシップ
の発生および構成要素に関する一考察－起業
家精神の要素分解および市場利子率と起業の
相関分析」, 『立教 DBA ジャーナル第4号』
pp. 79-95.

Bygrave, W.D, (2009). “Entrepreneuership”
高橋徳行, 田代泰久, 鈴木正明訳(2009)『ア
ントレプレナーシップ』日経 BP 社.

経済産業省 (2017) 「個人投資家によるベン
チャー企業等への投資活動の実態に関する調
査」

[http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2013fy
/E003176.pdf](http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2013fy/E003176.pdf)