

2010年11月17日

## 起業社会に向けての金融の課題 —エンジェル税制の大幅改正を—

日本経済研究センター金融研究班<sup>1</sup>

### (要旨)

- 雇用創出、経済成長の原動力として日本の将来に大きな可能性を持つ、ベンチャー企業の金融面における課題は、主に「リスクマネーの供給」と「ベンチャー企業の出口における選択肢の多様化」。
- そうした金融面の課題を解決してベンチャー企業が活性化するには、「エンジェル税制の大幅改正」、「公的年金等の有効活用」や「銀行の目利き力の底上げを意図した、信用保証への依存度引き下げ」といった大胆な政策を行う必要。
- 金融面以外でも、「政府主導による起業失敗者対象の人材バンク」設立など、形だけの制度ではなく、日本人の起業に対する意識に大きな変革を促すような政策が、「起業社会」の実現に求められる。

### 1. 問題意識

日本でベンチャー企業が成功しないといわれて久しい。1990年代後半から2000年にかけての情報技術（IT）バブルの時代には、ソフトバンクや楽天などのIT企業が大きく躍進し、新規企業が株式を公開する新興企業向け市場も活性化した。その余韻は2000年代半ばまで続いたが、06年1月にライブドアの堀江貴文社長（当時）が証券取引法（現、金融商品取引法）違反容疑で逮捕されたのを契機に、その動きは一気に終息し、以降、日本のベンチャー企業の上場は低調なままである。過去数年間を振り返っても、躍進したベンチャー企業はグリーやミクシィなど、ごくわずかである。『中小企業白書（2010年版）』の企業全体（個人企業・会社企業）に関する統計においても、起業家精神が衰えたのか、廃業率が開業率を上回る状況が近年続いている。その背景は単純ではなく、さまざまな問題が複雑に絡み合っていると考えられる。

その中で、本稿ではベンチャー企業がその創業当初から直面する大きな問題である「ベンチャー金融」の問題を中心に取り上げる。「起業」が先か、リスクマネーの供給などの「ベンチャー金融」が先かは、いわゆる“鶏と卵”の議論であるが、まずここでは、ベンチャー企業が起業しやすい金融環境を整えることを重要な課題として考えたい。第2節では、ベンチャー企業の成長段階に沿って、日本におけるベンチャー金融の現状と課題を考察する。第3節では、そうした課題を受けて、日本のベンチャー金融を活性化するための施策について、いくつかのアイデアを交えて論じたい。そして、第4節では、本稿作成に当たり、実際にヒアリングに伺った起業家の方々の言葉を借りつつ、金融面以外で日本のベンチャー企業の成長を阻害する要因について議論する。

懸命な努力の末に失敗しても、何度も再挑戦できる社会ならば、起業を目指す人は増えるだろう。金融の論理における問題は、失敗した時に再起不能な状況にまで個人を追い込むことが多い

<sup>1</sup> 本稿作成につき、末尾に挙げた企業経営者の方々から貴重なご意見を拝聴したことを記して感謝する。本稿は金融研究班：池内拓郎、勝田秀樹、嶋崎俊、野中卓人が執筆した（監修：前田昌孝主任研究員）。

点にある。技術革新と雇用の担い手であるベンチャー企業を育成しなければならないという社会的要請に応えるために、金融面でどのような工夫が可能かを、今こそ考えるべきであると筆者らは考えた。

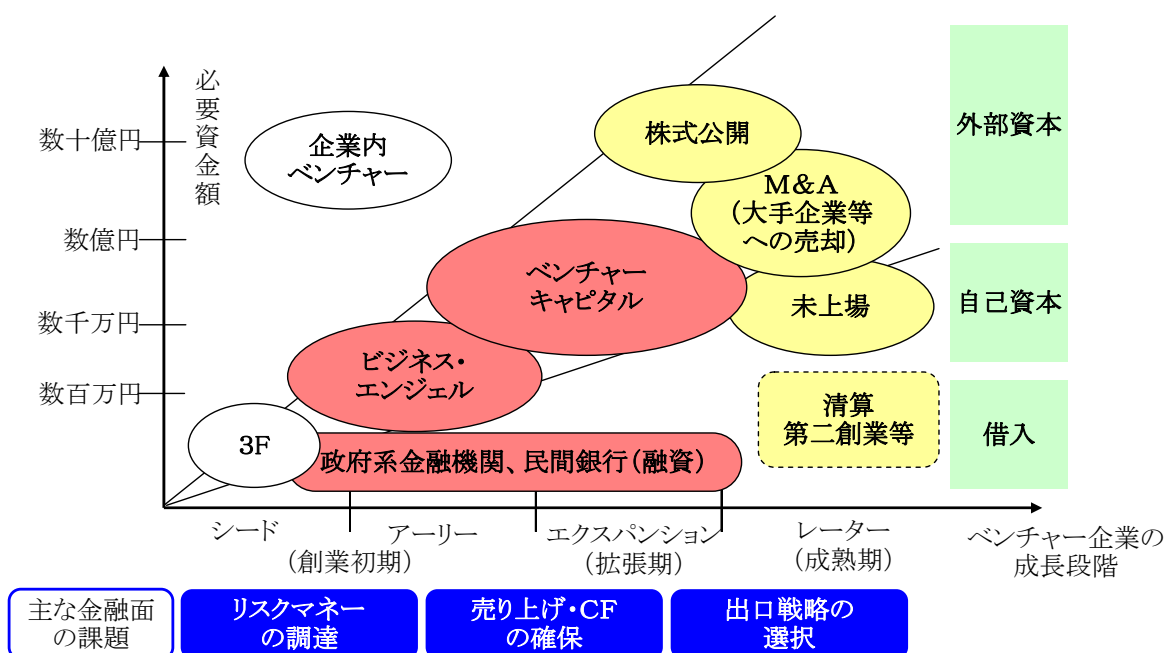
## 2. ベンチャー企業の現状と問題点

### (1) はじめに

ベンチャー企業の成長プロセスを大きく分類すると、創業までの「シード期」、起業してから事業が軌道に乗るまでの「アーリー期」、市場に受け入れられ規模が急拡大する「エクспанション期」、サービス・商品が成熟化し、上場等が視野に入る「レーター期」に区分できる（「シード期」「アーリー期」は「創業初期」、「エクспанション期」は「拡張期」、「レーター期」は「成熟期」と言い換えられる）。一般的なベンチャー金融の全体の流れは、図表 2-1 のようになる。ベンチャー企業が直面する金融の主たる課題は、その成長段階によって異なるが、まずシード期など早い段階で直面するのが、リスクマネー調達の壁である。ベンチャー企業には、資金の担保になるものが基本的に、将来の事業の成長性のみしかないと、シード期はいわゆる 3F（ファウンダー（創業者）、ファミリー（家族）、フレンド（友人）の頭文字）といわれる人々が資金提供の中心となる。

起業が一段落した段階では、エンジェルと呼ばれる個人投資家が資金を供給するようになるが、会社の土台を固めるこの時期までに、必要な資金をいかに手当てするかという点が、ベンチャー企業のその後の成長にとって重要となる。事業がある程度軌道に乗り出すと、ベンチャーキャピタルといった投資機関から一定規模の資金が調達可能になる。この段階（エクспанション期）でのベンチャー企業の直面する課題は、ベンチャーキャピタルからの出資に見合った売り上げ・キャッシュフローを確保することになる。

図表 2-1 ベンチャー企業の資金調達手段と主な金融面の課題



資料) ベンチャータイムズ『日本におけるベンチャー活動の過去と未来』、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』の資料等を元に作成。

そして、最終段階（レーター期）に至ったベンチャー企業は、ベンチャーキャピタルの出資に対して答えを出す必要がある。成功した企業ならば、株式を公開したり、大企業に売却したりすることもできよう。また経営権を他に渡したくないベンチャー企業は、未上場という選択もできる。さらに、運悪く事業が失敗した場合（これはレーター期に限らず生じる）には事業を一旦清算し、再挑戦を選ぶという道も考えられる。こうした出口戦略の選択も、ベンチャー企業が抱える金融面での課題の一つと言える。

