

企業家の資金需要と金融アクセス

－ 創業時の資金調達における融資および出資の特性について－

氏名 馬場 晋一 (BABA, Shinichi)

所属 長崎県立大学経営学部

連絡先 baba-s@sun.ac.jp

1. はじめに

本報告は、起業活動と経済成長の関係について、起業活動における資金調達、および資本構造に注目し、計量的に考察したものである。起業活動を実証的に分析するために、各国の企業家研究に重要な政策方針を提供しているグローバル・アントレプレナーシップ・モニター(Global Entrepreneurship Monitor: GEM)のマクロデータを基に、先進諸国の起業活動における起業家と事業への投資環境の分析を試みた。本報告は、このGEMの調査を利用して、経済発展の過程と起業の関係を資金調達方法に着目して考察する。

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。前者は、個人的な金融の仕組みから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、後者は個人企業から株式会社という法人化の道程である。

市場が未だ発展途上の社会では、起業活動は個人的な生業の発見であり、個人や家計の零細な貯蓄が起業活動を支える。事業機会が長期化した生産活動に進展したとしても、資金を供給する主体は人的な関係に限定される。企業の資本結合の契機は、人的な関係に基礎を置く。市場が効率的な分業を形成する前段階では、家産的に形成される拠出された資本が結合する極めてインフォーマルな金融取引から始まる。ここでインフォーマル(informal)な取引とは、貸借契約などの法的な制度化や市場の評価基準などが未整備な親族、知人、同僚等の人的関係に基づく取引を指す。GEMにおけるインフォーマル投資家は、Informal Investors Rateの数値であり、「過去3年以内に株式・投資信託の購入を除き、知人・友人他、他人のビジネスのために出資したことがある(In the past three years, I have personally provided funds for a new business started by someone else, excluding any purchases of stocks or mutual funds)」に回答した者がその国の18~64歳の就労人口に占める割合である。仮説の検証などでは、この数値を用いている。

経済が狩猟採取経済から発展途上の局面に入り、成長期になると、生産手段の機械化等による企業規模の拡大要請が、資本結合を物的な資産価値に算定されて置き換えられる。企業は組織化し、人と物的資本を結合する株式会社の形態となる。供給能力に対する財・サービスの超過需要が存在するため、企業の課題は設備投資と多くの雇用を支えるための資金調達となる。

銀行が零細な家計の貯蓄を集め、これを企業に供給する仕組みが構築する。金融取引に関する法制度や評価方法等が整備されたフォーマルな金融資本市場の取引が中心となる。

経済が成熟期になると、財・サービスは超過供給の状態となり、企業家の事業機会は狭められる。魅力的な収益機会が減少し、企業の平均利益率と市場の金利水準が低下する。企業家の資金需要が減少するため、企業は借入金を返済し、銀行などの金融機関は過剰な資金の貸出先を探索することになる。すなわち、企業家の金融アクセスは容易になる一方、大企業の資金需要が減少するため、中小零細企業やベンチャー企業の資金需要にも応える財産権の権利関係を前提とした市場環境が整い始める。

こうした資金の超過供給の状態は、金利の低下と表裏一体の関係である。既存事業の収益率は低下し、規模が拡大した既存事業からのキャッシュフローは潤沢な状態となり、企業価値が高騰する。既存企業を所有する株主などの個人投資家は、資産効果と余剰なキャッシュの投資先として、ベンチャー企業などの高収益率の投資先を探索することになる。金融資本市場の利子率の低下が個人投資家のインフォーマルなリスク探索の機会を与え、資金供給を支えるという試論である。

成熟した経済では、イノベーティブな事業への資金が供給される。成長期に組織拡大に利用された資金は、成熟期になって、再び起業活動に向かうという推定である。成長期の資金供給が制度化された金融資本市場を主役としたのに対し、成熟期における資金供給の主役は起業活動に利用されるインフォーマル投資家となる。

もちろん、成熟期にあっても、企業資本の調達絶対額は、銀行や証券市場などの制度化した金融資本市場のフォーマルな投資に依拠する。しかし、起業活動を誘導するのは、客観的な評価尺度を有するフォーマルな投資家ではない。企業家が主観的に評価・発見した事業機会に資本を供給するのはインフォーマル投資家であると考えられるものである。

