

スタートアップの成長と課題

公正取引委員会競争政策研究センター
第4回大阪シンポジウム

2021年11月26日(金)

中央大学商学部教授

経済産業研究所ファカルティフェロー

本庄裕司

講演概要

現在，日本を含むいくつかの国では長期的な経済成長の停滞が続いています．こうした中，将来的な経済活動の牽引役の担い手として，創業間もないスタートアップ企業およびアントレプレナー（起業家あるいは企業家）の登場に大いに期待が寄せられています．

成長するスタートアップ企業は，イノベーションや新たな雇用創造を生み出します．また，こうしたスタートアップ企業の登場は，市場における競争を促進して経済を活性化させます．

本講演では，日本のスタートアップ企業やアントレプレナーおよびスタートアップ企業の取り巻く状況を説明します．スタートアップ企業の成長要因は何か，また，成長するスタートアップ企業を生み出すために競争政策を含めて何が必要かについて議論したいと思います．

スタートアップとは？

スタートアップとは？

- 事業をはじめること

スタートアップ企業の定義

- 広義には、**創業間もない企業**
- 狭義には、**革新的な事業をもとに急成長をめざす企業**

→ ただし、実証分析の世界では、広義のスタートアップ企業のほうが取り扱いやすい(「革新的な事業」を識別できない)

Cf. スモールビジネス/中小企業のとらえ方

- 海外の場合・・・事業をはじめたばかりの企業を含む小規模企業
- 日本の場合・・・大企業と比較して規模の小さい企業

スタートアップへの期待

スタートアップへの期待

イノベーション

雇用創出

競争の促進

イノベーション

- 新しい技術, 製品, サービスの提供
- e.g. モデルナ(2010年9月設立), バイオンテック(2008年設立)による新型コロナウイルス・ワクチンの開発

雇用創出

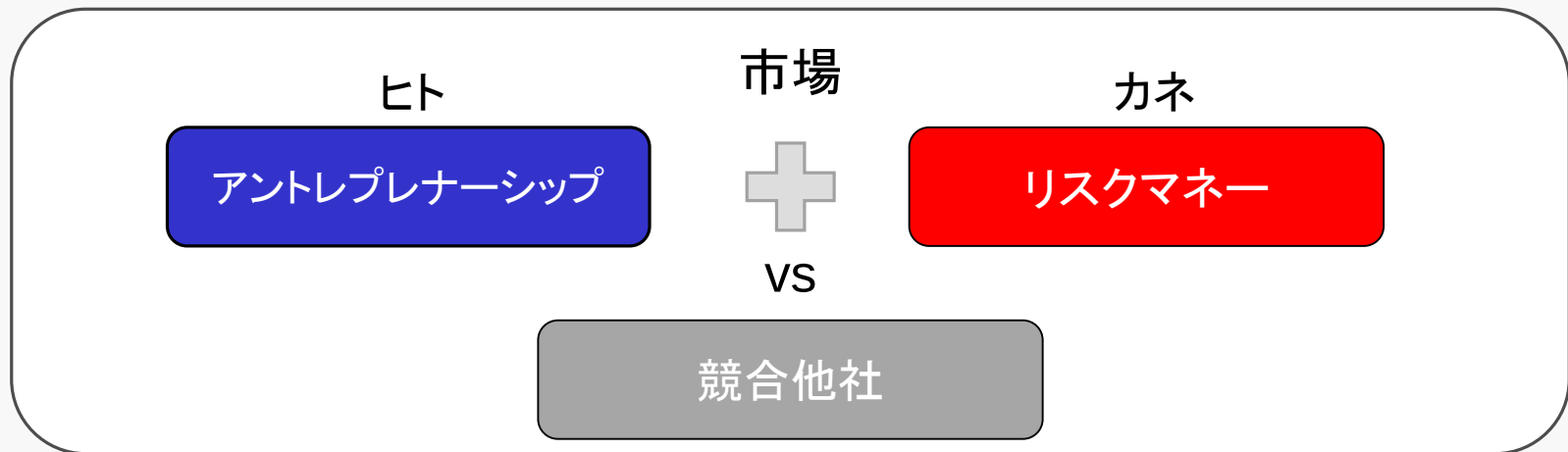
- スタートアップ企業による雇用創出の効果 (Haltiwanger et al., 2013)

競争の促進

- 新規参入の誕生を通じた市場での競争の促進

スタートアップ(起業)のために

2つの要素の結合:「ヒト」+「カネ」



スタートアップ企業の成長のために

- 市場に存在する「ヒト」と「カネ」を結びつける
- 起業後に市場で既存企業と競争する

スタートアップに必要な要素

事業に必要な要素

- ヒト → 人的資本
- カネ → 金融資本(資金)
- モノ → 原材料

スタートアップの場合

- (ヒト) 起業家(事業をはじめる人) → **アントレプレナーシップ**
- (カネ) スタートアップ企業への資金提供 → **リスクマネー**
- (モノ) 市場で他企業との取引

政策の視点(パラダイムシフト)

日本における伝統的な中小企業に対する視点

- かつての中小企業基本法
- 競争上不利な中小企業の保護

海外におけるスモールビジネスに対する視点

- 市場活性化の源泉
- 競争力のあるスモールビジネスの育成

Cf. アメリカのSBIR (Small Business Innovation Research), JOBS (Jumpstart Our Business Startups) 法など, スモールビジネスの成長の後押し

海外では, 保護の対象より, 成長の源泉としてとらえる傾向あり

活躍するスタートアップ企業

GAFA, BATHの登場

- Google(アメリカ, 1998年9月設立)
- Amazon.com(アメリカ, 1994年7月設立)
- Facebook(メタ・プラットフォームズ)(アメリカ, 2004年2月設立)
- 百度(中国, 2000年1月設立)
- アリババ(中国, 1999年6月設立)
- テンセント(中国, 1998年11月設立)

(例) 日本のスタートアップ企業

- メルカリ(2013年2月設立)
 - プリファードネットワークス(2014年3月設立)
- 将来の日本経済の牽引役を期待.



市場競争におけるスタートアップの役割

Porterの5つの力

- 競争を回避する既存企業の戦略

2つの力

1. 新規参入
2. 代替品の脅威

スタートアップの登場による競争

- 既存企業との価格競争
 - 低価格化
- イノベーションを通じた代替品の開発
 - 新たな製品やサービスの選択



消費者の便益の増加

2021年10月末株式時価総額ランキング

順位	企業名	国名
1	マイクロソフト	アメリカ
2	アップル	アメリカ
3	サウジアラムコ	サウジアラビア
4	アルファベット	アメリカ
5	アマゾン・ドット・コム	アメリカ
6	テスラ	アメリカ
7	メタ・プラットフォームズ	アメリカ
41	トヨタ自動車	日本

18歳

17歳

84歳

スタートアップ企業への期待

急成長スタートアップ企業

- イノベーション, 産業の発展, 経済成長への貢献を期待

Cf. ユニコーン(時価総額10億ドル以上)

- 実際に成長を遂げた**急成長スタートアップ企業**(ガゼル)が大きな貢献をはたす.

→ しかし, わずか一握りに過ぎない.