以下では、各成長段階における主要な資金供給者別に、日本における現状と課題を検討する。

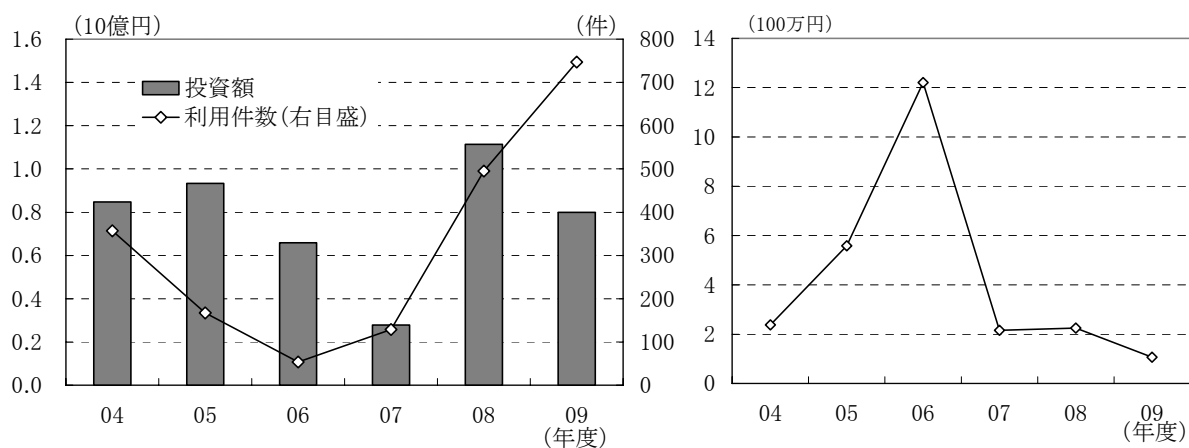
**(2) 創業初期（シード期、アーリー期）① — エンジェル投資家**

創業初期に、主要な投資家として期待されるのが、「エンジェル投資家」である。日本では諸外国同様にエンジェル投資家による投資を促進する「エンジェル税制」を1997年から導入してい

**図表 2-2 日本のエンジェル投資家**

＜日本におけるエンジェル税制（直接投資）の利用実績＞

＜一件当たり投資額＞

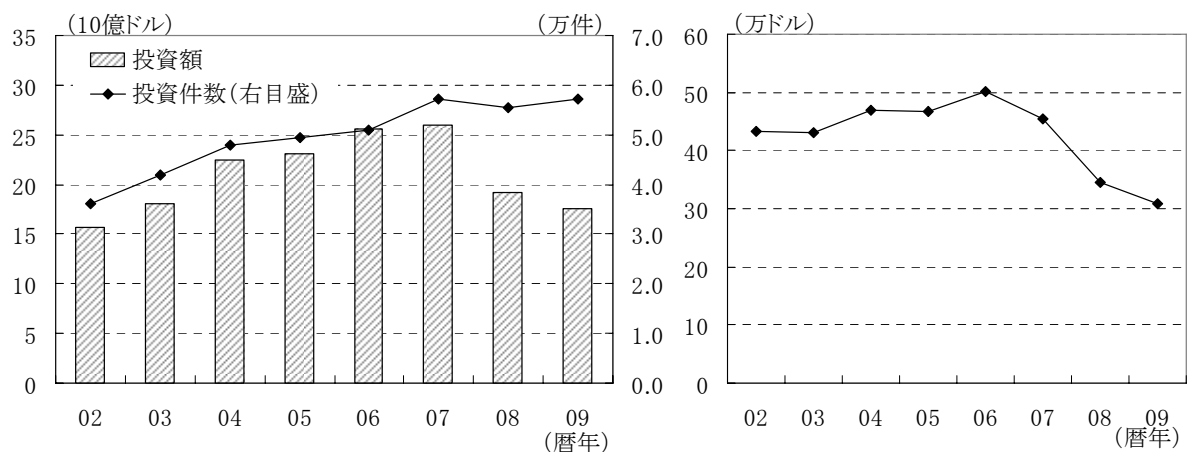


資料) 経済産業省『平成 22 年度事後評価書』

**図表 2-3 米国のエンジェル投資家**

＜米国におけるエンジェルの投資実績＞

＜一件当たり投資額＞



資料) Center for Venture Research

るが、その効果は十分とは言えない。図表 2-2 は、日本におけるエンジェル税制の利用実績である。優遇措置を拡充した 08 年度の制度改正を受けて、投資額は 10 億円超に達したが、図表 2-3 の米国のエンジェル投資家動向と比較して見ると、投資額、件数とも大きく異なる。日本のデータは、エンジェル税制を利用した投資のみを集計している点に留意が必要である。日本のエンジェル投資全体の詳細な実績を示す公表データが存在しないことから、日本のベンチャー企業へのエンジェル投資家によるリスクマネーの供給が極めて少ないことがうかがえる。

また、エンジェル投資家の多い米国では、投資家同士が連携するエンジェルネットワークが形成され、より効率的に投資されている。米国において、エンジェル投資が“規模の経済”、“範囲の経済”を発揮して効果をあげていることを考えると、日本においても起業促進のため、ベンチャー企業の入口の資金需要を満たすエンジェル投資の増加が欠かせない。

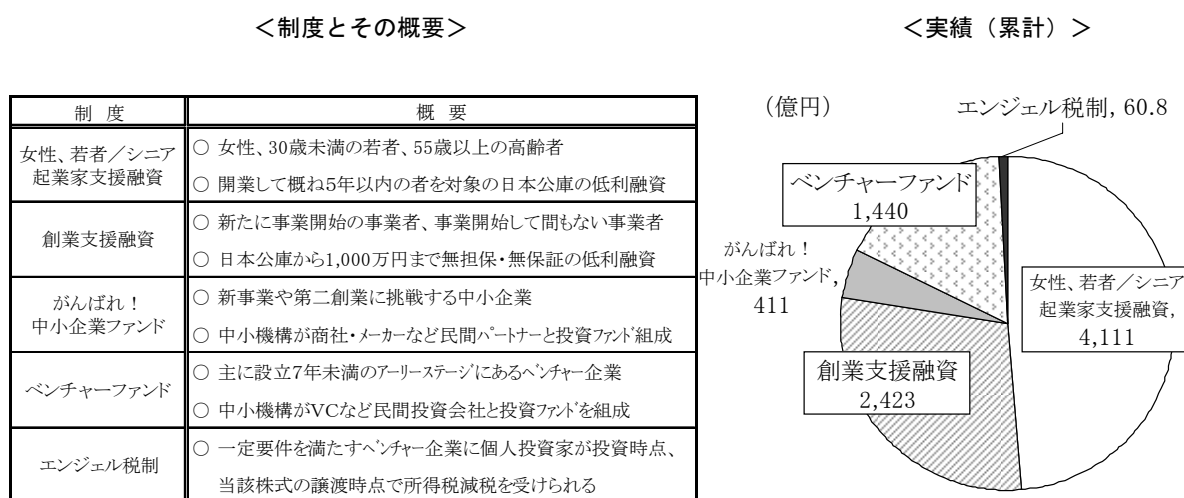
### (3) 創業初期（シード期、アーリー期）② — 政府による支援策

ベンチャー企業が生まれにくい現状を改めるため、政府も事業環境の整備や金融面での支援といった各種の創業・ベンチャー支援を実施して、民間の活力を引き出すことを試みてきた。『中小企業白書 2010 年版』によると 09 年度には、図表 2-4 に示されるような、金融面のベンチャー支援策が講じられた。

金融面の支援策としては、日本政策金融公庫（以下、日本公庫）による低利融資と、公的ファンドによる出資、個人投資家を対象としたエンジェル税制などが挙げられ、創業初期の支援に集中して取り組んでいる。支援実績としては、日本公庫の融資関連が 09 年度の金融支援策の実績額累計のうち 4 分の 3 超を占めている。しかし、中小企業基盤整備機構（以下、中小機構）のファンド事業も一定の割合を確保しており、融資と出資のバランスが取れた支援態勢となっている。

