

2013年3月7日 全9頁

# ベンチャー日本、挑戦の40年 Vol.3

## 1990年代：金融ビッグバン、ベンチャー振興へアクセル全開

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3回では、ベンチャー振興が飛躍的に活発化した、1990年代に焦点を当てる。

### 1970年代に始まり1980年代に強化され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。前々回の「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<sup>1</sup>。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。

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た。加えて、通商産業省（現経済産業省）はベンチャー企業の債務保証事業などの取り組みを始めた。しかし国家主導のベンチ

<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)

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。

「Vol. 2」では 1980 年代が官主導のベンチャー振興が活性化した時期であることを論じた<sup>2</sup>。政府は店頭市場の改革によって、新興市場の育成を図った。このような動きの中で、再び金融機関によるベンチャーキャピタルの設立が相次いだ。

更に通商産業省は政府資金を活用したベンチャーキャピタル投資に取り組むなど、新たにベンチャー企業に対するリスクマネー供給を促進する政策を実行した。バブルを迎え財テクブームの 1980 年代には政府資金を活用したベンチャー投資が実行された。

また東京や大阪など大都市圏におけるベンチャー振興策から地域を中心とした政策へ発展した時期でもあった。地域単位のベンチャー振興策へと進化した評価できる側面もあるが、官主導であることは変わらず、思うように成果を上げることはできなかった。

## 1990 年代からベンチャー振興の勢いが増す

### 初めて起業促進にストップがかかる

このように 1990 年代までは基本的にベンチャー起業を促進する政策が検討され、推進されてきた。しかしながら、景気の過熱が懸念された 1990 年には最低資本金規制が導入され、株式会社を設立するには資本金を 1,000 万円調達しなければならないこととなった。同規制導入までは最低 35 万円の資本金を調達すれば、会社を設立することが可能であったため、大幅な規制強化であった。この最低資本金規制については 2003 年に特例制度が設けられ、資本金 1 円による起業が可能となった。それまでは起業の大きな障害となったのではないかと考えられる。

### 雇用政策の面からもベンチャー振興が研究される

このように一時期は起業振興にブレーキがかかったが、バブルが崩壊し景気後退の長期化が鮮明になると再び成長戦略が待望され、ベンチャー振興策が強化された。またバブル崩壊後は雇用問題が深刻化した、それと同時に雇用政策の観点からも起業の活性化が注目された<sup>3</sup>。そのため、起業と雇用創出の関連性についての研究が進んだ時期でもある。

その後、日本と他国を比較すると、日本では雇用創出がマクロ経済政策の運営において、目標として語られることは少ない印象がある。日本においては、労働力人口の減少で自然に減少する雇用の量よりもむしろ雇用の質を確保することによって、国内需要を促進することが望まれている。

「Vol. 1」においても論じたが、儲からない企業が廃業することで、余剰となった人的資源や資

<sup>2</sup> 大和総研レポート「ベンチャー日本、挑戦の 40 年 Vol. 2」奥谷貴彦、2013 年 2 月 19 日

[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130219\\_006822.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130219_006822.html)

<sup>3</sup> 2009 年の開業率が 1%ポイント上昇した水準であったと仮定し試算すると、開業の増加分によって同年に約 13 万人の雇用が創出される。大和総研レポート「開業の促進に向けた課題」奥谷貴彦、2011 年 12 月 27 日

<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/11122701capital-mkt.html>

金、技術が儲かる企業を創出するという健全な循環が期待できる<sup>4</sup>。儲かる企業が増えることで、労働者の賃金水準が上昇する余地が生まれる。しかし、逆に儲からない企業において労働者の賃金水準が飛躍的に上昇するかどうかを考えると、ない袖は振れず、そのような期待は困難だろう。

企業の新陳代謝を促進すると、雇用の質の改善に寄与することが望まれる。しかし、現実には開業率は低迷し、逆に既存の企業がグローバル競争下において生き残りを競い、切磋琢磨する中で競争力を高める反面、労働者の賃金を含めた費用が抑制されている。それは構造的な問題であり、ただちに雇用の質を改善することは容易ではない。国内製造業を中心に労働者の賃金は非正規雇用の増加によって抑制され、持続的な所得の増加が見込めない労働者は消費を抑制するという、デフレの悪循環に陥っている可能性も指摘されている。

