

日本における起業促進に向けて¹

～ベンチャーキャピタル投資を通じて～

和南城直也
杉浦成彦
谷本まりえ
PARK JONG
渡部恵美

2014年11月

¹ 本稿は、2014年12月13日、12月14日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2014」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、濱野正樹教授（上智大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要約

2012年12月に発足した安倍晋三内閣総理大臣政権のもとでアベノミクスと称される日本に内在する問題の解決をはかる一連の経済政策が行われた。その中でも三つの基本方針である三本の矢の一つ、「経済構造改革」において望まれていることの一つに投資の促進が挙げられる。本稿は、そのような日本社会の現状において真に日本に改善が迫られている経済事象として低水準の起業率の継続という状況に着目し、それを改善し高水準の起業環境をもたらすためにはベンチャーキャピタル(以下 VC と表記)及びエンジェル投資家による投資を増加させることが急務であることを提言することを意図している。本稿の構成は以下の通りである。

第1章では、日本にとって第二次安倍晋三内閣が推進する「経済構造改革」において、「産業の新陳代謝とベンチャーの加速」が推進されており、そこで具体的な達成目標として開業率が常に廃業率を上回り且つ開・廃業率がともに10%を超えることが望まれていることから開業率の上昇、すなわち起業の増加の必要性を裏付けている。同時に、それに相反する現在の日本の起業状況、すなわち開廃業率が高度経済成長の時期であった1966年からのデータまで遡ってもおよそ4~6%の間を推移しており、目標値である10%の水準へ到達するには程遠いことが示されている。また、100%政府出資の政策金融機関である日本政策金融公庫研究所が実施した信用力に足るアンケート結果を参考にし、起業の意思があるにも関わらず起業を実際に行わない人々のその理由を資金調達の側面にあることを明らかにした。さらに、起業に関する資金調達の側面において「過剰規制」「過少投資」「過当競争」が顕在化している日本社会には従来から存在せず、さらに政府による経済政策によって希求されていることがみてとれる資金供給体としてのVC及びエンジェル投資家をあげ、それらの現状を示し、そのうえで日本の近年の民間投資に関連する諸政策を例示している。

続く第2章では、第1章で提起した現在日本が求めていると考えられる開業率を増加させるために行った政策の帰結の先行研究を取り上げ、分析に用いるべき諸要素を考察する際に用いたことを明らかにしている。ここでは日本国内のVC及びエンジェル投資家の希少化を国際比較で示し、起業においてリスクの選好度や資金調達の側面の重要性を論究する。

第3章では、第2章で挙げた先行研究をもとに開業率増加をもたらす諸要素を挙げ、それがいかに開業率の増加に影響しているのか、またそれは真に正の影響を及ぼしているのかを計量分析をもとに明らかにしているものである。分析手法としては、多重回帰分析を主に使用し、被説明変数として起業活動率を、説明変数として起業計画率、個人投資家割合、メディア注目度合、GDPに占めるVC投資額を、その選定理由を明白にしたうえで開業率増加へ寄与する要素であると判断し実証分析を行っている。推定検定はt検定を行い、各要素と起業活動率への影響がいかにほどであるかを示している。さらに2007年を境に各要素の推移に大きな変化があったことに着目してモデルの構造が変化している可能性を考慮してF検定による構造変化の検定を行い、構造変化がみられなかったことも同時に提示している。

この結果、個人投資家の割合の増加が開業率の増加へ、VC投資額の増加が起業活動率

の増加につながることを明らかにした。

最後に、第4章においては、本稿で考察した研究をもとに、本稿で定義したよりよい日本を目指すためにベネフィットとコストを考慮しつつ開業率を増加させるための政策を考案するという具体的な政策の方向性を提示している。

上記に示したように、よりよい日本をめざすために起業の促進が不可欠であることを提示し、その実現のためには、VC 及びエンジェル投資家の増加が必要であると考え、政策提言を行うことが本稿の社会的な意義である。

キーワード：ベンチャーキャピタル、起業、資金調達

目次

はじめに

第1章 問題提起及び現状分析

- 第1節 (1. 1) 日本における起業の重要性
- 第2節 (1. 2) 日本における起業の現状
- 第3節 (1. 3) 日本におけるベンチャーキャピタル投資の現状及び政策の変遷
 - 第1項 産業競争力強化法
 - 第2項 悪徳ファンドの増加
 - 第3項 金融庁によるベンチャーキャピタルに対する規制
 - 第4項 情報の非対称性

第2章 先行研究

第3章 ベンチャー企業に影響を与える実証分析

- 第1節 (1. 1) 先進国データを用いた相関分析
 - 第1項 先進国の開業率と GDP の相関性
 - 第2項 ベンチャーキャピタル投資額と開業率の相関性
- 第2節 (1. 2) 計量分析
 - 第1項 被説明変数・説明変数
 - 第2項 選定理由
 - 第3項 回帰モデル：起業関数
- 第3節 (1. 3) 推定結果
 - 第1項 t 検定
 - 第2項 構造変化の検定
- 第4節 (1. 4) 分析結果からの考察

第4章 求められる経済政策

- 第1節 (1. 1) エンジェル税制とエンジェルネットワーク
- 第2節 (1. 2) クラウドファンディング
- 第3節 (1. 3) 政府系銀行口座
- 第4節 (1. 4) 政府系投資信託

おわりに

先行論文・参考文献・データ出典

はじめに

2012年の冬、第二次安倍晋三内閣が発足し、「三本の矢」と称される三つの政策群が提示された。大胆な金融緩和、機動的な財政政策の二つの矢に加え、ともに打ち出されたのが経済構造改革、成長戦略でと称される三本目の矢である。これは、貿易自由化や規制緩和、女性の登用などを主たる目的としているが、加えてベンチャー投資の増加と開廃業率の増加が挙げられている。本稿においては、特に、ベンチャー投資額、またはそれを担う個人投資家と、開業率と高い相関が考えられる起業活動率の関係を分析し、日本において、起業活動を活発にするための、いくつかの政策提言を行う。

具体的に、分析には被説明変数に起業活動率、説明変数にGDPに占めるVC投資額、または個人投資家割合を取り、操作変数法による多重回帰分析を行っている。VC投資額、個人投資家割合の増加は、共に起業活動率の増加に有意な影響を与えることが明らかとなった。我々の分析によれば、アベノミクスの第三の矢で目標としている開業率（起業活動率）10%を達成するためには、国内ベンチャーキャピタル投資額の合計を約9.6兆円、個人投資家の割合を4.08%にすることが必要であることが示された。

以上の分析から本稿においては、政策に対する消費者保護の観点から規制の論議を考慮しつつ長期的なVC投資額の増加や個人投資家の割合の増加を試みるような政策を考え、四つの政策オプションを提示している。第一の政策案は、エンジェル税制及びエンジェルネットワークについて改善をはかる政策である。後述されるエンジェル税制について日本における問題点を指摘したうえで、それらを政策的に改善することにより、日本における個人投資家の割合、VC投資額の増加がもたらされることが期待される。第二の政策案は、クラウドファンディング市場に関するものである。悪徳ファンドの横行を考慮しつつ、規制を敷く動きに至った消費者保護の原因を投資家リテラシーの水準の低さに着目し、それを拡大の可能性のあるクラウドファンディング市場にスクリーニングの機能をもたせて利用することでVC投資の市場を維持し、長期的なVC投資額の増加を日本にもたせることを示唆して提言したものである。第三の政策案は、政府系銀行口座を用いた政策案である。悪徳ファンドによる一般投資家への被害が及ぶ原因として、悪質なVC投資ファンドに一般投資家の資金が直接流れていることと分析し、それを回避すべく銀行口座を用いることを示唆し、政策を提言している。最後に、第四の政策案は、政府系投資信託を用いる政策案であり、一般投資家からある一つの投資ファンドへ資金を流す仕組みから、登録した投資ファンドへと一般投資家から資金をプールされた政府系投資信託が投資を行うといったものである。この仕組みによって、VCファンドによる投資資金の不正な持ち逃げが抑止される効果が期待される。

第1節 日本における起業の重要性

2012年12月に自由民主党・安倍晋三内閣総理大臣によって2007年以來の第二次安倍晋三政権が組織され、その政権によって行われる経済政策全般をさす「アベノミクス」は世界各国に知られる造語となり、それはその性質によって三つに分けられ「三本の矢」と称されている。その三本の矢とは、第一に、日本銀行と連携し2%という具体的な物価安定目標を掲げ、それに準じて異次元の金融緩和を行う「大胆な金融緩和」、第二に、消費税率の引き上げなどに関連する「機動的な財政政策」、そして第三に、投資の促進や女性の登用、グローバル化の進む世界経済への統合や脱高齢化、新たな市場の創出を狙う一連の政策群である「経済構造改革」である。

この三本目の矢である「経済構造改革」において取り上げられる重要なトピックの一つに投資の促進が挙げられる。これに関して安倍政権は「産業の新陳代謝とベンチャーの加速」を掲げ、開業率と廃業率に関する政策目標を定めている。具体的には、開業率が廃業率を継続的に上回り且つ同時に開業率と廃業率を常に10%台に維持するという内容である。