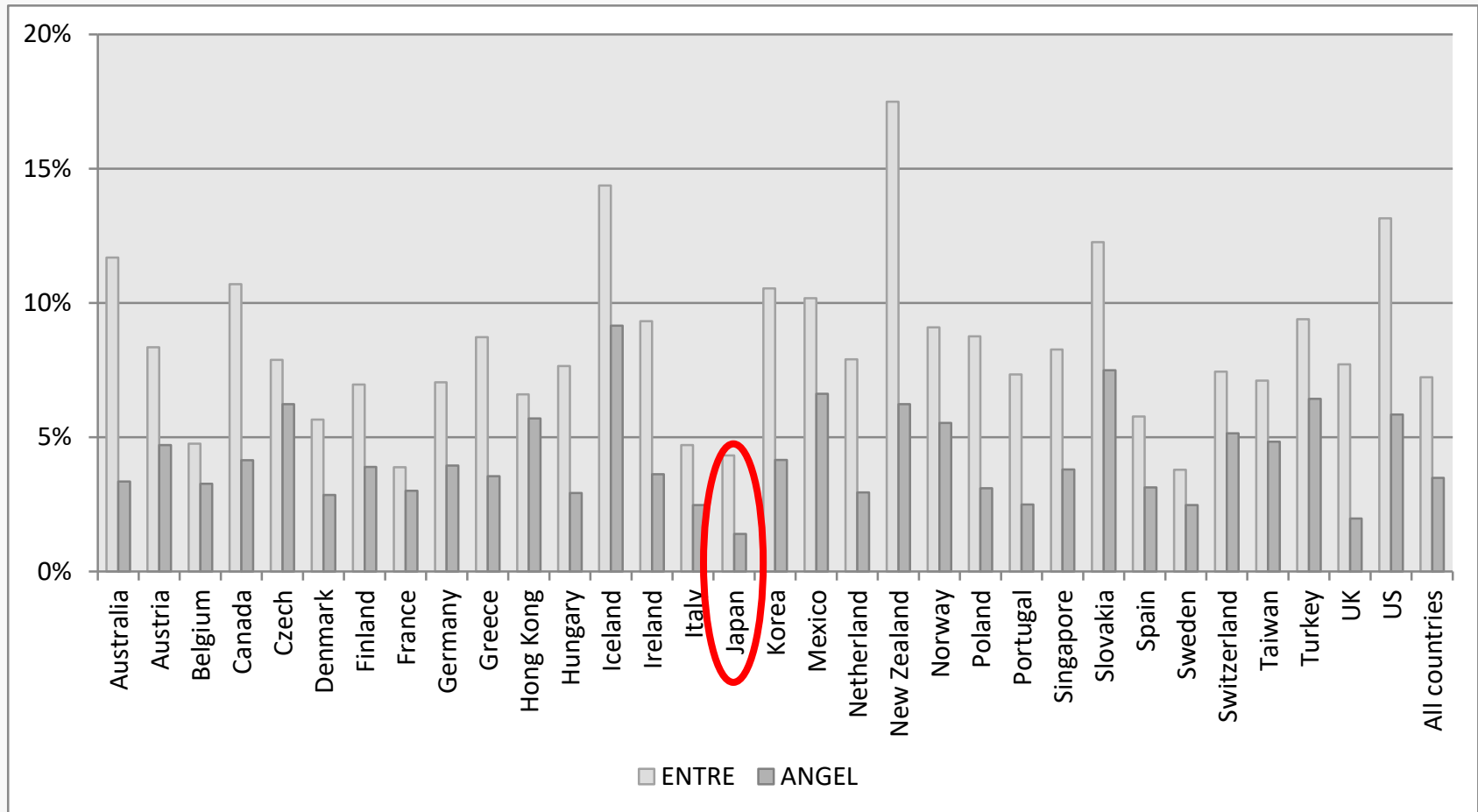
多くのスタートアップ企業は...

- それほど成長しない, 安定志向スタートアップ企業

日本のスタートアップに関する懸念

- 企業の高齢化 → 新陳代謝の低下
- 急成長スタートアップ企業の不足

起業と個人投資と国際比較 (GEM Report)



Source: APS Global Individual for 2001-2012 (See Honjo (2015))

Note: Targets for individuals aged 18-64

スタートアップ時に直面する課題

既存企業と同様の状況であれば競争できるが...

市場の不完全性

スタートアップの課題

1. 人的資本(起業家)
2. 資金調達
3. 市場での競争

→ 既存企業と比較すると容易でない。

不完全な市場

理想的な市場

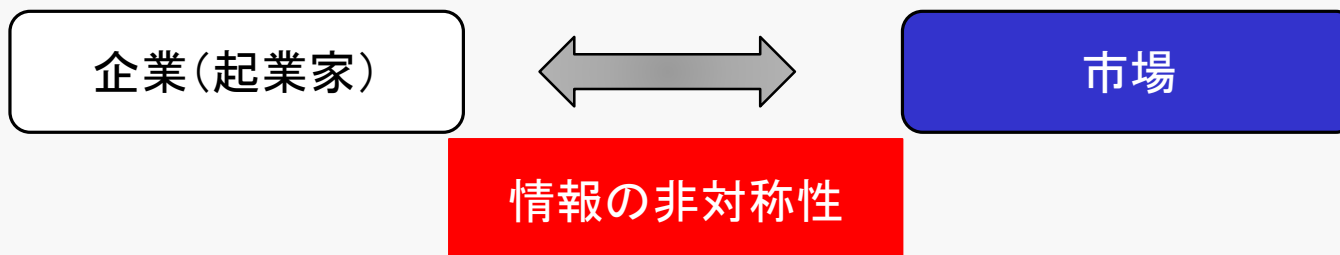
- (既存企業と同様に) 必要な人材や資金を市場から調達できる.
- しかし, 現実的でない

不完全な労働市場

- スタートアップ向きの人材が必ずしも起業家として事業をはじめない
- 必要な人材を労働市場から調達できない

不完全な資本市場

- 金融機関や投資家が事業内容を予見できない



課題1: 人的資本

起業家の登場

- そもそも起業家がいなければスタートアップははじまらない

Cf. 日本の起業家のタイプ (Honjo, 2015ほか)

- 男性が多い
- 40歳代が多く, 日本は国際的に高齢化
- 情報サービス系で相対的に若く, 製造業では年齢が高い.