起業活動、その中でも、とりわけ革新的、すなわちイノベーティブな事業機会というのは、事業リスクが高い。成長期には、収益性の高い魅力的な投資機会が多いため、リスクのある事業機会を選択する必要がない。他方、成熟期には、市場全体の収益機会が低下しているため、リスクのある投資機会が選択肢として俎上に上る。このリスクのある投資機会の探索こそ、不特定多数の投資家には発見できない特定少数のインフォーマル投資家の世界となる。

2. 企業家精神の測定

本報告においては、GEM 調査に基づいて、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: TEA)であり、本報告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。

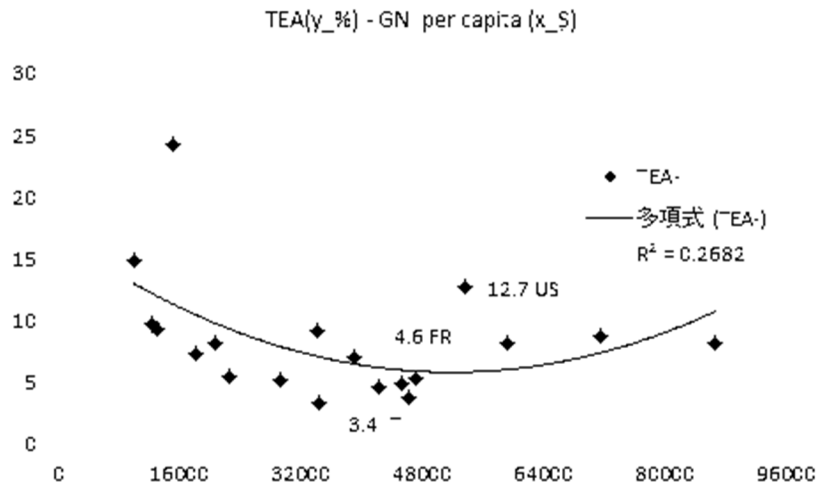
GEM 2008 年の調査によれば、1 人あたり GDP の値とアーリーステージの起業活動の間には、経済の発展段階に応じて、図 1 のような傾向が見られる。1 人あたり GDP の値が、30,000 ドルを超える経済では、起業活動と 1 人あたり GDP が上昇するほど、起業活動は活発となる。起業活動(TEA)との分布を示すと以下の図表 1 および 2 のようになる。

図表 1 TEA(Total Entrepreneurial Activity Rate) と 1 人あたり GNI(GNI per capita)

	Ease of access to loans	TEA (10yrs)	infomal (%)	GNI per capita (\$)
Malawi	2.598	10.1	14.1	270
Uruguay	2.673	5.6	25.6	510
Zambia	2.748	22.6	14.8	1,480
India	3.303	5.1	1.4	1,570
Vietnam	2.33	4	7.7	1,730
Ghana	2.401	8.5	15.4	1,760
Nigeria	1.871	20	11.6	2,710
Philippines	3.307	12	1.7	3,270
Guatemala	3.067	7.6	2.2	3,340
Indonesia	3.88	5.7	3.2	3,580
Angola	1.727	8	24.8	5,010
Albania	1.87	2.2	9.8	5,290
Thailand	3.618	7.9	5	5,370
Namibia	2.94	20.3	11.1	5,840
Peru	3.484	17.8	6.2	6,390
South Africa	3.634	6.6	2	7,190
Colombia	2.789	13.6	7.4	7,560
Botswana	3.214	11	10.4	7,730
Romania	2.741	6.2	5.2	9,060
Suriname	2.354	3.9	1.5	9,260
Mexico	2.523	11.9	7.8	9,940
Malaysia	4.421	1.5	2.4	10,400
Panama	4.369	15.4	7	10,700
Turkey	3.063	5.5	11.6	10,950
Hungary	2.057	6	3.4	12,450
Poland	2.499	5.1	3.1	12,960
Croatia	2.386	6.3	3.4	13,330
Lithuania	2.362	6.1	7.3	14,900
Barbados	2.603	11.1	5.9	15,080
Chile	3.644	15.4	15.6	15,230
Latvia	2.513	8.1	7.9	15,280
Estonia	3.113	8.8	6.6	17,370
Slovak Republic	3.11	6.1	7.3	17,390
Czech Republic	2.97	4.9	7.7	18,060
Puerto Rico	3.019	6.6	1.2	19,210
	above \$20000			
Portugal	2.108	4.2	2.4	20,670
Greece	1.57	3.3	2.5	22,530
Slovenia	1.809	3.6	3.7	22,750
Spain	1.795	3.1	3.3	29,180
Ireland	1.934	5.3	5	34,120
Italy	1.58	2.4	1.7	34,400
United Kingdom	2.697	3.6	2.1	39,140
France	3.249	2.7	3.3	42,250
Belgium	3.485	3.1	2.8	45,210
Japan	3.362	2.2	1.3	46,140
Finland	4.181	2.7	2.9	47,110
Netherlands	3.154	4.7	3.5	47,440
United States	3.859	9.2	4.6	53,670
Sweden	4.228	5.9	5.9	59,240
Luxembourg	4.173	6	5.6	71,620
Switzerland	3.654	4.5	6.4	86,600