それに対し、日本の開業率と廃業率は現在まで目標値である10%には到底及ばない値で推移してきたことがみてとれる(図1)。開業率は、ある特定期間内において既に存在していた事業所・企業数に占める、同期間における新規に開設された事業所・企業数の割合として定義される。開業率と廃業率の増加は、経済全体の新陳代謝を促し、限られた経済資源を有効活用させ、潜在的な経済成長率を増加させうると考えられる (Aghion and Howitt 1992)。このような「創造的破壊」² (Schumpeter 1912) を定着させるため、我々の分析は、VC投資の重要性と、その担い手である個人投資家の役割に着目し、政策提言を行う。

² 創造的破壊とは、経済学者ヨーゼフ・シュンペーターが提示した概念で、技術の発達に経済がどれほどうまく適応していくかを説明している。彼は、創造的破壊こそ資本主義に力動性をもたらす最も大きい要因だと主張し、特に、経済発展の過程において企業家の創造的破壊を強調した。1912年に発表された「経済発展論」で彼は、利潤とは企業家の革新から発生するものであると述べている。すなわち、革新的企業家の「創造的破壊の行為」によって生産要素の新たな結合が生まれ、利潤とはその行為を成功的に導いた企業家の正当な努力の対価である。以降、他の企業家によりそれが模倣され自然に利潤が消滅し、新たな革新的企業家の登場によってまた社会的利潤が生成される。つまり、技術革新により古いものは破壊・淘汰され、新しいものを創造し変革を起こす「創造的破壊の過程」が企業経済の原動力だということであり、その概念が開業率と廃業率の必要性につながる。革新的でない古いものの破壊・淘汰があってこそその資源をまた有効活用できる画期的なアイデアを持つ新しいものの創造が生まれる。

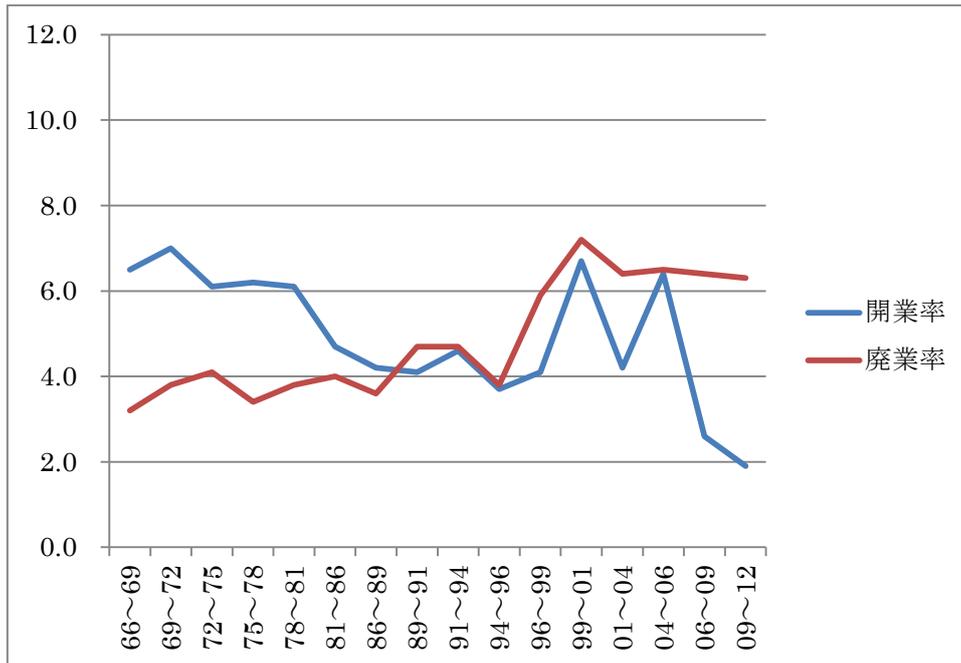


図 1 日本における非一次産業全体の開廃業率の推移

(資料：中小企業庁 「2014 年版中小企業白書」 より作成)

第2節 日本における起業の現状

本節において、日本の起業の現状・問題点を挙げ考察する。日本において開業率を促進する政策を考えるうえで、現状においてそれを妨げている原因を探求し把握した後それを解決に向かわせることは有用なアプローチ手法の一つとして考えられるであろう。その原因を突きとめる際に参考にできる一つのデータが日本政策金融公庫総合研究所によって行われたアンケート調査である。³

このアンケートによって明らかとなった興味深い点は、起業予備軍、すなわちこれまで事業経営経験はないものの起業に関心があるとアンケートに回答していた層が、関心があるにも関わらずそれを実行しない理由として、最たるものに「自己資金の不足」を挙げている点である。この問いは起業予備軍に複数回答を可能にした状態で尋ねたものであり、この問いに対して、自己資金が足りないゆえ起業に関心はあるものの起業しないと答えた起業予備軍は 47.0%にまで到達した。他の回答を多く得た質問事項は順に 34.0%の「ビジネスのアイデアが思いつかない」、同じく 34.0%の「失敗したときのリスクが大きい」、そして 25.8%の「財務・税務・法務に関する知識が不足している」といったような項目であり、起業に関心のあるものの資金調達の側面でそれが阻害されていることをある程度の説得力をもって裏付けている。

³ このアンケート調査は、起業を阻害する要因を研究することを目的としてインターネット上で行われたアンケートであり、アンケート対象の人々を起業家、起業予備軍、起業無関心層という三つにカテゴリ分類している。

第3節 日本におけるベンチャーキャピタル投資の現状及び政策の変遷

(1.2)において、起業に関心があるもののそれを行わない一つの要因として資金調達の側面が挙げられた。一般に、起業を行う際の資金調達の手法として考えられるものは、貯金等を含む内部留保の活用や株式発行、債券発行、銀行借入れなどが挙げられる。その中で事業計画が定量的に評価されにくい事業が最も初期の段階で重要視される資金調達方法として挙げられるのが、VCによる大型投資である。VCとは、ベンチャービジネスすなわち、新規事業体が発行する株式へ投資を行うことで資金調達を行い同時にそのビジネスが軌道に乗ることによって付随して起こる株価の上昇によるキャピタルゲイン等の利潤を得ることを目的とする企業や機関と定義される。また本稿において言及されるエンジェル投資家については、起業して間もないもしくは起業をしようと試みるものの資金調達面で辛酸をなめている起業家らにVCと同じように利潤を求めて投資を行う個人と本稿において定義する。このVC及びエンジェル投資家による投資の重要性は第二次安倍晋三内閣下のアベノミクスでも中心の問題として取り上げられ、一連の政策の中でもVCの設立の助長や投資の促進を試みる政策が行われている。

本稿の意義の一つとして、日本という土壌のもとでいかに起業及びそれに著しく貢献するVC投資が重要であるかを説明し、さらにそれを援助するための具体的な政策を提示することを主旨としている。それを考察するに際し、今節において、日本において第二次安倍政権によって行われたベンチャー投資の促進と規制の動向を捉え、その問題点を把握することが求められる。それを以下にまとめ、それに関して考察を行う。

第1項 産業競争力強化法

第二次安倍内閣のもと行われた平成25年12月に成立しその翌月である平成26年1月に施行されたアベノミクスの方針を取り組んだ法案の一つに「産業競争力強化法」が挙げられる。これは、日本が従来から悩まされ続けた「過剰規制」「過少投資」「過当競争」を是正することを目指した政策であり、アベノミクス第三の矢である構造改革に位置づけられる政策である。

具体的な内容として、産業の循環を円滑化するためにベンチャーファンドに投資する企業を支援する政策が一部挙げられ、その内容は企業の発達段階によって創業期、成長期、成熟期、停滞期に大別することもできるが、主に投資税制の優遇や企業実証特例制度、手続きの簡素化、ローカルなレベルでの創業支援、事業再編への支援の強化などに大別される。

手続きの簡素化によってベンチャーへの投資を煩雑にするものがなくなり、上に挙げたような開業率の増加や経済の新陳代謝の活性化が見込まれたことが強調される。

第2項 悪徳ファンドの増加

(1.3.1)で述べた「産業競争力強化法」によって手続きの簡素化という規制緩和が行われた。それにより、苛まれていた過少投資の問題への解決に向けて拍車がかかると思われ

たが、意に反して、悪徳ファンド、すなわち投資詐欺を行うことを目論んだ詐欺団体の急激に直面した。

国民生活センターによる詐欺の内訳を示した報告書によると、「産業競争力強化法」を施行した後、プロ向けファンドとして金融庁に届出を行った業者数が 3598 業者であったことに対し、問題届出業者は 680 業者と、悪徳ファンドは全体の 19% に及んだ。

このような事態を招いた「産業競争力強化法」の問題として、プロ向けファンドは証券会社等の適格機関投資家が 1 人以上おり、それに対して適格機関投資家でない一般投資家が 49 人以下であるならば、そのファンドは一定の適性を満たしていると判断され、「登録」ではなく「届出」で運営を行うことが可能であった点である。これは、(1.3.1)で述べられた手続きの簡略化の一つであり、この簡素化によって起こったことが一般投資家への投資詐欺の横行であったと考えることができるであろう。(図 2)