その他の特徴

- 事業業者の子息は起業家を選択しやすい
- 実はアメリカでも学生ベンチャーはわずか一握り (Shane, 2008)

人材の流動性にもとづくスタートアップ

既存企業から誕生した急成長スタートアップ企業

- ロバート・ノイス&ゴードン・ムーア
→ 創業したフェアチャイルドを辞職して**インテル**を創業
- ジェリー・サンダースほか
→ フェアチャイルドを辞職して**AMD**を創業

Cf. 分社化による急成長スタートアップ企業

例) 古河電工 → 富士電機 → 富士通 → ファナック
→ ただし, 元の企業と直接的な競争は少ない

優秀な人材の起業家の選択

- 新たな企業やビジネスの誕生

Cf. 副業推進の政策

起業の選択

職業選択としての起業

- 起業家の選択による期待効用 > 被雇用者の選択による期待効用

所得にもとづく比較

- いくつかの実証分析で、被雇用者の平均所得が自営業者（起業家）を上回る (Hamilton, 2000)

リスクにもとづく比較

- 起業家と比較して、被雇用者のほうが収入は安定
Cf. 終身雇用, リストラの回避（希望退職）

その他

- 被雇用者は、納税（源泉徴収）、社会保険の業務なし
Cf. 起業家の多くは、法人税、所得税、消費税の申告業務あり

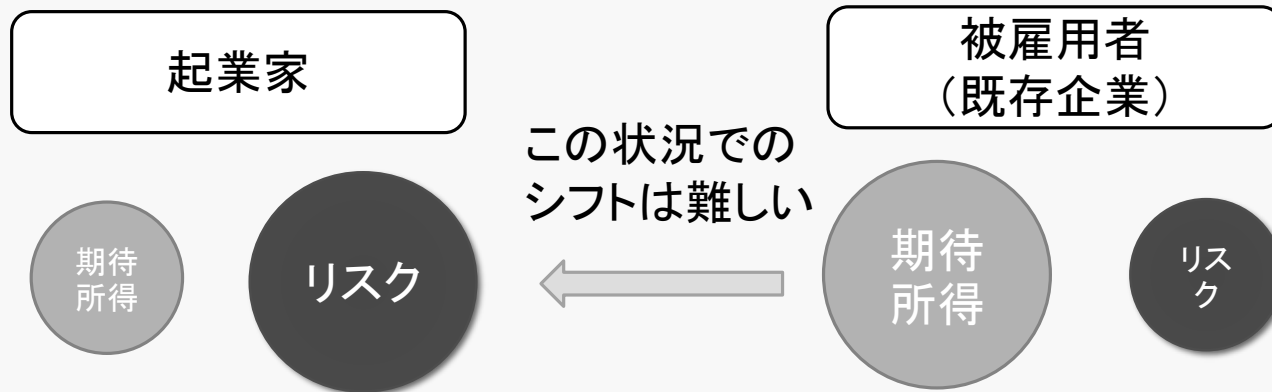
日本における起業家の選択

起業家のベネフィット

- 自らの夢, やりがいのある仕事など

しかし・・・

- 起業家が合理的な選択でなければ, 起業家の増加は困難
Cf. 起業のインセンティブ …… 期待所得の大きさ, リスクの小ささ



創業チームの重要性

トップマネジメントチーム (top management team)

- 。トップマネジメントチーム (CEO, CFO, CTO) の重要性

創業チーム(パートナー)の存在

(ソニー) 井深大 + 盛田昭夫

(本田技研) 本田宗一郎 + 藤沢武夫

専門家の存在

- 。技術者, 専門職(弁理士, 弁護士, 会計士など)

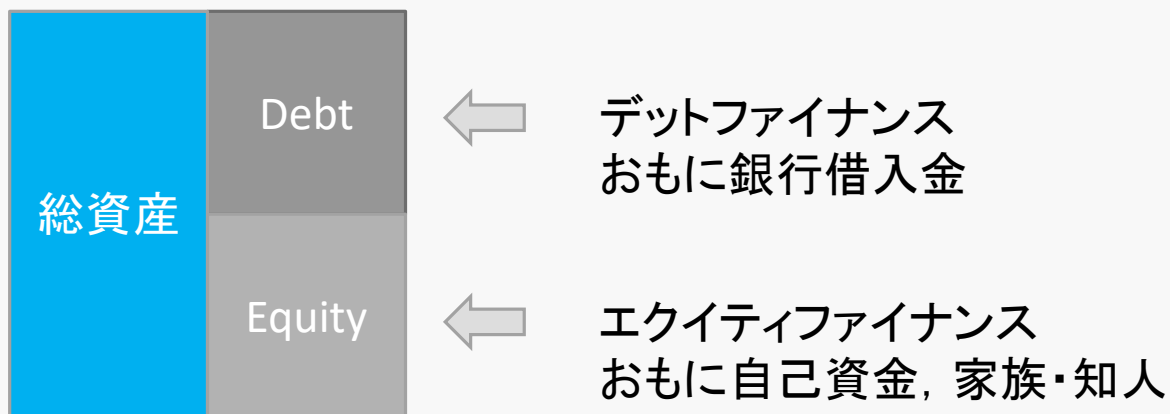
必要な人材を労働市場から調達できるか？

課題2: 資金調達

資金制約

- 必要な資金を資本市場から調達できない
 - (スタートアップ企業) 事業の実績がなく, 信用記録が存在しない
 - 投資家や金融機関が出資や融資に応じることは難しい

