

2013年2月19日 全8頁

# ベンチャー日本、挑戦の40年 Vol.2

## 1980年代：挑戦の道のりは険しいが、ベンチャー振興へアクセルを踏む

金融調査部  
研究員 奥谷貴彦

### [要約]

- 1970年代後半から現在まで、開業率（企業単位）は低下を続けている。その間に経済成長率も同様に低下した。ベンチャー振興が課題となっている。
- 本稿では1970年代から40年間に及ぶ、ベンチャー振興の歴史を振り返り、あるべき方向性を探る。
- 第2回では、1970年代に始まったベンチャー政策が拡充された、1980年代に焦点を当てる。

### 1970年代に始まったベンチャー振興策

日本の「ベンチャー・ビジネス」活性化は40年間に及び課題とされてきた。しかしながら、今日においてもベンチャーを取り巻く環境の改善が叫ばれており、簡単に解決することは困難な状況と言える。前回の「Vol.1」においては、戦後の開業率（企業単位）と経済成長率の長期的な低迷の関係性について言及した。また近年は日米両国において、新規株式公開（IPO）件数が低迷するなど、ベンチャー企業の振興が課題となっていると問題を提起した<sup>1</sup>。

日本において、ベンチャー振興策が40年間にわたって続けられているのにもかかわらず、なぜ戦後すぐのように世界的な起業家が興したグローバルに活躍するベンチャー企業が出現しないのか。本レポートは、その歴史を振り返ることで、今後のあるべきベンチャー振興策の方向性を探ることを目的としている。

「Vol.1」においては1970年代に「ベンチャー・ビジネス」が日本で初めて議論され、その振興策が開始されたことについて論じた。具体的には、政府系機関などを中心にベンチャー・ビジネスの必要性が議論されたことを発端にし、官製とも言えるベンチャーブームが創出された。そしてブームを背景に金融機関などがベンチャーキャピタルを創設し、通商産業省（現経済産業省）

<sup>1</sup> 大和総研レポート「ベンチャー日本、挑戦の40年 Vol.1」奥谷貴彦、2013年2月12日

[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130212\\_006801.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130212_006801.html)

はベンチャー企業の債務保証事業を開始するなどの取り組みが始まった。

しかしそのような取り組みは石油ショックなども要因となり、十分な成功をおさめるまでには至らなかった。同じ頃の米国においても、ベンチャー支援の環境は未成熟であった。しかしながら、民間が主導し、地域主導のベンチャー振興が進められ、その上で政府が支援策を講じたのが特徴である。政府の支援策が一過性のブームを創出したことは日米ともに変わりなかった。しかし、この頃に培われたベンチャーキャピタリストの目利き能力の育成や民間主導のシリコンバレーにおけるベンチャーコミュニティ形成が、後にベンチャー大国として米国が開花するためのインフラとなったとも考えられる。それに対して、日本では中央省庁や専門家が旗振り役となった。国家主導のベンチャー振興策について行く起業家や支援者が多いとは言えなかったのが1970年代である。1970年代に始まったベンチャー政策は石油ショックなど経済の混乱もあり、十分な効果が得られたとは言えないだろう。

## ベンチャー振興へアクセルを踏み込んだ1980年代

### 日本は官主導の新興市場整備へ

このように国家主導の振興策に限界が生じ、道のりは険しかったが、ベンチャー振興へアクセルを踏み込んだのが1980年代である。通商産業省は同省所管の財団法人研究開発型企業育成センター（現一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター）を中心に据え、ベンチャー振興策の議論を活発化していった。同センターは1975年に政府と民間が資金を拠出し設立された。主な事業内容はベンチャー企業の育成や相互交流、ベンチャー・ビジネスを対象とした債務保証である<sup>2</sup>。これらの事業は当時唯一のベンチャー振興策であったと言っても差し支えないだろう。

