

スタートアップ企業の資金調達

本 庄 裕 司
(中 央 大 学)
(商 学 部 教 授)



< 要 旨 >

2022年1月、岸田内閣は、当該年を「スタートアップ創出元年」とし、その後「スタートアップ育成5か年計画」をとりまとめた。このように、近年、スタートアップ（起業）創出に注目が集まる。新しい技術やサービスの発展に創業（設立）間もないスタートアップ企業への期待は大きい。しかし、スタートアップ創出にはいくつか課題があり、もっとも典型的な課題は資金調達とよい。スタートアップ期の資金調達は「創業ファイナンス」と呼ばれており、創業ファイナンスは、政策的かつ学術的に関心が高まっている。

本稿は、日本企業の創業ファイナンスを説明する。企業の資金調達は、デットファイナンス、エクイティファイナンスの2つに大別できる。それぞれ金融機関からの借入金やベンチャーキャピタルからの出資（増資）などがあるが、こうした資金調達手段は、創業（設立）以降、常に同一でなく、経年的に変化すると考えてよい。

はじめに、創業後に企業の資金調達手段が変化する資金調達成長サイクルを説明する。つぎに、デットファイナンスおよびエクイティファイナンスについて、所有権やリターンなどの視点からそれぞれの違いを説明したうえで、創業ファイナンスによる創業後のパフォーマンスへの影響を論じる。加えて、これまでの研究成果や利用可能なデータをもとに、創業時および設立時の資金調達手段と資金調達額の違い、また、資金調達手段の決定要因を説明し、日本のスタートアップ企業の資金調達の特徴を紹介する。

最後に、本稿のまとめとして、日本におけるスタートアップ創出に向けて、デットファイナンスの役割およびメザンファイナンスへの展開を議論する。また、起業エコシステムの進展を念頭に、スタートアップ創出に向けての人材、資金、技術の有機的な結びつきの重要性を論じる。

目次

1. はじめに
2. デットファイナンスとエクイティファイナンス
 - 2.1. 資金調達成長サイクル
 - 2.2. デットファイナンスの特徴
 - 2.3. エクイティファイナンスの特徴
 - 2.4. 創業ファイナンスの効果
3. 創業ファイナンスの検証結果
 - 3.1. 創業時と設立時の資金調達手段
 - 3.2. 創業時と設立時の資金調達額
 - 3.3. 資金調達手段の決定要因
4. まとめ：創業ファイナンスの展望
 - 4.1. デットファイナンスの役割
 - 4.2. メザニンファイナンスへの展開
 - 4.3. スタートアップの推進に向けて

1. はじめに

新しい技術やサービスの発展に、若い企業の活躍が目立つようになった。新型コロナウイルスワクチンを開発してメッセージャー RNA (ribonucleic acid) の技術を世に広めたビオンテック (2008年設立, ドイツ) やモデルナ (2010年設立, 米国)、また、オンライン会議システムを世に浸透させたズームビデオコミュニケーションズ (2011年設立, 米国) は、いずれも設立後20年を満たない。海外で新たな技術を持つ若い企業の活躍を目の当たりにすると、必然的に日本でこうした企業の登場に期待が高まる。

2022年1月、岸田内閣は、当該年を「スタートアップ創出元年」とし、スタートアップ (start-up) 創出に取り組むと宣言して、その後「スタートアップ育成5か年計画」をとりまとめ

た¹。新しい技術やサービスの発展に創業 (設立) 間もないスタートアップ企業への期待は大きい²。スタートアップ企業への期待の背景に、バブル経済崩壊後の開業率の長期的な停滞やこれに伴う新たな経済成長の担い手の欠如への懸念がある。たとえば、「ユニコーン」と呼ばれる時価評価額10億ドル以上の未上場企業は、2022年10月現在 (1ドル約140円で換算)、米国や中国に遠く及ばず、また、韓国やシンガポールといったアジア諸国と比較しても少ない (本庄, 2023a)。こうしたことから、日本で新たな成長企業を創出し、スタートアップを通じた経済成長を目指す取り組みが行われている³。

スタートアップ (起業) 創出にはいくつか課題がある。もっとも典型的な課題が資金調達とあってよい。たとえば、『中小企業白書・小規模企業白書』で過去の起業関心者が起業をあ

1 詳細は、首相官邸ホームページを参照いただきたい。

https://www.kantei.go.jp/jp/headline/seisaku_kishida/seichousenryaku.html [2022年11月4日アクセス]

2 成長志向の強い革新性のある企業を「スタートアップ」と呼ぶことはあるが、本稿でのスタートアップは、創業 (設立) あるいは創業 (設立) 間もない企業を指す。ただし、創業期は業種で差異があるため、その点に明確な定義を設けない。また、本稿では、事業をはじめた時期を「創業」、会社を登記した時期を「設立」とする。ただし、すべての先行研究やデータベース、また、企業自身がこの定義にしたがっていると限らないため、その点は留意いただきたい。

3 これまでの間、スタートアップ企業に対する政策的な助成や支援が試みられている。たとえば、ユニコーンの振興をめざし、2018年6月、官民によるスタートアップ支援「J-Startup」がはじまった。また、新エネルギー・産業技術総合開発機構 (NEDO) 「研究開発型スタートアップ支援事業」、科学技術振興機構 (JST) 「大学発新産業創出プログラム」など、新しい事業への政策支援がいくつかみられている。

きらめた理由として、「資金調達が困難」(32%)がもっとも高い(中小企業庁, 2017)。創業を推進する視点から、スタートアップ期の資金調達である「創業ファイナンス」「スタートアップ・ファイナンス」(start-up finance)あるいは「アントレプレヌール・ファイナンス」(entrepreneurial finance) (以下「創業ファイナンス」で統一)は、政策的に関心の高いテーマといえる。また、創業ファイナンスは、コーポレートファイナンスやアントレプレナーシップ分野を中心に学術的にも関心が高い(Denis, 2004; Harrison, 2016; Block et al., 2018; Cumming and Groh, 2018; Cumming et al., 2019)。

本稿は、日本の創業ファイナンスを説明する。企業の資金調達は、バランスシート(貸借対照表)の負債・純資産の部にあてはめれば、金融機関からの借入金や社債などの「デットファイナンス」(debt finance)、ベンチャーキャピタルからの出資(増資)などの「エクイティファイナンス」(equity finance)の2つに大別できる。いずれも資金を調達する点で差異はないが、その特徴を踏まえれば、この2つは大きく異なる。本稿では、デットファイナンスとエクイティファイナンスの違いを説明しながら創業ファイナンスを論じる。あわせて、これまでの研究成果や利用可能なデータをもとに、日本のスタートアップ企業の資金調達を説明し、また、スタートアップ創出に向けての創業ファイナンスのあり方を議論する。なお、本稿では、将来的

な経済の担い手としてのスタートアップ企業を考えたことから、日本経済で中心的な役割をはたす株式会社を前提に議論を進めていく⁴。

本稿の構成は、以下のとおりである。第2節では、デットファイナンスとエクイティファイナンスとの違いを含めてそれぞれの特徴を説明する。第3節では、創業ファイナンスに関する検証結果と先行研究にもとづき、スタートアップ企業の資金調達の状況を説明する。第4節では、スタートアップ創出に向けて創業ファイナンスのあり方を議論して本稿をまとめる。

2. デットファイナンスとエクイティファイナンス

2.1. 資金調達成長サイクル

企業の資金調達の源泉として、金融機関や投資家といった企業外部の組織や人からの資金(外部金融)また企業内部の資金(内部金融)がある。この2つには、資金調達の際に生じるコスト(「資金調達コスト」あるいは「資本コスト」)に違いがある。外部金融(外部資金)の場合、金融機関や投資家との契約の際のコストが発生し、支払利息や配当といったリターンが必要となる。また、外部組織や既存株主との調整のためのコストも発生する。外部金融に対して、事業活動から得られた利益剰余金などの内部留保にもとづく内部金融(内部資金)がある。一般的に、外部金融のほうが内部金融よりも資金調達コストは高い。しかし、創業(設立)間もないスタートアップ企業の多くは、事業を

4 株式会社以外に、個人事業や非営利法人などの組織形態が存在する。しかし、こうした組織形態は、株式会社と比較して、所有や組織の構造だけでなく、目的や行動も多岐にわたる。本稿では、議論が多岐にわたらないように株式会社を前提に説明していく。なお、近年では、合同会社の設立数の増加が著しく、スタートアップという視点から合同会社が将来的に重要になる可能性はある(本庄, 2022)。ただし、合同会社は、持ち株会社や外国企業の現地法人など、特定の組織の設立を目的とすることがある。

はじめてすぐに利益を得ることは難しく、内部金融を利用できないために外部金融に依存する。外部金融はとくに資金需要の大きいスタートアップ企業で重要な役割をはたす。

外部金融のデットファイナンスとして、金融機関からの借入金や社債（私募債、公募債）、また、エクイティファイナンスとして、ベンチャーキャピタルから出資（増資）などがある。しかし、スタートアップ企業が、これらのデットファイナンスやエクイティファイナンスを自由に選択できるわけではない。創業間もない時期に、公募債や証券取引所での公募株式といった資金調達手段を利用できない。むしろ創業時に必要な資金を調達できない資金制約（financial constraint）に陥ることは珍しくない（Stucki, 2014）。