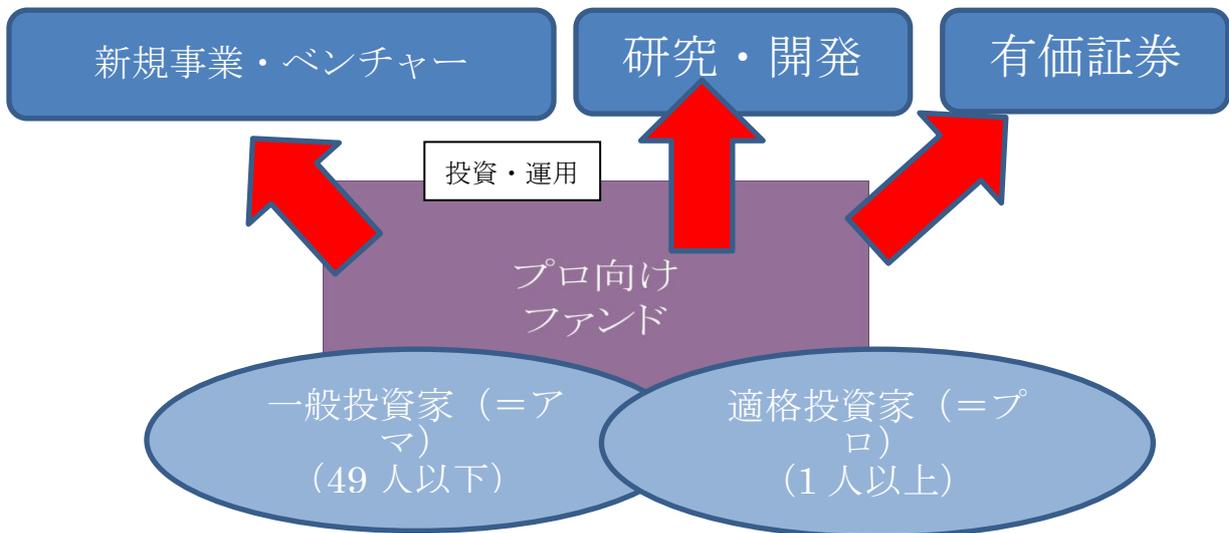


図 2 プロ向けファンドの仕組み

(資料：独立行政法人国民生活センターをもとに作成)

第 3 項 金融庁によるベンチャーキャピタルに対する規制

以上で述べた悪徳ファンドの増加という憂慮すべき事態が起こったことによって、金融庁によって新たな規制を行う動きが起こった。それが、「適格機関投資家等特例業務の見直し」と称される、プロ向けファンドの販売先を改めて規制する政策である。

この規制によってプロ向けファンドの販売先は、主として法人の金融商品取引業者や上場会社、資本金が 5 千万円を超える株式会社や外国法人といった機関と投資性金融資産を 1 億円以上保有し、さらに証券口座開設後 1 年経過した個人へと限定されることが見込まれる。

この政策は論文執筆現在において施行が見送られている。この政策がどのような影響をもたらすかに関しては、次章以降でとりあげる。

第4項 情報の非対称性

本項では、(1.3.1)から(1.3.3)において扱ったVC投資に関する政策の変遷についての考察を行う。

この(1.1)で扱った「産業競争力強化法案」は一種の規制緩和であり、(1.3)で扱った政策は政府によって再び行われた投資に対する規制の一種であるといえることができるであろう。この(1.1)から(1.3)で扱った、VCファンド組成の規制をめぐる一連の政策案は情報の非対称性から生じた市場の失敗に対して、消費者保護の観点から行われた規制であると考えられる。一般に国家によって経済規制がなされるその根拠として、消費者保護の観点から議論を行うことができる。これは情報の非対称性、すなわち買い手である消費者が売り手に比べてある財やサービスに対する情報が欠如しているまま取引を行うことで品質の悪い財やサービスが消費者の手に行き届き、消費者の不利益になることはもちろんのこと、質のよい財やサービスの売り手、すなわち供給者にまで悪影響を及ぼすことを示している。よって、もし品質情報について適正な開示が行われれば、消費者保護に加え、良質な供給者の保護、ひいてはその良質な供給者の集団によって成り立つ市場の保護にもつながることが示唆される。

また、このような状況では、VC市場における逆選択(adverse selection)が起こる可能性が考えられる。逆選択を研究したAkerlof(1970)は、中古車市場の例を用いて、取引する財の品質に関する情報の非対称性の存在によって、良質な中古車が悪質な中古車に駆逐されることを指摘している。これが継続的に起こることにより、徐々に市場に蔓延する中古車の割合が悪質なものと近づき、最後には悪質な中古車しか市場に流通せず、消費者から信用を失った中古車市場は消滅してしまうことを明らかにした。

この「悪化が良貨を駆逐する」現象はVC市場においても考えられる。VCはその性質上、ベンチャービジネスへ投資を行うので収益率の分散は多くの株式や債券と比しても高くなることが想定される。そのため、収益率によって、質に段階を設けたとき、VC市場においても成り立つことが考えられる。

ここで情報の非対称性から生じる問題を解消するために経済学的な側面から考えた場合によく取り上げられるものが、よく取り上げられる方法が、スクリーニング(screening)とシグナリング(signaling)である。スクリーニングは、情報劣位者が情報優位者に対して複数の案を提示し、その選択を通して情報を開示することであり、シグナリングは、情報優位者が情報劣位者に対して財やサービスに関する情報を提示し、情報の格差を縮小することである。よって、規制によって情報優位者に提示された案の選択を義務付けることや情報優位者が情報劣位者に対しての情報の開示を義務付けることで、情報の非対称性の解消に向かうことができると考えられる。このような性質をもった政策があまり存在していないことが現在の状況であるといえることができるであろう。

第2章 先行研究

本章では過去の起業活動の活発化に関する研究を参考に、当研究の問題論点を明確にする。我が国日本における開業率を増加させる研究は、安倍政権が成長戦略の「第三の矢」を提示してから本格化した。今までは1989年の新規事業法や2005年の新事業創出促進法などによる中小企業の技術を用いた支援がなされ、米国にならったSBIRやバイドーム法を制定したが開業率の増加の見込みはなかった。しかし、安倍内閣が新たに開業率を上げることを目標に「産業の新陳代謝とベンチャーの加速」を掲げたことにより、創業支援の重要性を改めて主張する機会を設けることができた。「日本産業再興プラン」によれば、事業失敗によるリスクを緩和するため個人保証制度の見直しや地域金融機関によるリスクマネーの供給とコンサルティング機能が本格的に導入されるようになった。しかし、政府や地方自治体、金融機関がコストやリスクを削減する措置をとっても起業家の増加に直結するわけではない。我が国日本が10%台の開業率である米国と比べて足りない要素は国民の起業活動に対する社会的理解とその環境である。さらに、起業する段階に至ったとしても、次の課題として、資金調達の安全と容易さがベンチャーを創業する起業家にとって重要となる。

第一に、人々は起業するにあたってハイリスクであるという強い偏見がある。グローバル・エンタープレナーシップ・モニターの調査からイノベーション主導型経済である26カ国から「今後3年以内に1人または複数で自営業・個人事業を含む新しいビジネスを計画している」⁴成人人口の割合を調査した結果、日本は7-8%と25位だった。日本の場合、安定雇用や大企業への就職を望む者が多いとされているのが現実である。岡田(2013)は「初頭教育などの教育が起業家精神を向上させる役割を果たす」⁵と主張しているが、教育以外にどの年齢層でも起業に対して刺激を与える要因はないか次章の実証分析の結果から考案したい。結果がでなかった場合、起業育成プログラムの内容を考えていきたい。

第二に、次のステップとして創業スタートアップから事業化アーリーの段階で資金調達が重要な鍵となっている。起業家は創業するにあたってある程度自己資金を負担するのだが、「不確実性が濃い時期」なため、資金調達方法としてVC投資とエンジェル投資が求められる(日本大学商学部証券研究会2013)⁶。VCはファンド投資による成果報酬を得るファンドを運用している組織である。我が国日本のVCの資金力は乏しい。VCには数種類あり、内田・孫(2013)は、銀行系と独立系VCの戦略的投資行動をIPOデータから研究し、「銀行系VCは親銀行の貸出を増価させるための関係を構築する目的でベンチャー企業に投資」し、「独立系VCは利益重視し、銀行系VCより競争地位が低いので質の低い企業に投資し公開す

⁴一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「平成 25 年度創業・起業支援事業(起業家精神と成長ベンチャーに関する国際調査)『起業家精神に関する調査』報告書」(2014年3月)pg. 14

⁵岡田悟著「我が国における起業活動の現状と政策対応-国際比較の観点から-」国立国会図書館調査及び立法考察局 pg. 41, 49

⁶「日本における望ましい起業支援の方策」『日本大学商学部証券研究会』日本大学 pg. 8

る傾向がある」⁷と実証した。先行研究から、VC投資額増加は 起業活動率を上昇させる要因となると言える。しかし、独立系VCの規制が金融庁でなされている今、起業率と規制のバランスを保つ政策を講じることが課題となっている。第6章の政策提言で詳しく扱っていく。