通商産業省はベンチャー振興策を抜本的に見直すことを目的に、同センターと共同の研究会を立ち上げた。その研究報告書において、証券取引所における第三市場の設立と当面の措置としての店頭市場の活性化が提言された<sup>3</sup>。更には経済活性化と個人株主増大の観点から大蔵省（現財務省）の証券取引審議会が上場基準を見直すことや、店頭市場の整備を打ち出した<sup>4</sup>。

このような上場基準緩和の方針を受けて、東京証券取引所などの各証券取引所は上場基準の緩和に動いた。上場最低株式数の引き下げや少数特定者持ち株比率上限の引き上げ、最低株主数の引き下げ、配当基準緩和などに踏み切った。更に大阪証券取引所は市場第二部の中に「特定指定銘柄制度」を創設した。この制度は新二部とも言われ、特定指定銘柄は上場基準が緩和され、配当基準の免除や少数特定者持ち株比率上限の引き上げ、会社設立後の最低経過年数基準の緩和が実行された。

このような流れの中で、ベンチャー企業の受け皿となる店頭市場も同様に登録基準が緩和され

<sup>2</sup> 石油ショック後には経済混乱などを要因にベンチャー企業の業績不振が目立ち、同センターの主な事業である債務保証の件数は低迷していた。

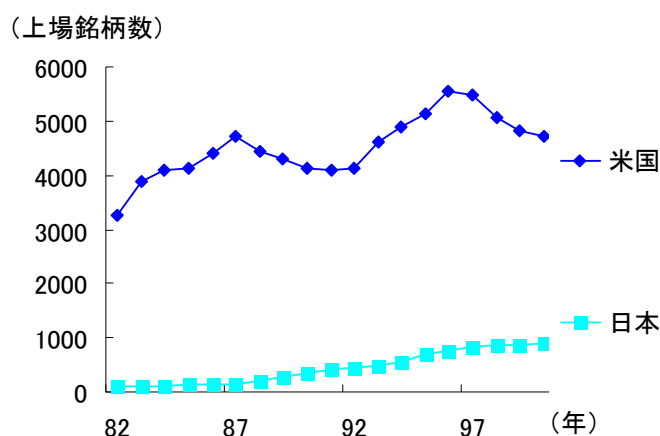
<sup>3</sup> 「研究開発型企業育成策研究会報告書—21世紀を担う企業の育成振興を旨として」財団法人研究開発型企業育成センター 研究開発型企業育成策研究会、1981年

<sup>4</sup> 「株式市場の機能拡充について」大蔵省証券取引審議会中間報告、1983年2月

た。日本証券業協会は店頭市場の改革案をまとめ、1983年に改革が実施された。同改革により、店頭登録銘柄の資本金条件が引き下げられた。更に、無配の企業についても将来の成長が見込めれば店頭登録が認められることになった。

加えて、店頭市場においては米国の店頭市場とされるナスダック（NASDAQ）に類似する店頭気配値伝達システムの導入が決定されるなど、店頭市場の整備が実行された。店頭気配値伝達システムが稼働するまでの期間は店頭市場の取引額は伸び悩み、新規公開件数は低迷していた。しかしながら、店頭気配値伝達システムが稼働すると、マブチモーターや浜松ホトニクスなどのベンチャー企業が店頭公開し、店頭市場の活性化が期待された（図表1）。1980年代はこのように店頭市場が整備されるなど、再びベンチャー促進の気運が高まった時期であり、第2次ベンチャーブームとも呼ばれている。