スタートアップ企業は、事業活動の歴史が浅く、市場での信用情報が十分でない。起業家自身、実際に事業をはじめてみないとわからないことが多く、事業に高いリスク（不確実性）を伴う。とくに、バイオテクノロジー、AI（artificial intelligence）といった新しい技術の開発を志向する企業、いわゆる「ハイテックスタートアップ」（high-tech start-up）では事業リスクが高くなりやすい。金融機関や投資家が事業リスクの高さを考えて高い利息（利子）を設定すれば、必然的に資金調達コストが上昇する。

金融機関や投資家は、多くの場合、スタートアップ企業の事業や起業家個人について十分な情報を持たない。この場合、金融機関や投資家と起業家との間で情報の非対称性（information asymmetry）が発生する（Cassar, 2004; Franck et al., 2010; Nofsinger and Wang,

2011）。ハイテックスタートアップと呼ばれる技術志向型スタートアップ企業の場合、金融機関や投資家が技術の将来性を理解することは容易でない。また、こうした企業は、自社の技術を社外に公開することを望まない（Yosha, 1995; Bah and Dumontier, 2001）。このようなことから、技術志向型スタートアップで情報の非対称性が顕著になりやすい（Colombo and Grilli, 2007）。

金融機関や投資家は、良質な事業に取り組む、将来的に成長を期待できる企業を選別し、融資（デットファイナンス）あるいは出資（エクイティファイナンス）を通じて資金を供給したい。しかし、金融機関や投資家が必ずしもこうした企業を選別して資金を供給できるわけではない。たとえ良質な事業に取り組む企業が金融機関や投資家に対して事業の将来性をアピールしても、そうでない企業も同様にアピールできるならば、良質な事業に取り組む企業とそうでない企業との選別は難しい。金融機関や投資家が必要な情報の入手につとめれば、そのための費用を支払わなければならない。金融機関や投資家が良質な事業に取り組む企業に対し、そうでない企業と同等の条件を提示すれば。結果的に、良質でない事業に取り組む企業のみが資金を求める逆選択（adverse selection）が生じる。また、情報の非対称性は、スタートアップ企業がその後に金融機関や投資家の望まない行動をとるモラルハザード（moral hazard）にもつながる。このように、情報の非対称性は、金融機関や投資家がスタートアップ企業の事業を正しく評価することを困難にし、加えて、逆選択やモラルハザードに依拠するエージェンシ

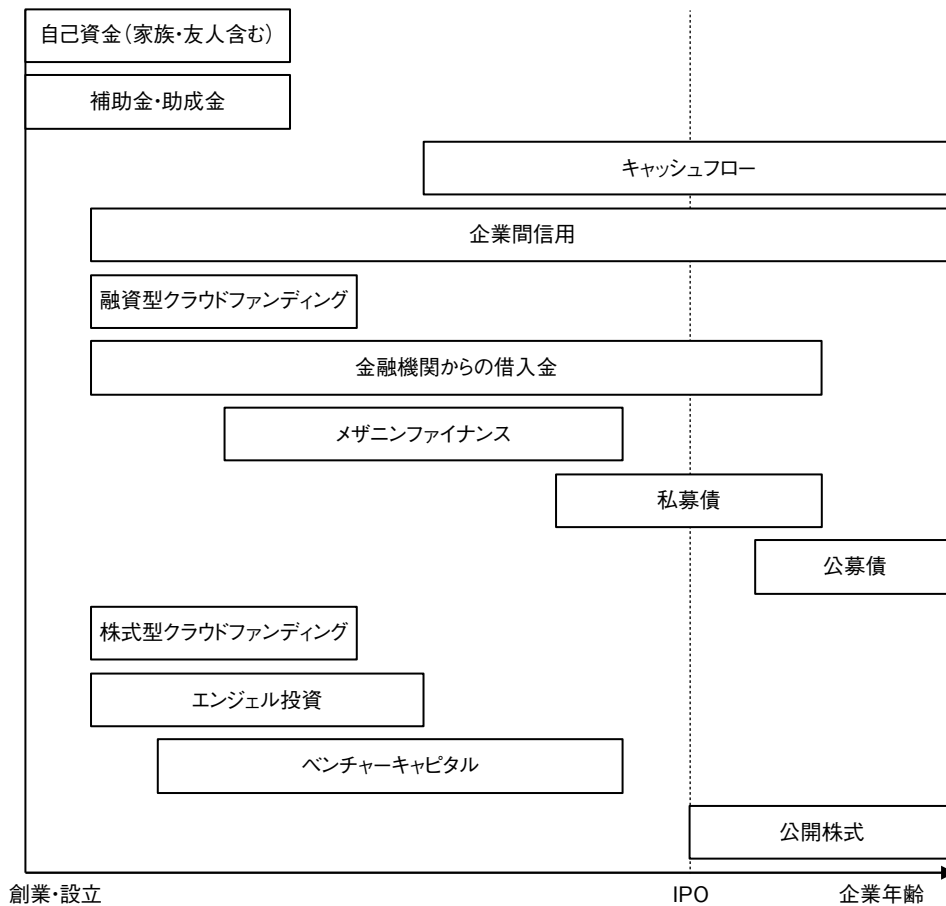
ーコストを生み出して金融機関や投資家が良質な事業に取り組む企業の資金需要に応えることを阻害する。

ただし、事業リスクや情報の非対称性はその後に変化する。たとえ創業（設立）時に事業リスクが高く、情報の非対称性が大きくても、スタートアップ企業は、事業をはじめて経験を積み重ねれば自社の能力や市場の状況を把握できる (Jovanovic, 1982)。いいかえれば、スタートアップ企業に創業後の学習効果 (learning effect) がはたらく。金融機関や投資家もまたスタートアップ企業の事業活動を学習し、資金供給と返済の履歴を積み重ねて信用情報を蓄積

していく。事業が軌道に乗ってキャッシュフローを得られれば、外部金融だけでなく、内部金融も利用可能となる。

図1に示すとおり、企業の資金調達手段は経年的に変化する。これを「資金調達成長サイクル」(financial growth cycle) と呼ぶ (Berger and Udell, 1998)。創業（設立）時は、創業者 (founder) あるいは 家族 (family)、友人 (friend) からの創業資金 (自己資金)、いわゆる「3F」に依存しやすい。自己資金への依存は、国内外で一貫した傾向といえる (Storey and Greene, 2010; Honjo et al., 2022)。他方、多くのスタートアップ企業にとって、いきなり公募

図1 資金調達成長サイクル



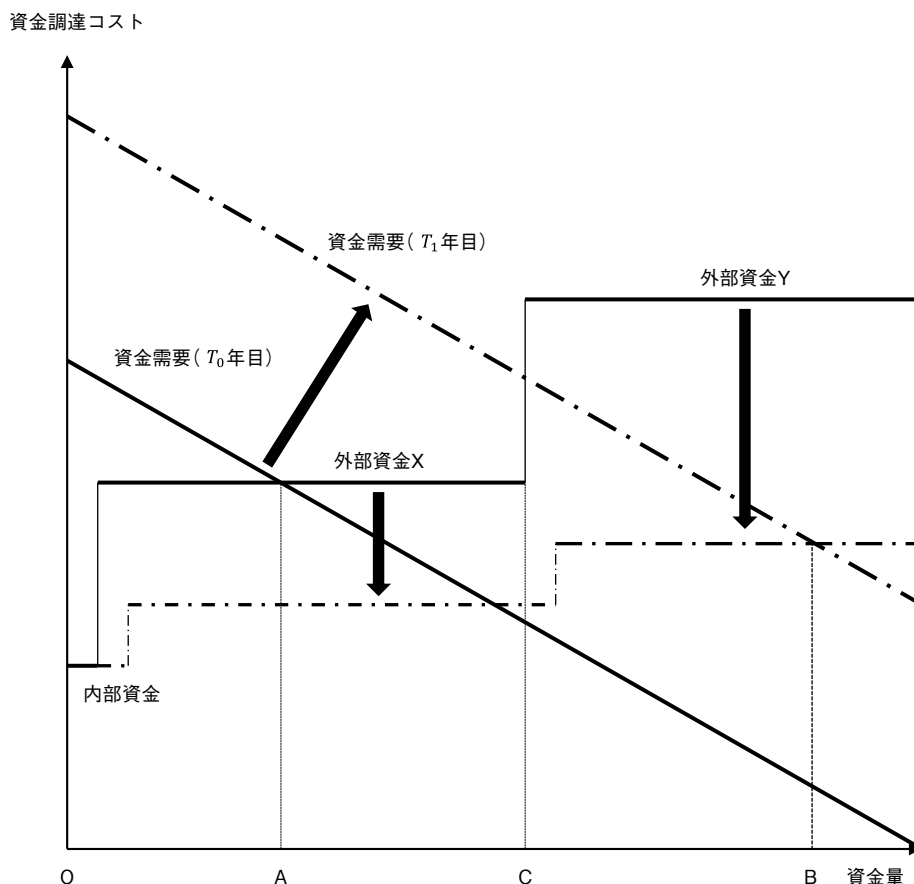
出所：Berger and Udell (1998) を参考に日本の状況と時代の変化を考慮して作成。

債や公募株式による資金調達は困難であり、ベンチャーキャピタル (venture capital; VC) もある程度事業が発展してからの利用となる。こうしたなか、金融機関からの借入金は、比較的初期段階で利用可能であり、スタートアップ企業が利用しやすい資金調達の1つといえる。これは、銀行を中心とした市場システムを持つ日本だけでなく、欧米諸国でも同様にみられる (Storey and Greene, 2010; Robb and Robinson, 2014)。

資金調達成長サイクルは、スタートアップ企業の資金需要の変化だけでなく、学習効果や情報の非対称性の緩和を通じて発生する。図2に、ある企業の創業後 T_0 年目と $T_1 (>T_0)$ 年目の