エクイティファイナンス vs. デットファイナンス



資金調達の方法

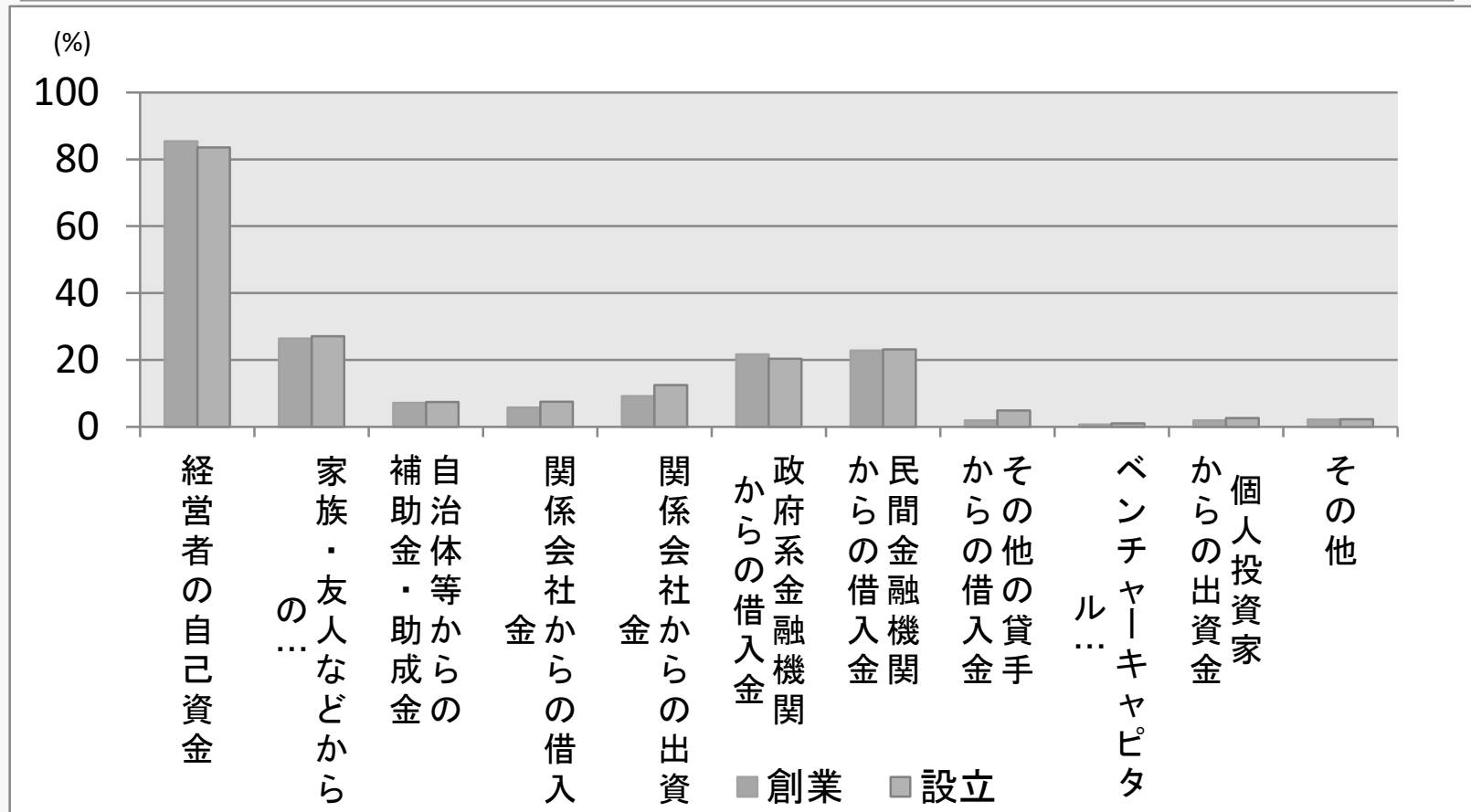
デットファイナンス

- (デフォルトの場合) エクイティより優先的に回収
 - リターン = 利子
 - リターンに上限あり (利率の制限)
- (資金提供側) **ローリスク・ローリターン**

エクイティファイナンス

- (デフォルトの場合) デットより劣後的に回収
 - リターン = 配当 (売却した場合, キャピタルゲイン)
 - 高額な配当やキャピタルゲインを得る可能性あり (とくに, 新規株式公開をはたした場合)
- (資金提供側) **ハイリスク・ハイリターン**

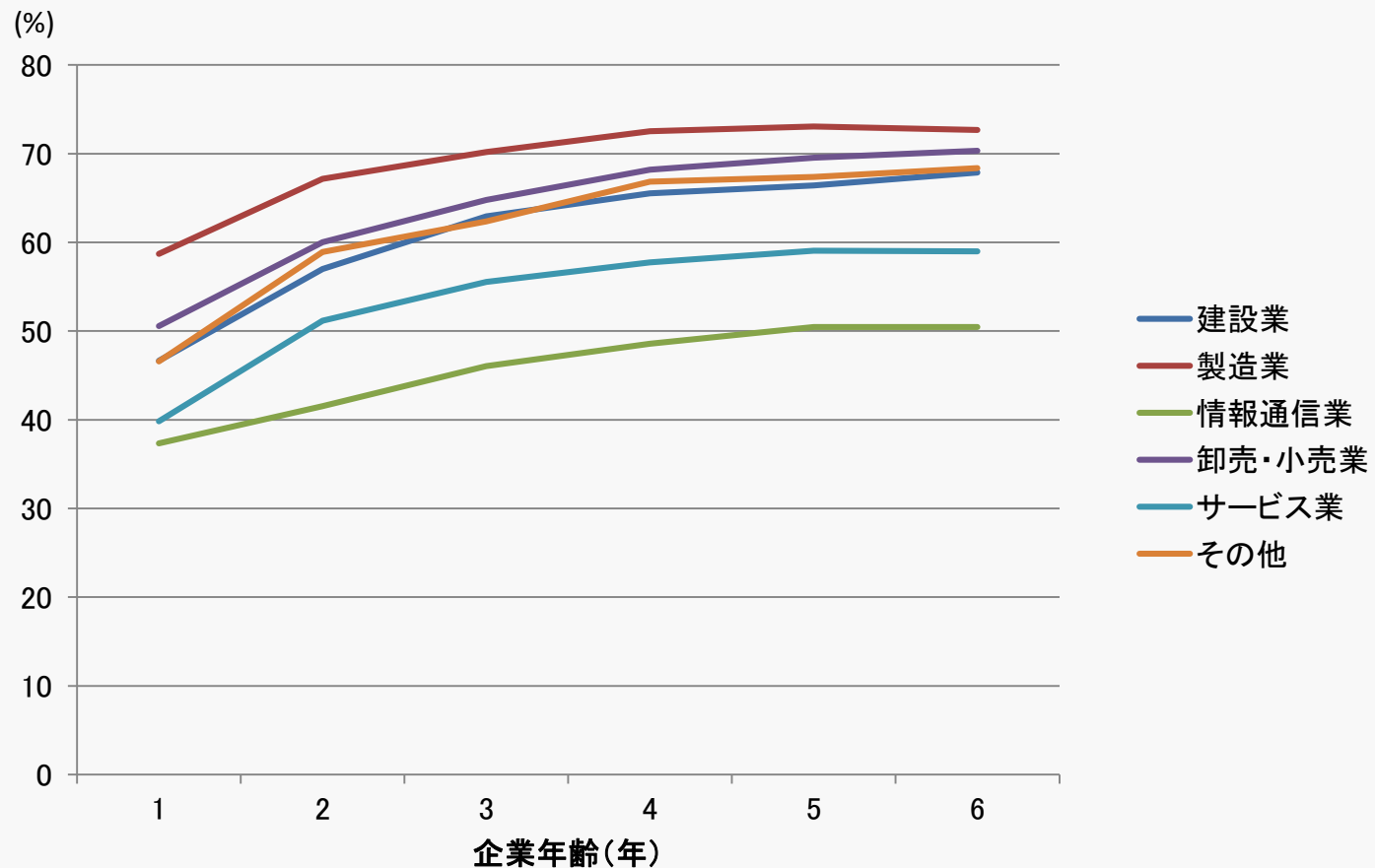
創業時と設立時の各資金調達先の利用率



出所: 内田ほか (2018) をもとに筆者加筆修正.