金融面以外の支援策では、商工会議所や商工会が創業を検討する個人等に必要な実践的能力を習得させる「創業塾」を主催したり、起業活動層に情報交換の場を提供する「起業支援ネットワーク」の環境整備に取り組んだり、金融支援策同様、早期の段階に照準を合わせた取り組みが

図表 2-4 中小企業向けベンチャー支援策



注) 10年7月より「がんばれ！中小企業ファンド」は「中小企業成長支援ファンド出資事業」、「ベンチャーファンド」は「企業支援ファンド出資事業」へそれぞれ移行。

資料) 中小企業庁『2010年版中小企業白書』

多い。こうした公的支援策の実態からも、日本におけるベンチャー企業の大きな課題がまずは入口にあり、活性化のために間口を拡大することの重要性がうかがえる。

政府がベンチャーを金融面でどこまで支援するかは線引きの難しい問題であるが、起業が低迷する状況から判断すると、何らかの公的支援は必要といえるだろう。しかし、こうした政府によるシード・アーリー期の支援実績を加味しても、日本のベンチャー企業に対するリスクマネーの供給は全く不十分である。

#### (4) エクспанション期 — ベンチャーキャピタル

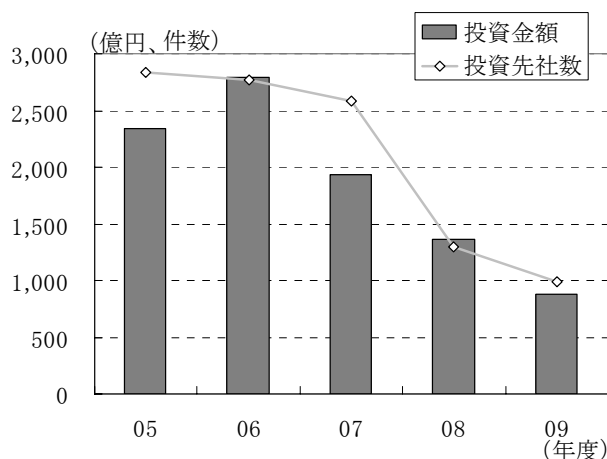
次に、エクспанション（拡張）期に資金調達を中心となるベンチャーキャピタルの投資状況をみる。日本における09年度のベンチャーキャピタルによる年間投融資金額は1,366億円で、ピーク時（06年度）の2,790億円から大きく減少した（図表2-5）。また、米国・欧州と比較すると、日本のベンチャーキャピタルの投資額の少なさがよく分かる（図表2-6）。景気動向を割引く必要があり、そもそも、この段階に到達するベンチャー企業が少ないことも大きな理由であろうが、以下で述べるように、ベンチャーキャピタルへの出資者層の違いも要因の一つと思われる。

欧米では、年金基金や各種のファンド（大学の基金や教会の基金など様々な種類がある）によるベンチャーキャピタルへの出資割合が高い。特に米国では、大口で長期の資金を扱う CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金）のような年金基金が40%超を占めている。他方、日本では、金融機関系のベンチャーキャピタルが多いこともあり、ベンチャーキャピタルへの出資者は、金融機関や事業法人が上位を占めている。米国に比べて規模が小さい上、金融機関等の母体から投資方針に影響を受けたり、人材を受け入れたりする機会が多いため、リスクテイクに消極的であるとの指摘がされている。そのために日本ではベンチャーキャピタルにリスクマネーが流入しにくいと考えられる。

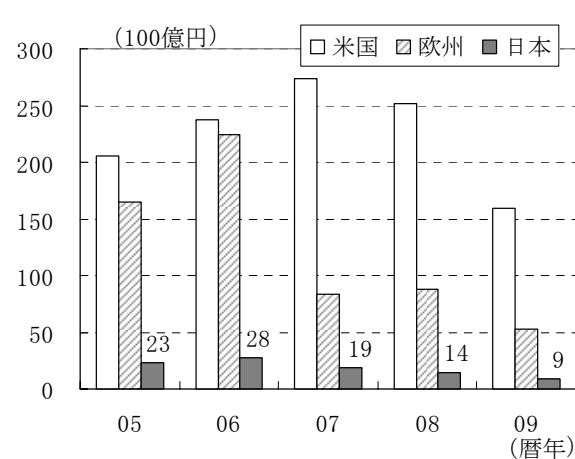
#### (4) レーター期 — 出口戦略の選択

ここでは、ベンチャー企業に対する出資者（創業者含む）の、投資資金の最終的な回収方法で

図表 2-5 投融資金額・社数の推移



図表 2-6 VC年間投資額（日米欧）



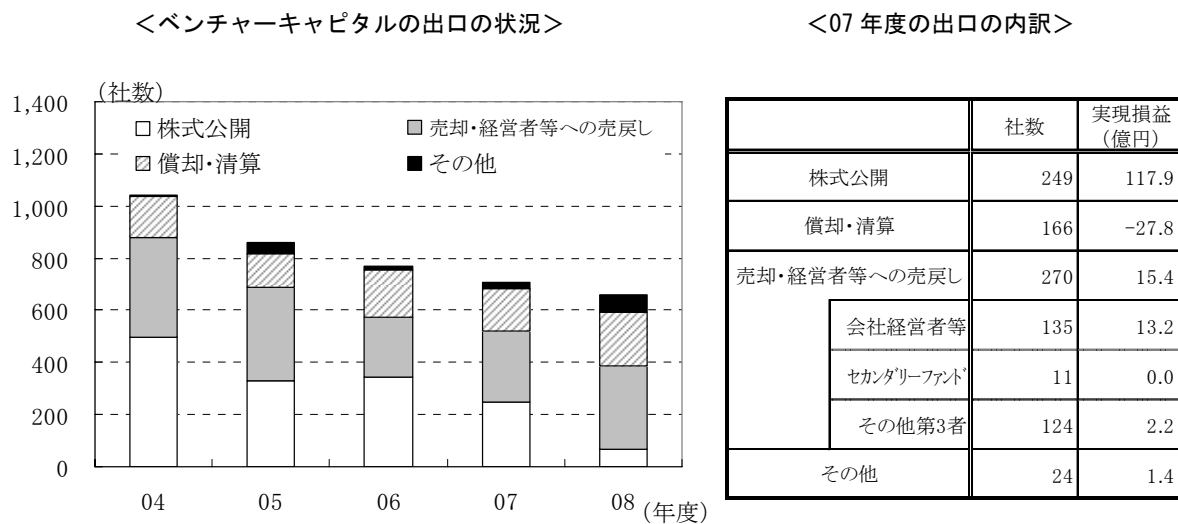
注) 1ドル=90円、1ユーロ=130円で換算。

資料) ベンチャーエンタープライズセンター『2010年ベンチャーキャピタル等投資動向調査結果（速報値）』

ある出口戦略の状況に言及する。図表 2-7 (左) は、日本でベンチャーキャピタルの投資先企業がどのような出口を選択したかを示している。最近目立つのは、ベンチャー企業の大目標である「株式公開」が大きく減少し、「売却・経営者等への売戻し」の比率が増加している点である。

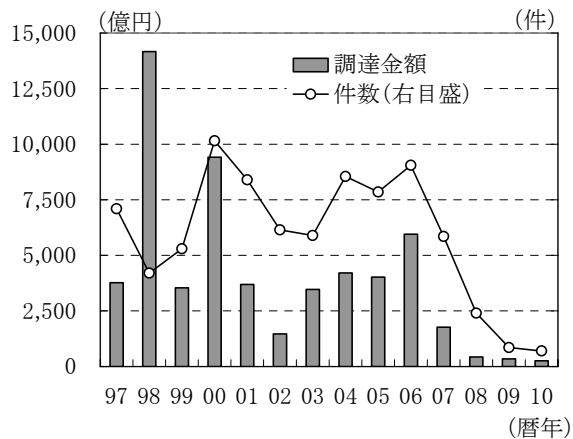
日本のベンチャーキャピタル出資の特徴として、多くの契約に買戻条項が付されることが挙げられる。この条項が付された契約では、ベンチャー企業が株式公開できない場合、経営者等には出資を受けた分の株式を買い戻す必要が生じる。図表 2-7 (右) を見ると、日本のベンチャーキャピタルの出口戦略の中で利益が得られる場合はほとんど株式公開であり、07 年度も全体で 120 億円近い利益を実現している。他方、07 年度の「売却・経営者等への売戻し」のうち半分の場合は会社経営者等への売戻しとなっている。出口戦略上の M&A にあたる「セカンダリー・ファンド」や「その他第 3 者への売却」では利益がほとんど上がっておらず、米国のように M&A が出口戦略として十分に機能していないことが分かる。