資金調達手段の変化を示す。この企業は、 T_0 年目に資金調達コストの低い内部資金と外部資金Xで資金量Aまで調達する。その後 T_1 年目に資金需要が増加し、内部資金の供給量や外部資金の資金調達コストが変化しなければ、 T_0 年目と同様に外部資金Xのみを利用して資金量Cを得る。しかし、学習効果や情報の非対称性の緩和で外部資金の資金調達コストが低下すれば、外部資金Yの利用も可能となり資金量Bを得る。このように、創業 (設立) 時に利用できなかった資金調達手段でも学習効果や情報の非対称性の緩和を通じて利用可能となり、資金調達成長サイクルが発生すると考えられる。

図2 創業後の資金調達手段の変化



2.2. デットファイナンスの特徴

デットファイナンスは、スタートアップ企業からみれば、バランスシートの負債の部に該当する。資金供給側からみれば融資となる。スタートアップ企業の場合、銀行などの金融機関からの借入金がデットファイナンスの中心となる。日本のスタートアップ企業のデットファイナンス比率は、いくつかの欧州諸国（イギリス、スペイン、イタリア、ドイツ、フランス）と比較して高い傾向がみられる（Honjo, 2021b）⁵。また、日本では、設立1年目のデットファイナンス比率が他国より高いだけでなく、その後のデットファイナンス比率に緩やかな増加傾向がみられる。このことは、設立後の銀行借入金などのデットファイナンスの利用の拡大を示しており、企業と金融機関との経年的な関係の構築が示唆される（本庄, 2021）。

デットファイナンスの貸出手法（貸出技術）として、トランザクション貸出（transaction lending）とリレーションシップ貸出（relationship lending）がある（Berger and Udell, 2002, 2006）。トランザクション貸出は、主に定量的な情報を元に融資判断を行う貸出であり、財務情報や担保資産の価値など、「ハード」（hard）と呼ばれる数値化された情報を用いる。トランザクション貸出には、財務情報やクレジットスコアと呼ばれる情報をもとに貸出を行う。また、土地や建物などの不動産を担保に行うことが多く、それ以外にも流動資産を用いた資産担保融資（asset-based lending; ABL）がある。この点で、デットファイナンスは、資産の評価にもとづく資金調達といえる。他方、トランザ

クション貸出に対して、リレーションシップ貸出は、経営者の能力や資質など、「ソフト」と呼ばれる人への伝達の難しい情報を用いる（内田, 2016）。ただし、実際には、こうした貸出手法を組み合わせることが多い。また、起業家（創業者）自身が自宅などを担保にデットファイナンスを行い、これをスタートアップ企業の創業資金に充当することもある。

デットファイナンスの場合、金融機関など資金供給側へのリターンは利息（利子）となる。ただし、利息は、法律（利息制限法、出資法）で定められた上限金利を超えて設定できず、事前に決められた範囲の金利にとどまる。リスクの高い事業、また、利益を得るまでに長期を要する事業では、利息で事業リスクに見合ったリターンを得ることは難しい。また、デットファイナンスの特徴として、リスク軽減や事業への規律づけのためにしばしば担保を用いる。さらに、経営者個人が企業の連帯保証人になる経営者保証（個人保証）を設定することもある。債務不履行となった場合、金融機関は、担保を売却して融資を回収する、あるいは、経営者個人に弁済を迫る。担保や経営者保証に加えて、日本では、信用保証協会が保証人となる「信用保証制度」がある。これを利用することで貸手（金融機関など）のリスク軽減につながる。

デットファイナンスの特徴の1つとして、一般的に株式（所有権、議決権）の移転を伴わない。このことは、企業の所有にこだわる起業家に都合よい。しかし、デットファイナンスは、期日ごとに支払利息が発生する。これは、利益をあげられない企業、とくに、事業から直接利

⁵ デットファイナンスとエクイティファイナンスの合計のうちデットファイナンスの占める割合を「デットファイナンス比率」と呼ぶ。

益を得られないハイテクスタートアップにとって大きな負担となる。また、デットファイナンスは、自己資本比率が低下するために倒産確率が上昇する。

デットファイナンスを利用する企業は、業種間で違いがみられる。Bureau van Dijkの提供するORBISを用いた結果では、業種別平均では製造業、卸売・小売業で高く、逆に、情報通信業で低い(本庄, 2015)。製造業企業は、土地、建物、機械設備、棚卸資産といった担保になりやすい資産を有しており、比較的デットファイナンスを利用しやすい。

デットファイナンスのメリットとして、エクイティファイナンスと比較してアクセスが容易な点があげられる。日本では、創業支援に取り組む政府系金融機関である日本政策金融公庫(以下、「日本公庫」)、中小企業への資金供給を行う商工組合中央金庫(以下「商工中金」)など、スタートアップ企業や中小企業に特化した金融機関が存在する。とくに、日本公庫「新創業融資制度」など、スタートアップ企業向けの融資(デットファイナンス)も存在する⁶。加えて、日本では、信用金庫、信用組合、地方銀行など、地域に立脚した金融機関が整備されている。こうした重層的な金融機関の存在は、スタートアップ企業を含む中小企業のデットファイナンスの利用を下支えする。逆に、将来的な成長を期待できる未公開株式(プライベートエクイティ)への投資を専門とするベンチャーキャピタルへのアクセスは、一部の起業家を除けば馴染みが

薄く、実際に3F以外でエクイティファイナンスを得ることは容易でない。

デットファイナンスは、既存の金融機関だけでなく取引先などの事業会社から資金を調達することもある。とくに、信用取引(trade credit)は、取引先とのデットファイナンスとしてとらえることもできる。また、近年、スタートアップ企業によるオンラインプラットフォームの活用した資金調達であるクラウドファンディング(crowdfunding)の利用がみられている⁷。クラウドファイナディングには、購入型(寄付型を含む)が広く知られているが、金額ベースでみると融資型(デットファイナンス)が他を圧倒し、すでに総額年1000億円を超えている(本庄, 2021)。

2.3. エクイティファイナンスの特徴

エクイティファイナンスは、スタートアップ企業からみれば、バランスシートの純資産の部に該当する。資金供給側からみれば出資となる。スタートアップ企業の場合、「3F」と呼ばれる起業家およびその家族や友人など、起業家およびその縁故者がエクイティファイナンスの中心となる。これ以外に、ベンチャーキャピタルおよびスタートアップ企業に出資する「エンジェル投資家」(angel investor)(あるいは「ビジネスエンジェル」と呼ばれる個人投資家からの出資もみられる。しかし、後述するように、その利用はきわめて限定的であり、全体のわずか数パーセントに過ぎない(Honjo et al., 2022)。

6 日本政策金融公庫国民生活事業「業務統計年報」(令和4年版)によると、2021年度、新創業融資制度の貸付状況は1123億円であり、前年度(2020年度)985億円より増加している。また、日本政策金融公庫「日本政策金融公庫ディスクロージャー誌2022」によると、2021年度、創業融資実績(創業前および創業後1年以内の企業に対する融資)は1406億円であり、前年度(2020年度)2477億円より減少している。

<https://www.jfc.go.jp/> [2023年3月10日アクセス]

7 ICO(initial coin offering)などブロックチェーンを通じた創業ファイナンスの研究もみられるようになっている(Moritz et al., 2020)。

また、親会社や取引先を含む事業会社からの出資を利用する企業も存在する。とくに、「スピノフ」(spin-off)と呼ばれる親会社から分離して誕生したスタートアップ企業の場合、親会社からの出資を利用することが多い⁸。加えて、融資型と比較すれば金額ベースでわずかに過ぎないが、注目されるエクイティファイナンスとして、株式型クラウドファンディングがある。将来的に金融商品取引法を含む法律の整備や変更が進めば、イノベーションを目指すスタートアップ企業にとって、株式型クラウドファンディングが重要な資金調達手段となる可能性がある。

デットファイナンスが資産の評価に対し、エクイティファイナンスは事業の評価にもとづく資金調達といえる。投資家は、供給した資金より事業の評価の増加が上回ることを期待して資金を供給する。そのために「デューデリジェンス」(due diligence)と呼ばれる事業を評価する機会が重要となる。

エクイティファイナンスの場合、投資家など資金供給側へのリターンは配当となる。ただし、配当は利益の一部にとどまり、利益を得なければ配当を支給できない。未公開株式に投資するベンチャーキャピタルやエンジェル投資家にとって、こうしたリターンより、むしろ株式売却益のほうが魅力的だろう。スタートアップ企業が将来的に成長をはたして市場で評価されれば、高額なキャピタルゲインにつながり、株式売却益を期待できる。そのために、投資家は、

株式市場に上場するIPO (initial public offering) あるいは他社に売却するM&A (merger and acquisition) といった出口戦略 (exit strategy) を目指す。しかし、債務不履行となった場合、通常の株式 (普通株) では資金を優先的に回収できない。こうしたことから、エクイティファイナンスは、高いリスクに見合ったリターンをもたらす、デットファイナンスと比較すると、ハイリスク・ハイリターンといえる。

エクイティファイナンスの特徴の1つとして、一般的に、株式 (所有権・議決権) の移転を伴う⁹。別の視点でとらえれば、所有権 (議決権) の移転を嫌う起業家は、エクイティファイナンスを敬遠する。しかし、デットファイナンスと異なり、支払利息が発生しない。このことは、すぐに利益を得ることの難しいスタートアップ企業にとって都合よい。加えて、エクイティファイナンスは、自己資本比率が上昇するために倒産確率が低下する。

