

第 I 部

ベンチャー企業の経済理論



中小企業とファイナンス

— イギリスのケース —

野方宏

I. はじめに

新企業の設立（開業）とマクロ経済のパフォーマンスとの間に密接な関係があることはよく知られている。例えば、経済協力開発機構（OECD）の調査によれば、開業率とGDP成長率の間に正の相関が存在する（『平成14年版経済財政白書』、198ページ）。表1は欧米諸国の1988年から1996年までの開業率の平均である。日本の4.7%という数字は10カ国中最低であり、トップのイギリスの1/3程度に過ぎない。時系列的にみて、日本の開業率は相対的に低水準にあったが、1960年代や1970年代には6%台を維持していた。先に見たOECDの調査とも関係して、こうした日本の開業率の低さが1990年代以降10年以上にもわたる日本経済の長期的低迷と関連して議論される所以である。

表1 各国の開業率（1988年～1996年の平均）

	開業率(%)
イギリス	13.2
ドイツ	11.7
スペイン	11.7
アメリカ	11.4
フランス	11.1
オランダ	10.0
ベルギー	7.2
スイス	6.4
イタリア	5.8
日本	4.7

出所：日本経済新聞 2002年11月5日夕刊

ところで開業とは、リストラの一環としての事業譲渡や分社化などを別にすれば、定義的に小企業からスタートすることに他ならない。それ故、開業に関わるさまざまな問題を考える上で中小企業の検討を行うことは、重要な作業の1つということが出来よう。本稿では、表1にみられるように、先進国の中でも特に開業率が高いイギリスを取り上げ、開業に伴う企業のファイナンス(資金調達)の問題について検討を進めてみたい。ファイナンスを取り上げるのは、事業を始めるという意味を別にすれば、ファイナンスの問題こそが新企業の直面する困難さの重要な構成要因であるからである。また、開業に伴うファイナンスの問題は単にイギリスだけでなく、日本も含めた先進国共通の問題でもあるからである。

II. イギリスの中小企業の概略

(1) 中小企業の重要性

イギリスにおいて中小企業の重要性が認識され、中小企業を対象とした研究が蓄積されるようになるのは1970年代以降のことである。この点は、表2にみられる中小企業の経済全体に占めるウエイトの変化からも確かめることが出来る。例えば、製造業における従業員200人未満の企業の総雇用にも占める割合をみてみよう。1958年にはそれは23.7%であったが1968年には19.1%と5ポイント近く低下した。しかし、その後は増加に転じ、1995年には49.3%と30ポイント以上もの大幅な増加を記録している。同様の傾向は、純産出量についても確かめることが出来る。

表2 小企業の経済的ウエイト(製造業)

企業規模 (従業員数)	1958		1968		1995	
	雇用(%)	純産出量(%)	雇用(%)	純産出量(%)	雇用(%)	純産出量(%)
1-24	5.8	5.2	5.9	5.2	} 37.2	} 27.3
25-99	9.9	8.4	7.6	6.3		
100-199	8.0	6.9	5.6	4.7	12.1	10.4
計	23.7	20.5	19.1	16.2	49.3	37.7

出所: Griffiths and Wall, 2001, p. 77.

(2) 中小企業の特性

前項(1)では中小企業という用語を厳密に特定化することなく、さしあたり従業員200人未満の企業として考えてみた。ここでは、中小企業をその特性という観点から捉えてみよう。

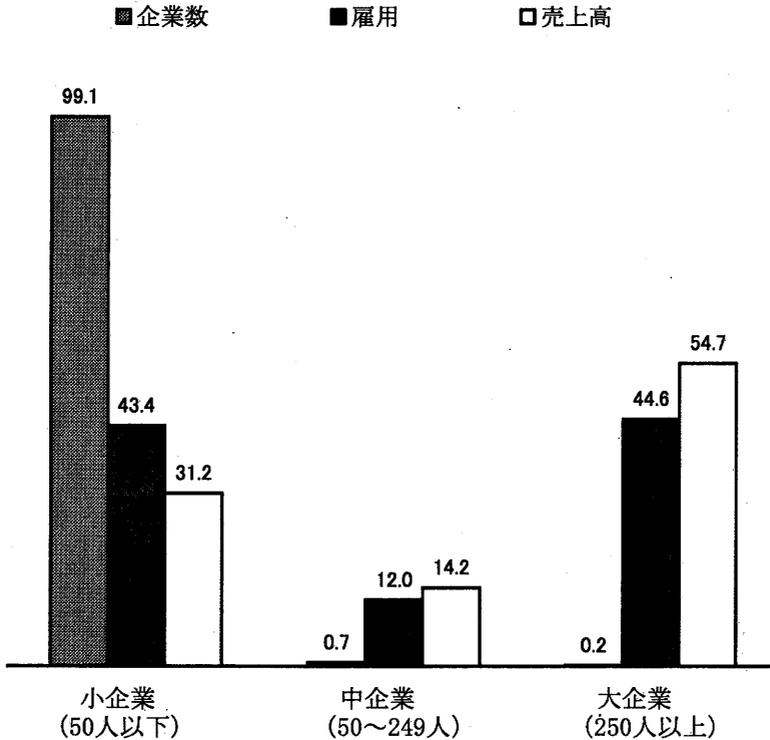
1971年に公表されたボルトン委員会の報告書は、その後のイギリスの中小企業研究の重要な出発点となった。この報告書では、大企業と著しく異なる中小企業の特徴として以下の3点があげられている。