付け加えると、経済的付加価値が低い労働は、労働者がそれを望ましいと感じていない可能性も考えられる。仮に、そのようなやる気や生きがいを感じることができない国民が増加すれば、様々なイノベーションが創出される活力ある社会の発展を望むことも難しくなるだろう。

このように、雇用政策は質的な改善という観点から重要度を増しつつある。ベンチャー企業は新事業・新産業を創出する可能性が高く、それ故、質の高い雇用を創出できる可能性もある。その育成は雇用政策と産業政策の両面から捉えて検討すべきではないだろうか。

## バブル崩壊後、再びベンチャー振興へ

1990年代前半の政策に話を戻すと、バブル崩壊を機に再び起業活性化についての議論が形成された。1994年2月に細川内閣の経済対策閣僚会議で決定された「総合経済対策」においては新規産業の創出を支援する政策が盛り込まれた。1989年に特定新規事業実施円滑化臨時措置法（新規事業法）の下、政府系ベンチャーキャピタルの新規事業投資株式会社<sup>5</sup>による投資が実施されていたが、これが同総合経済対策の下、更に拡充された。また同経済対策の下、1995年には新規事業法の認定企業に対してストック・オプションの発行が認められることになった。

同1995年には、中小企業の創造的事業活動の促進に関する臨時措置法（中小創造法）が施行された。同法に基づき各都道府県が中心となり出資し設置されたベンチャー財団はベンチャー企業に直接投資するほか、地域のベンチャーキャピタルに投資資金を預託し、ベンチャーキャピタルが社債等を引き受ける際に債務保証を行うことができることとなった。

1993～1996年にかけては再々度マスメディアにおいてベンチャー推進が活発に論じられた時期であり、第3次ベンチャーブームとも呼称されている。

## 金融ビッグバン、新興市場整備へ

<sup>4</sup> 起業の促進は全要素生産性向上にも寄与する。またイノベーションを促進する可能性が高い。大和総研レポート「生産性の向上をもたらす創業の促進」奥谷貴彦、2012年1月24日

<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/12012401capital-mkt.html>

<sup>5</sup> 新規事業投資株式会社は産業基盤整備基金（現 日本政策金融公庫）を中心に民間も出資し設立された。

1997年には中小創造法が一部改正され、エンジェル税制創設による未上場株式投資の税制優遇措置が実施された。1980年代前半には通商産業省が税制を活用したベンチャー振興策を考えたが、当時は実現できなかった。同振興策には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が盛り込まれた。当時としては画期的な施策であったが、これは廃案となった。税制に関しては大蔵省（現 財務省）が管掌していたが、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可能性がある。

この時期と比較すると、リスクマネー供給の必要性が大蔵省においても議論されていた意義は大きい。1997年に大蔵省の証券取引審議会が公表した「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」によれば、リスクキャピタル供給の重要性等の観点から、利子、配当、キャピタルゲインなど金融商品から生ずる所得に対する課税の在り方についても検討すべきであると論じられていた<sup>6</sup>。税制優遇措置について具体的に述べられているわけではないが、1990年代に大蔵省内において、証券税制の積極的な見直しが検討されたことがわかる。

この変化がエンジェル税制創設に及ぼした影響は小さいとは言えないだろう。またその変化の背景には1990年代後半から政府が提唱した日本版金融ビッグバンと呼ばれる金融制度改革の方針が影響していると考えられる。政府が間接金融から直接金融への流れを促進することで金融資本市場を発展させることを政策目標としていた時期でもあった。

1990年代には、このように政府主導で金融市場の活発化を求めた議論が展開した。その中で、株式市場の更なる整備についても検討されることとなる。1980年代に整備され拡大した店頭市場であったが、1990年代に入ると店頭登録が阻害されているとの批判が論じられるようになる。その当時、店頭登録基準は公式の基準よりも厳しい、いわゆる実質基準によって運用されていた。加えて、市場の需給バランスが考慮され新規店頭登録が週1件に制限されていたため、企業が店頭登録の順番待ちをしているとの批判も論じられた。