エンジェル投資家は岡田曰く「約 1 万人で米国の 4%程度」であり、「年間投資額では日本は 100-300 万円でアメリカに 2-6%」⁸である。そこでエンジェルネットワークを形成することによって、投資先の起業への経営指導や情報入手する設備を作るべきだと主張している。加えて、経済産業省で、エンジェル税制の拡充が 6 月に行われ、ベンチャー企業への投資時と株式売却時での優遇措置 A を 5000 円から 2000 円に自己負担額を減少させた。しかし、個人投資家の割合があまり変化しなかった(日本大学商学部証券研究会 2013)。野村証券研究所のアンケート調査によると、エンジェル税制によって必要書類などを提出して減税を行わなくてはならないという手続きの煩雑さ、投資方法、相談できる専門家がないと挙げられている。実際エンジェルへの税制の拡張や設備の拡大させるほど、エンジェル投資家の存在が創業数とイノベーション増加に貢献しているかはまだ確実とは言い切れない。

松本(2012)は新規開業率を算出するにあたって法人数が省庁によって異なることを示唆した。例えば数年に一度だけ実施される事業所50万社以上を調査対象とするかしないかの違いである。松本はBDS統計から2009年米国の従業員規模別新規開業率と経済センサスで同年の日本の割合を比較すると1から4人の零細事業所の開業率が10%違うだけであって、それ以上の規模の事務所の開業率は変わらないと指摘した。⁹実際ただ零細企業を増やすことがアベノミクスで求められているのかは定かではない。

我々は以上の先行研究から長期間視された開業率の低水準の脱却を実現するための可能性を挙げてきた。そこで、起業に関する情報を認識する要因が開業率に影響を与えるか、創業する段階で行政や地方団体より密接と思われるVCと個人投資家の割合と開業率の関係を第5章で実証分析の上で明らかにしたい。

⁷岡田悟著「我が国における起業活動の現状と政策対応-国際比較の観点から-」国立国会図書館調査及び立法考察局 pg. 41, 49

⁸内田交謹・孫月著「ベンチャーキャピタルの投資行動とパフォーマンスに関する実証分析」『信託研究奨励金論集第 34 号』九州大学 pg. 141

⁹松本和幸著「企業数と新規開業率の国際比較」 pg. 44

第3章 ベンチャー企業の開業率に 影響を与える実証分析

本章ではアベノミクスの第三の矢の基盤となっている「産業の新陳代謝とベンチャーの加速」を実現するにあたって、どの要因が日本の開業率増加に影響を与えているか計量分析を通じて説明していきたい。具体的には前章で挙げた創業するにあたって必要と思われる資金調達方法を変数として開業率との関係を見る。

本章において、はじめに先進国のデータを用いた開業率と GDP、ベンチャー投資額と GDP の相関性を見る(3.1)。次に開業率増加要因と思われる変数を使用した基本的な回帰分析を行い実証する(3.2)(3.3)。最後に推定結果を踏まえて政策提言につなぐ考察を述べる(3.4)。

第1節 先進国データを用いた相関分析

第1項 先進国の開業率と GDP の相関性

第1章から開・廃業率の向上による産業の新陳代謝の改善は経済成長を促すと主張したが、果たして開業率が実際に景気の改善に貢献しているのかを確かめるため先進国のデータを用いて推定する。ここでは、OECD 諸国に加盟している先進国の開業率と実質 GDP の散布図を作り相関を見る(図 1)。

【サンプル国】

Austria, Belgium, Denmark, France, Germany, Greece, Italy, Japan, Korea, Rep., Netherlands, Norway, Portugal, Spain, Sweden, Switzerland, Turkey, United Kingdom, United States (計 18 カ国)

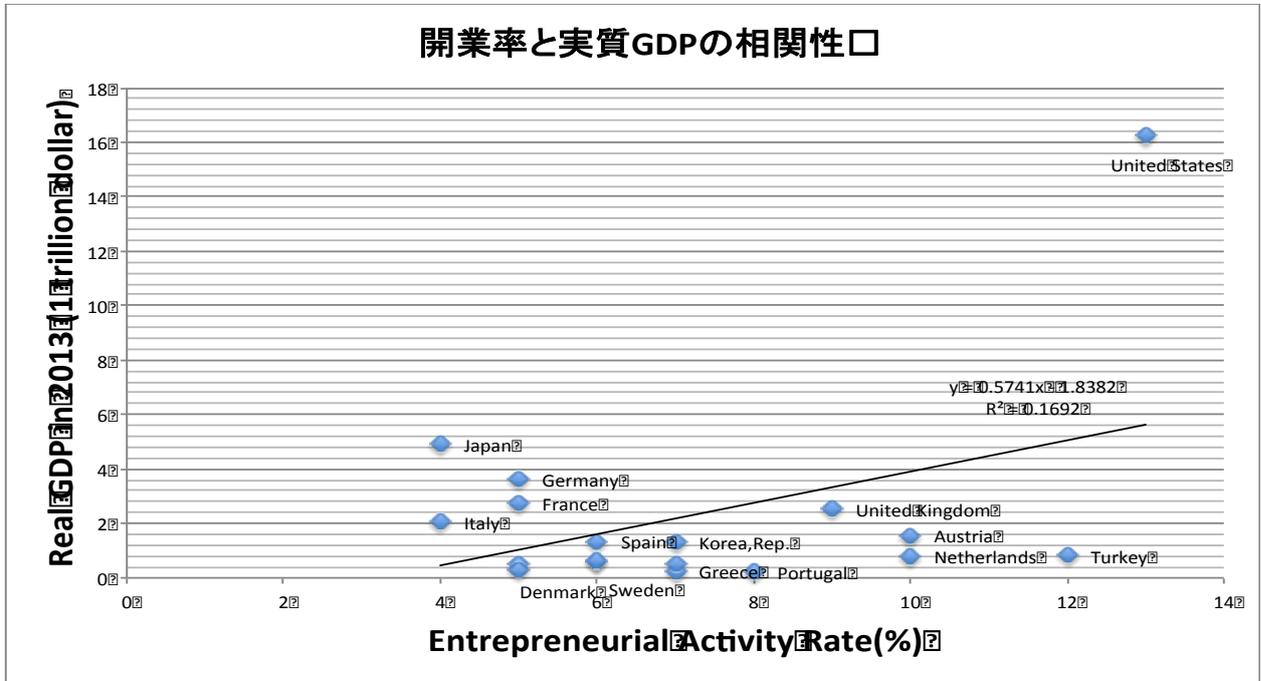
【変数】

- 起業活動率(Entrepreneurial Activity Rate)
 - 2012 年で起業する過程にある、または新たに開業した 18 から 64 歳までの成人人口の割合。事業の創業スタートアップ*段階と事業家を含む。
 - Global Entrepreneurship Monitor 2012 Global Report 参照
- 実質 GDP (Real GDP)
 - 2013 年の各国の実質 GDP を一兆ドル単位で表している。起業活動率増加が実質 GDP 増加に影響を与えるかを長期的に見るため一年後のデータを用いた。
 - World Bank 参照

【考察】

図 1 から開業率と実質 GDP は正の相関であることがわかった。開業率 1% の増加によって 0.57 兆ドルの GDP が増加する。つまりアベノミクスの目標とする開業率増加は経済成

長に結びついていることが明らかになり、当研究の目的の意義を示した。図 1 からわかるように、日本の GDP は米国の次に高いが、起業活動率はおよそ 4%と他の先進国と比較しても著しく低いことがいえる。先進国において起業活動を増やすことの重要性を表し、日本の景気を改善するための必要条件が開業率増加であると主張できる。



(図 1)

第 2 項 ベンチャーキャピタル投資額と開業率の相関性

では、その開業率増加政策を挙げるにあたってどの要素が日本に求められているかを考える。我々は主にベンチャーキャピタルへの投資額の必要性をこれまで講じてきた。ここでは我々研究の考案が正しいかを判断するため、ベンチャーキャピタル投資額と開業率の相関性を同じサンプル国を用いたデータの散布図を見る (図 2)。

【サンプル国】

上記同様(計 18 カ国)

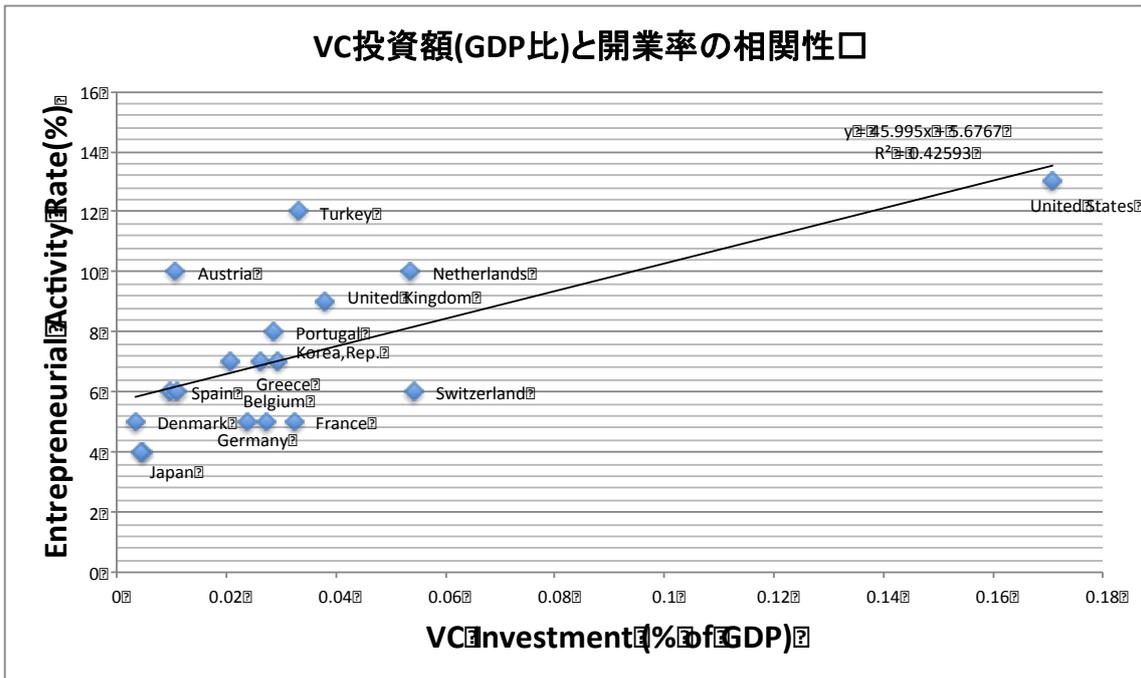
【変数】

- ベンチャーキャピタル投資額 GDP 比 (VC Investment)
 - 2012 年で創業スタートアップ(seed)*と後期レイター*の段階にある事業にどのくらい各国が投資しているかを GDP 比で示している。
 - OECD Entrepreneurship at a Glance 2013 参照
- 起業活動率(Entrepreneurial Activity Rate)
 - pg.1 と同様