エクイティファイナンスを利用する企業の特徴として、前述したとおり、情報通信業のデットファイナンス比率が低く、こうした業種でエクイティファイナンスの利用がみられる (本庄, 2015)。実際に、ベンチャーキャピタルの投資先 (件数) として、「コンピュータおよび関連機器、IT (information technology) サービス」がもっとも高く、ここ数年全体の約3割を占める (ベンチャーエンタープライズセンター, 2022)。

8 スピノフとの類義語として「スピノアウト」(spin-out)、「カーブアウト」(curve-out) がある。これらの用語は、資本関係の有無や戦略的な意図などで使い分けがある。

9 ここでは普通株を前提としており、無議決権株式など議決権に制約を設けた種類株の場合、ここでの議論と異なる。また、投資家から見たエクイティファイナンスの特徴として、「ラウンド」と呼ばれる事業の成長段階に応じて投資する「段階的投資」、投資家たちが共同して投資する「シンジケーション投資」などがある (Gompers and Lerner, 2010)。ただし、本稿では、スタートアップ企業の視点を中心のため、こうした投資家視点での議論を割愛する。

バイオテクノロジー、ITなど、技術志向型スタートアップ企業が比較的エクイティファイナンスを利用する傾向がみられる。技術志向型スタートアップ企業の場合、資金調達には内部金融が望ましい (Carpenter and Petersen, 2002a, 2002b; Hall, 2002)。しかし、技術志向型スタートアップ企業が短期でキャッシュフローを得るまで成長することは難しい。また、バイオスタートアップの一部では、研究開発投資によって開発した技術のライセンスあるいは企業自体の売却を目指すことが多く、日々の事業活動からの利益を目標としない。こうした企業が内部金融を利用することは難しい。また、研究開発投資は、事業リスクが高く、加えて、担保価値のある資産につながりにくく、その後に投資を回収できないサンクコスト (sunk cost) になりやすいことから、デットファイナンスを利用しにくい (Carpenter and Petersen, 2002a; Colombo and Grilli, 2006)。投資家からみれば、高いリスクに見合ったリターンを得るために、デットファイナンスよりもエクイティファイナンスが望ましい。このように、エクイティファイナンスは、技術志向型スタートアップ企業や発明起業家など、特別なスタートアップ企業の資金調達として有効といえる。

2.4. 創業ファイナンスの効果

創業ファイナンスは、スタートアップ企業その後のパフォーマンスに影響する。たとえば、Cole and Sokolyk (2018) は、米国で実施した「カウフマン企業調査」(Kauffman Firm

Survey) のデータを用い、初年度にデットファイナンスを利用した企業がすべてエクイティファイナンスで資金を調達した企業と比較して、その後存続および成長しやすいことを示した¹⁰。ただし、この関係は、スタートアップ企業がデットファイナンスを利用した場合に限り、オーナー個人として借入れた企業は、むしろ成長しない傾向がみられている。

その一方で、エクイティファイナンスへの依存は、倒産確率の低下につながる。実際に、Honjo and Kato (2019) は、帝国データバンクのデータを用い、設立時のエクイティファイナンスが倒産に影響することを示した。ただし、エクイティファイナンスの大きさより、エクイティファイナンス比率の高いスタートアップ企業ほど倒産しにくい。また、興味深い発見として、株式会社設立の際に1000万円以上の資本金を必要とした「最低資本金制度」の適用期間 (~2006年4月) に設立された企業は、エクイティファイナンス比率の倒産への効果が小さく、逆に、2006年5月、会社法施行に伴って最低資本金制度が廃止された後、エクイティファイナンス比率の倒産への効果がみられている。起業家個人の借入金で資本金 (エクイティファイナンス) を準備できることを考えれば、最低資本金制度といった規制が設立時に起業家個人の借入金を通じたエクイティファイナンスにつながり、それがエクイティファイナンス比率の効果を棄損している可能性がある。

加えて、スタートアップ企業のパフォーマンスは、資金調達手段によって異なる。とくに、

¹⁰ Robb and Robinson (2014) は、「カウフマン企業調査」にもとづいて、スタートアップ企業の資金調達を検証している。その結果、多くの企業が銀行借入金といった負債による外部金融に依存し、また、多くのスタートアップ企業がオーナー個人で借入れることを明らかにした。ただし、「カウフマン企業調査」のサンプルに、個人事業やパートナーシップが約4割程度占めることに留意する必要がある。

ベンチャーキャピタルは、「コーチ」として付加価値を生み出すだけでなく、「スカウト」として成長の期待できる企業を選別する (Baum and Silverman, 2004; Colombo and Grilli, 2010)。ベンチャーキャピタルは、銀行と比較して、潜在的な投資先を選別する技術を持ち、また、投資事業に付加価値を与える役割をはたす (Ueda, 2004; Cosh et al., 2009)。いくつかの実証分析では、ベンチャーキャピタルからの出資がその後のスタートアップ企業の成長に貢献する傾向を示している (Cole et al., 2016)。

ベンチャーキャピタル以外に、既存の事業会社がスタートアップ企業のパフォーマンスに影響することも考えられる。既存企業からスピン

オフや既存企業間の合弁会社 (ジョイントベンチャー) は、独立系スタートアップ企業と比較し、親会社からの出資や融資を受けやすい点で資金調達を有利に進められる。近年では、事業会社やCVC (corporate venture capital) と呼ばれる事業会社の子会社となるベンチャーキャピタルからの未公開株式への投資が一定割合を占める (ベンチャープライズセンター, 2022)。事業会社は、資金だけでなく、人材や技術といったリソース (経営資源) を供給することもあり、こうした点で、スピンオフは独立系スタートアップ企業より優位性を持つ。ただし、逆に、独立系スタートアップ企業のほうが成長のインセンティブは高いかもしれない。

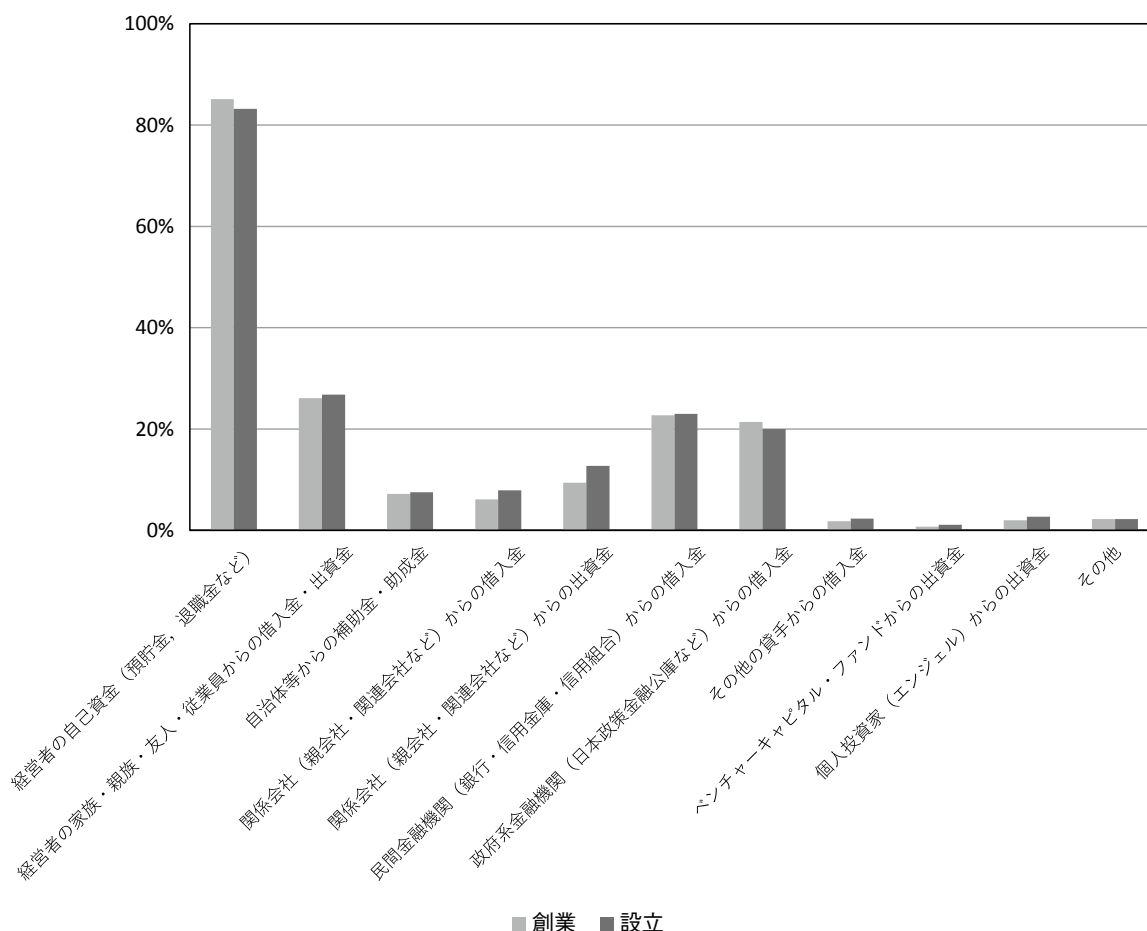
3. 創業ファイナンスの検証結果

3.1. 創業時と設立時の資金調達手段

創業ファイナンスの一例として、本節では、2017年7月に実施したアンケート調査「日本の

創業ファイナンスに関する実態調査」のサンプルを用いた結果を紹介する¹¹。図3は、創業時および設立時における資金調達手段を利用した企業の比率（利用率）を示す。

図3 創業時と設立時における資金調達手段の利用率



出所：アンケート調査「日本の創業ファイナンスに関する実態調査」を用いて、内田ほか (2018)、Honjo et al. (2022) を参考に作成。
 注：資金調達手段を利用した企業の割合。サンプルは、アンケート調査「日本の創業ファイナンスに関する実態調査」で得た回答企業から、(i) 創業年あるいは設立年が2011年以前あるいは不明、(ii) 業種不明、(iii) いずれの資金調達の利用なし、いずれかに該当する企業を除外。企業数は、創業が1,579社、設立が1,289社。Honjo et al. (2022) は、創業と設立をまとめているが、本稿では区別して創業と設立の判明した企業をそれぞれに含めている (重複あり)。また、Honjo et al. (2022) で用いたウェブ調査「起業と資金調達に関する調査」のサンプルを用いていない。Honjo et al. (2022) は、創業と設立をまとめており、分析に必要な変数が欠損の企業を除外しているため、本稿のサンプルサイズと異なる。