こうして、店頭市場の登録基準が強化される中で、1995年には産業界や通商産業省を中心に店頭登録基準が大幅に緩和された新たな市場である店頭登録特則銘柄制度が設けられ、特則市場が発足した。1996年には通商産業省ベンチャー資金調達環境整備研究会が未上場株式<sup>7</sup>の流通性の向上を提言している。更に翌1997年には政府の規制緩和推進計画において、多様な資金調達、運用ニーズに対応するため、早期に未上場株式等の投資勧誘を解禁する必要があるとの積極的な提言が行われた。同年、日本証券業協会は未上場株式等の投資勧誘及び企業内容開示等についての要綱（同要綱）を公表し、気配公表銘柄制度（グリーンシート市場）の創設により、条件付で未上場株式の投資勧誘を解禁することを決定した。その後、大蔵省の証券取引審議会答申において、（企業内容の）開示を行っている未上場の株式は投資勧誘させてもよいのではないかと、未上場の株式の投資勧誘解禁が提言された。このように政府や大蔵省による後押しが推測される中で、同年には同要綱の詳細が具体化され、グリーンシート市場が開設されることになる。

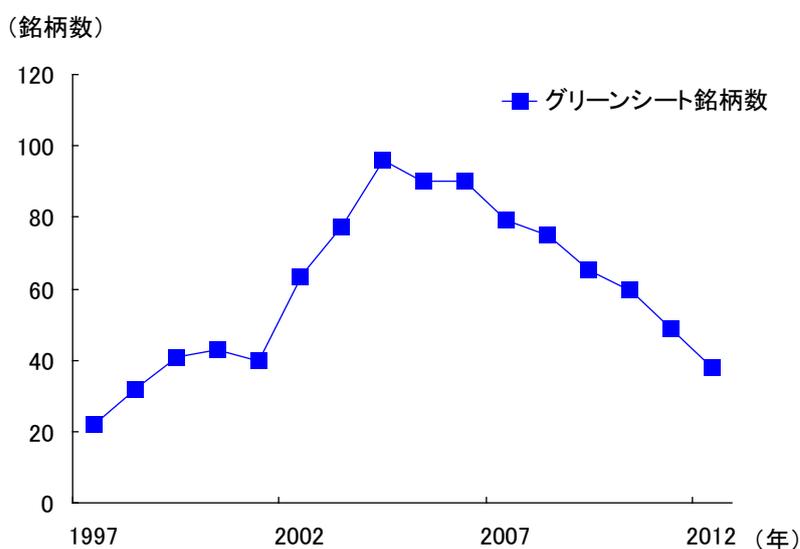
<sup>6</sup> 大蔵省証券取引審議会「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」平成9年6月13日 [http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm](http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm)

<sup>7</sup> 本稿においては、店頭市場に登録していない、もしくは証券取引所に上場していない企業や株式を未上場とする。

このようにして、未上場の株式の流通市場が整備され、取引所、店頭市場に次ぐ、第3の市場が誕生した。このように発足したグリーンシート市場はしばらく銘柄数を増加させた（図表1）。

しかしながら、2000年代半ばを境に減少傾向に転じており、現在では市場が活性化しているとは言えない状況である。その理由として、新規登録銘柄数の伸び悩みに加えて、登録費用に関する問題が挙げられる。グリーンシート市場に登録される企業は時価総額が数千万円程度である場合が多い。そのような企業の中には数百万円の年間登録手数料を毎年支払うことを躊躇し、登録を取り消す事例も想定できる。

