

共通論題：

革新的企業の資金調達と成長

加藤 雅俊

関西学院大学教授

討論：粕谷 誠（東京大学）、軽部 大（一橋大学）

I はじめに

2019年7月21日（日）の午後に開催された企業家研究フォーラム年次大会の共通論題セッションは、「革新的企業の資金調達と成長」というテーマの下で開催された。当セッションは、3名の報告者と2名の討論者から成り、司会は江島由裕氏（大阪経済大学）が担当した。私は当学会企画委員として当セッションの企画・運営に携った。本稿は、当セッションの企画者の一人であり、大会当日の冒頭の「問題提起」を担当した私の立場から、各報告および討論者・フロアとの議論について報告する。しかし、各報告者の発表、討論者からのコメント、質疑内容の様子は、私の個人的な理解に基づくものである点に強く留意して頂きたい。

2019年度年次大会共通論題セッションのプログラムは以下の通りである。

報告1：結城 武延（東北大学）

「戦前日本における紡績会社の企業金融と企業統治」

報告2：入山 章栄（早稲田大学）

「スタートアップと資金調達の地理的特性」

報告3：本庄 裕司（中央大学）

「スタートアップ企業のエクイティファイナンスとデットファイナンス」

革新的企業（特に創業間もない企業や規模の小さい企業）が直面する問題の中で、資金調達は大きな比重を占めることは広く知られている。イノベーションや成長を志向する企業家は、必要な資金をどのように調達しているのか。企業家の属性は資金調達にどのように影響するのか。資金調達の方法と成果は、革新的企業の成長にどのように影響するのか。古くて新しいこれらの問いは、研究者だけでなく経営者・実務家にとっても重要である。本年度の共通論題セッションは、これらの問いへの答えを、経営史、経営学、経済学の視点と方法から議論することにした。

まず、経営史の分野からは、結城武延氏（東北大学准教授）に登壇して頂いた。結城氏は、経済史、経営史を専門としていて、戦前日本を対象として、資本市場、企業統治、および企業金融の変化とその要因、株式会社制度の形成と普及について精力的に研究している。今回は、戦前日本における紡績会社を分析対象として、企業金融と企業統治の変遷とその要因についての進行中の研究について報告された。また、経営学の分野からは、入山章栄氏（早稲田大学教授）に登壇して頂いた。入山氏は、経営戦略やグローバル経営が専門分野で、ベンチャー・キャピタル投資のグローバル化や国際ジョイン

ト・ベンチャーにおける株式交換などのテーマで優れた研究業績を有している。今回は、スタートアップの資金調達に関して、グローバルなベンチャー・キャピタル投資の地理的特性に着目した研究について報告された。さらに、経済学の分野からは、本庄裕司氏（中央大学教授）に登壇して頂いた。本庄氏は、スタートアップや中小企業に関する実証研究が専門分野で、これまで数多くの論文を執筆している。今回は、日本のスタートアップ企業の資金調達の特徴に関して、エクイティ・ファイナンスとデット・ファイナンスの役割についての研究報告であった。

これらの3報告に対する討論者として、粕谷誠氏（東京大学教授）および軽部大氏（一橋大学教授）を招いた。粕谷氏は、経済史の観点から日本における金融市場の発展の研究を専門分野の1つとしていることから、この共通論題セッションのテーマ、特に結城氏の報告テーマに詳しく、討論者として適任である。また、軽部氏は、これまで企業の組織や戦略に関する幅広いテーマにおいて優れた著作を有しており、かつ、最近では日本のスタートアップに関する研究を行っており、当共通論題セッションの討論者としてふさわしい。粕谷、軽部両氏には、これまでの自身の研究をもとにした助言を含め、幅広い観点からコメントや質問をして頂くよう依頼した。

本稿の構成は以下の通りである。次章（Ⅱ）は、私の理解に基づき、各報告者からの発表内容の概要をまとめている。次々章（Ⅲ）は、討論者両氏からのコメントの概要を示している。最終章は、当セッションに携わった私の個人的な感想を含めて、セッション全体について総括する。

Ⅱ 報告内容

本章では、各報告の概要について、報告資料に基づいた私の理解をまとめている。

1 「戦前日本における紡績会社の企業金融と企業統治」（結城 武延）

本報告は、戦前期（1880年代～1914年）の日本における紡績会社を対象に、企業金融および企業統治の方法の変遷について分析している。本報告の研究課題として、第1次企業勃興期（1880年代）、第2次企業勃興期（1890年代）、紡績業の寡占化過程（1900年代～第1次世界大戦前）における創業企業（設立3年以内）の株主ネットワーク、企業家ネットワーク、資金調達の在り方を解明することにある。また、本報告は、ネットワークが企業の収益性や成長に与えた影響を分析している。