図表 2-7 日本のベンチャーキャピタルの出口戦略



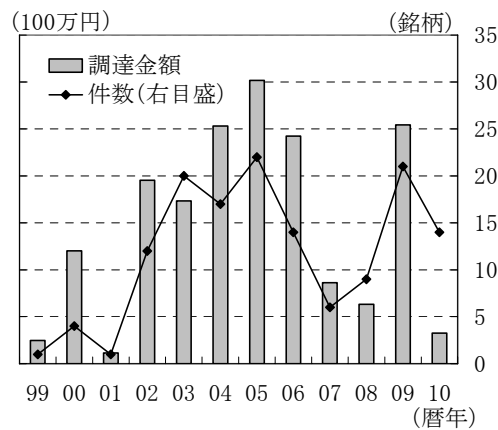
資料) ベンチャーエンタープライズ『ベンチャービジネスの回顧と展望』(2009 年要約版、2008 年)

図表 2-8 新規株式公開社数推移



注) 10 年は 9 月までの実績。  
資料) 日本証券業協会

図表 2-9 グリーンシート市場の資金調達動向



注) 10 年は 10 月 29 日までの実績。  
資料) 日本証券業協会

足元の株式公開の状況を見ると、新興企業向け市場の低迷もあり、09年の新規株式公開件数は19社と78年以来の低水準に陥っている（図表2-8）。株式公開による投資回収が難しい環境にあることも、ベンチャーキャピタルの低迷の一因と言えよう。

また、ベンチャー企業への金融支援策として、非上場企業の株式を売買できるグリーンシート市場も挙げられるが、図表2-9が示す通り、資金調達の実績は低迷を続けている。株式相場全体の低迷によって個人が投資余力を失っていることと、グリーンシート銘柄が正規の市場に上場する事例が少ないことが、グリーンシート市場での資金調達を困難にしていると考えられる。

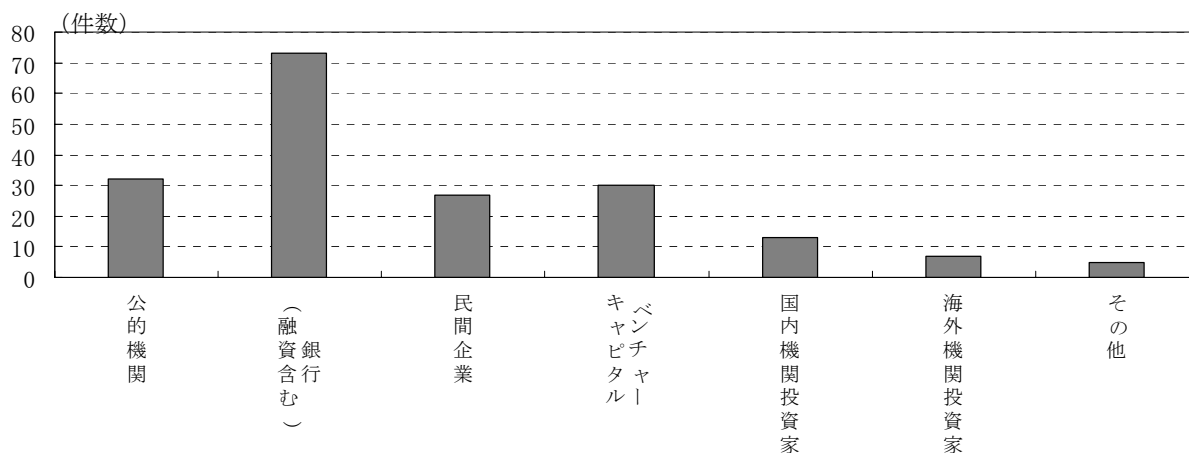
### （5）その他

図表2-10は、ベンチャー企業が今後期待する資金調達先を表している。現状では起業時の資金調達において、エンジェルやベンチャーキャピタルから出資を受けられる場合は限られており、政府系金融機関や銀行等の間接金融に期待される役割は大きい。

政府系金融機関の日本公庫は、創業支援を業務の中核に据えて積極的な融資を実行している。担保や経営実績の蓄積に乏しい創業時においては、民間金融機関からの借入れが困難な場合も予想されるが、こうした政府系金融機関からの資金調達は創業を支えているといえよう。民間金融機関の創業支援に関する取り組みは、03年に金融庁が『リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム』を公表した後、急速に広まった<sup>2</sup>。多くの地方銀行や信用金庫等の地方金融機関は創業者向けの融資商品、および系列のベンチャーキャピタルを通じた支援策を独自に設計し、積極的にアナウンスを行っている。

最後に、ベンチャー企業が失敗に終わる「償却・清算」についても簡単に触れたい。日本では、一度事業に失敗した経営者が再度起業するのは容易でないとされる。一度でも「企業を倒産させた経営者」という評価を受けると、周囲の信用が得られにくいという社会的風潮が影響するのだろうが、ベンチャー企業が法人融資を受ける際の「個人連帯保証」が制度的な障害になっている。

図表2-10 ベンチャー企業が今後期待する資金調達先



(資料) ベンチャービジネスエンタープライズ『2009年ベンチャービジネスの回顧と展望(要約版)』

<sup>2</sup> 『リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム』は、主要行が対象の『金融再生プログラム』に対し、特性の異なる中小・地域金融機関への不良債権問題処理の具体案として公表されたもの。①中小企業金融再生に向けた取組み②健全性確保・収益性向上等に向けた取組み等について地域金融機関に機能強化計画の提出を求めた。リレーションシップバンキングは、「長期継続する関係の中から、借り手企業の経営者の資質や事業の将来性等についての情報を得て、融資を実行するビジネスモデル」と金融庁により定義されている。

倒産すると、ほとんどの私有財産が差し押さえられ、経済的に再起が難しくなるといった資金面の問題を引き起こすと考えられる。ベンチャー企業が活性化するには、再挑戦の文化が根差すような環境を金融面からも整備する必要がある。

### 3. 具体的な提言（起業向け金融をどう変えるか）

ジャスダック、マザーズ等の新興株式市場の開設、ベンチャーキャピタルの成長、エンジェル税制に代表される政府の起業振興策など、起業を促進する環境整備は進みつつある。しかし、開業率は低水準で推移しており、起業社会実現への道のりは未だに長い。本節ではベンチャー企業の創出が促進されるために、金融面で必要とされる政策を提言する。

#### 【提言①】 創業初期企業へのリスクマネー流入促進、エンジェル投資の活性化

- ・ 投資金額の50%以上を対象とした「税額控除」によるエンジェル税制の導入
- ・ ベンチャーキャピタルファンドへの個人投資に対する、エンジェル税制適用要件の更なる緩和

日本でベンチャー企業が増えない金融面の最大の理由の一つとして、創業初期のリスクマネーの調達が非常に難しいことを挙げた。政府は、第2節（2）で述べたように、シード期・アーリー期における資金供給の中心として期待されるエンジェル投資家を、エンジェル税制によって優遇している。しかし、現行の「所得控除」（図表3-1）は、累進課税制度の下で限界税率の高い高額所得者に大きな節税効果を与える一方で、低中所得者が享受する便益は比較的小さい。多くの個人投資家がエンジェル投資家としてリスクマネーを供給するようになるには、ベンチャー企業に誰もが投資する意欲を持つような環境の整備が必要となる。