*創業スタートアップ: 創業発生期段階で自己資金や助成金のみ資金調達をしている事業
後期レイター: 事業の成熟期段階である程度の資金調達手段(リース、信用保証など)もっている事業

【考察】

国際的な視点からベンチャーキャピタル投資額の増加は起業活動率の増加につながっていることがわかった。GDP に占めるベンチャーキャピタル投資額を 1%増加させれば、起業活動率が 45%増加する。先ほどの関連図と同様に、日本は企業活動率が低い上、VC 投資額の GDP に占める割合は 0.004%と低い。つまり、日本全体で投資する中、0.02%ほどをベンチャーキャピタル投資に回しているということになる。そこから、日本の開業率の低さの背景には VC への投資額の少なさがあることがわかった。つまり日本国内でのベンチャーキャピタルへの投資機会の希薄化、エンジェル投資家の希少性などが大きく挙げられる。



(図 2)

以上の国際比較と相関性をみて日本の開業率増加の必要な理由、改善すべき点がベンチャーキャピタル投資額を増やすことであることが明らかになった。次項から、これまで主張した資金調達方法が果たして開業率の増加に係る関係性はあるか、また、つながるかを計量分析で推定を行う。

第2節 計量分析

日本の開業率 10%を実現するため、ベンチャーキャピタル投資額を増やすことが妥当か計量分析で推定を行い判断する。当研究において、まずは被説明変数となる分析対象と説明変数を言及する(3.2.1)。次に入手したデータの特性と選定理由を説明し(3.2.2)、回帰分析を行う(3.2.3)。そして、検定による結論を言及する(3.2.4)。

第1項 被説明変数・説明変数

分析対象は被説明変数とする起業活動率である。表1の基本統計量でデータの数値内容を表すとする。日本国内の起業家数を成人人口で割った数値であり開業率を表している。ただし、アベノミクスの開業率の定義は「新規に開設された企業を年平均にならした数の期首において既に存在していた企業に対する割合」¹⁰であるため、これから使う被説明変数として扱うデータの定義とは異なる。よって、当研究で表れた結果は目標とする開業率10%を達成するための目安として解釈する。

説明変数も以下の表1で表した通りである。実証分析するにあたって EXCEL を使用し、GEM¹¹と VEC¹²、OECD¹³、内閣府¹⁴の統計データから 2000 年から 2013 年までの日本のみの時系列データを用いた。今回分析するにあたって、サンプル数 14 年分のデータしか見つからなかったことが大きな欠点である。しかし、我々の研究における実証分析には欠かせない資料であるため不十分ながら使用せざるを得なかった。

¹⁰中小企業庁「付属統計資料：開業率・廃業率の推移-『事業所・起業統計調査』に基づく開業率・廃業率の計算方法」(2014年10月)

¹¹一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「平成 25 年度創業・起業支援事業(起業家精神と成長ベンチャーに関する国際調査)『起業家精神に関する調査』報告書」(2014年6月)

¹²一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「平成 25 年度創業・起業支援事業(起業家精神と成長ベンチャーに関する国際調査)『起業家精神に関する調査』報告書」(2014年6月)

¹³ Organization for Economic Cooperation and Development(OECD) (2014) “Entrepreneurship at a Glance 2014” (http://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/entrepreneurship-at-a-glance_22266941) (2014年5月)

¹⁴内閣府「四半期別 GDP 速報 時系列表 2014 年 4-6 月期」(2014 年 9 月)

	被説明変数	説明変数	説明変数	説明変数
	Ept	VCt	PIt	Ratet
	起業活動率	GDPに占めるVC投資額	個人投資家割合	長期金利
平均	0.031	3.E-04	0.011	0.013
標準誤差	0.003	2.E-05	0.005	0.001
中央値	0.031	3.E-04	0.013	0.013
分散	0.013	8.E-05	0.005	0.
標準偏差	0.	6.E-09	0.	0.003
尖度	2.145	9.E-01	1.68	2.274
歪度	0.277	6.E-01	-0.225	-0.282
範囲	0.041	3.E-04	0.015	0.011
最小値	0.013	2.E-04	0.003	0.007
最大値	0.045	5.E-04	0.018	0.017
合計	0.435	4.E-03	0.156	0.182
標本数	14	13	14	14
データ	GEM(2008&2014)	GEM(2008) VEC(2008,2010,2014) 内閣府	GEM(2008&2014)	OECD

(表 1)基本統計量

第2項 選定理由

起業計画率(EP)

起業計画率は「今後3年以内に、1人または複数で自営業・個人事業を含む、新しいビジネスを計画している」^[2]成人人口の割合であり、起業数増加に必要な第一歩と言える。現状、事業の失敗により借入金を返済できない代わりとして個人資産を負担しなくてはならないという個人保証制度によって人々の起業意欲が低減している。そこで起業する計画を持つ人口の割合が増加すれば他も起業に対する関心が高まり拡散効果が生まれると考えられる。

GDPに占めるVC投資額(VC)

ベンチャーキャピタルに資金を投資した額全体を日本国内の実質GDPで割ったものを見た時系列データである。個人投資家に限らず政府や地方公共団体、政府系金融機関が創業支援をするためにどれだけ資金を起業家に提供しているか。実際本当にベンチャーキャピタル投資額を増やす事によって開業率を上げる事ができるのかを実証する必要がある。

個人投資家割合(PI)

「過去3年間に、他の人がはじめた新しいビジネスに個人的に資金提供をした」^[2]成人人口の割合。個人投資家は新規企業に対する関心が強いいため多額の資金を彼らに提供するケースがある。米国ではエンジェル投資家がベンチャー企業への資金供給の担い手として大きく貢献しており、投資額も日本の10倍はある。日本ではエンジェル税制で個人投資家の資金供給量の増加を計ろうとしたが、投資家の制度に対する認知度の低さにより効果は薄かった。しかし、個人投資家の増加によって技術のあるベンチャーにとって資金調達に余裕が生まれると予想する。

長期金利(Rate)

各年の経済状況を示す景気変数を用いることでその他の変数が起業活動率に強い影響をもたらすかを判断する。

第3項 回帰モデル: 起業関数

以上の変数を用いて起業関数を作成する。推定モデルは以下である。

$$EP_t = \beta_0 + \beta_1 PI_t + u_t \quad t:2000-2013 \quad (1)$$

$$EP_t = \beta_0 + \beta_2 VC_t + u_t \quad (2)$$

(1)と(2)の単回帰モデルを回帰分析するにあたって各説明変数と誤差項を直接観測することはできない。誤差項 u には観察不可能な別の変数の影響が含まれ、誤差項と説明変数には内生性の問題が発生し、単回帰の β にバイアスの生まれる可能性がある。その問題を改善するため操作変数の手法を用いる。

第一段階として観測不可能な説明変数である PI と VC を互いに最小二乗法を行い、それぞれの変数に強い関連性があるかを推定する。

$$VC_t = \alpha_0 + \alpha_1 PI_t + u_t \quad t:2000-2013 \quad (3)$$

$$PI_t = \alpha_0 + \alpha_1 VC_t + u_t \quad (4)$$

次に二段階最小二乗法による回帰分析を行い、観測可能な説明変数を用いた上でより正確なパラメーターを導き出す。そして、検定を行なって有意であった場合、景気変数の長期金利(Rate)を加えた多重回帰モデルを作成し、説明変数の起業活動率に与える影響が強いことを確かめる。

$$EP_t = \gamma_0 + \gamma_1 \widehat{VC}_t + v_t \quad (IV) \quad (5)$$

$$EP_t = \gamma_0 + \gamma_1 \widehat{VC}_t + \gamma_2 Rate_t + v_t \quad (IV) \quad (6)$$

$$EP_t = \gamma_0 + \gamma_1 \widehat{PI}_t + v_t \quad (IV) \quad (7)$$

$$EP_t = \gamma_0 + \gamma_1 \widehat{PI}_t + \gamma_2 Rate_t + v_t \quad (IV) \quad (8)$$