(出所)GEM 2003-2014 (TEA) , World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files(GNI)より筆者作成

図表 2 TEA と 1 人あたり国民所得の分布 (TEA (y %) , GNI (x US \$))



(出所)GEM 2003-2014 (TEA) , World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files(GNI)より筆者作成

図表 2 に、ドル表示の 1 人あたり GNI と TEA の関係を図示した。GEM が行った 2008 年の調査では、1 人あたり GDP の算出にあたり、購買力平価(PPP)を用いているが、国際的な比較が難しいため、本報告ではドル表示のものを使用した。

本報告の起業研究の視点は、経済成長と産業の成長を説明するフレームワークとして、事業機会の認知→起業活動→経済成長という因果関係を用いている。繰り返すが、本研究は GEM が経済の発展段階に応じて分類した起業の種別から起業活動の特徴を資金調達の視点から再定義し、その因果関係を整理するものである。

図表 1、2 から明らかなように、1 人あたり GDP の値と TEA との間には、経済の発展段階に応じた特徴がある。1 人あたり GDP の値と起業活動の関係が U 字型になる理由は何か。1 人あたり GDP が 30,000 ドルを超える経済では、起業活動と 1 人あたり GDP が上昇するほど、起業活動は活発となる。その理由の解明は、日本の低い起業意識を説明することにつながると思われる。この問題提起に即し、本報告は、その要因を起業活動と資金調達の関係から捉えようとする。特に「インフォーマル投資」を中心に据え、これに金融資本市場における資金供給の状態を示す「銀行融資の容易さ」という変数を加えて説明し、その因果関係を整理することにある。

インフォーマル投資は、個人的で人間関係に基づく資本供給であり、これに依拠した資本形成と GDP との関係を確認し、インフォーマルな投資が起業に与える影響を考察している。しかし、インフォーマルな投資は、フォーマルな金融資本市場の形成と無縁ではない。経済が成長するにつれて、社会全体の総貯蓄が増加すれば、フォーマルな金融市場が形成・

発展する。フォーマルな金融資本市場に流入する資金の増加は、企業の運転資本や既存企業の投資を増加させる。余剰資金が存在すれば、リスクの高い中小企業や起業活動にも供給されることになる。同時に、既存企業の株式や不動産に流入すると、資産価格を高め、個人投資家やファンドなどの資金源となって新規事業へのインフォーマル投資の原資となる。この推論がインフォーマル投資のみならず、金融アクセスとしての「銀行融資の容易さ」を加える理由である。

3. 起業における初期調達を試論

市場形成は、財・サービスのみならず、金融資本市場においても、個人の起業活動によって誘発される。インフォーマルな個人的な意思決定に基づく個人の評価とは、投資の機会費用にある。一般的に資本コストと称されるが、それは、無リスク利子率とリスクプレミアムからなる。金融資本市場が形成されている段階では、無リスク利子率は、市場で形成されるが、新たな事業活動のリスクはリスクプレミアムと流動性プレミアムからなる個人の主観的評価となる。このような投資の行動様式は、インフォーマリティ(informality)と表現する。したがって、この初期の主観的リスクプレミアムの評価が、インフォーマル投資のインセンティブになる。