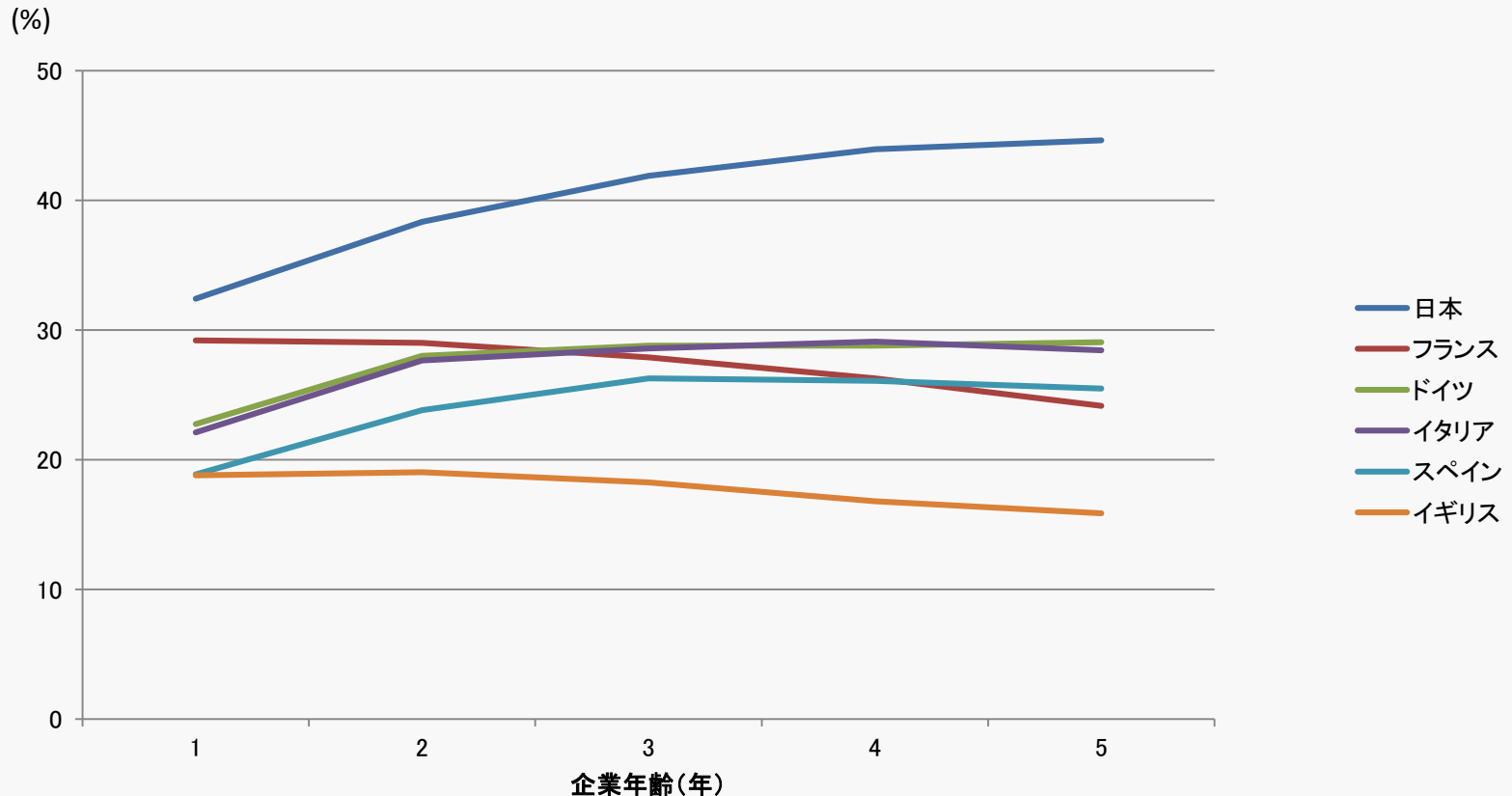
注: アンケート調査は、2017年7月実施。企業数は、創業が1509社、設立が1225社。

業種別のデットファイナンス比率の推移



出所:本庄 (2015)

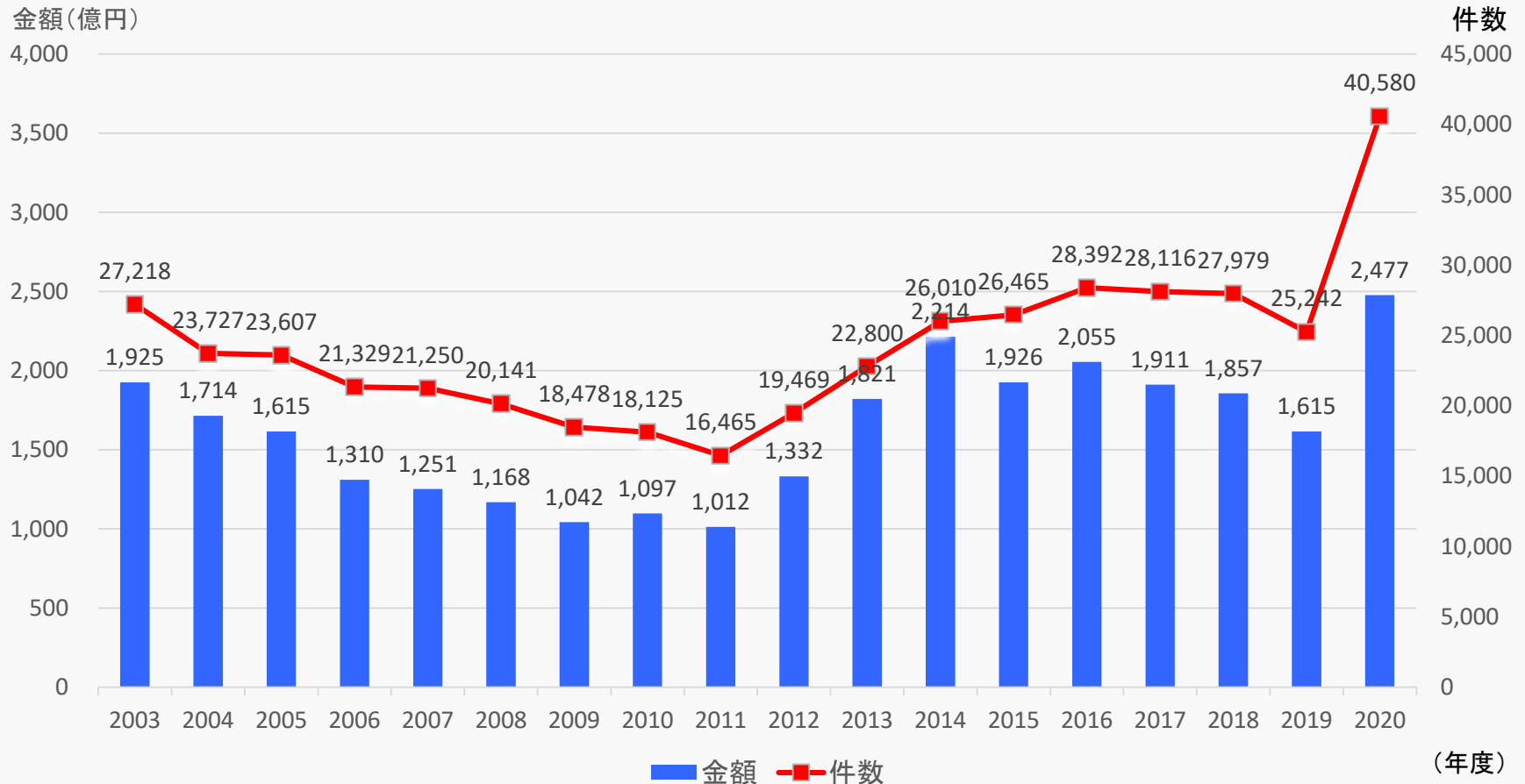
日本と欧州諸国のデットファイナンス比率の推移



出所: Honjo (2021b) をもとに筆者加筆修正 (元データは, BvD “Orbis”).