企業金融に関して、資金調達の方法は、株式が最も多く、次いで積立金、社債、借入金となっており、支払手形も用いられていた。紡績業の資金調達は、1890年代においては、長期は株式資本、短期は手形の方法が取られていた。1900年代は、長期は社債、積立金が加わったとされている。

他方で、企業統治に関して、商法は株主総会中心主義を取っており、総会で物言う株主が経営にコミットしていた。取締役会は、大株主寄り合い所帯から専門経営者が進出し、専門経営者の大株主化が進んだ。全体の傾向として、個人投資家が多く、少数株主も含めて多様な株主層が観察されている。所有割合は一部の株主が30%近くを保有していた。紡績業の所有構造は、1890年代は地元だけでなく東京、大阪、兵庫等の都市部の投資家も散見され、大株主が役員となる会社が多いが、必ずしも大株主が役員となっていない場合もあった。1900年代は、株式・株主が分散化し、少数株主が増加、専門経営者が台頭していった。

研究報告においては、創業企業（3年以内）の資本構成と所有構造に関して、1880年代、1890年代、1900年代の比較が示された。また、このような企業のネットワーク、地域性、属性等だけでなく、創業者の属性の変遷についての考察も行われている。さらに、所有構造が収益性・成長性に与えた影響について分析された結

果について示された。

2 「スタートアップと資金調達の地理的特性」 (入山 章栄)

本報告は2つの公開済の論文に基づいたものである。

1つ目は、Madhavan and Iriyama (2009) であり、ベンチャー・キャピタル (VC) が海外企業に投資する要因は何かについて実証的に分析した研究である。元来、VC 企業は地元企業への投資に一貫した選好を持ち、face-to-face での関わりが重要であることが議論されてきた。しかし、海外に立地する企業への VC の投資は増えているにも関わらず、その要因はあまり明らかにされてきていない。Social “embeddedness” のフレームワークに従えば、2つの地域間で共通した関心を持つ人々のネットワークが認知の重要性を高めると考えられる。こういった人々がその地域間の VC 投資における関係のコストを軽減させるかもしれないので、これらの地域間での VC のつながりが高まると考えられる。国境を越えた VC 投資においては、自国および投資先国における移民グループ “transnational technical communities” (TTCs) の形成と強く関係していて、産業の「人的ネットワーク」が重要な役割を果たすことが明らかにされている。

2つ目の論文は Iriyama, Li, and Madhavan (2010) で、VC 投資が国際化する要因として地域間の過去の人的ネットワークの重要性に着目した研究である。台湾とカリフォルニア、インドとニューヨークのように、ある特定の地域はある国との関わりが非常に強い。この研究では、スパイキーな VC 投資の国際化を決める要因として国家間の人的ネットワーク、特に移民の役割が重要であることを示している。本研究は、過去の移民数が多い米国の地域では、その移民の出身国との間の VC 投資が活発になる傾向があることを示している。

3 「スタートアップ企業のエクイティ・ファイナンスとデット・ファイナンス」 (本庄 裕司)

本報告は、日本のスタートアップ企業の資金調達について、エクイティ・ファイナンスとデット・ファイナンスの役割について議論している。日本のスタートアップ期の資金調達において、デット・ファイナンスが大きな役割を果たしている。また、スタートアップ企業は、設立年後もデット・ファイナンスに依存する傾向がみられており、成長率の高い企業であってもデット・ファイナンスに依存しやすいことを示した。

さらに、設立時の資金調達がスタートアップ企業のその後のパフォーマンスに影響を与えていることを明らかにしている。つまり、企業の資本構成に経路依存性があり、設立時の状況に依存した成長プロセスが考えられる。デットファイナンスは、スタートアップ企業を含めた日本企業の典型的な資金調達として重要な役割をはたしてきた。他方で、将来的なイノベーションの担い手として期待されるハイテク・スタートアップは、事業のリスクが高く、情報の非対称性の大きいことから、デット・ファイナンスよりエクイティ・ファイナンスによる資金調達のほうが利点は大きいことを指摘している。

これらの点を踏まえて、将来的に、エクイティ・ファイナンスによる資金調達が充実していく必要性があり、経済成長に貢献する高成長スタートアップの登場に向けての環境整備が求められていることを強調している。