11 アンケート調査の詳細は、内田ほか (2018)、内田ほか (2022)、Honjo et al. (2022) を参照いただきたい。

図3に示すとおり、全体の8割を超える企業が、経営者の自己資金を利用し、また、家族や友人からの資金調達の利用もみられる。創業時や設立時の資金調達は、創業者とその縁故者に依存しやすい。利用率でみると経営者の自己資金に及ばないが、民間金融機関（銀行、信用金庫、信用組合）と政府系金融機関（日本公庫など）からの借入金の利用がそれぞれ約2割程度を占める。また、関係会社からの出資金および借入金の利用がそれぞれ約1割程度となっている。こうした資金調達手段の利用は、創業時だけでなく設立時も同様の傾向がみられる。

他方、ベンチャーキャピタルからの出資は、わずかに過ぎず、設立時で約1%と限定的である。ベンチャーキャピタル以外に、エンジェル投資を含む個人投資家からの出資があるが、図3に示すとおり、エンジェル投資（個人投資家からの創業ファイナンス）を利用する企業は、設立時で約3%にとどまる¹²。また、GEM(Global Entrepreneurship Monitor) データを用いた調

査では、日本でスタートアップ企業への投資の経験をもつ人は1%程度であり、これは他国と比較するときわめて低い（Honjo, 2015; Honjo and Nakamura, 2020）。技術志向の強いバイオスタートアップでもエンジェル投資の利用はわずかに過ぎない（本庄ほか, 2014; Honjo and Nagaoka, 2018）。

民間金融機関と政府系金融機関との協調融資もみられる。表1に、創業時および設立時での民間金融機関からの借入金、政府系金融機関からの借入金、VC・エンジェルからの出資金の利用のクロス表を示す¹³。表1に示すとおり、創業時および設立時のいずれも民間金融機関と政府系金融機関からの借入金の利用に相関がみられる。スタートアップ企業に対する民間金融機関および政府系金融機関による協調融資が推察される。ただし、VC・エンジェルからの出資金の利用と、民間金融機関あるいは政府系金融機関からの借入金の利用との相関はみられていない。

12 アンケート調査では、必ずしもスタートアップ企業への投資を専門とする投資家かを確認していないため、エンジェル投資をむしろ「インフォーマル投資」と呼ぶべきかもしれない。

13 ベンチャーキャピタル投資とエンジェル投資は異なるが、図3に示すとおり、いずれの利用率もきわめて低く、以下、一定の観測数を得るためにいずれかを利用した場合、「VC・エンジェルからの出資金」としている。

表1 創業時および設立時における資金調達手段の相互利用

(創業)						
		政府系金融機関からの借入金			Pearson	Fisher
		なし	あり	計	p 値	p 値
民間金融機関からの借入金	なし	1000	220	1220	0.000	0.000
	あり	241	118	359		
	計	1241	338	1579		
VC・エンジェルからの出資金						
		なし	あり	計	Pearson	Fisher
		なし	あり	計	p 値	p 値
民間金融機関からの借入金	なし	1188	32	1220	0.470	0.565
	あり	352	7	359		
	計	1540	39	1579		
VC・エンジェルからの出資金						
		なし	あり	計	Pearson	Fisher
		なし	あり	計	p 値	p 値
政府系金融機関からの借入金	なし	1209	32	1241	0.594	0.696
	あり	331	7	338		
	計	1540	39	1579		
(設立)						
		政府系金融機関からの借入金			Pearson	Fisher
		なし	あり	計	p 値	p 値
民間金融機関からの借入金	なし	835	158	993	0.000	0.000
	あり	196	100	296		
	計	1031	258	1289		
VC・エンジェルからの出資金						
		なし	あり	計	Pearson	Fisher
		なし	あり	計	p 値	p 値
民間金融機関からの借入金	なし	957	36	993	0.630	0.721
	あり	287	9	296		
	計	1244	45	1289		
VC・エンジェルからの出資金						
		なし	あり	計	Pearson	Fisher
		なし	あり	計	p 値	p 値
政府系金融機関からの借入金	なし	994	37	1031	0.703	0.850
	あり	250	8	258		
	計	1244	45	1289		

出所：アンケート調査「日本の創業ファイナンスに関する実態調査」を用いて、内田ほか（2018）、Honjo et al. (2022) を参考に作成。
 注：資金調達額の単位は百万円。Pearson は、Pearson のカイ2乗検定の p 値。Fisher は、Fisher の正確確率検定の p 値。サンプルは、図3と同じ。

3.2. 創業時と設立時の資金調達額

上記サンプルを用いて、表2に、業種ごとの創業時と設立時の資金調達額を示す。創業時と設立時の資金調達額は、それぞれ平均1300万円、1490万円であり、資金調達額は、創業時より設立時のほうが高い。メジアンでみると、いずれも300万円である。表2では、業種ごと

の資金調達額を示している。製造業、運輸業・その他で資金調達額が高い一方で、建設業、情報通信業で低い。製造業企業のいくつかは、土地、建物、機械設備、棚卸資産などの資産が必要となり、創業時また設立時の資金需要が大きいと考えられる。

表2 スタートアップ企業の資金調達額（単位：百万円）

	平均	SD	25%	メジアン	75%	N
(創業)						
建設業	5.1	14.4	0.8	3.0	5.0	259
製造業	24.9	101.4	1.0	4.0	12.0	114
情報通信業	5.8	25.1	0.5	1.0	3.0	88
卸売・小売業	8.3	17.4	1.0	3.0	8.0	261
不動産業	16.5	57.1	2.5	4.0	7.0	106
サービス業（飲食業含む）	12.0	37.3	1.0	3.0	8.0	416
運輸業・その他	29.8	89.1	0.5	3.0	10.0	155
全業種	13.0	50.6	1.0	3.0	7.6	1399
(設立)						
建設業	6.5	18.6	1.0	3.0	5.2	153
製造業	28.9	108.7	1.0	4.0	15.0	99
情報通信業	6.1	25.4	0.5	1.0	3.0	86
卸売・小売業	8.7	19.5	1.0	3.0	8.0	193
不動産業	18.0	60.5	2.0	4.8	7.0	94
サービス業（飲食業含む）	14.1	54.5	1.0	3.0	8.0	366
運輸業・その他	28.4	92.9	0.4	2.0	8.0	134
全業種	14.9	59.5	1.0	3.0	7.6	1125

出所：アンケート調査「日本の創業ファイナンスに関する実態調査」を用いて、内田ほか（2018）、Honjo et al. (2022) を参考に作成。
注：資金調達額の単位は百万円。SDは標準偏差、Nは観測数。サンプルは、図3注の条件を満たす企業のうち、創業時あるいは設立時の資金調達額が得られた企業。企業数は、創業が1,399社、設立が1,125社。

表3に、民間金融機関および政府系金融機関からの借入金、VC・エンジェルからの出資金の利用の有無にしたがった資金調達額を示す¹⁴。表3に示すとおり、創業時に民間金融機関からの借入金を利用した企業の資金調達額は、平

均3320万円、メジアン600万円である。民間金融機関からの借入金の利用した企業ほど資金調達額が高く、この差は統計的に有意である。他方、創業時に政府系金融機関からの借入金を利用した企業の資金調達額は、平均1490万

¹⁴ 表1で示したとおり、平均がメジアンと比較してかなり大きく、対数変換などの処理が有効かもしれない。ただし、資金調達額を0と回答した企業が一定数存在し、本稿では、対数変換ができないことからレベルの値（単位：百万円）を用いている。

円、メジアン500万円である。政府系金融機関からの借入金を利用した企業ほど資金調達額は高いが、民間金融機関からの借入金と比較すると、その差はそれほど大きくない。このことから、比較的資金需要の小さいスタートアップ企業は政府系金融機関を利用し、また、比較的資金需要の大きいスタートアップ企業は民間金融機関を利用することが示唆される。こうした民間金融機関や政府系金融機関からの借入金の利用の特徴は、設立時の資金調達額でも同様にみられている。

表3では、ベンチャーキャピタルや個人投資家（VC・エンジェルからの出資金）を利用したスタートアップ企業の資金調達額を示している。創業時にこれらを利用した企業の資金調達額が平均6230万円である。これは民間金融機関を利用した企業の資金調達額の平均を上回る。創業時にベンチャーキャピタルや個人投資家からの出資を受ける企業はごく一部だが、こうした企業の資金調達額は高い。ただし、資金調達額の分散が大きく、ベンチャーキャピタルや個人投資家からの出資の有無による違いは明