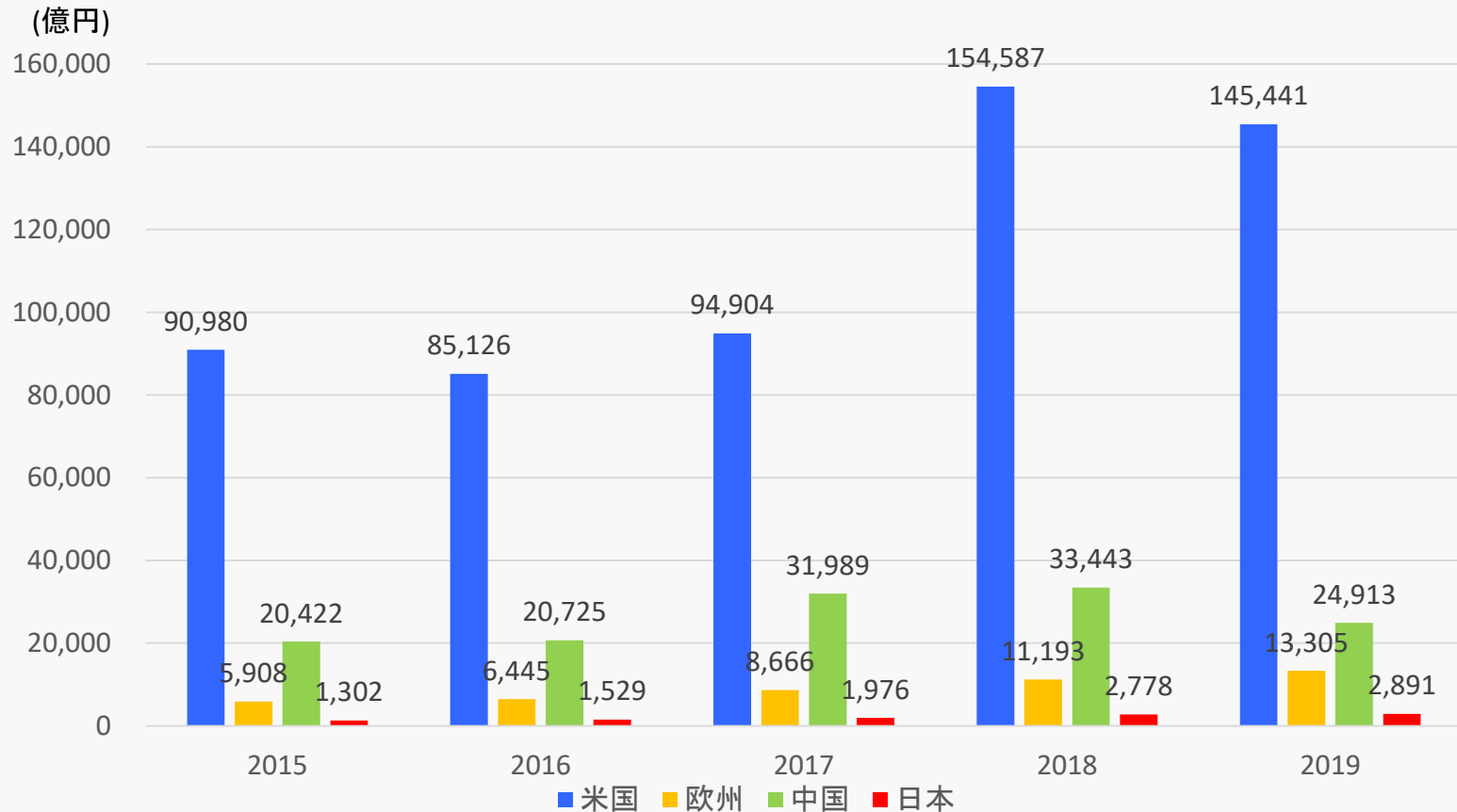
注: 企業数は, 日本が4,232社, フランスが95,224社, ドイツが8,571社, イタリアが42,950社, スペインが41,093社, イギリスが2,561社.

日本公庫の創業融資実績推移 (創業前及び創業後1年以内)