図表1 グリーンシート銘柄数の推移



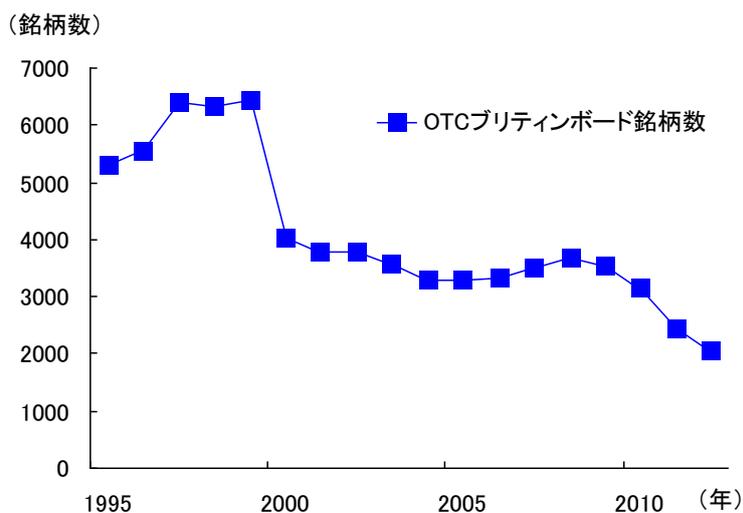
(出所) 日本証券業協会より大和総研作成

### 米国においても新興市場の整備が進む

一方、米国においてもこの時期にベンチャー企業が活用できる株式市場の整備が進んだ。米国においては証券取引所やNASDAQ市場（米国の店頭市場）に上場していない株式は店頭株式とされる。店頭株式は証券会社取り扱い、マーケットメーカーが気配情報を提示する仕組みとなっている。その気配情報を記した表が毎日公表されており、ピンクシート市場と呼ばれている。

しかしながら、時価が少額の株式（ペニーストック）の詐欺的勧誘が横行し、ピンクシート市場の古典的な気配情報の伝達手法が改良されることとなった。このようにして1990年に設置された市場がOTCブリティンボードである。同市場の設置によって、NASDAQの取引端末でリアルタイムの店頭株式気配値が確認できるようになった。気配表示に関する厳しい基準はなく、マーケットメーカーによる申告によって登録することができ、厳しい登録基準も設定されていない。このようにして始まったOTCブリティンボードであったが、2000年のITバブル崩壊後は銘柄数（国内企業）が減少傾向にあり、勢いをなくしている（図表2）。日本と米国の両方において未上場市場は課題を抱えていると言える。

図表 2 米国の OTC プリティンボード 銘柄数



(注) 米国内の企業が発行する証券の銘柄数である。

(出所) OTC プリティンボードより大和総研作成

### 大学発ベンチャー育成など新たな取り組みが進む

日本では 1997 年の商法改正によるストック・オプション制度の本格導入が実施された。同改正によって、ストック・オプションの発行対象が従業員のみから役員にも拡大された。加えて、同改正により自己株式取得の規制緩和も実行された。取締役又は使用人に譲渡するための自己株式取得について、自己株式保有期間が延長され、取得できる株式数の上限も引き上げられた。このような施策の結果、自己株式を取得する方法によるストック・オプションの導入が可能となった。

1998 年にはベンチャーキャピタル投資の新スキームを可能とする投資事業有限責任組合契約に関する法律が施行された。同法においては業務を執行しない組合員が負う責任を出資額の範囲までとすること（有限責任）を法的に担保する「投資事業有限責任組合」が制度化され、ベンチャーキャピタルへの出資を促進した。

この時期に前後して、大学発ベンチャー企業の育成についても関心が高まった。1995 年度政府補正予算<sup>8</sup>によって、国立大学へのベンチャー・ビジネス・ラボラトリーの設置が決定された。ベンチャー・ビジネス・ラボラトリーは産学連携を目的とした研究開発の推進や起業家教育を実施する教育研究施設である。この施設において産学連携や大学発ベンチャーを促進することを目的とした。

1998 年には大学が保有する知的財産の民間活用を促進する大学等技術移転促進法の施行などが実施された。大学内の知的財産権や技術シーズを企業に斡旋する TLO (Technology Licensing Office) の設置が開始された。

このような動きに関連して 1999 年には産業活力再生特別措置法によって、国が保有する知的財産権を用いて事業化を試みる企業にその知的財産権を帰属させることを認めた。2000 年には産業

<sup>8</sup> 1995 年度政府補正予算には「大学院を中心とした独創的研究開発推進経費」が盛り込まれた。

技術力強化法が制定され、国立大学教官の大学発ベンチャー企業などとの兼業規制が緩和された。2001年には「新市場・雇用創出に向けた重点プラン」（平沼プラン）として平沼経済産業大臣（当時）が首相官邸の産業構造改革・雇用対策本部において発表した提案の1つとして、大学発ベンチャー1000社計画が発表された。これは3年間で大学発ベンチャー企業を1,000社創出しようという計画であった。その頃の国立大学は独立行政法人化が進められ、企業との共同研究や大学発ベンチャーの起業を通じた産学連携が求められ始めた時期でもあった。このように1996年以降は大学の改革と共に、急速に大学発ベンチャーの促進が進んだ。