図表1 日本と米国の店頭市場における上場銘柄数推移



(注1) 日本の1984年以前は日本店頭証券における取扱銘柄数である。

(注2) 日本の店頭市場は2004年に証券取引所となり、ジャスダック証券取引所と改称された。

(注3) 米国はNASDAQの取扱銘柄数である。

(出所) 日本証券業協会、大阪証券取引所、NASDAQ、SIFMAより大和総研作成

### 米国は店頭市場整備によってベンチャー振興に成果

一方、米国の店頭市場における店頭気配値伝達システムは日本の店頭市場における導入から10年以上遡る1971年に行われた。日本では日本証券業協会が店頭市場を運営していたが、米国では全米証券業協会（NASD: National Association of Securities Dealers）が店頭市場を運営していた。店頭市場の歴史は古いが、その不正利用などを規制するための自主規制機関としてNASDが設置された。そのNASDによる店頭気配値伝達システム（Automated Quotations）が略され、NASDAQと名づけられることになった。

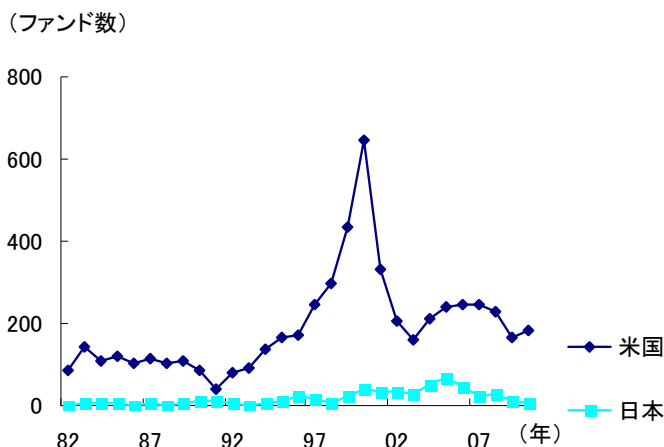
NASDAQはその設立によって、世界で初めて立会がない電子株式取引を可能とした。電子取引は流通市場の発展に大きく寄与し、それが発行市場の活性化にもつながったと言える。それまでも米国の店頭市場は中小企業の店頭市場としての機能を担っていた。NASDAQの設立当時、約2500社が上場していたことから、NASDAQ導入前に店頭市場がそれなりの規模であったことが推測で

きる。NASDAQ の誕生によって、店頭市場はその機能を大きく拡大し、実質的に証券取引所としての機能を得たと言える<sup>5</sup>。その結果、NASDAQ 設立以降、シリコンバレーの多くのハイテクベンチャー企業が NASDAQ に新規株式公開した。

### 日本はベンチャーキャピタル振興へ

このような NASDAQ の成功を目標として、日本においても店頭市場改革が検討されたと言える。そのような動きに先んじて、1982 年から 1983 年にかけての日本においてはベンチャーキャピタルの設立が相次いだ。振り返ると、1970 年代の第 1 次ベンチャーブームにおいては金融機関を中心にベンチャーキャピタルが設立された。そして、1980 年代前半においてもそれは同様であり、特に大手証券会社によるベンチャーキャピタル設立が目立った<sup>6</sup>。しかしながら、それでベンチャー企業の資金調達環境が大幅に改善したわけではなかった。図表 2 は日本と米国のベンチャーキャピタルが設立したファンド数の推移である。米国のベンチャーキャピタルと比較すると、1980 年代当時に日本において設立されたファンド数は米国に遠く及ばない水準であった。

図表 2 日本と米国のベンチャーキャピタルが設立したファンドの本数



(注) 最初の出資締切日を基準として、運用を開始したファンドの数の推移である。

(出所) ベンチャーエンタープライズセンター、トムソン・ロイターより大和総研作成

米国のようなベンチャーキャピタルの発達が重要であると考えた通商産業省は 1983 年に研究開発型中小企業投資促進法を立案し、ベンチャーキャピタルの育成を目的とした税負担の軽減や独占禁止法の適用除外措置などを盛り込んだ。自発的な民間の動きにインセンティブを付加することができる画期的な施策であり、ベンチャー振興策として高く評価できるが、これは成立には至らなかった。廃案の理由として、減税対象となるベンチャーキャピタルの定義付けが困難であ