そこで、エンジェル税制の原則を、所得控除から税額控除に切り替えることを提案する。税額控除からは、所得税の納税者ならば所得水準に関係なく、投資額の一定割合の節税効果を得られる。図表3-1は各国のエンジェル税制の概要であるが、諸外国においても、フランス・イギリス等は投資金額の20～25%を所得税額から控除する制度を導入している。米国では、連邦政府による優遇措置は手厚いとはいえないが、州政府が優遇に取り組んでいる。税額控除の対象となる投資金額比率は各州で異なるものの、一部の州は投資金額の50%を超える税額控除を認めている。日本における税額控除は、国税（所得税）と地方税（住民税）を合わせて、投資金額の50%以上を税額から控除できるように設定することが望ましい。この設定は、①日本のエンジェル投資が欧米に大きく遅れている現状を改善すること、②高額所得者が所得税と住民税を合わせて投資金額の50%を節税できる現行のエンジェル税制（所得控除方式）と同様の優遇措置を低中所得者にも与えること、の2点を目的とすれば合理的であると思われる。上記の制度変更により、起業を支えるエンジェル投資家の裾野を広げることが期待される。

また、エンジェル税制の適用時点についても、日本の現行制度では、エンジェルファンドが一定の要件を満たしたベンチャー企業に投資をする時点で初めて適用できる仕組みだが、個人がエンジェルファンドへ投資した時点から適用可能とすることにより、個人のリスクマネーを集めやすくすることが期待される。



図表 3-1 各国のエンジェル税制概要

		日本	米国	イギリス	フランス	韓国
投資 株式 時点	所得控除	投資額-2,000円 (設立3年未満)	-	-	-	投資額の10%
	所得税額控除	-	(州政府が実施。 50%以上の控除も)	投資額の20%	投資額の25%	-
	他の株式譲渡益 からの控除	投資額 (設立10年未満)	投資額	投資額 (税額控除と併用可)	-	-
譲渡 株式 益	保有年数	3年以上	5年以上保有	3年以上保有	8年以上保有	5年以上保有
	非課税額	譲渡益1/2非課税	譲渡益1/2非課税	譲渡益非課税	譲渡益非課税	譲渡益非課税
譲渡 株式 損	損益通算の対象	他の株式譲渡所得	他の所得	他の所得	他の所得	-
	損失繰越	3年間	無期限	無期限	5年間	-

資料) 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』より作成。

個人のエンジェル投資を促進する上で、日本に不足しているのがエンジェルネットワークの存在である。エンジェル投資においては、投資先企業との出会い、投資先企業の情報入手、さらには投資先企業への経営指導などが重要になる。企業経験、投資経験のない人がベンチャー企業に投資するためには、企業情報や投資ノウハウの入手が必須であり、欧米では、個人投資家同士の連携組織であるエンジェルネットワークが、そうした情報の補完に大きな役割を果たしている。日本でも、情報の信頼性を担保したエンジェルネットワークを政府主導で整備することにより、エンジェル投資のさらなる活性化が求められる。

**【提言②】巨額な資金を抱える公的年金の運用対象にベンチャー投資を組み込む**

- ・年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）等、公的年金の長期運用資金の一定割合（例えば0.3%）をベンチャー企業向け投資に充てるよう義務付ける。

ベンチャー企業のリスクマネー調達に大きな影響を与える可能性があるのが、運用資産 100 兆円を超える年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）など、その資金の性格がベンチャー企業の育成に合致する、年金など長期の運用資金の活用である。現在、GPIF の資産構成割合は国内債券約 71%、国内株式約 11%、外国債券約 8%、短期資産約 1%であり<sup>3</sup>、運用方針はパッシブ運用中心、社債等国内債券はトリプルB格以上、国内株式は上場銘柄に限るなど、投資対象の制限が多い。公的年金の積立金を運用するという性格上、安全資産への投資が前提となることは理解できるが、運用資産の一定割合をベンチャー企業向けの投資に充てるよう義務付けても良いのではないかと。例えば、運用資産の 0.3%を振り向けるとしても、近年ベンチャーキャピタルの投融資規模が大きかった時期と同水準の、約 3,000 億円もの資金がベンチャー育成に充当されることになる。

年金財政の問題は日本の将来に影を落としているが、それゆえに安全な運用に終始することなく、ベンチャー企業の活性化、ひいては日本経済の成長を通じてその目標利回りを達成するとい

<sup>3</sup> データは 10 年 6 月末時点。年金積立基金管理運用独立行政法人資料より。

う長期的・戦略的な役割も公的年金は担うべきであると考え。こうした公的年金のベンチャー企業に対する方針変更は、私的年金（企業年金や大学の年金など）のベンチャー投資を促す役割を果たし、ベンチャー投資の好循環へとつながることも期待できる。

**【提言③】ベンチャーキャピタルのあるべき姿への回帰**

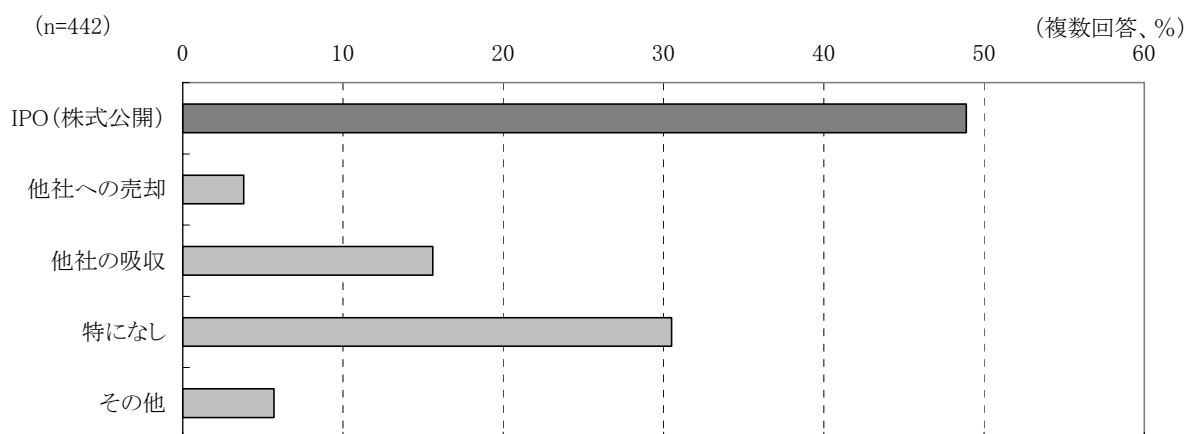
- ・新規株式公開に固執しない柔軟な出口戦略の構築とともに、慣例化している投資時の買戻条項を原則廃止する。

ベンチャーキャピタルの投資が低迷している原因の一つが、新規株式公開に依存した出口戦略にあることは第2節（4）で述べた。米国では、ベンチャーキャピタルの投資回収手段として、M&Aが新規株式公開を件数・金額とも上回っている。

日本において、新規株式公開が出口戦略の中心であることには、ベンチャーキャピタルのみならず、ベンチャー企業側の意識も強く影響している。図表3-2は07年12月に経済産業省が実施したアンケート調査の結果であるが、多くのベンチャー企業が新規株式公開を検討する一方で、他社への売却は視野に入れていない。投資資金の回収が円滑に行えなければ、ベンチャー企業への投資は停滞するため、ベンチャー企業とベンチャーキャピタル双方が、外部企業との資本提携やM&Aといった新規株式公開以外の選択肢をより現実的に考えていくことが必要だろう。例えば、大企業向けにベンチャー企業の概要に関する説明会を開き、その優れた技術と大企業のニーズとのビジネスマッチングを行うことも一つの手であろう。ベンチャー企業の創造した製品・技術・ノウハウを日本経済のために余すことなく活用するためには、さまざまな出口戦略の中で最適な方法を選択できる環境が望ましい。

また、ベンチャーキャピタル活性化のためには、出資時の契約に付されることが多い買戻条項を、慣例として自動的に付すことをやめるように提案する。買戻条項によってベンチャーキャピタルが資金を出しやすくなる一方、起業家にとっては出口戦略の選択肢が限られるとともに、事業の成長が遅れた場合のリスクが大きくなる。出資交渉の際には買戻条項を付さない場合の出資条件も併せて提示し、ベンチャー企業側の選択に委ねるようにしたい。ベンチャーキャピタルに

図表 3-2 ベンチャー企業の考える今後の成長戦略・ビジネスプラン



資料) 経済産業省『ベンチャー企業の創出・成長に関するアンケート調査』(2007年12月)