第1に、当該産業での市場シェアが僅かである。第2に、経営は所有者ないし共同所有者によってなされている。また、所有者が事業に伴うすべてのリスクを負担している。第3に、意思決定の独立性、すなわち企業の重要な決定に際し外部からのコントロールを経営者は受けない。

ボルトン委員会の上記3つの特性に加えて、小規模ということに由来する第4の特性として、資本市場へのアクセスの困難さという点を上げておく必要がある。この資本市場へのアクセスの問題は、古くは1931年のマクミラン委員会の報告書において指摘されているし(『図説 イギリスの証券市場 1997年版』24ページ)、また、この分野の古典ともいべき『企業成長の理論』(1959年)の著者であるE.ペンローズによって「小企業の競争上の最も重大なハンディキャップの1つ」(p.218)として言及されているものである。

さて、こうした中小企業の特性を踏まえた上で具体的な定義について触れておこう。企業の規模を測る数量的な尺度としては、従業員数、売上高、会社資産、資本金などがある。例えば、先に見たボルトン委員会の報告書では、製造業の場合、従業員200人以下を(中)小企業と定義している。政府統計でも従業員数を基準にした規模分類が現在では一般的である。貿易産業省(DTI)の統計では、EUの行政機関にあたるヨーロッパ委員会が1996年2月に定めた定義に従い、マイクロ企業(0-9人)、小企業(マイクロ企業を含む、0-49人)、中企業(50-249人)、大企業(249人以上)という4つに分類されている。図1は、DTIの分類に基づく小企業、中企業、大企業の経済的ウエイトを示したものである。表2と同様中小企業の経済的ウエイトの高さを確認することが出来る。

図1 小企業の経済的ウエイト (2001年)



出所: Small Business Service (<http://www.sbs.gov.uk/press/nes90.php>).

なお、近年の自営業者の増加を反映して、DTIは1998年に新たに従業員ゼロというカテゴリーを設けた。1998年においてこのカテゴリーは企業数の64%、雇用の12.7%、売上高の4.6%を占めている。表1にみられたイギリスの高い開業率の背景にはこのような自営業者の急速な増大があると思われる。

III. 中小企業のファイナンス：初期段階と拡張段階の問題

この節では、新企業が事業を開始して日が浅い段階 (start-up and early stage) と事業の基盤がある程度確立し拡張へのステップを踏み出す段階=拡張段階 (expansion stage) の2つに分けてファイナンスの問題を検討する。2つの段階に分ける理由は、それぞれの段階でのファイナンスの性格に変化が生じるからである。以下では、G. リードの研究 (Reid, 1993) に依拠

しながらこの問題を考えていくことにしよう。

(1) 初期段階

リードはスコットランドの3地域(ロージアン、ファイフ、ストラスクライド)で開業から数年以内の73の小企業を対象に、1985年と1988年にアンケート調査と経営者へのインタビュー調査を同時並行的に行った。73社のうちフルタイム従業員20人以下の企業が85%を占め、また73社の平均企業規模は従業員8人であった。

開業時に資金面で困難を経験した企業は全体の半分以上の42%(31社)に過ぎなかった。この数字は一見すると予想外の感じがするが、サンプルとなった企業の平均規模が従業員8名と小規模であることが影響しているとみてよいだろう。個人資金だけで開業できた企業が全体の45%(33社)に達していることも、小規模ということの結果と考えられる。

開業資金のファイナンスを困難にさせた障害の中で最も重要なものは、外部の資金提供者に市場の存在を確信させるということであった。これは、資金提供者の観点からみると、新規に始める事業のリスクは一般的に高いという認識に加えて、資金提供者のアクセスできる情報の質が低いということ、いわゆる情報の非対称性の問題が関係しているといえるであろう。この点は次項の検討にまわしたい。