<sup>5</sup> 米国においては、証券取引所法に定められる国法証券取引所として証券取引委員会 (SEC) に登録された取引所を証券取引所とする。NASDAQ は 2006 年に同登録を実施し、公式に証券取引所となった。本稿においては同登録以前の NASDAQ 取扱銘柄への登録を実質的な新規株式公開とみなし、単に新規株式公開とする。

<sup>6</sup> 主に大和証券や山一証券、日興証券などがベンチャーキャピタルを設立した。

ったとする意見もある。しかしながら、それは技術的な問題であり、廃案の主因としては考えにくい。税制に関しては大蔵省が管掌しており、当時はまだ投資会社を減税の対象とすることに関して大蔵省の理解を得ることは難しかったのではないだろうか。ベンチャーブームにあったとはいえ、当時は中央省庁の中においてもベンチャー振興に対する熱意に温度差があったとも考えられる。

その他にもベンチャーキャピタルによるベンチャー企業に対する投資の促進策が試みられた。政府系投資会社として中小企業への投資を担ってきた各地域の中小企業投資育成会社<sup>7</sup>に対して、1984年にベンチャー特別枠が設けられた。同各社は小規模ながらベンチャーキャピタルとしての機能も併せ持つことになった。

それまでも政府資金を背景に、ベンチャー企業に対する債務保証事業などの取り組みが研究開発型企業育成センターによって実施されてきた。しかし、政府資金をベンチャー企業に対する投資に活用する取り組みはこれが初めてである。米国がSBIC制度を創設し、政府資金の低利融資を背景に何百ものベンチャーキャピタルが創設されたことと比較すると規模は小さく、わずか3社であるが、新しい取り組みであったと言える<sup>8</sup>。ただ、そもそもリスクマネーの供給を目的としない政府資金を活用することが、同様に政府資金を背景としていた同センターの債務保証事業と共通する課題をもたらした<sup>9</sup>。政府資金を背景とした大規模なリスクマネーの供給に世論の理解を得ることは簡単ではなく、国民が納得するであろう投資先の選定も難しいという課題である。

## 日本においても地方や地域を中心としたベンチャー振興へ

このように、中央省庁において手探りでベンチャー振興策が実施されていたが、2回目のベンチャーブームを迎える中で、徐々に中央省庁主導による一点突破とも言える振興策の限界も見えてきた。首都以外の地域における振興策の検討や実施が活発化したのもこの時期である。通商産業省の福岡通産局にはベンチャービジネス研究会、同仙台通産局には先端産業振興室が設置され、産業高度化による地域経済活性化を視野に入れたベンチャー政策が考えられるようになった。

そのような背景もあり、地方銀行のベンチャーキャピタル設立が活発化した。地方都市におけるベンチャー振興は米国ではボストンやシリコンバレーの例もあり活発に行われている。ただし、米国においては政府や自治体が号令をかけてベンチャー振興に取り組むわけではなく、民間主導である点が異なる。このような日本と米国におけるベンチャー振興の哲学の違いはその後もしばらくベンチャー関連政策が大きな効果を生み出せなかった根本的な要因となったのではないかと推察する。

<sup>7</sup> 東京中小企業投資育成株式会社、名古屋中小企業投資育成株式会社、大阪中小企業投資育成株式会社の3社が中小企業投資育成会社として運営されている。

<sup>8</sup> 米国においては、1958年に政府資金を利用したベンチャーキャピタルが活用できるよう法整備された。スモール・ビジネス・インベストメント・アクト（Small Business Investment Act.）が制定され、ベンチャーやベンチャー投資への税制面の優遇策が図られたと同時に、政府資金を利用したスモール・ビジネス・インベストメント・カンパニー（以下SBIC）という政府が認可するベンチャーキャピタルが作られることになった。SBICは、投資資金を政府からの低利の借入れ、あるいは借入れ保証で調達できるようになった。