対しては、リスク回避よりも、利益も損失も分かち合うという基本に立ち返り、ベンチャー企業を成功に導くために力を尽くすように強く促したい。

### (参考①) 新興企業向け市場の活性化

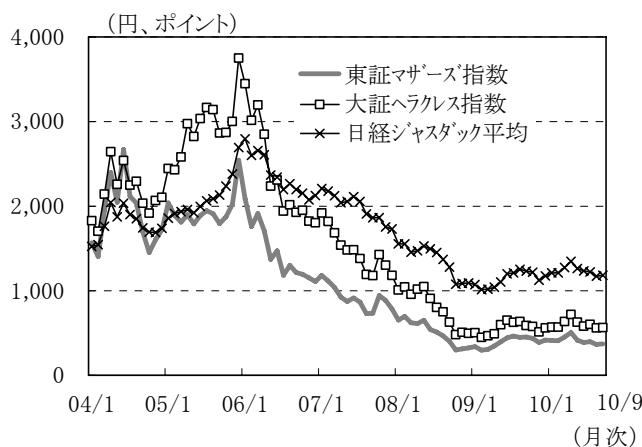
ベンチャー企業が主に上場を目指す新興企業向け株式市場の株価指数は、06年のライブドアショック以降、大きく落ち込んだ状態が続いている（図表3-3）。その要因はそれまでの値上がりの反動という面も大きいですが、加えて粉飾決算など、投資家の信頼に反する問題で上場廃止となった企業が相次いだために（図表3-4）新興企業一般への信頼が低下したことや、景気の低迷に伴う業績不振が挙げられる。

新規上場企業の数も急減した。株価低迷で創業者利得を得にくくなったこと、業績不振、上場後の法令順守体制の整備にかかるコストの増加などが企業の上場意欲を失わせている。さらに、以前の緩い上場審査に対する批判の高まりを受け、取引所の上場審査が近年厳格化されたことなどがその理由とされている。

しかし、新興企業向け市場の活性化は、日本経済の将来を担う企業が十分な成長資金を調達するためにも、また、個人のリスクマネーの有効な運用のためにも、欠かすことはできない。上場して市場の規律を利用しながら透明な経営に取り組むことは、企業の継続的な発展にもつながると思われる。

起業家精神を持った企業と投資家の出会いの場として 新規上場企業を呼び込むような魅力を備えるという難しい問題を解決しなければならない。例えば、新興企業はまずグリーンシート市場で情報開示等の経験を積み、そうした経験を新興市場での上場審査の評価項目の一つに組み入れるなど、グリーンシート市場との連携を深めることで、段階的に上場できる制度を整備し、新興企業の上場に係る負担を軽減することも一つの方法であろう。

図表 3-3 新興市場株価指数の推移



注) ジャスダック、ヘラクレスは2010年10月12日に市場統合している。

資料) QUICK

図表 3-4 主な不祥事による上場廃止企業

	企業名	市場	事由
06年	ライブドア	マザーズ	偽計取引
08年	アスキーソリューションズ	ヘラクレス	粉飾決算
	プロデュース	ジャスダック	粉飾決算
10年	ジャパン・デジタル・コンテンツ信託	マザーズ	資金の不正流用など
	エフオーアイ	マザーズ	粉飾決算

資料) 日本経済新聞

**【提言④】保証制度の見直しを通じた起業社会の風土の育成**

- ・ 起業家の再挑戦を促すべく、「個人連帯保証」については一定金額（例えば 100 万円）と個人居宅を補償範囲外とするなど、「限定責任」を原則にする。
- ・ 信用保証協会弁済率の引き下げにより、金融機関の融資時リスク負担割合の増加を通じて、金融機関の審査力の強化を促す。

ここでの提言は、銀行融資において利用される保証に係るものである。

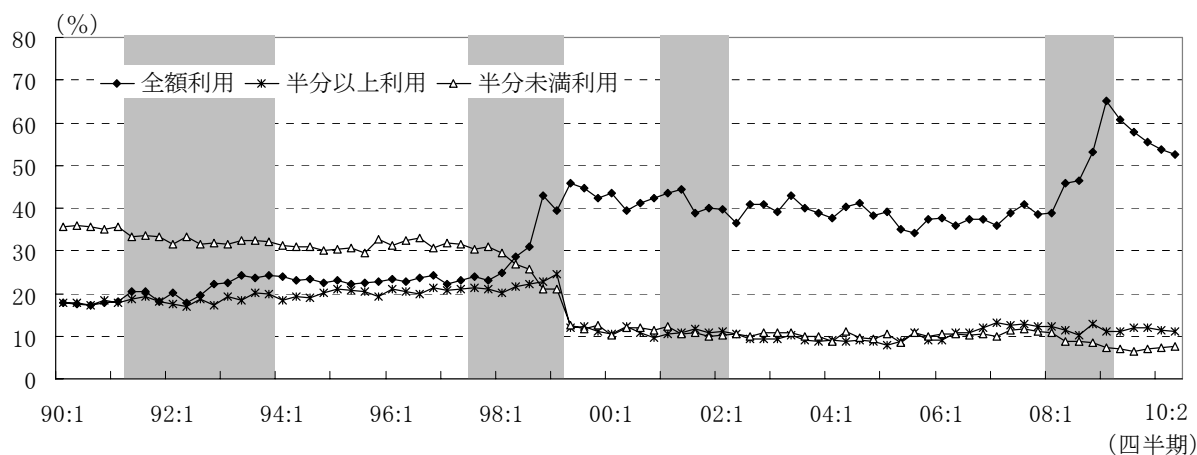
日本の起業率向上の足かせの一つに、起業家の再挑戦が困難な点がよく指摘される。その一因と考えられるのが、創業時など間接金融を利用したときに通常求められる「個人連帯保証」制度である。現状の個人連帯保証では、事業に失敗し、金融機関から借り入れた資金を返済できなくなった場合、事業用資産のみならず個人資産も金融機関に差し出すため、再度起業することが経済的に極めて困難になる。個人連帯保証は、経営者のモラルハザードを抑制しうるが、起業家にとってのリスクが過大となり、挑戦意欲を損ねている。

そこで、現状の日本の金融機関の“効きすぎる”個人連帯保証を改め、一定金額（例えば 100 万円）と個人居宅は補償範囲外にするなど、限定責任を原則にしてはどうか。金融機関にとっては融資の担保が減少する分、リスクが増加することになるが、貸付金利の引き上げを通じて補完すれば良い。日本経済の成長の原動力となる可能性のあるベンチャー企業の活性化のためには、再挑戦を許す環境が必要であり、そのために金融面からの可能な支援として「個人連帯保証制度」の見直しが重要である。

また、地方経済の状況が厳しさを増す中、雇用創出効果がある起業の増加は意義が大きい。地域金融機関の創業支援体制は一定の整備が進んだとはいえ、果たして現状で十分と言えるだろうか。本研究において、複数のベンチャー企業の経営者に対するインタビューを実施した際の証言によると、創業時の銀行借りに際して、信用保証協会の保証を受けることが条件とされたケースもあった。

信用保証協会を利用して借入れをした中小企業を、融資額に対する公的保証の割合によって分類したところ（図表 3-5）、景況が悪化した 08-09 年度にかけて、借入金の全額に公的保

図表 3-5 公的保証の利用状況



注) 信用保証を利用した企業の割合 = 信用保証利用企業数 / 全借入企業数  
資料) 日本政策金融公庫

証を付けた企業の割合が急増したことが分かる。

創業段階での融資において信用保証協会の保証を念頭に置き過ぎるようでは、企業の将来性を見抜き、金融を通じて企業の成長を支援するという民間金融機関の使命を真剣に果たそうとしているとはいいがたい。ベンチャー企業との間で真のリレーションシップバンキングを実現することは、地域の活性化に大きな役割を担う地域金融機関の課題であり、個々の融資担当者の目利き力を底上げすることが必要不可欠である。