第3節 推定結果

第1項 t 検定

上記の起業関数モデルが有意であるかを判断するため、自由度 12(14-2)の t 分布にしたがい有意水準 1%, 5%, 10%でそれぞれ検定を行なった。結果は表 2 の通りである。5.2.3 で作成したモデル(1)と(2)の単回帰分析、(5)から(8)までの操作変数法による 2 段階最小 2 乗法によって表れた係数と検定で表れた t 値である。

説明変数	被説明変数	β	$\gamma_i(IV)$	$\gamma_i, Rate(IV)$
VCt	EPt	104.8** (2.60)	156.9** (2.37)	168.6** (2.66)
(Ratet)				-1.612 (-1.46)
Plt	EPt	1.466** (2.51)	2.448** (2.60)	2.427** (2.60)
(Ratet)				-1.182 (-1.07)

注：***, **, * はそれぞれ有意水準 1%, 5%, 10%を示す。

上段の数値は係数、下段の括弧内の数値は t 値を示す。

i=説明変数

(表 2) 起業率要因に関する分析結果

よって、検定から以下の結果が得られる。t 検定を行なった結果、各モデルで用いた説明変数は有意水準 5%で有意である。また、景気変数を加えた多重回帰モデルの推定でも説明変数は同じく有意水準 5%で有意であり、起業活動率は二つの要因、ベンチャーキャピタル投資額及び個人投資家の割合の大きく依存していることが明らかである。当計量分析では日本国内の GDP におけるベンチャーキャピタル投資額が 0.01%増加すれば、1.04%の起業活動率増加につながることを表現できる。さらに、新しいビジネスに資金を与える個人投資家の割合が 1 単位増えたとき、起業活動率が 2.448%増加するといえる。

表 2 を厳密にみると、操作変数法によって求めた各説明変数の係数の方が単純な単回帰分析による各説明変数の係数より高いことがわかる。つまり、説明変数と残差が逆相関であることが言え、起業活動に与える負の要因が日本には存在することが主張できる。それは現状分析で述べたように、起業手続きの煩雑さや起業失敗リスクが理由と考えられる。それらの結果を踏まえ、アベノミクスの第三の矢で目標としている開業率 10%を達成するためには、国内ベンチャーキャピタル投資額の合計を約 9.6 兆円、個人投資家の割合を 4.08 単位実現することが今後必要となる。

第2項 構造変化の検定

さらに精密なデータの特徴を把握した上で F 検定による構造変化の検定を行う。データを厳密に見ると EP と PI、VC の推移は前半似たような動きをしている。2001 年から 2006 年までの変数 EP と VC、PI は各々の平均よりも低い水準で変動している。しかし、2007 年末から 2010 年にかけて各変数は平均よりも高い水準に急上昇しており、2009 年からはリーマンショックの影響によりすべての変数は落ち込む時期もあった。よって、後半の EP と VC の動きは激しくなっている。一方、PI は 0.02 以下で緩やかな変動を見せているものの増減する期間が他の変数と同じ動きをしている。このデータから推測するに金融危機が多発した時期、2007 年以降モデルの構造が変化していると考えられる。

そこで構造変化が実際にあるかを確認するため、00 年から 06 年の前半モデルと 07 年から 13 年の後半モデルを構築した。

$$\begin{aligned} \text{前半モデル: } EP_{00-06} &= \gamma^*_0 + \gamma^*_1 \widehat{VC}_t + \gamma^*_2 Rate_t + v_t \quad t=2000-2006 \text{ 年} \\ \text{後半モデル: } EP_{07-13} &= \gamma'^*_0 + \gamma'^*_1 \widehat{VC}_t + \gamma'^*_2 Rate_t + v_t \quad t=2007-2013 \text{ 年} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{前半モデル: } EP_{00-06} &= \gamma^*_0 + \gamma^*_1 \widehat{PI}_t + \gamma^*_2 Rate_t + v_t \quad t=2000-2006 \text{ 年} \\ \text{後半モデル: } EP_{07-13} &= \gamma'^*_0 + \gamma'^*_1 \widehat{PI}_t + \gamma'^*_2 Rate_t + v_t \quad t=2007-2013 \text{ 年} \end{aligned}$$

先ほどの 5.2.1 で使用したデータを $F(G=3, n=14, k=6)$ の F 分布にしたがい有意水準 5% で構造変化検定を行う。以下は仮説検定である。

$$\begin{aligned} &\text{仮説検定} \\ H_0 &: \gamma^*_1 = \gamma'^*_1, \quad \gamma^*_2 = \gamma'^*_2 \\ H_1 &: \text{Not } H_0 \end{aligned}$$

F 値を求めるにあたって、以下の基準化された F 統計量を考えるとする。

$$F = \frac{(SSE0 - SSE1)/G}{SSE1/(n - k)}$$

- SSE0 : H0 モデルのもとでの残差 2 乗和
- SSE1 : H1 モデルのもとでの残差 2 乗和
- G : 制約個数
- n : 観測数
- k : パラメーター数

結果、

$$F^*_{VC} = 2.202 > 4.066 = F_{3,8,0.05}$$

$$F^*_{PI} = 1.893 > 4.066 = F_{3,8,0.05}$$

より、構造変化モデルの各パラメーターは有意ではない。つまり構造変化は見られなかった。構造変化が見られない事から、起業活動率と個人投資家の割合とベンチャーキャピタル投資は2000年から長期にわたって一定に依存していると推定できる。金融危機が起こる以前からベンチャーキャピタルへの資金調達が他の期間と同程度に求められていることから、日本国内ではベンチャーに投資する意欲、あるいは機会を低減させる要因が長年開業率にマイナスの影響を強く与えていると考えられる。日本により良い経済循環を発生させるために投資家のマインドに刺激を与える制度を考案していかなくてはならない。

第4節 分析結果からの考察

構造変化が見られなかった事から起業活動率と個人投資家の割合とベンチャーキャピタル投資は長期にわたって同程度の依存関係にあることが明らかとなった。現状、日本のエンジェル投資家の割合は先進国内でも20カ国中20位^[2]である上、ベンチャーへの投資額も米国の10%も満たない。エンジェルのような経営を支援する投資家が予想されない損失発生に対する不安を抱えるスタートアップ起業の助けとなる。個人投資家にとっても手続きやコストを避けて起業家への資金供給を図りたい。しかし、エンジェル税制の不明瞭さと減税手続きによって投資するインセンティブを損なわせる。そこで個人投資家への税制を改善または簡潔化する必要がある。さらに投資機会を増やすため、エンジェル投資家と新規企業との間のマッチングの促進や情報非対称性によるコストやリスクを削減するような政策が求められる。その政策はエンジェル投資家だけでなく一般投資家にも対象としたものでなければVC投資額の増大は見込めない。

しかし、起業数が増えることは単に社会の求める適切な手法で利益を得る事業ばかりが増加するとは限らない。近年、政府機関が起業手続きの規制を緩和したことによって悪徳ファンドの多発が生じた。そこで未然に防止するための政府系金融機関の新たなシステムの導入と政府系投資信託の資金市場改善に向けての活用を考慮していかなくてはならない。

よって、以下の政策を次章で具体的に提言する。

- エンジェル税制の改善
- クラウドファンディング市場の活用
- 政府系銀行口座の創設
- 投資家とVCの仲介として担う政府系投資信託

第4章 具体的な政策案

前章の分析結果より、個人投資家の増加や VC 投資額の増加は、開業率の増加を有意にもたらしことが明らかとなった。しかしながら、金融庁から 2014 年 5 月 14 日に公表された「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案」（改正案）によれば、「一定の投資判断能力を有すると見込まれる者」にのみ投資行為が制限されることとなる見通しであり、実際に施行されれば、VC 投資額や個人投資家の一翼であるエンジェル投資家がますます減少していくことが懸念される。以上の点を踏まえ、本章では、上記改正案に対する複数の政策案をオプションとして提示する。

第1節 エンジェル税制とエンジェルネットワーク

本節では、エンジェル税制とエンジェルネットワークに関する政策を提言する。分析結果によれば、起業活動率を上昇させるには、個人投資家の割合とベンチャーキャピタル投資額の増加が必要であることが明らかになった。そこで、特に、個人投資家の重要な一翼を担う、エンジェル投資家に対して、政府からの何等かの援助が必須である。現在、日本では、エンジェル投資家による投資を促すエンジェル税制を導入している。投資に対する税額控除はあるが、認知度は非常に低いうえに、対象企業の条件が厳しく、申請における手続きが煩雑であり、現在のエンジェル税制改善の政策を提言したい。

経済産業省、「エンジェル税制のしくみ」によれば、現在の日本において、投資した年に受けられる所得税の優遇措置として、以下の 2 つより選択できる。①ベンチャー企業への投資額—2000 円(所得控除となる投資額の上限は、総所得金額×40%と 1000 万円のどちらか低い方)をその年の総所得金額から控除(設立 3 年未満の企業が対象)。または②対象企業への投資額全額をその年の他の株式譲渡益から控除(設立 10 年未満の企業が対象)。また、ベンチャー投資に対するキャピタルロスの優遇措置として、未上場ベンチャー企業株式の売却により生じた損失をその年の他の株式譲渡益と通算でき、その年に通算しきれなかった損失については、翌年以降 3 年にわたって順次株式譲渡益と通算ができる仕組みとなっている。