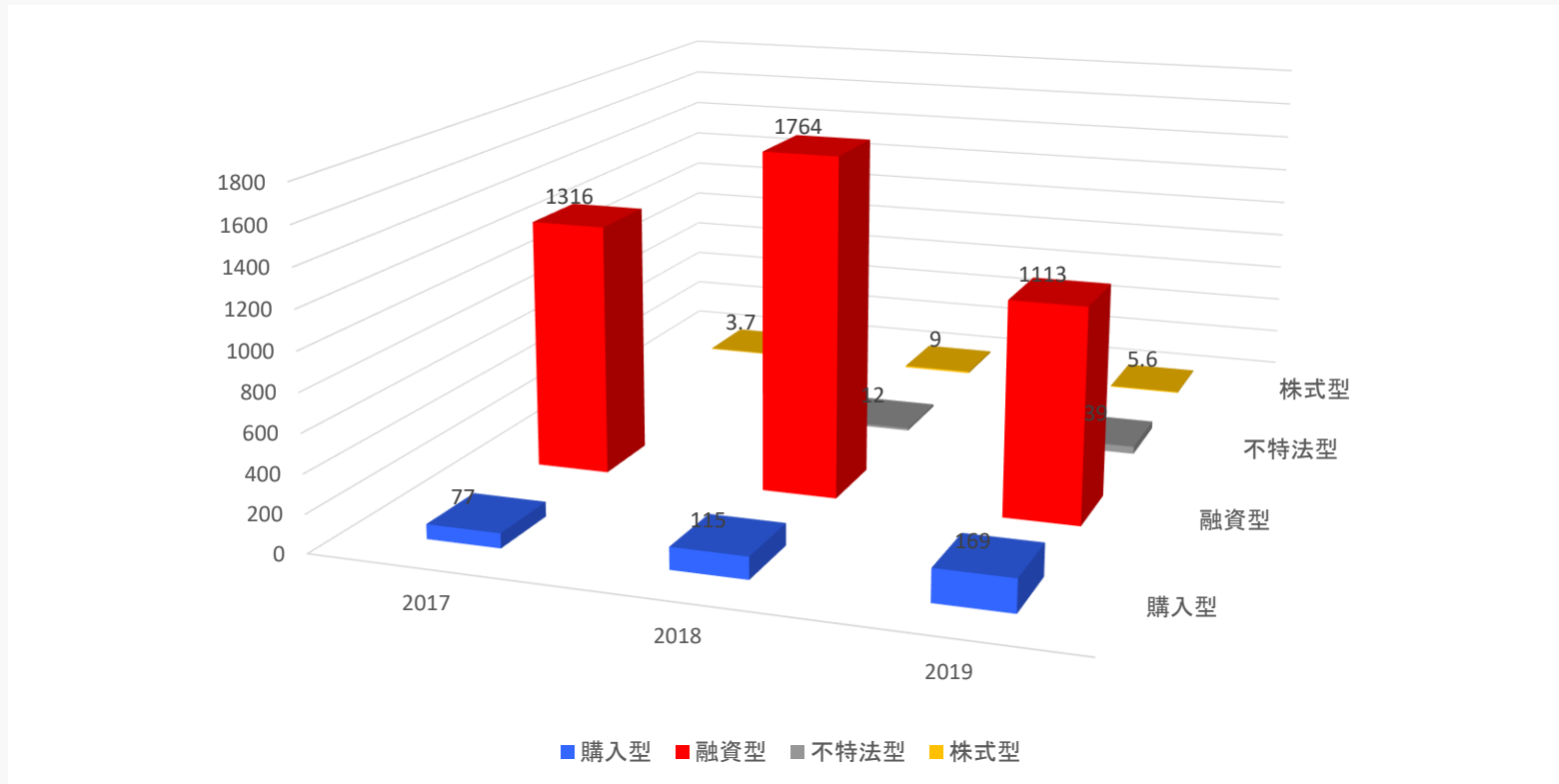
出所: 日本政策金融公庫「ディスクロージャー誌」

ベンチャーキャピタル投資の国際比較



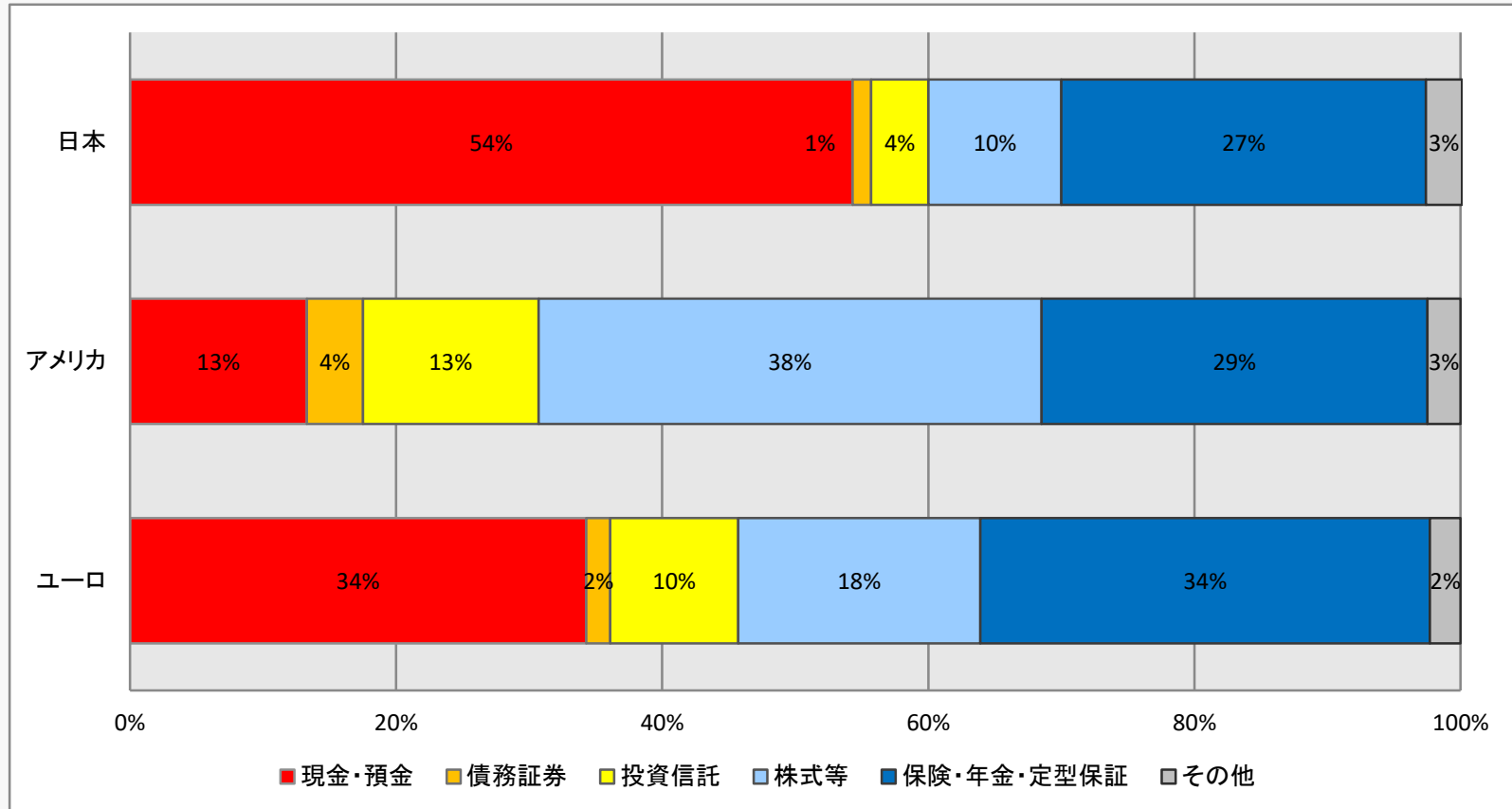
出所: (一財)ベンチャーエンタープライズセンター『ベンチャー白書2020』
注: 日本のみ年度ベース. 単位: 億円.

国内クラウドファンディングの 新規プロジェクト支援額推移



出所: 一般社団法人日本クラウドファンディング協会(2020)「クラウドファンディング市場調査報告書」をもとに筆者作成.

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」

注: 2021年10月末現在。「その他計」は、金融資産合計から、「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。

日本のスタートアップ企業の資金調達

資金調達の特徴

- 。諸外国と比較すると、デットファイナンスへの依存が大きい。

充実したデットファイナンス

例) 新創業融資制度(日本政策金融公庫)を用いた融資は、ベンチャーキャピタルの投資総額とほぼ同水準。

Cf. 新型コロナウイルス感染拡大にともなってデットファイナンスがさらに拡大

プライベートエクイティ

(広義には、未公開企業に対する出資)

- 。エンジェル投資とベンチャーキャピタルの役割が他国と比較すると相対的に小さい

(つづき)

エンジェル投資

- 日本で新しい事業に投資する個人の比率は1%程度 (Honjo, 2015).
- 国際的にかなりの低水準

ベンチャーキャピタル

- アメリカ, 中国と比較すると, 日本の規模は小さい.
- 公的機関の関与したベンチャーキャピタル

Cf. 産業革新投資機構 (INCJ)

エクイティ・クラウドファンディング

- 日本では, 年間投資額の上限1億円と規制が強い(アメリカは上限を500万ドルまで増加, イギリスは上限なし)