インフォーマルセクターとは、一般的には、国民経済統計の数字上には表れてこない経済活動を指す。これは、屋台、路上の物売りなどの露天商、投資を含む友人、知人からの消費貸借(金銭の貸し借り)を指す言葉として用いられる。経済成長とともにインフォーマルセクターが成長すると、それはフォーマルな企業組織や市場の制度として認識され、統計数値に計上されるようになる。フォーマルな企業組織に対する資本供給は、銀行、証券会社がその役割を担い、本格的に機能し始めることになる。

経済が成熟段階に入ると、既存の収益機会の減少から、再び新しい事業を構想する必要がある。しかしながら、依然として、金融資本市場の評価は、既存の事業活動を評価することができない。

したがって、新事業に対する資金調達は友人、知人等の貯蓄資源に依存するしかない。インフォーマル投資を担う知人・友人の役割は、企業家の起業を、人格的な能力を含めた人間性の評価という主観的プロセスに入る。このプロセスが、徐々に個人間で伝播し、信用秩序に組み込まれ、市場形成の基礎を形成するが、初期の起業活動の評価は、個人的な関係による信用形成に依存する。

これが、インフォーマル投資の背景である。資金の過剰供給により、期待収益率すなわち利回りが低下した社会は成熟社会であるが、成熟社会における利回りの低下は、既存の金融資本市場の収益率の低下を意味している。資本市場における債権価格上昇としての利子率低下は、既存の金融市場における貨幣保有への代替を促すと同時に、投資家に対しては、市場の外側で貯蓄資源を新たな投機需要を生み出すインセンティブを与えることになる。例えば、現実に見られるベンチャーキャピタルやプライベートエクイティの発達はこの

うした、新規市場に収益機会を模索する成熟市場における投資家の貯蓄超過が背景にあることにほとんど疑いはないものと考えられる。

インフォーマル投資による資金調達額は、2014年現在、世界58ヶ国平均で創業1社あたり、20,000～40,000ドルを調達していることが報告されている。データセットは、期間2002年から2013年におけるGEMの研究から22,292世帯のインタビューを含んだ集計結果を利用した。高度に発展した資本主義経済においても、起業活動に与える影響に関しては、銀行などのフォーマルセクターからの調達のみならず、インフォーマル投資の重要性が示唆される。

本報告では、フォーマルな金融資本市場の形成と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らである。

図表3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3 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。

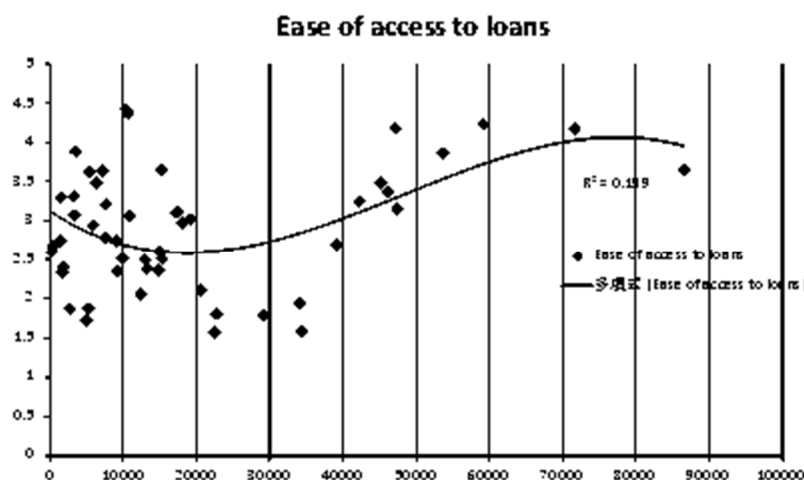
発展途上国におけるリスクフリーレートとリスクプレミアムは総じて高水準であり、市場の金融インフラが未成熟であることが要因である。経済におけるリスクフリーレートの低下は市場アクセスの柔軟性に起因する。インフォーマルセクターの正確な定義は困難ではあるが、成長段階に入った経済において、インフォーマルセクターは、家産的な市場形成から離れ、市場のインフラ整備の下、資本市場は効率的な資源配分の機能を公式に備えることになる。そのプロセスは、現実的には銀行の融資アクセスと資本市場に供給される