表3 資金調達手段ごとのスタートアップ企業の資金調達額（単位：百万円）

		平均	SD	メジアン	t	Z	N
(創業)							
民間金融機関からの借入金	なし	7.3	27.1	3.0			1089
	あり	33.2	92.1	6.0	4.91***	9.48***	310
	ATE	14.0***					
政府系金融機関からの借入金	なし	12.5	45.5	3.0			1093
	あり	14.9	65.6	5.0	0.595	4.54***	306
	ATE	-0.9					
VC・エンジェルからの出資金	なし	11.8	42.1	3.0			1365
	あり	62.3	180.3	4.0	1.63	1.81*	34
	ATE	-1.3					
(設立)							
民間金融機関からの借入金	なし	8.1	30.1	3.0			871
	あり	38.2	109.1	5.3	4.36***	7.64***	254
	ATE	25.1***					
政府系金融機関からの借入金	なし	14.6	55.9	3.0			894
	あり	15.9	71.7	5.0	0.266	3.24***	231
	ATE	-4.4					
VC・エンジェルからの出資金	なし	13.4	51.0	3.0			1086
	あり	54.8	169.2	3.0	1.53	1.20	39
	ATE	1.9					

出所：アンケート調査「日本の創業ファイナンスに関する実態調査」を用いて、内田ほか（2018）、Honjo et al. (2022) を参考に作成。
注：資金調達額の単位は百万円。***, **, *はそれぞれ有意水準1%, 5%, 10%をあらわす。SDは標準偏差。|t|は等分散を仮定しないWelchの自由度にもとづく平均の差のt統計量の絶対値。|Z|はWilcoxonの順位和検定統計量の絶対値。Nは観測数。ATEは傾向スコアマッチングを用いて求めた値。傾向スコアマッチングはロジットモデルを用い、共変量は、年齢20-30歳代、年齢40歳代、年齢50歳代、女性、大卒、就業経験、経営経験、IPOの意思、イノベーション戦略、不動産新規購入、不動産必要なし、事業承継・子会社、建設業、製造業、情報通信業、小売・卸売業、不動産業、サービス業（飲食店含む）をあらわすダミー変数。ただし、建設業をあらわすダミー変数を加えた場合、VC・エンジェルの出資金を完全に予測するため、VC・エンジェルの出資金について、建設業をあらわすダミー変数を除去している。共変量の詳細の定義は、Honjo et al. (2022) を参照いただきたい。サンプルは、表2と同じ。企業数は、創業が1,399社、設立が1,125社。

確にみられていない。

Honjo et al. (2022) が示したとおり、資金調達手段の利用が起業家の個人属性やスタートアップ企業の戦略に依存することも考えられる。そこで、表3では、傾向スコアマッチングを用いてATE (average treatment effect) を求めている。民間金融機関からの借入金を利用した企業のほうが創業時に平均1400万円、また、設立時に平均2510万円高い結果となっている。他方、政府系金融機関からの借入金やVC・エンジェルからの出資金を利用した企業のATEは統計的に有意でない。

3.3. 資金調達手段の決定要因

Honjo et al. (2022) は、前述したサンプルを用い、図2で示した資金調達手段の一部について、創業時および設立時の利用の決定要因を明らかにしている。ここでは、民間金融機関および政府系金融機関からの借入金、VC・エンジェルからの出資金の利用について、起業家やスタートアップ企業の特徴を紹介しておく。まず、民間金融機関および政府系金融機関の借入金について、比較的若い起業家が利用する傾向がみられる。また、不動産を必要としない企業より、新たに不動産を購入した企業ほど民間金融機関および政府系金融機関を利用する。他方、ベンチャーキャピタルや個人投資家からの出資について、以前に経営を経験した起業家が利用する傾向がみられる。また、IPOやイノベーションをめざす企業が比較的利用している。他の研究成果として、エクイティファイナンス比率の高い企業ほどIPOを早く達成する傾向がみられており (Honjo, 2021a)、こうした結果を踏ま

えれば、エクイティファイナンスとプライベートエクイティキャピタル (ベンチャーキャピタルと個人投資家) およびIPOとの親和性が高いといえる。

これ以外の研究成果として、高学歴の起業家のはじめたスタートアップ企業は、デットファイナンス比率が高いが、特許の申請で識別した発明起業家 (entrepreneurial inventor) のはじめたスタートアップ企業は、設立1年目のデットファイナンス比率が低い (Honjo, 2021b)。こうした結果は、エクイティファイナンスが、技術志向型スタートアップ企業や発明起業家などの特別なスタートアップ企業の資金調達として有効にはたらくことを示唆している。

さらに別の研究成果として、キャッシュフロー比率の低いスタートアップ企業や固定資産比率の高いスタートアップ企業ほどデットファイナンス比率が高い (本庄, 2015)。このことは、デットファイナンスが内部金融を代替する役割をはたし、また、資本集約的なスタートアップ企業ほどデットファイナンス比率が高いことを示している。前期のデットファイナンス比率との関係について、その係数は0.5を超えており、過去の資本構成がその後大きく影響しており、この結果は、資本構成の経路依存性 (path dependence) を示唆している。さらに、総資産成長率の高いスタートアップ企業ほどデットファイナンス比率が高い。外部金融を利用する企業では、外部の組織からの圧力もあって、成長のインセンティブが強い (Franck et al., 2010)。負債の資金調達コストが純資産 (資本) よりも小さい場合、企業の成長とともに負債が増加する (Reid, 1996, 2003)。これらの結果は、成長

志向が強く、高い資金需要をもつスタートアップ企業にとって、デットファイナンスが資金調達として重要な役割をはたすことを示唆している。

加えて、地域による資金調達手段の違いも考えられる。海外の例として、イギリスでのスタートアップ企業向けのベンチャーキャピタル投資（エクイティファイナンス）は、ロンドン、サウスイースト、イースタンなどの地域に偏る（Mason and Harrison, 2003）。イタリアでは、金融機関の支店の多い地域でスタートアップ企業がデットファイナンスを利用しやすい（DeLoof et al., 2019）。日本でも地域による資金調達手段の違いが予想される。たとえば、東京都、横浜市、名古屋市、大阪市の大都市部以外の地域、また、自らの出身県で事業をはじめた起業家は、デットファイナンスに依存しやすい（Honjo, 2021b）。地方銀行、信用金庫また信用組合の存在もあって、地方で事業をはじめた起業家はデットファイナンスを相対的に利用しやすい。

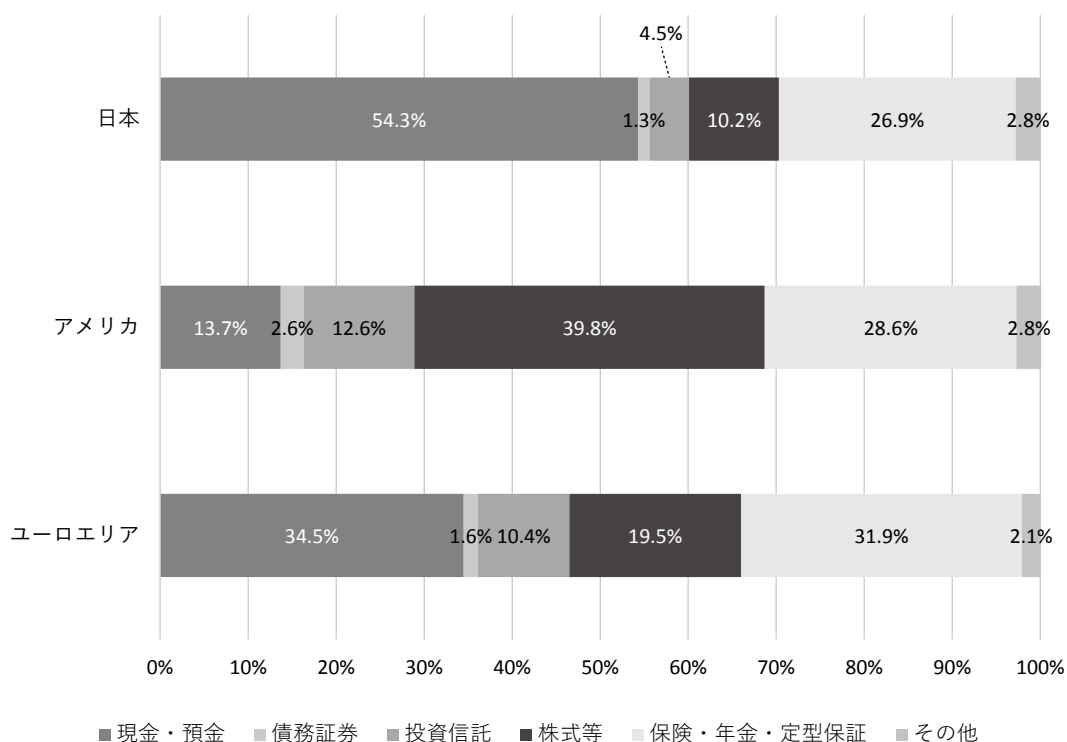
4. まとめ：創業ファイナンスの展望

4.1. デットファイナンスの役割

これまでの議論をまとめておく。日本の創業ファイナンスの特徴として、民間金融機関や政府系金融機関からの借入金を利用する企業が一定割合を占めており、また、民間金融機関からの借入金を利用する企業の資金調達額は高い。創業ファイナンスについて、金融機関からの借入金といったデットファイナンスが重要な地位を占め、とくに資金需要の大きいスタートアップ企業や地方のスタートアップ企業への資金供給として重要な役割をはたしている。