ここで、日本のエンジェル税制の改善点として、ベンチャー投資に対するキャピタルロスについての優遇措置があげられる。日本では、ベンチャー投資に対するキャピタルロスについてキャピタルゲインと通算されるのみで、翌年 3 年以降にわたって繰り越される通算しきれなかったキャピタルロスは、将来のキャピタルゲインと通算さ

れるにすぎない。つまり、現在のエンジェル税制では、ベンチャー投資に対するキャピタルロス、通常の所得と通算することが出来ず、ここに改善の余地がある。エンジェル投資活動水準の高いアメリカでは、ベンチャー投資に対するキャピタルロスの優遇措置として、年間 10 万ドルを上限にその年の通常所得と通算でき、また、通算しきれなかったベンチャー投資に対するキャピタルロスは毎年 3000 ドルを上限として無期限に繰り越すことが出来る。日本も、ベンチャー投資に対するキャピタルロスの優遇措置として、通常所得との通算が出来るエンジェル税制の導入の必要がある。さらに、対象の企業となるベンチャー企業が設立 3 年未満であるという条件の緩和の必要もあげられる。

また、以上のようなエンジェル税制政策に伴うコストとして、最初の段階では税収の減少が懸念されるが、新たなエンジェル税制導入により、起業が促進され、新たに出来た企業の法人税や新しい企業家からの所得税などの税収が期待されるため、結果として税収増加につながることになる。

加えて、政府によるエンジェルネットワーク支援政策の必要も考える。エンジェル投資活動水準の高いアメリカでは、投資情報の入手や情報交換のためのエンジェルネットワークというものが形成されており、投資先を探す個人と投資家を探すベンチャー企業とのマッチングを促進し、エンジェル投資の重要な役割を担っている。エンジェルネットワークが形成されることで、エンジェル投資家が個々に投資するより、エンジェルネットワークを通して投資を行うことによる効率や利益の上昇、また、他の投資家と情報を共有することで投資の際に生じる手続きの煩雑さの解決などが様々なメリットがあげられる。現在、日本でも、エンジェルネットワークは存在するが萌芽期の段階であり、政府によるエンジェルネットワーク支援が必要である。アメリカでは、州政府により、エンジェルネットワーク支援機関が設立されており、情報提供をはじめ、エンジェルネットワーク同士の交流を促進するためのイベントやプログラムを行っている。日本でも、政府がこのようなエンジェルネットワーク支援機関を設立し、エンジェルネットワーク形成を促進させる必要があると考える。

第2節 クラウドファンディング

この節では、クラウドファンディング市場を利用した政策を提言する。分析結果より、VC 投資額の増加によって開業率を増加させることから、クラウドファンディング市場を利用した開業率促進政策を提言する。

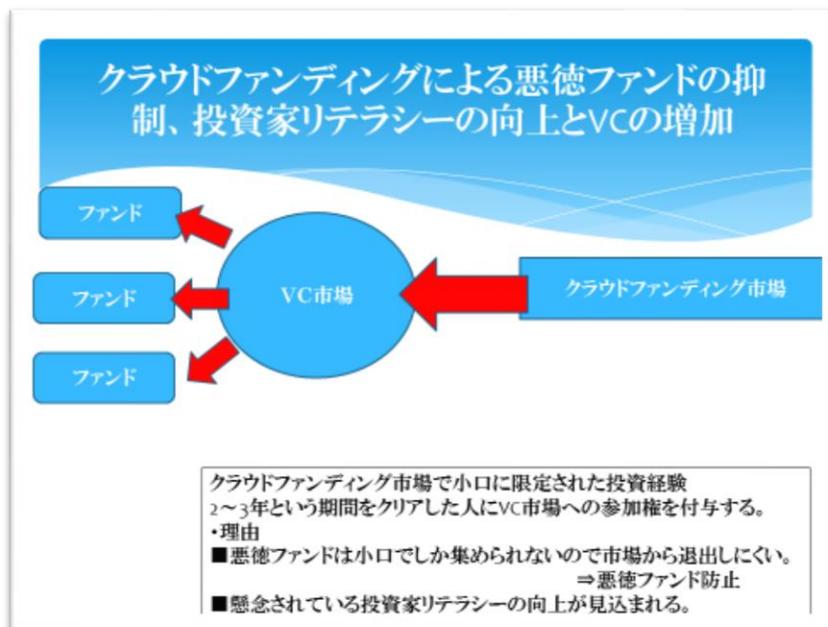
本稿においてクラウドファンディングとは、今日社会に定着しつつある、群衆“croud”と資金調達“funding”からできた造語であり、インターネット環境を利用することで、不特定多数の人々から比較的小規模の資金を集め事業を行うための資金調達の方法であると定義する。クラウドファンディングは今日の日本においても市場規模を広げている。また日本政府の動向を鑑みるに、ベンチャー投資の促進を目論み、国会においてもクラウドファンディングの利活用を促進する法案が施行されるなど、日本の国策となっていることは注目に値する。

この政策によって、一種の VC 市場とも言うことができるクラウドファンディング市場の規模の拡大が見込まれると同時に、同一の消費者保護の観点から引き起こされる規制により見込まれる VC 市場の衰退という懸念も解消されることが予想される。

また、現状の政策案について考慮すると、悪徳ファンドによる詐欺の横行の性質として挙げられたものとして、虚偽の説明(764 件)、強引な勧誘(675 件)、業者との連絡不能(306 件)が上位三つの被害の内訳である。

上記の三点において、「虚偽の説明」は投資リテラシーの不足、「業者との連絡不能」は完全に正当な VC としての概念の枠を外れるものであり、これらの問題は投資家の投資リテラシーを向上させることに加え、初期投資を持ち逃げされることのないシステムを構築することが必要であると考えられる。

ここで具体的な仕組みとして、クラウドファンディング市場と VC 市場を区別し、クラウドファンディング市場を第一段階、VC 市場を第二段階として、クラウドファンディング市場に一種のシグナリングの機能を果たさせる政策を提言する。ここでクラウドファンディング市場に一つの投資先への上限額を設けることで、一般投資家が被る被害を軽減されることが示唆される。一般に被害を被った主体である高齢者はインターネットを利用しないと思われるかもしれない。しかし、近年のインターネットの普及に伴い、高齢者もインターネットを頻繁に利用することとなった。それによって、クラウドファンディング市場は今後も市場規模を広げることが見込まれる。この第一段階において、リスクを分散した投資を行いつつ投資の仕組みを理解したうえでなおも大きな資金を動かす投資を望むとき、既存の VC への投資を行う仕組みが許可される。このシステムの定着によって、金融庁による規制よりも多くの人々が VC 市場に介入することができ、長期的な VC 投資額の増加、またそれからもたらされることが明らかとなっている起業活動率の増加が見込まれる。



(イメージ図 1)

第3節 政府系銀行口座

本節では、政府系のような銀行口座を用いた政策を提言する。分析結果より、個人投資家の割合とベンチャーキャピタル投資と起業活動率が長期にわたって依存関係にあることが明らかとなったが、現行の VC に関する政策を鑑みるに今後の VC 投資額が減少されることが危惧される。国内投資において、詐欺ファンドによるトラブル被害額は多大なものであり、表の

ように国民生活センターへの被害相談件数は年々増加傾向にある。これに対する打開策として、銀行口座を用いた開業率増加についての政策を提言する。

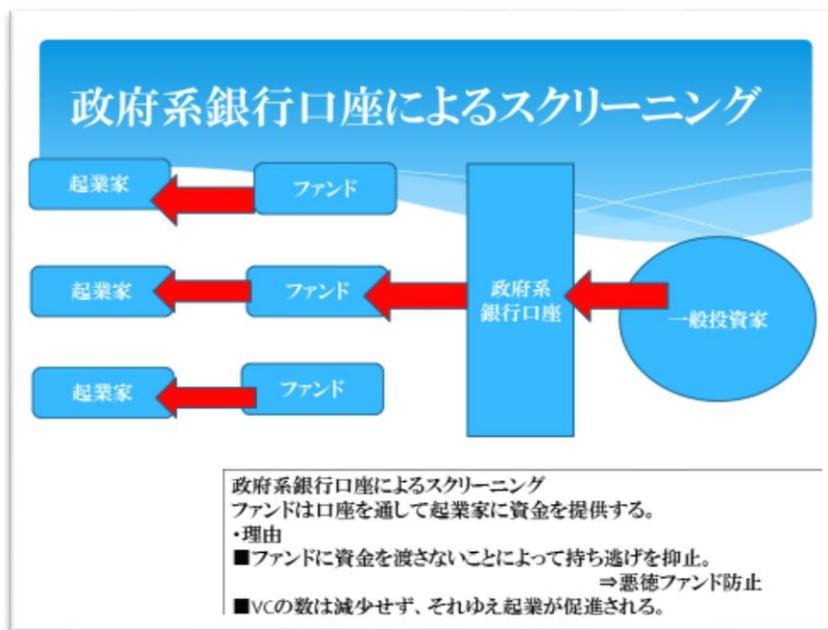
詐欺ファンドも含めた全体の投資家分母を極端に減らすことは更なる開業率の低下をもたらすことは必至だ。そこで、詐欺ファンドのみを排除する新たな投資構造を作り、個人投資家を増加させる必要がある。