III 討論者からのコメント

粕谷誠氏からのコメントは、戦前期日本の起業ファイナンスに焦点が当てられた。特に、第1次世界大戦前と戦間期について紹介された。

コメントの要旨は以下の通りである。

第一次世界大戦前に関しては、まず、会社の設立に際して、渋沢栄一を中心に一部の者が大口出資者となっていたが、小口出資者もそれな

りに集まり、第一国立銀行などの銀行融資が補完していた。また、企業家が起こした企業においては、自身の蓄積に親戚や地元の知人らからの融資を組み合わせることで資金調達を行ったが、共同出資もあり、銀行融資が大きな意味を持つこともあったこと。利益を生むようになると、会社を組織して、そこに財界人が参加するようになった。例としては、日本精製糖、日本製粉、日本窒素肥料、豊田式織機などが挙げられる。戦間期に関しては、企業家が起こした企業として、松下電器産業、早川金属工業研究所の例が挙げられる。前者では松下幸之助の自己資金と知人からの借金で創業、すぐに利益が出たが、その後銀行から融資を受けるようになった。他方で、既存企業の多角化として関係企業が設立されるようになり、たとえば、豊田紡織から豊田自動織機製作所、さらにトヨタ自動車工業が設立され、三菱造船から三菱電機、三井鉱山から東洋高压と三池窒素が設立された。この期に持株会社の役割が増大して行った。

軽部大氏からのコメントは多岐にわたるが、そのうち以下の2点を挙げる。

第1に、日本のスタートアップ企業はデット・ファイナンスに依存する傾向がある。しかし、経営者が個人保証を取られることでリスクの高い事業を行っていくため、デット・ファイナンスに依存する傾向は好ましくないのではないか。もし、事業に失敗したら経営者個人の財産がダメージを受ける。したがって、日本のスタートアップがデット・ファイナンスに依存する傾向が続くと、リスクの高い事業における創業が活発化する可能性が低くなると考えられる。スタートアップからイノベーションが出てくるようになるためには、エクイティ・ファイナンスによる資金調達が活性化しないといけない。

第2に、スタートアップの資金調達においては、金融機関側の目利き（眼力）の能力が重要である。ベンチャー・キャピタルを含めて金融機関は、急成長企業を見分ける眼力（目利き）をもたないといけない。金融機関におけるスタートアップの評価能力を向上させる必要がある。

IV おわりに

2019年度年次大会共通論題セッションは、「革新的企業の資金調達と成長」というテーマで、各分野の第一線の研究者による研究報告、討論が行われ、多くの聴衆が参加した中で開催された。結城氏、入山氏、本庄氏による最新の研究の報告は刺激的で、粕谷氏と軽部氏による深い洞察に基づく討論は、報告者および聴衆にとって有益であった。また、詳細は割愛するが、研究報告、討論の後、司会者、報告者、討論者、フロアの参加者の間で活発な質疑応答が行われた。

既に議論したように、スタートアップ企業を含めた革新的企業は資金調達において困難に直面することはよく知られている。今回の共通論題セッションでは、資金調達の問題が歴史的に見てどのように変わってきたのか（変わっていないのか）、国際的なVC投資の要因は何か、日本のスタートアップの資金調達の特徴と課題は何か、といった様々な問いに対して、多くの有益な示唆が得られた。経営史、経営学、経済学といった様々な観点から検討することにより、私を含めて多くの研究者は各分野の中だけに留まっていたは普段持つことのない視点に触れることが出来た。企業家研究の分野は経済学、経営学、ファイナンス、社会学、心理学といったディシプリンを横断した幅広いテーマを対象としているだけでなく、定性的であったり定量的であったりと、アプローチも様々である。

率直に申し上げて、国内の同分野の学会の多くは構成員の専門がある特定のディシプリンやアプローチに偏りがあるように感じている。その点において、当学会は、様々なバックグラウンド（年齢構成を含む）を有する研究者（および実務家）から成り、幅広い観点から意見交換・研究交流ができる貴重な場を提供しているという印象を持っている。研究会や年次大会における発表メンバーおよびテーマを見れば一目瞭然かもしれないが、実際の研究会や大会に参加

(発表) することでそのことを強く実感できる。
今後引き続き当学会が「企業家研究」の特性を
生かした貴重なフォーラムであり続け、さらに
発展していくことを切に願う。

参考文献

Madhavan, R. and A. Iriyama (2009) "Understanding global flows of venture capital: Human networks as the 'carrier wave' of globalization," *Journal of International Business Studies*, 40, 1241-1259.

Iriyama, A., Y. Li, and R. Madhavan (2010) "Spiky globalization of venture capital investments: The influence of prior human networks", *Strategic Entrepreneurship Journal*, 4, 128-145.