その背景に、日本の資金循環の特徴がある。**図4**に、日本と欧米との資金循環を示す。米国の場合、株式によって循環する家計の金融資産の割合が大きい。こうした資金循環がエンジェル投資やベンチャーキャピタルといったエクイティファイナンスの発展を生み出す源泉といえる。他方、日本の場合、株式や投資信託によって循環する家計の金融資産の割合が小さく、その多くが個人から銀行預金、また、銀行から企業への貸付で資金が循環している。こうした資金循環が企業のデットファイナンスを下支えしている。

図4 資金循環の日米欧比較：家計の金融資産構成



出所：日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」をもとに作成。
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf> [2023年1月30日アクセス]
 注：データは、2022年3月末現在（2022年8月21日掲載）。「その他計」は、金融負債合計から「現金・預金」「債務証券」「投資信託」「株式等」「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

これまでの間、日本ではしばしば金融機関を中心とした経済システムといわれてきた (Black and Gilson, 1998; Weinstein and Yafeh, 1998; Pinkowitz and Williamson, 2001)。逆に、ベンチャーキャピタルやエンジェル投資といったプライベートエクイティキャピタルが不十分という指摘は少なくない。たとえば、OECDの統計データによると、日本のベンチャーキャピタル投資は、2021年で30億USドルである¹⁵。これは、米国1356億USドル(ただし米国は2019年の値)に遠く及ばず、また、イギリス52億USドル、ドイツ47億USドル、韓国47億USドル、フラ

ンス36億ドルより低い。前述したとおり、日本でスタートアップ企業への投資の経験をもつ人は他国と比較するときわめて低い (Honjo, 2015; Honjo and Nakamura, 2020)。図4に示したとおり、日本の資金循環を考えれば、個人からスタートアップ企業への直接投資が少ないことは容易に想像できる。

日本の現状では、個人の預金および金融機関を中心とした資金循環が大きな潮流となっている。しかし、それまで大口の借り手であった既存の大企業では内部金融（利益準備金）が増加し、かつてほどの資金需要を持ち合わせて

¹⁵ OECDによるベンチャーキャピタル投資のデータは、以下から取得している。
https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST [2023年2月7日アクセス]

いない¹⁶。その一方で、技術志向型スタートアップ企業など資金需要を持つ企業に資金が十分に還流していない。ベンチャーキャピタルやエンジェル投資の不足を嘆くより、むしろ日本で十分に機能してきたデットファイナンスの一部をスタートアップ創出に向けることに注目したほうがよい。

4.2. メザニンファイナンスへの展開

日本では、多くの起業家（創業者）が創業後も経営者の地位を維持している¹⁷。他者（社）の所有や経営への不関与にこだわる起業家は、所有権（議決権）の移転を伴う普通株による増資（エクイティファイナンス）を望まない。また、本稿で説明したとおり、日々の事業活動で利益を得られないハイテクスタートアップなど、技術志向型スタートアップ企業では支払利息が負担になりやすい。こうした企業でデットファイナンスによる事業活動は難しく、支払利息や配当を制限した資金調達が都合よい。

スタートアップ企業は、多様な目的やニーズを持つ。こうした多様なニーズを満たすために、デットファイナンスとエクイティファイナンスとのギャップを埋める取り組みは有効といえる。4.1節で論じたように、個人資産の多くが預金を通じて還流することを考えれば、金融機

関からのデットファイナンスの一部をスタートアップ創出に向けることが自然な流れといえる。金融機関が現行の法律や制度の枠組みのなかで、将来的な経済成長を期待できるスタートアップ企業に対して資金供給の役割をはたす可能性を探ることは有益といえる¹⁸。

近年、日本の金融機関では、「メザニンファイナンス」（mezzanine finance）と呼ばれるデットファイナンスとエクイティファイナンスとの中間的なファイナンスが用いられるようになった。たとえば、商工中金は、高度な技術分野の企業やスタートアップ企業に対し、資本性劣後ローン（劣後債）を通じて融資している。また、日本公庫では、イノベーションを目指す企業に対し、新株予約権を通じて融資を行う「新事業育成資金」、さらに、「挑戦支援資本強化特別貸付」と呼ばれる資本性ローン（劣後債）による融資がみられている¹⁹。劣後債の場合、利子支払いが猶予されることから、長期にわたって利益を得にくい技術志向型スタートアップ企業に都合よい。また、所有権の移転を伴わないことから、他者（社）の所有を望まないスタートアップ企業にも都合よい。将来的に多様なニーズを持つスタートアップ企業を想定すれば、多様な資金調達手段が求められる。種類株を活用したメザニンファイナンス（劣後債などを含む）

16 財務省が発表した2021年度通期の「法人企業統計」によると、企業の利益剰余金は、前年度から6.6%増加し、516兆4750億円で過去最高を更新した。また、現預金の保有額は8.3%増の280兆9756億円となった。詳細は、日本経済新聞電子版「経常益最高17.6%増 4-6月法人企業統計 経済正常化で」（2022年9月1日）を参照いただきたい。

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUA318Z40R30C22A8000000/> [2023年2月16日アクセス]

17 たとえば、Honjo et al. (2023) によると、日本の新興市場のIPO企業は、IPO時まで約58%が創業経営者であり、その比率は諸外国より高い傾向がみられる。また、Honjo and Kato (2022) は、2003-2010年までに設立した企業を対象に創業経営者の交代を示しているが、観測期間内（2013年まで）に約16%が創業経営者が交代し、残りはそのまま創業経営者が経営していた。

18 独占禁止法第11条では、金融機関（銀行または保険会社）の議決権の保有について、いわゆる「5%ルール」として、事業会社の株式は5%を上限に出資を規制されている。ただし、2021年、改正銀行法によって、地域活性化事業会社（非上場）であれば議決権100%出資も可能となった。

19 日本政策金融公庫「挑戦支援資本強化特別貸付」（資本性ローン）の詳細について、以下を参照いただきたい。

<https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/57.html> [2023年2月6日アクセス]

なお、当該制度に加えて、前述した新創業融資制度の貸付状況や創業融資実績は、ここ数年、減少傾向がみられている。新型コロナウイルス感染拡大で既存企業への資金供給を優先したことから、スタートアップ企業向けの融資やメザニンファイナンスが減少していることにも留意する必要がある。

は、いくつかのスタートアップ企業のニーズに見合った資金供給につながる。しかし、そのためには、金融機関に既存事業の継続および承継から、新しい事業の誕生と成長へと視点の転換が必要となるだろう。

4.3. スタートアップの推進に向けて

成長力のあるスタートアップ企業を生み出すために、人材、資金、技術といったリソースを効果的に組合せる必要がある。これを実現する考え方の1つとして、多様なアクター (actor) とファクター (factor) が相互に結びついて起業を生み出す「起業エコシステム」(entrepreneurial ecosystem) あるいは「スタートアップ・エコシステム」(start-up ecosystem) がある (Pitelis, 2012; Acs et al., 2017)。スタートアップ企業や起業家は、既存企業と比較すると十分なリソースを有していない。限りあるリソースを補完するために、金融機関、投資家、取引先、大学、公的機関などの外部組織との提携は欠かせない。どのような事業が成功するか不確実な状況では、多様な組合せを実現して経済全体で事業ポートフォリオを組成することでリスク分散につながる。また、こうした提携は、資金調達障害の源泉ともいえる情報の非対称性の緩和にもつながる。

冒頭に紹介したビオンテックの創業者 (起業家) は、大学関係の研究者であり、また、ズームビデオコミュニケーションズの創業者 (起業家) は、同業他社の Webex (シスコシステムズが買収) を退職した技術者であった (本庄, 2023b)。こうしたスピナウト創業者にベンチ

ャーキャピタルなどの他の組織からの資金が供給されて革新的な技術を有するスタートアップ企業が誕生した²⁰。起業エコシステムが効果的に機能すれば、人材、資金、技術などのリソースが有機的に結びつきやすくなり、急成長スタートアップ企業の誕生につながると期待できる。

ただし、こうしたリソースの組合せの実現には、市場にリソースを還流する機会が必要となる。既存組織が多くのリソースを囲い込み、また、ほとんどが起業に関心のない状況では、起業エコシステムは機能しにくい。日本の場合、起業活動とまったく無縁な「起業無関心者」が多数を占めている (中小企業庁, 2014, 2017)。象徴的な言い方をすれば、日本の大多数の人は、既存企業で勤務し、そこで得た給与を銀行預金や住宅ローンに用いる一方で、起業やエンジェル投資に一切関心を持たない。いうなれば、起業エコシステムの範囲が小さく、多くの組織や個人を起業エコシステムに取り込めていない。GEMデータの分析結果から、日本における起業と投資との関係は、諸外国と比較するときわめて強いが (Honjo and Nakamura, 2020)、しかし、このことは、逆に、特定の人に限定された起業と投資にとどまることを示唆している。

スタートアップにはリスクが伴う。もし、活発なスタートアップ創出を目指すならば、終身雇用の維持やパイオフ拡大といった、既存の組織や個人の既得権の維持やリスク軽減ではなく、むしろそれぞれが一定のリスクを許容し、人材や資金を起業エコシステムに還流することが望ましい。そのためにリスクを許容する社会 (リスク許容型社会) への移行が求められる

20 たとえば、ズームビデオコミュニケーションの成長におけるベンチャーキャピタルとの関係について、Chen (2022) を参照いただきたい。

(本庄, 2010, 2023a)。事業に取り組む人、また、資金を供給する人がリスクをとって挑戦すれば、それがスタートアップ創出につながり、さらには新陳代謝と競争にもとづく活力ある経済を生み出す契機になるだろう。