そもそも詐欺ファンドの手口として、直接訪問による投資の持ちかけなど、対面的・一方的な情報提供を行い資金も直接的に動くことが多い。この資金の流れに政府が噛むことで詐欺の横行を防ぐことができる可能性を指摘する。そこで、「投資」そのものを政府がすべて管理することで悪徳企業の減少をはかる。個人投資家が直接投資するのではなく、一旦政府系金融機関に資金をプールさせ、必要に応じて申請することで指定の企業やベンチャーキャピタルに資金を移動させるという仕組みだ。投資・被投資の両者に国家への登録を義務づけることによって、悪徳企業の排除を目指す。登録に煩雑さが発生するデメリットはあるが、詐欺ファンドの排除において政府が機関において対応することができる有効な手段として提案する。

年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014
相談件数	3,195	7,201	18,465	15,479	17,289	6,089

表1 ファンド型投資商品に対する相談件数の推移¹⁵

(出所：国民生活センター)



(イメージ図2)

第4節 政府系投資信託

本節では、政府系のような銀行口座を用いた政策を提言する。分析結果より、個人投資家の

¹⁵ 相談件数は2013年9月30日現在

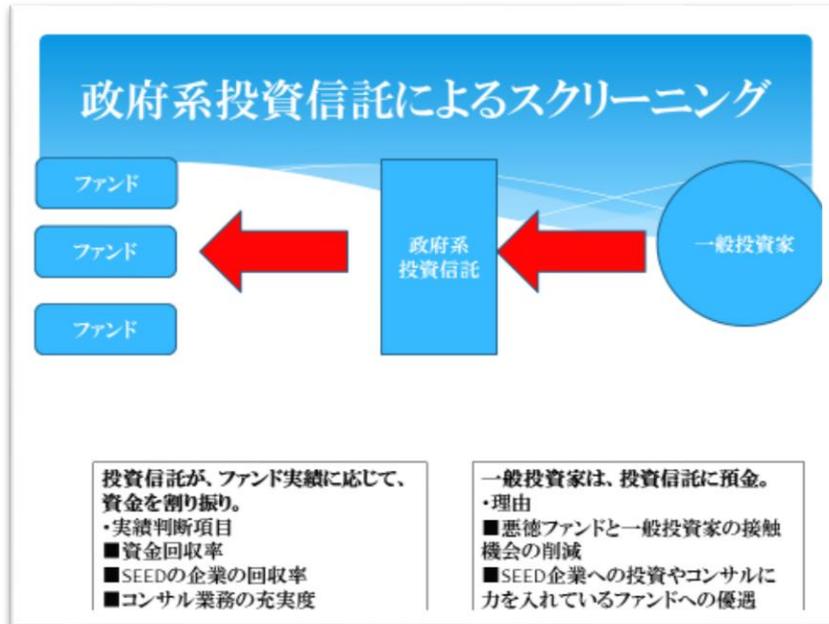
割合とベンチャーキャピタル投資と起業活動率が長期にわたって依存関係にあることが明らかとなったが、現行の VC に関する政策を鑑みるに今後の VC 投資額が減少されることが危惧される。

この政策案によって、一般投資家から VC ファンドへと資金が直接流れていたことに対し、政府系の投資信託を間に挟むことによって投資資金などの持ち逃げなどのような事態の撲滅が実現されることが期待される。

この政策案は一般投資家から集めた資金を信用力のある政府系投資信託に投資し、そこから信用力に足る、すなわち正当に運用できるような VC への投資を行う仕組みである。この投資信託が投資先には選定基準を用いて優先順位をつけ、その選定基準や優先順位に則り投資額を決定し実際に運用を行う。この仕組みを用いることによって、一般投資家と VC ファンドの間に政府系という信用力の高いスクリーニング機関を用いることで、上述したよう一般投資家が詐欺の被害に合わない仕組みが構築されている。

また、選定基準にも起業の支援を試みる方法を採用することでアベノミクスが目指す支援策とも整合性をとることを目論む。優先順位を決定づける選定基準は、一般的に VC が投資先として選定する事業はアーリー期にあることが着目することが知られているが、例えばシード期で且つ大型の設備投資が必要な産業に投資を行うことを公言している事業に投資を行っているファンドを、経営コンサルティングの機能が充実している VC ファンドを高く評価するようなものが求められていることが考えられる。

しかし、政府系投資信託が明確な選定基準を定めてもベンチャー事業の高リスク高リターンの性質を考えると元本割れのリスクも充分高くまた幾分かの持ち逃げなどのリスクは存在しそのリスクとその投資信託の運用にかかるコストを加算したものが VC 市場の存在による日本全体に短期的・長期的に及ぼすベネフィットが大きいとき、この政策案は充分採択するに値すると考えられる。



(イメージ図3)

第5章おわりに

本稿においては、アベノミクスの第三の矢である成長戦略において、目標とされる開廃業率の上昇、そのためのベンチャー投資の促進とそれに関連する規制の流れに着目し、研究を行った。そこで現状を理解し、日本に内在する問題を浮き彫りにし、その問題を改善するための計量分析を行った。アベノミクスで目標としている開業率（起業活動率）10%を達成するためには、国内ベンチャーキャピタル投資額の合計を約 9.6 兆円、個人投資家の割合を 4.08%にすることが必要であることが示された。また政策提言においては、金融庁主導の政策案に対抗する、代替案を四つ提示する。すなわち、エンジェル投資家の育成、クラウドファンディングによる健全な VC 投資、その投資環境の育成、さらに、政府系銀行口座または政府系投資信託を利用した、悪徳ファンドのスクリーニング政策である。

本稿において取り扱った、起業促進のための分析と政策提言の内容は、長期的な日本の潜在成長率に大きな意味をもち、今後の日本をよくする一助となれば幸いである。

先行研究・参考文献・データ出典

参考文献：

日本語文献

- ・一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター 「平成 25 年度創業・起業支援事業(起業家精神と成長ベンチャーに関する国際調査)『起業家精神に関する調査』報告書」(2014年3月)。
- ・岡田悟(2013)「我が国における起業活動の現状と政策対応 -国際比較の観点から-」『国立国会図書館調査及び立法考査局 レファレンス』2013年1月号。
- ・内田交謹・孫月 「ベンチャーキャピタルの投資行動とパフォーマンスに関する実証分析」『信託研究奨励金論集第34号』九州大学。
- ・『経済発展の理論 (ドイツ語版) : 企業者利潤・資本・信用・利子および景気の回転に関する一研究』 塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳。

英語文献

- ・Akerlof, G. A. (1970) "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism," *Quarterly Journal of Economics* 84,p488-500.
- ・Aghion, Philippe & Howitt, Peter, 1992. "A Model of Growth through Creative Destruction," *Econometrica*, Econometric Society, 60(2), p 323-51.

データ出典：

日本語文献

- ・金融庁 「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案等の公表について」
(<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20140514-1.html>) 2014/06/29 データ取得。
- ・経済産業省「エンジェル税制の仕組み」2014/10/20 データ取得。
<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/structure/>
- ・経済産業省「エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」2014/10/20 データ取得。

<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angelnetworkhoukokusyo.pdf#search='%E6%97%A5%E6%9C%AC+%E3%82%A8%E3%83%B3%E3%82%B8%E3%82%A7%E3%83%AB%E3%83%8D%E3%83%83%E3%83%88%E3%83%AF%E3%83%BC%E3%82%AF'>

・ 経済産業省 「産業競争力強化法の概要」
(http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/kyousouryoku_kyouka/) 2014/09/07 データ取得。

・ 経済産業省 「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会最終報告書」
<http://www.meti.go.jp/report/data/g80509aj.html> 2014/10/20 データ取得。

・ 中小企業庁 「2014年版中小企業白書」
(<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/>) 2014/09/04 データ取得。

・ 独立行政法人国民生活センター 「投資経験の乏しい者に「プロ向けファンド」を販売する業者にご注意！ —高齢者を中心にトラブルが増加、劇場型勧誘も見られる—」
(http://www.kokusen.go.jp/pdf/n-20131219_2_1.pdf) 2014/09/04 データ取得。

・ 独立行政法人 国民生活センター 「ファンド型投資商品」 2014/11/2 データ取得
http://www.kokusen.go.jp/soudan_topics/data/fund.html

・ 内閣官房内閣広報室 「前進するアベノミクス 最新の進展と安倍政権のこれまでの成果 2014年5月」(http://www.kantei.go.jp/jp/topics/2014/20140528zenshin_abenomix.pdf) 2014/06/23 データ取得。

・ 日本政策金融公庫総合研究所 「起業意識に関する調査 —アンケート結果の概要—」
(http://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/topics_140109_1.pdf) 2014/06/04 データ取得。

・ 野村証券研究所 「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」(2013年3月) (http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2013fy/E003176.pdf) 2014/09/07 データ取得。

英語文献

・ Global Entrepreneurship Monitor(GEM)(2013),“2012 Global Report”
(<http://www.leo.itesm.mx/GEM/Reporte%20Global%202012.pdf>) 2014/09/07 データ取得。

・ Organization for Economic Cooperation and Development(OECD) (2014)
“Entrepreneurship at a Glance 2014” (http://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/entrepreneurship-at-a-glance_22266941) 2014/09/07 データ取得。