開業資金に関するこの障害に次ぐ困難は個人資金の欠如であった。個人資金以外のものを外部資金と呼ぶことにすると、外部資金の提供者の中で最も重要なのは銀行であり、次いで友人・知人・親戚という企業家の個人的関係者であった。イギリスの銀行の企業向けファイナンス(融資)は、従来からその大部分が「overdraft(当座貸し越し)」という形で行われてきている。また、当座貸し越しは通常短期の運転資金の融資を中心とするものである。したがって、中小企業のファイナンスにおいて銀行の当座貸し越しが中心的役割を果たしているということは、小企業が長期を視野におく投資を自己の重要な選択肢として考慮するようになると、次のような問題を提起することになる。すなわち、中小企業は銀行以外の外部資金市場(=資本市場)をどの程度利用可能か、という問題である。次にこの点の検討に進もう。

(2) 拡張段階

初期段階を乗り越え新たな拡張段階を迎えた中小企業は、初期段階とは異なるファイナンスの問題に直面するようになる。前項でみたように、開業時には半数に近い企業が個人資金だけで事業のスタートを切ることが可能であった。しかし、その後の企業の生き残り競争やそのための企業の拡大・成長を考える段階に至ると、個人資金を中心にした依存したファイナンスの在り方は遅かれ早かれ壁にぶつかる。個人資金だけでは拡張段階に必要な資金をどうい

賄いきれなくなるからである。ファイナンスの在り方は企業の「年齢」やそれに伴う規模の変化と共に変化せざるを得なくなるのである。

中小企業の初期段階から拡張段階への移行のプロセスにおいて、イギリスの中小企業はファイナンス面で銀行との関係を急速に強める傾向がある。例えば、この段階において中小企業の銀行資金に依存する割合は60%にも達する。しかもそのうちのかなりの部分(70%)が当座貸し越しである。当座貸し越しは、銀行からの返済要求があればそれに応じる義務のある銀行貸出である。したがって、当座貸し越しは先にみたように運転資金として利用されることが多く、それ故短期的性格の強い資金である。例えば、前項で紹介したリードの行ったアンケート調査の中に「これまでキャッシュ・フロー(cash-flow)で困難を経験したことがありますか」という項目がある。この質問に対し71%が「yes」と回答しており、その困難をもたらした最も大きな要因として、当座貸し越しが十分に銀行から供与されなかったことをあげている。また、イギリスでは一般に不況期において銀行の貸出態度が厳しくなると当座貸し越しへのアクセスが大きく制限され、中小企業の資金繰りが悪化するということがしばしばみられた。したがって、このような短期的性格の強い当座貸し越しに大きなウエイトを置いたファイナンスの在り方は、中小企業が長期的視野に基づく投資を行おうとする場合、適切なファイナンスの方法とはいえない。そのため、この点こそがイギリスの中小企業のファイナンスの問題を考えるときの大きな論点となってきたのである。次に、中小企業の長期的資金のファイナンスの問題、特にその利用可能性(アクセス)について考えてみよう。

ペンローズが「小企業の競争上の重大なハンディキャップの一つ」として資本(市場)へのアクセスの問題をあげていることは、前節で紹介しておいた。このアクセスの問題を彼女は次の2つに分けて論じている。1つは中小企業が大企業に比べ相対的に高い利率を支払わざるを得ず、それが小企業の資金の入手を制限しているという点である。通常、この点は大企業と中小企業の資金提供リスクの差という避けられない事実の結果だと考えられているが、ペンローズによれば、原理的にはこの問題は中小企業の資本へのアクセスを必ずしも困難にするものではないという。それは、自己の事業拡張プラン(投資)が高い利率を支払った後においてもなお十分な収益をもたらすものであれば、この中小企業は高い利率を支払ってでもこの投資を実行するはずだからである。相対的に高い利率が意味するところは、中小企業が拡張のための資金を獲得するためにはまずもって大企業よりも収益の高い事業機会を見出さなければならないということであり、それは単に中小企業が大企業と全く同じ分野では競争できないということを意味するに過ぎないのである。

これに対しペンローズのあげるもう1つの問題は中小企業にとって深刻である。彼女によれば、中小企業の入手できる資本には絶対的な制限が存在するというのである。外部の資金提供者は、単に事業拡張プランがもたらす収益性だけでなく、それが失敗したときの損失をも考慮して資金提供の是非を判断をする。資金提供者は、たとえ失敗のリスクが中小企業と大企業で同一であっても、小企業に比べ大企業の方が損失をカバーできる能力ははるかに大きいと考える傾向を通常持っている。もしそうであれば、中小企業は「自己の事業プランをテストするチャンス」が大企業に比べ大幅に制限されるという可能性に直面することになる。これは、情報の非対称性が中小企業と資金提供者との間に存在するため、中小企業の事業拡張プランのリスクを外部資金市場（＝資本市場）が適切に評価することが出来ず、結果的に中小企業が投資を行う上で必要とする資本が絶対的に不足してしまうという（資本）市場の失敗の一例ということが出来る。