謝辞

本稿は、筆者がこれまで執筆した書籍と論文、とくに、本庄 (2010, 2015, 2021) のデットファ

イナンスに関する議論をもとに、新たな検証結果や議論を付加して作成している。第3節では、アンケート調査「日本の創業ファイナンスに関する実態調査」での研究成果、とくに内田ほか (2022)、Honjo et al. (2022) の研究過程で得た結果の一部を再編加工している。内田浩史氏と郭チャリ氏に感謝の意をあらわしたい。本稿は、中央大学研究促進期間制度による研究助成を受けている。

【参考文献】

- 内田浩史 (2016) 「貸金業者と銀行の審査方法に関する比較分析」『現代ファイナンス』, No.37, 49-70.
- 内田浩史・郭チャリ・畠田敬・本庄裕司・家森信善 (2018) 「日本の創業ファイナンスに関する実態調査の結果概要」『経営研究』, No.66, 神戸大学大学院経営学研究科.
- 内田浩史・郭チャリ・本庄裕司 (2022) 「創業時の資金制約の決定要因」『国民経済雑誌』, 225巻, 1-29.
- 中小企業庁 (編) (2014) 『中小企業白書2014年版』, 日経印刷.
- 中小企業庁 (編) (2017) 『中小企業白書・小規模白書2017年版』, 日経印刷.
- ベンチャーエンタープライズセンター (2022) 『ベンチャー白書2022—ベンチャービジネスに関する年次報告—』, ベンチャーエンタープライズセンター.
- 本庄裕司 (2010) 『アントレプレナーシップの経済学』, 同友館.
- 本庄裕司 (2015) 「スタートアップ企業の資本構成」『組織科学』, 49, 4-18.
- 本庄裕司 (2021) 「日本のアントレプレヌール・ファイナンス」『企業研究』, 39, 143-165.
- 本庄裕司 (2022) 「ようやく浸透した日本版LLC」『RIETI Highlights』, No.90, 29-31.
- 本庄裕司 (2023a) 「スタートアップ推進に向けての課題」『RIETI Highlights』, No.93, 14-15.
- 本庄裕司 (2023b) 「スタートアップにおける人的資本の役割」『経済セミナー』, No.730, 23-29.
- 本庄裕司・長岡貞男・中村健太・清水由美 (2014) 「バイオベンチャーの科学的源泉と成長に向けての課題—「2012年バイオベンチャー統計調査」にもとづいて—」, IIR Working Paper, WP#13-22, 一橋大学イノベーション研究センター.
- Acs, Z. J., Stam, E., Audretsch, D. B., O'Connor, A. (2017) The lineages of the entrepreneurial ecosystem approach. *Small Business Economics*, **49**, 1-10.
- Bah, R., Dumontier, P. (2001) R&D intensity and corporate financial policy: Some internal evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, **28**, 671-692.
- Baum, J. A. C., Silverman, B. S. (2004) Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, **19**, 411-436.
- Berger, A. N., Udell, G. F. (1998) The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, **22**, 613-673.
- Berger, A. N., Udell, G. F. (2002) Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organizational structure. *Economic Journal*, **112**, F32-F53.
- Berger, A. N., Udell, G. F. (2006) A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of*

- Banking and Finance*, **30**, 2945-2966.
- Black, B. S., Gilson, R. J. (1998) Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, **47**, 243-277.
 - Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J., Vismara, S. (2018) New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics*, **50**, 239-250.
 - Carpenter, R. E., Petersen, B. C. (2002a) Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing. *Economic Journal*, **112**, F54-F72.
 - Carpenter, R. E., Petersen, B. C. (2002b) Is the growth of small firms constrained by internal finance? *Review of Economics and Statistics*, **84**, 298-309.
 - Cassar, G. (2004) The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, **19**, 261-283.
 - Chen, W. (2022) Zoom in and zoom out the globalized network: When transnationalism meets geopolitics and technopolitics. *Information, Communication and Society*, **25**, 2381-2396.
 - Cole, R. A., Sokolyk, T. (2018) Debt financing, survival, and growth of start-up firms. *Journal of Corporate Finance*, **50**, 609-625.
 - Cole, R., Cumming, D., Li, D. (2016) Do banks or VCs spur small firm growth? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, **41**, 60-72.
 - Colombo, M. G., Grilli, L. (2006) Supporting high-tech start-ups: Lessons from Italian technology policy. *International Entrepreneurship and Management Journal*, **2**, 189-209.
 - Colombo, M. G., Grilli, L. (2007) Funding gaps? Access to bank loans by high-tech start-ups. *Small Business Economics*, **29**, 25-46.
 - Colombo, M. G., Grilli, L. (2010) On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital. *Journal of Business Venturing*, **25**, 610-626.
 - Cosh, A., Cumming, D., Hughes, A. (2009) Outside entrepreneurial capital. *Economic Journal*, **119**, 1494-1533.
 - Cumming, D., Deloof, M., Manigart, S., Wright, M. (2019) New directions in entrepreneurial finance. *Journal of Banking and Finance*, **100**, 252-260.
 - Cumming, D., Groh, A. P. (2018) Entrepreneurial finance: Unifying themes and future directions. *Journal of Corporate Finance*, **50**, 538-555.
 - Deloof, M., La Rocca, M., Vanacker, T. (2019) Local banking development and the use of debt financing by new firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, **43**, 1250-1276.
 - Denis, D. J. (2004) Entrepreneurial finance: An overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*, **10**, 301-326.
 - Franck, T., Huyghebaert, N., D'Espallier, B. (2010) How debt creates pressure to perform when information asymmetries are large: Empirical evidence from business start-ups. *Journal of Economics and Management Strategy*, **19**, 1043-1069.
 - Gompers, P., Lerner, J. (2010) Equity financing. Acs, Z. J., Audretsch, D. B. (eds.) *Handbook of Entrepreneurship Research, Second Edition*. Springer, pp. 183-214.
 - Hall, B. H. (2002) The financing of research and development. *Oxford Review of Economic Policy*, **18**, 35-51.
 - Harrison, R. T. (ed.) (2016) *Crowdfunding and Entrepreneurial Finance*. Taylor and Francis.
 - Honjo, Y. (2015) Why are entrepreneurship levels so low in Japan? *Japan and the World Economy*, **36**, 88-101.
 - Honjo, Y. (2021a) Public or perish: From founding to initial public offering. *Review of Managerial Science*, **15**, 1573-1610.
 - Honjo, Y. (2021b) The impact of founders' human capital on initial capital structure: Evidence from Japan. *Technovation*, **100**, 102191.
 - Honjo, Y., Kato, M. (2019) Do initial financial conditions determine the exit routes of start-up firms? *Journal of Evolutionary Economics*, **29**, 1119-1147.
 - Honjo, Y., Kato, M. (2022) Are founder-CEOs resilient to crises? The impact of founder-CEO succession on new firm survival. *International*

- Small Business Journal*, **40**, 205-235.
- Honjo, Y., Kurihara, K., Ikeda, Y. (2023) Are founder-CEOs more likely to graduate or withdraw from junior stock markets? An empirical analysis of IPO survival. (unpublished paper) .
 - Honjo, Y., Kwak, C., Uchida, H. (2022) Initial funding and founders' human capital: An empirical analysis using multiple surveys for start-up firms. *Japan and the World Economy*, **63**, 101145.
 - Honjo, Y., Nagaoka, S. (2018) Initial public offering and financing of biotechnology start-ups: Evidence from Japan. *Research Policy*, **47**, 180-193.
 - Honjo, Y., Nakamura, H. (2020) The link between entrepreneurship and informal investment: An international comparison. *Japan and the World Economy*, **54**, 101012.
 - Jovanovic, B. (1982) Selection and the evolution of industry. *Econometrica*, **50**, 649-670.
 - Mason, C., Harrison, R. (2003) Closing the regional equity gap? A critique of the Department of Trade and Industry's regional venture capital funds initiative. *Regional Studies*, **37**, 855-868.
 - Moritz, A., Block, J. H., Golla, S., Werner, A. (eds.) (2020) *Contemporary Developments in Entrepreneurial Finance*. Springer.
 - Nofsinger, J. R., Wang, W. (2011) Determinants of start-up firm external financing worldwide. *Journal of Banking and Finance*, **35**, 2282-2294.
 - Pinkowitz, L., Williamson, R. (2001) Bank power and cash holdings: Evidence from Japan. *Review of Financial Studies*, **14**, 1059-1082.
 - Pitelis, C. (2012) Clusters, entrepreneurial ecosystem co-creation, and appropriability: A conceptual framework. *Industrial and Corporate Change*, **21**, 1359-1388.
 - Reid, G. C. (1996) Financial structure and the growing small firm: Theoretical underpinning and current evidence. *Small Business Economics*, **8**, 1-7.
 - Reid, G. C. (2003) Trajectories of small business financial structure. *Small Business Economics*, **20**, 273-285.
 - Robb, A. M., Robinson, D. T. (2014) The capital structure decisions of new firms. *Review of Financial Studies*, **27**, 153-179.
 - Storey, D. J., Greene, F. J. (2010) *Small Business and Entrepreneurship*. Harlow: Pearson Education.
 - Stucki, T. (2014) Success of start-up firms: The role of financial constraints. *Industry and Corporate Change*, **23**, 25-64.
 - Ueda, M. (2004) Banks versus venture capital: Project evaluation, screening, and expropriation. *Journal of Finance*, **59**, 601-621.
 - Weinstein, D. E., Yafeh, Y. (1998) On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan. *Journal of Finance*, **53**, 635-672.
 - Yosha, O. (1995) Information disclosure costs and the choice of financing source. *Journal of Financial Intermediation*, **4**, 3-20.