<sup>9</sup> 詳細は「Vol.1」に記載している。



そのような問題が懸念される中で、同様の時期に取り組みられたのが、テクノポリス（技術集積都市）構想である。1982年頃に通商産業省は新しい地域開発モデルとしてテクノポリス構想を打ち出した。高度技術工業集積地域開発促進法が制定され、拠点整備が進められた。各自治体は既存産業の先端産業化や先端技術産業の導入促進のための計画を策定した。加えて、必要な工業団地や公的試験研究機関の建設、並びに産学官の研究開発施設や交流施設、研修所の建設などを支援した。

テクノポリス構想は当時の太平政権が提唱した田園都市構想から派生した取り組みであるとされる。米国のシリコンバレーなどを参考とし、先端技術分野を中心とした産業や学術機関、住居を同一地域内に兼ね備え、それぞれが有機的に結合することを目的とした。北は北海道から南は鹿児島まで、大学を中核とした地域がテクノポリスとして指定され、関連施設の建設が進められた。しかしながら、大学の周辺に住宅街や工業団地、インキュベーション施設を造成したところで、期待するほどベンチャー振興が達成されるわけではなかった。

テクノポリス構想の趣旨である有機的な結合の促進が意味するところは物理的な結合ではなく、文字通り解釈すれば生物同士のつながりである。動物で例えるなら「群れ」であり、人間で例えるなら「組織」に近い概念である。このような概念にとって、田園都市のような物理的な近接性は必要な条件である可能性は高いと考えられる。しかしながら、都市社会においてはそれだけで密接な人間関係を構築できるとは限らないだろう。

例えばシリコンバレーにおける開拓者精神など、大学や起業家、企業、自治体職員、弁護士などの専門家それぞれが共有できる価値観がないとすれば、ベンチャーコミュニティの発展を期待することは難しいだろう。

## 日本はバブルと財テクブームを迎え、再び政府資金を活用したベンチャー振興へ

通商産業省はテクノポリス構想に加えて、技術改善費補助金における研究開発型企業枠の設置や複数の研究開発型中小企業が入居する共同研究開発施設への助成金の交付など、ベンチャー促進策を拡充させた時期でもあった。このように1980年代前半に活発化したベンチャー政策であったが、1980年代半ばの円高不況の影響などもあり、成長が期待されていたベンチャー企業が相次いで倒産し、しばらくはベンチャー推進の動きが穏やかになった。しかし徐々に景気は回復し、バブルを迎えて店頭市場が活性化した1988年以降は再度ベンチャー政策が推進された。

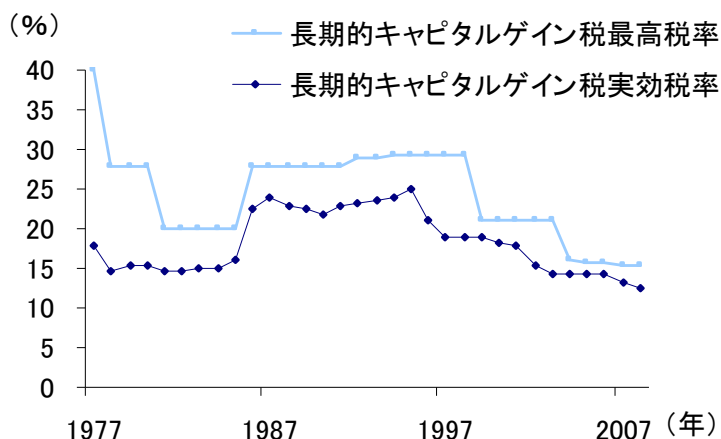
ベンチャーエンタープライズセンターは前述の債務保証事業の対象となるベンチャー企業の推薦者を銀行や信用金庫に限定していた。しかし、1988年にベンチャーキャピタルによるベンチャー企業の推薦が可能となり、債務保証事業が強化された。加えて、1989年には中小企業投資育成会社が起業段階のベンチャー企業を対象に投資できる制度を新設した。更に同年、特定新規事業実施円滑化臨時措置法が施行され、政府系ベンチャーキャピタルである新規事業投資株式会社（現DBJキャピタル株式会社）が設立された<sup>10</sup>。政府のベンチャー振興においても当時の財テクブーム