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有意義な市場環境の整備といえる。

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。

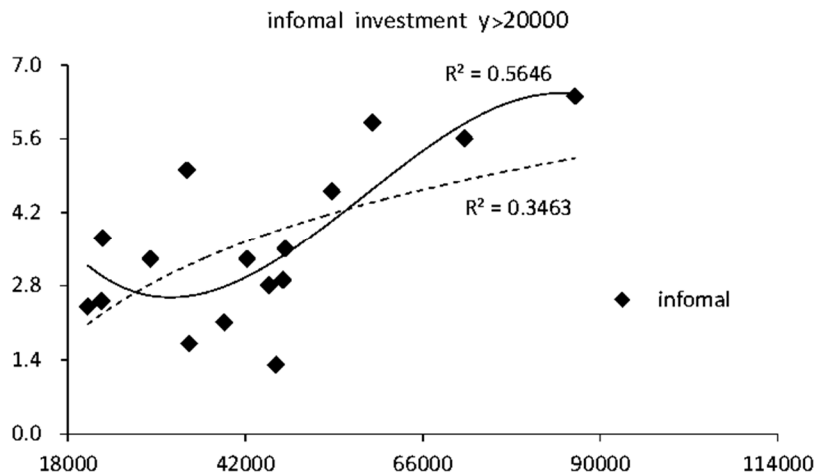
図表4 1人あたりGDPと金融アクセス



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

図表4のように、銀行融資のアクセス（縦軸）は、1人あたりGDP（横軸）に対して非線形をなし、取引市場の拡大とともに浸透し、およそ、1人あたりGDPの上昇とともに、企業の長期的な成長に貢献した。1人あたりGDPの水準20,000ドル付近から銀行の融資アクセス(Ease of access loans)は上昇し始める。この指標の評価基準は、担保と破産に関する法制度の契約法上の整備状況、ならびに、貸出や貸し手と借り手の権利が浸透し、銀行融資の貸出業務が柔軟に行われているか10段階で評価した値を示している。これを縦軸にして中小企業向け貸し出しの状況を測るにあたり、不動産担保だけではなく、動産担保が活用されているかどうかスコア化の際の評価項目になっている。この指標からは、1人あたりGDPの水準10,000~30,000ドル付近までの間、中小企業向けの融資は縮小して行くことが読みとれる。銀行融資は取引市場の拡大とともに大企業を中心に供給されるようになり、発展途上の経済が成熟し始めるまでの間、ゆるやかに緊縮した構造を見せている。金融資本市場における成熟は利子率の低下とともにリスクフリーレートとリスクプレミアムの水準も同時に低下した環境にある。既存市場で算定される収益機会の相対的な低下を意味するだけでなく、リスクが低下していることをも同時に意味している。しかし、低成長率、低収益の成熟した経済では、相対的な資金余剰が生じる。1人あたり30,000ドルを超える領域から金融アクセスは緩和され、発展途上国の融資構造とは、異なる状況になる。金融アクセスが個人および零細企業の資金融資においても適用されるようになり、起業活動を促進する資金需要を満たす傾向にある。

図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 (x US \$))



(出所) OECD Stat Monthly Monetary and Financial Statistics (MEI)
 World bank enterprise survey, Doing Business 2014 (EAL)
 Global Entrepreneurship Monitor – Adult Population 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)

※ 表6の推計に基づく推定 ***は有意水準1% **は有意水準5% *は有意水準10%

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.
- 5) 亀川雅人, (1991). 『企業資本と利潤—企業理論の財務的接近』, 中央経済社.
- 6) 亀川雅人, (2009). 「経営環境の国際比較と企業家精神」『立教ビジネスレビュー』 第2号, pp.37-48.
- 7) 亀川雅人, (2015). 「起業家コストの動学的アプローチ: 起業家の機会費用と取引コストの関係」, 『立教DBA ジャーナル第5号』, pp.3-15.