スタートアップ企業の抱える問題

エクイティファイナンスの必要性

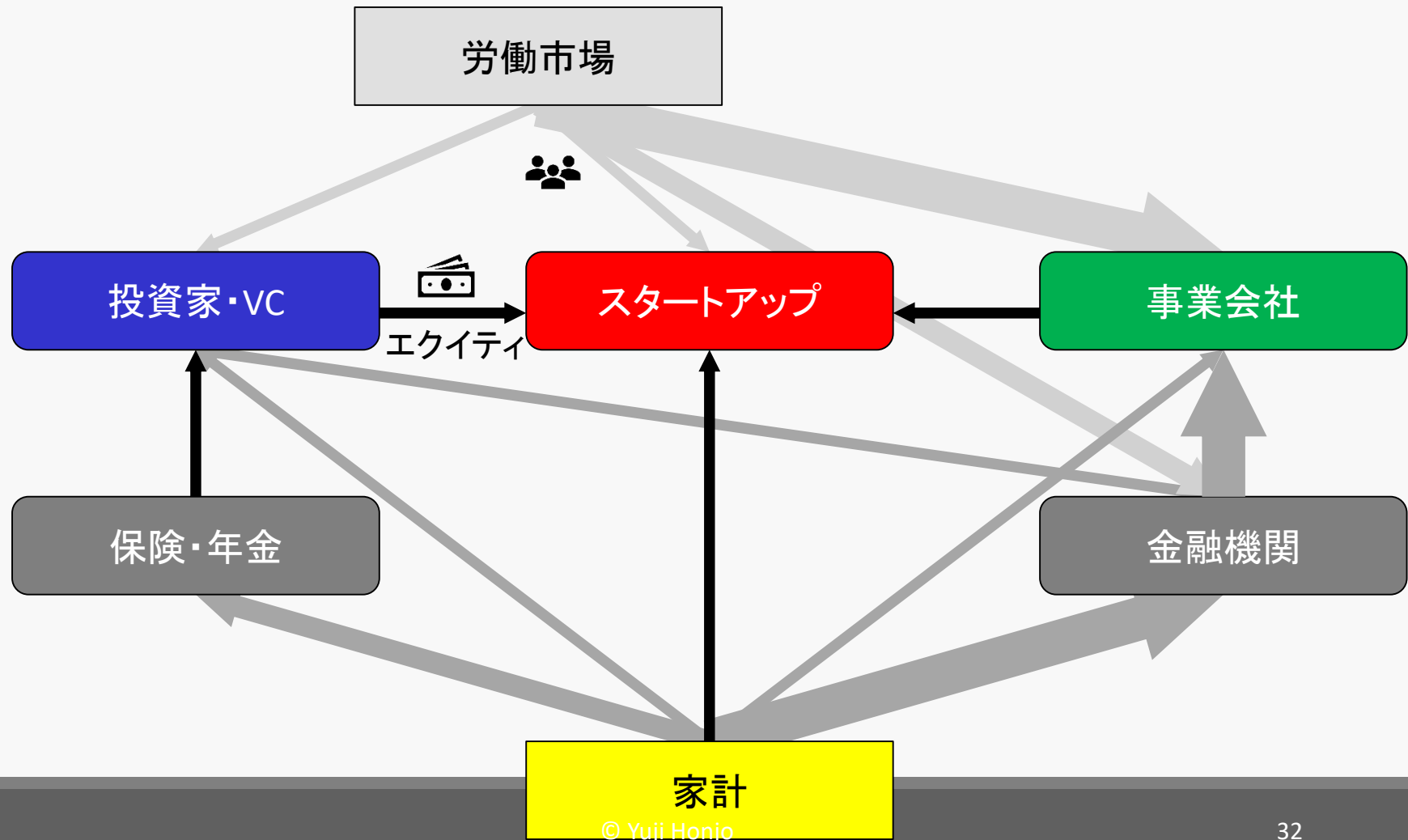
- ハイテックスタートアップなど、一部の企業はプライベートエクイティからの資金調達を必要とする (Honjo, 2021b)

しかし、現実には

- デットファイナンスが充実する方で、エクイティファイナンスは未発達
Cf. 過度なIPO (initial public offering) への依存
- 多くの成長志向スタートアップ企業はIPOを目指す (Honjo, 2021a)

必要な資金を市場から調達できるか？
とくに、エクイティファイナンスを調達できるか？

日本のスタートアップと取り巻く現状



課題3: 市場競争

スタートアップ企業の競争劣位

- 乏しい経営資源
- 小規模によるデメリット ← 既存企業が規模の経済を享受

参入障壁

- 規制
 - 規模の経済ほか
- (市場の不完全性にもとづいて) 規模の大きさによる優劣

Cf.アントレプレヌール・エコシステム

- 不足する経営資源を他の組織との提携で補完

参入に関する規制

最低資本金制度の撤廃（規制緩和）

- 2006年5月，株式会社1000万円（有限会社300万円）の最低資本金制度を撤廃

→ 株式会社の参入が増加

Cf. エクイティファイナンスは，最低資本金制度のあった時代（～2006年4月）には倒産回避につながらない（Honjo and Kato, 2019）

エクイティクラウドファンディングの上限

- 2021年3月，アメリカ証券取引委員会はエクイティクラウドファンディングによる資金調達をそれまでの年107万ドルから500万ドルに拡大

→ 新たな資金調達として期待

Cf. 日本におけるエクイティクラウドファンディングの規制

- 年1億円で1人あたり50万円までの出資．国際的に厳しい規制

既存企業との競争

既存企業の競争優位

- 既得権(とくに規制が存在すると既得権につながる)
- 取引における既存企業の優越的な地位

規模の経済

- 規模の大きさによる利益
- 間接業務(固定費)の存在

範囲の経済

- 複数の事業に取り組むことの利益
- e.g., 通信事業(施設)と通信サービス

Cf. 下請法

- 製造委託が発生した場合に適用

政策支援

スタートアップ向け政策

- 都道府県などによる創業支援
- エンジェル税制（スタートアップ企業への投資に対し、一定の要件を満たすことによる税額優遇措置）

スモールビジネス向け政策

- 税制優遇
- 例）資本金にもとづく法人税の税率軽減や均等割の減額
- 新SBIR制度（イノベーションの担い手としてのスモールビジネスに対する補助金）
 - 下請法の適用範囲の拡大

スタートアップ企業が競争できる社会へ

既得権と規制緩和

- スタートアップ企業の競争劣位

Cf. 規制緩和(＋イノベーション)

- 情報通信業の規制緩和にともなってインターネットサービスなど、数多くのスタートアップ企業が成長

間接業務の軽減

- 税務申告(法人税・地方税・消費税申告, 源泉徴収), 社会保険といった行政代行業務は, 限られた資源の企業で負担が大きい
→ 簡素化による企業負担の軽減

既存企業と健全な競争が可能か？

まとめ：スタートアップ企業の課題

1. 人的資本

- 起業家が登場し、必要な人材を獲得
→ 既存企業から人材の流出

2. 資金調達

- エクイティファイナンスの充実
→ 個人投資の推進, クラウドファンディングの活用

3. 市場競争

- スタートアップ企業と既存企業との健全な競争
→ 規制緩和, 制度の簡素化, 競争の監視

起業家社会に向けて

社会全体で起業に不足する資源の相互補完

- **アントレプレヌールエコシステム** (Stam and Spigel 2018, Honjo et al. 2019)

職場依存から自分依存に

- 転職を含む職業選択
- 所得税, 地方税, 社会保険の支払い
 - 本来, 企業はこれらを代行する組織でない
- 預金以外の資産運用
 - 投資先の選択

保護責任から自己責任へ

こうした変化が日本社会にあうかは不明

参考文献

- Haltiwanger, J., Jarmin, R. S., Miranda, J. (2013) Who creates jobs? Small versus large versus young. *Review of Economics and Statistics*, **95**, 347-361.
- Hamilton, B. (2000) Does entrepreneurship pay? An empirical analysis of the returns to self-employment. *Journal of Political Economy*, **108**, 604-631.
- Honjo, Y. (2015) Why are entrepreneurship levels so low in Japan? *Japan and the World Economy*, **36**, 88-101.
- Honjo, Y. Grilli, L. Stam, E. Colombo, M. Lai, I (2019) Promoting support for start-ups. T20 Japan, Policy Brief.
- 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. (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.
- Shane, S. A. (2008) *The illusions of entrepreneurship: the costly myths that entrepreneurs, investors, and policy makers live by*. Yale University Press.
- Stam, E., Spigel, B. (2016) Entrepreneurial ecosystems, Tjalling C. Koopmans Research Institute Discussion Paper Series, 16-13.
- 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』第66巻, 1-56.
- 本庄裕司 (2015)「スタートアップ企業の資本構成」『組織科学』第49巻第1号, 4-18.