<sup>10</sup> 新規事業投資株式会社は産業基盤整備基金と民間企業との共同出資により設立された。

を背景に政府資金の活発な利用が世論の反発を招かなかったのではないかと推測する。

1980年代は主にベンチャー企業に対する資金供給を間接的にまたは直接的に活性化する政策が推進されたと総括できる。しかしながら、店頭市場の活性化はそれなりの成果を残したが、その他の政府による支援策は十分な成果を残したとは言えないだろう。

図表3 米国における長期的キャピタルゲイン税の最高税率と実効税率



(注) 長期的キャピタルゲイン税はベンチャーキャピタル投資のような長期的なキャピタルゲインに対する課税である。

(出所) 米国財務省より大和総研作成

### 米国は規制緩和によってベンチャー投資を活性化

一方、同時期の米国を振り返ってみると、1979年にERISA法(The Employee Retirement Income Security Act of 1974)が改正され、年金基金の運用規制が緩和された。年金基金のベンチャーキャピタルへの出資が解禁されたのである。年金基金がベンチャーキャピタルへの出資を拡大したことで、ベンチャー投資は徐々に1990年代の活発化に向けて、運用手法の確立など投資家のリテラシー形成が進んでいく。

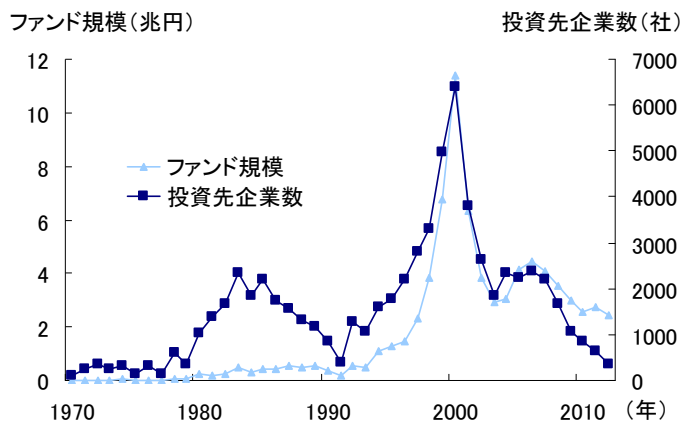
更に、1978年と1981年にはキャピタルゲイン最高税率が立て続けに引き下げられ、ベンチャーキャピタル投資が喚起された可能性もある(図表3)。実効税率を見るとそれほど引き下げられていないが、その一方で高額所得者を対象とした最高税率は大幅に引き下げられていることがわかる。ベンチャー企業に投資する個人投資家はエンジェル投資家と言われるが、そのほとんどが富裕層である。こうした高額所得者である可能性が高い富裕層に対してキャピタルゲイン減税を実施したことで、ベンチャー投資が喚起された可能性がある。1980年代前半のベンチャーキャピタルによる投資を見ても、投資先企業数が急増している(図表4)。しかしながら、同企業数は1980年代後半から急減した。ベンチャーキャピタルが運営するファンドの規模は同時代に低水準で推移していたことを考えると、1980年代前半にベンチャーキャピタルによる過剰な投資が行われた可能性がある。

このように規制緩和はベンチャー投資ブームを創出した。現在のシリコンバレーの根幹を成す

ような IT 企業が 80 年代に次々と上場し、華々しい成果を残した時期である。しかしながら、規制緩和によるベンチャー投資ブームが急速に沈静化したように、ベンチャー振興策は暗中模索の時期でもあった。

今回は 1990 年代以降のベンチャー政策について報告する。

図表 4 米国におけるベンチャーキャピタルのファンド規模と投資先企業数の推移



(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成