そのための方策として、①一般保証における信用保証協会弁済率（8割）の引き下げ、②景況の悪化時以外は信用保証協会の利用率を低下させる、といった信用保証制度の改正によって、金融機関の融資におけるリスク負担割合を高め、銀行の審査力強化を促す必要があると考えられる。

### （参考②） その他のベンチャー金融活性化策

その他、ベンチャー金融を活性化させるために挙げたアイデアを以下で紹介したい。

まず投資信託の活用である。投資信託等の「箱」を通じて、1400兆円超の日本の家計金融資産の一部をベンチャー企業に意図的に振り向け、ベンチャー企業育成の社会的な機運を盛り上げることも、ベンチャー投資促進の一つの有効な方法となる。

投資信託では、投資期間に満期を設ける必要がない点がベンチャー企業への投資にとって大きなメリットとなる。現在のメインプレーヤーの一つであるベンチャーキャピタルにとっては、投資資金を回収する必要性から、投資期間が短・中期的にならざるを得ず、ベンチャー企業の事業投資回収期間との間にミスマッチが発生しやすい。そうしたミスマッチはベンチャー企業の自然な事業成長プロセスを歪め、成長を阻害する恐れもある。

他方、満期のない投資信託によるベンチャー投資では、そうしたミスマッチを解消できるため、投資先の企業も短・中期的な期限の制約を受けることなく成長戦略を遂行できる。現在でも、ベンチャー企業に投資する投資信託は存在するが、資産規模は十分ではない。上場株と異なり、タイムリーな企業情報や時価情報を得にくいことが追加設定や中途解約の障害になるという投資家保護上の問題も残る。

こうした問題を解決するために何らかの制度上の工夫を望みたい。投資信託のベンチャー企業投資を促すための優遇税制など、ベンチャー企業支援の観点からも、工夫の余地がまだ大きいと思われる。

また、個人金融資産をベンチャー企業へ回すビークルとしては、起業家として成功を収め、信頼の厚い著名人の名を冠した、あるいは代表に据えた政府系ファンドを設立する案も考えられる。例えば、経営の第一線を退いた創業者などの名を冠した（例えば、「松下幸之助ベンチャーファンド」といった）ファンドを作り、一流のベンチャーキャピタリストが運用すれば、一般の個人にも資金提供する意欲が湧くのではないか。民間主導ではなく政府系とするのは、ベンチャー企業育成は日本の将来につながる国策であると明確に位置づけるためにも、最初は政府主導で仕組みを作るべきという考え方からである。

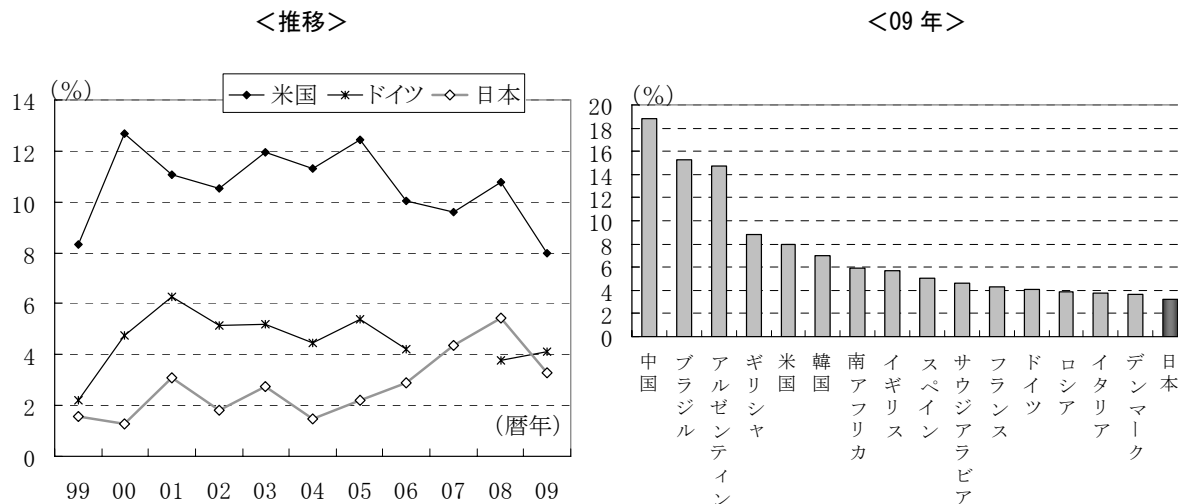
また、そうした企業経営者（著名人・ベンチャーキャピタリストなど）は企業を見る慧眼を持っており、彼らがベンチャー企業の実態を見る機会となれば、ベンチャー企業の成長に新たな視点が投げかけられる可能性もある。それがベンチャー事業の成功につながれば問題は無く、仮に失敗した場合には、その原因をオープンな議論を通じて多角的に分析することにより、日本経済の中長期的な発展を阻むボトルネックが明らかになるものと思われる。

### 4. 金融面以外の課題

#### (1) 日本における起業家精神

日本でベンチャー企業が育たない理由として、金融制度の面以外にも、起業家マインドの不足が挙げられる。実際、図表 4-1 を見ても分かるように、世界各国の起業活動率（16～64 歳人口で

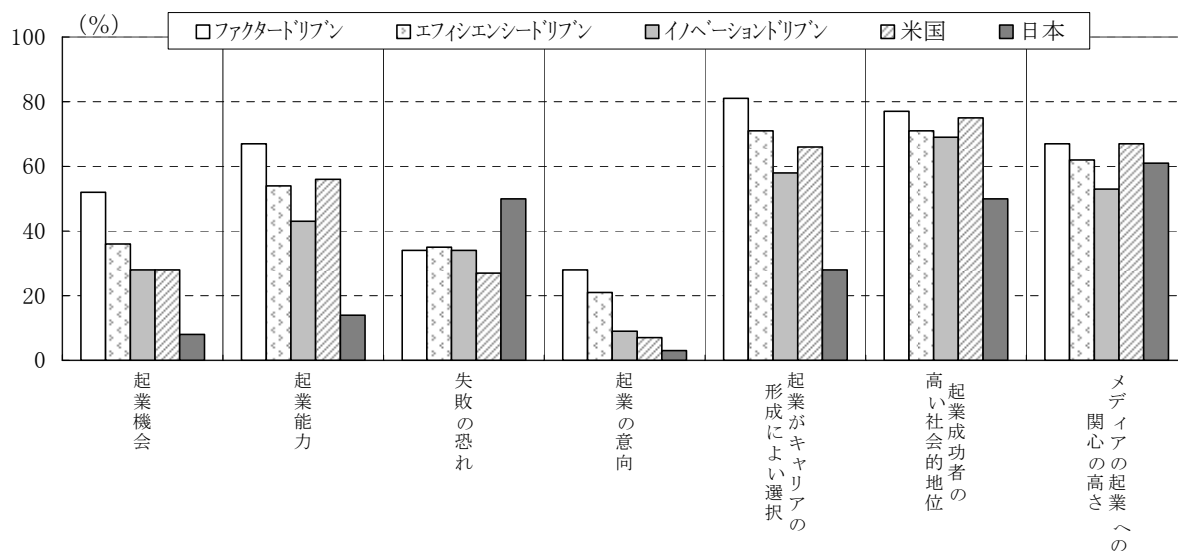
図表 4-1 起業活動率



注) ドイツの 07 年は数値なし。

資料) ベンチャーエンタープライズセンター『平成 21 年度創業・起業支援事業報告書』

図表 4-2 起業家マインド



注) 経済成長の段階によって、3つのグループに各国を分類。

- ・ファクタードリブン: アルジェリア、グアテマラ、ジャマイカ、レバノン、モロッコ、サウジアラビア、シリア、トンガ、ウガンダ、ベネズエラ、パレスチナ、イエメン
- ・エフィシエンスドリブン: アルゼンティン、ボスニア・ヘルツェゴビナ、ブラジル、チリ、中国、コロンビア、クオアチア、ドミニカ共和国、エカトル、ハンガリー、イラン、ヨルダン、ラトビア、マレーシア、パナマ、ペルー、ルーマニア、ロシア、セルビア、南アフリカ、チェンジア、ウルクグアイ
- ・イノベーションドリブン: ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、香港、アイスランド、イスラエル、イタリア、日本、韓国、オランダ、ノルウェー、スロバキア、スペイン、スイス、イギリス、アラブ首長国連邦、米国