1998年に、貿易産業省は中小企業の利用可能なファイナンスの方法に関する調査を行ったが、この調査は上述の資本市場の失敗ということを考える上で興味深い事実を見出している。それは、株式などによるエクイティ・ファイナンス (equity finance) が適切であるケースでも銀行借入などのデット・ファイナンス (debt finance) に中小企業は依存してしまう傾向を示したということである。こうした傾向は、資本市場の中核である株式市場が、中小企業の必要としているファイナンスの手段に対応できていない一例として、すなわち上にみた資本市場の失敗として理解可能であろう。

したがって、中小企業の拡張段階におけるこのようなファイナンスの問題に対処する上で、政府が一定の役割を果たすことが期待される。

IV. 結びに代えて

最後に、ここまで検討してきた中小企業とベンチャー企業との異同に触れて結びに代えることにしよう。

ベンチャー企業が小規模からスタートする以上、ベンチャー企業は定義的に小企業であり、それ故ベンチャー企業もまた中小企業の抱える固有の問題を共有しているはずである。実際、ここまで検討してきたファイナンスの問題がベンチャー企業にとっても最重要な課題の1つであることはしばしば指摘されているところである。

しかし他方で、ベンチャー企業は中小企業一般とは異なる次のような著しい特徴を持った存

在でもある。すなわち、ベンチャー企業とは「極めて高い成長を達成する可能性を有するものの、その実現には不確実な要素が多く、事業に失敗する可能性も高い企業」(『平成11年版 経済白書』223 ページ)なのである。ベンチャー企業を資金提供者の観点からみれば、ベンチャー企業はハイリスク・ハイリターンを特徴とする投資対象である。銀行の小企業向け融資が担保の提供を原則とし、当座貸し越しという形で実行されていることを考えると、銀行はベンチャー企業のファイナンスの中心的役割を果たす存在とはなり得ない。ハイリスク・ハイリターンを特徴とする事業に対してはリスク・マネーの供給が不可欠であるが、この点で明らかに株式会社を中心としたエクイティ・ファイナンスはデット・ファイナンスに比べ適切なファイナンスの方法である。理論的にいえば、情報の非対称が存在する状況でデット・ファイナンスが行われると、企業家は当該事業からの収益をすべて手にすることが出来るが、コストの一部を債権者に負担させることが出来るため、モラル・ハザードの問題が起こるからである。

ベンチャー企業の自律的發展にとって鍵となるのは、こうしたエクイティ・ファイナンスをめぐるインフラ特にリスク資本の供給の担い手となるベンチャー・キャピタル市場がどの程度整備され機能しているか、という点である。イギリスのベンチャー・キャピタルは主に銀行が所有し資金の提供を行う「captives」と、年金基金などを運営する機関が資金提供を行う「independents」から構成されている。これらベンチャー・キャピタルの資金は1980年代後半から1990年代にかけては、主にMBO (management buy-out) やMBI (management buy-in) に向けられることが多く、必ずしも歴史の浅いベンチャー企業や初期段階から拡張段階にある企業には向かわなかった。銀行や年金基金がリスク・マネーの出し手である限り、こうした事態は程度の差こそあれ避けられないであろう。この意味で、立ち上げも含めた初期段階や拡張段階にあるベンチャー企業にとって個人投資家やいわゆる「business angel」から構成される「informal venture capital」(Mason and Harrison, 1994, p. 759) の果たす役割は今後重要になるであろう。

(本稿は松岡憲司編『伝統と革新』の筆者担当章「イギリスの小企業とファイナンス」を要約的にまとめ、加筆修正したものである。)

参考文献

『平成14年版 経済財政白書』財務省印刷局

『図説 イギリスの証券市場 1997年版』財団法人 日本証券経済研究所

C.Mason and R.Harrison, "Informal Venture Capital in the UK" (1994), reprinted in
D.J.Storey, ed, *Small Business*, 2vol, Routledge, 2000.

Griffiths, A. and Wall, S. (2001) *Applied Economics*, 9th ed., Prentice Hall.

Penrose, E. (1959/1980) *The Theory of the Growth of the Firm*, first ed., second ed., Basil
Blackwell.

Reid, G.C. (1993) *Small Business Enterprise*, Routledge.