資料) ベンチャーエンタープライズセンター『平成 21 年度創業・起業支援事業報告書』

起業活動中の者の割合)において、日本は主要国の中で低い水準にあり、ここ10年低位推移を続けている。

具体的に、日本人の起業に対する意識を項目別に見渡すと(図表4-2)、現在の経済成長率の低さを考慮しても、起業への抵抗感があまりに強い。「失敗の恐れ」が強過ぎて、「起業の意向」はほとんど見られない。社会からも「起業がキャリア形成によい選択」として評価されにくく、「起業成功者の高い社会的地位」が保証されているわけでもない。経済の成熟に合わせて起業活動が減退する面はあるだろうが、日本人のリスク回避的な志向は起業社会の構築の大きな阻害要因と言えよう。

## (2) 起業の活性化の方策

リスクに消極的な国民性の背景には様々な要因が絡まっており、解決策も一様ではない。そこで、本稿作成のために取材させて頂いた起業家の方々の声や、そこで感じた印象をもとに、金融面以外で起業社会の構築に向けて何をすべきかを、以下で簡単に述べたい。

### ① 起業教育に必要なこと

起業教育は、起業家マインド育成のための重要である。しかし、実際の起業教育が、本当の起業の姿を伝えているかと言われると疑問も残る。まず、起業というと若い人が行うイメージが強いが、「社会人としての経験や人脈が起業において大いに役立った」(株式会社ストックボイス、倉澤良一社長)など、社会的な経験や蓄積が起業にとって実はプラスに働くのである。実際に倉澤社長をはじめ、今回の取材で出会った起業家の方々は、みな企業でしっかりとキャリアを積んでから起業に踏み切っている。目先の起業ばかりを促進せず、こうしたキャリアの積み方もしっかりと教育を通じて伝えていくことも重要である。

また、起業することで、企業で長い時間をかけて築いたキャリアや安定した収入を捨てることの逸失利益が気になるが、「起業して、将来への不安は増えたが、不満はなくなった」(株式会社マウス、小形靖子社長)との声も聞かれた。本人の属性によるところは大きいだろうが、起業には、組織に属することによる心理的ストレスから開放される効果などもある。何より、起業により自己実現を達成するすばらしさを伝えることなど、起業の様々な現実を、起業教育を通じて正確に伝えていくことが、起業への正しい理解につながる。

起業教育には、職業選択にあたって、起業という選択肢の存在を意識させるだけでなく、投資教育にもつながる面がある。「将来の日本経済を担う可能性がある企業への投資の必要性を考えるようになる」(鎌倉投信株式会社、鎌田恭幸社長)ことも、ベンチャー企業の活性化に有用であろう。預金として眠る日本の莫大な個人金融資産を、将来に向けて生かす風潮がもう少しあってもいいのではないだろうか。「日本人のお金で日本を元気にする」(鎌田社長)という意識が国民全体の間で高まれば、起業の活性化、ひいては日本の経済成長へとつながっていく。

### ② 人材バンクの設立

元起業家を対象にした人材プールを政府主導で設立するのも、起業家精神の有効活用につながると思われる。現状では、起業に失敗すると第二の創業が不可能になるだけでなく、勤労者として他企業に就職しようとしても、「起業失敗」の経歴が大きな障壁となっている。そこで、

中高年の再雇用促進という観点から四十歳以上を対象に設置された政府の人材銀行をモデルに、起業家としての経験や能力を企業内で活用できるようにするための人材プールを設置する。そうして、起業家のキャリアのオプションを増やすことには十分な意義があると考ええる。

取材した起業家の方々のように、企業でキャリアを積んで起業家の道に入ったのとは逆に、起業家マインドを持って果敢に挑戦した人々が、企業の中に入ることでもたらずものも多いただろう。特に意思決定が硬直化しやすい大企業では、起業家マインドを持つ人材が加われば、組織内で埋没しやすい事業案が有効活用される可能性が出てくる。首尾よく成功すれば、起業家への社会的評価の向上にもつながる。

また、起業して失敗した人間が「再起業ではなく就職」を選択できる道が拓けることで、起業そのものを大きなリスクと捉える風潮の変化も期待できる。かねてより指摘されている日本の雇用市場の流動性の欠如による閉塞感に、多少なりとも風穴を空ける効果も出てこよう。

### ③女性による起業の促進

少子高齢化、労働人口の減少が進む予想される日本経済の成長のためには、ビジネスの場においても、経歴や性別にとらわれない真のダイバーシティ（多様性）の実現が望まれる。中でも、諸外国と比べて、日本における女性の社会進出の遅れは顕著であり、女性の活用は日本の潜在力を顕在化させる上での重要な課題として認識されている。

起業の分野は、女性の社会における活躍の場を広げる大きな可能性を持つ。現状、結婚や育児を機に一度離職した女性の職場は限定されており、仮に再就職しても、パートタイマーなど、職域、待遇ともに制約を受けるケースが多い。起業は、優秀な能力を持つにもかかわらず、能力に見合った就業機会を得られない女性にとって自己実現の場にもなる。

近年、労働と家事・育児のどちらも犠牲にすることなく実現させる「ワーク・ライフ・バランス」の重要性が広く認識されつつあるが、家庭内における夫婦間の職業選択のバランスという「ワーク・ワーク・バランス」も重要な視点であろう。例えば、夫が会社員として生活基盤を維持しつつ、妻が起業に挑戦するという構図が選択肢の一つとして一般化すれば、日本の起業社会実現に向け、一歩近づくのではないだろうか<sup>4</sup>。

最後に、国全体の起業家マインド向上の必要性を論じるうえで、時代を超えて語られるべき、一つの成功例を紹介したい。第20代内閣総理大臣の高橋是清である。高橋は明治22年に官僚としてのキャリアを捨ててペルーで銀山経営を始めるが、廃坑のため失敗し、家屋敷までを売り払うことになった。しかし、そこで挫けず、明治25年に帰国した後、日本銀行に入行、明治44年には総裁の地位に就いた。確かに、高橋の尋常でない反骨精神は当時においても突出していたのかもしれない。しかし、現代の日本では、彼のような人物も才能を発揮することなく埋没してしまう可能性が大きい。起業家マインドを持った人間が起業や就職に何度も挑戦できる社会が実現すれば、明治時代の岩崎弥太郎や渋沢栄一に匹敵するような、今の日本社会が最も必要とする人材が輩出される可能性も高まるだろう。

<sup>4</sup> 10年10月1日に岐阜にて、「APEC 女性起業家サミット」が開催されている。



## 【企業経営者（起業家）に対する取材の概要（順不同）】

氏名	鎌田恭幸氏	倉澤良一氏	小形靖子氏
会社名 肩書き	鎌倉投信株式会社 代表取締役社長	株式会社ストックボイス 代表取締役社長	株式会社マウス 代表取締役社長
設立日	08年11月5日	04年6月1日	10年3月25日
資本金	252.5百万円	15百万円	10百万円
主な事業	投信委託業務 (投資運用業)  投資信託の販売 (第二種金融商品取引業)	個人投資家のためのインターネットHP、WEBラジオ局の企画運営  放送番組の企画制作、セミナー・イベントの企画運営  放送・イベント等企画へのキャスター・講師などの斡旋  出版物・マルチメディアコンテンツの企画、編集、製作及び販売	情報通信、コンピューターに係わる物品製作・販売  携帯電話向け、外付カメラレンズ（魚眼、広角等）製造販売（製造はOEMで他社に依頼）
取材日	10年9月30日	10年9月16日	10年9月7日
取材地	本社（神奈川県鎌倉市）	本社（東京都中央区）	本社（東京都港区）

(本稿に関するお問い合わせ：03-6256-7795)

※ 本稿の無断転載を禁じます。詳細は総務・事業本部 広報・企画Gまでご照会ください。

公益社団法人 日本経済研究センター  
〒100-8066 東京都千代田区大手町1-3-7 日経ビル11F  
TEL:03-6256-7730 / FAX:03-6256-7926