1999年には新事業創出促進法が施行され、中小企業総合事業団（現 日本政策金融公庫）による起業家に対する助成金交付、起業家に対する信用保証の提供や国民金融公庫（現 日本政策金融公庫）の融資に開業支援枠を設置、ストック・オプション制度の利用上限枠の緩和、産業基盤整備基金による債務保証制度及び出資制度の創設、政府研究開発費のベンチャー企業への重点投下などが盛り込まれた。

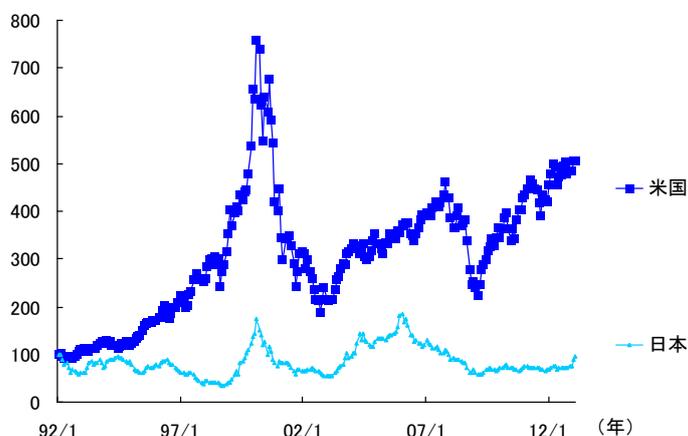
2000年には当時低迷していた景気の回復策として、新事業創出促進法が改正された。同改正によって、優先株など無議決権株式の発効要件が緩和された。更に、ベンチャー企業の外部支援者に対するストック・オプションの付与が可能となった。同時期には、産業基盤整備基金や中小企業総合事業団が民間ベンチャーキャピタルに出資することも可能となった。

## 時代はITバブルへ

このようなベンチャー振興の取り組みが活性化する中で、情報技術分野の技術革新が更にベンチャー企業を後押しした。特にインターネットの商業利用に端を発した、インターネット関連ベンチャー企業の躍進が目立った。このような、ITベンチャーに対する投資は活発化し、日本や米国の新興市場の時価総額が急激に膨らんだ（図表3）。

図表3 日本と米国の新興市場の株式時価総額の水準（1992年1月31日=100）

（時価総額の水準、1992年1月31日=100）



（注）米国はNASDAQ市場、日本はJASDAQ市場である。

（出所）ブルームバーグより大和総研作成

更に、1999年には米国のNASDAQ市場を運営する全米証券業協会とソフトバンクが折半出資し、新興市場のナスダック・ジャパンの創設を目的としたナスダック・ジャパン・プランニング株式会社が設立された。そして、ナスダック・ジャパンは開設され、大阪証券取引所が運営した。

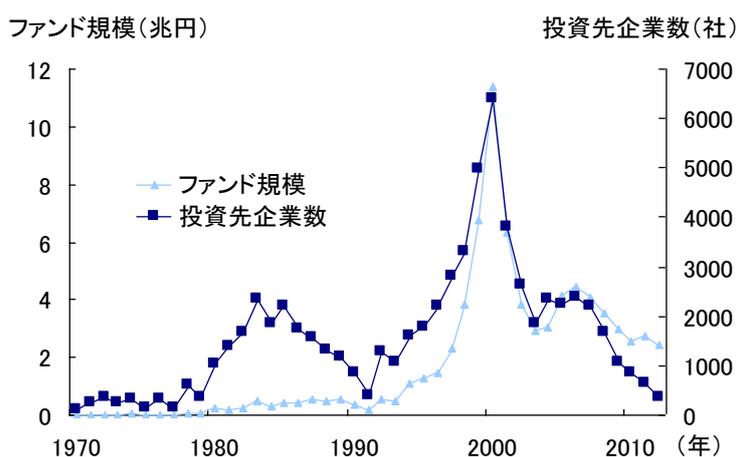
同年には東京証券取引所の証券政策委員会において、東証としても、ベンチャー企業など収益性等に関して揺籃期にあるような新興企業について、現在とは全く異なる視点からの新しい基準により、既存市場とは明確に異なるコンセプトの新市場を設けることなどについて具体的な検討を行っていく必要があると提言した。そして、同年には既存の東証一部・二部とは異なる新興企業向けの株式市場として東証マザーズ市場が創設された。

東証マザーズ市場は、東証一部・二部とは異なり、利益の額など過去の実績に関する数値基準を求めず、今後の成長又は拡大が期待される分野に属する事業、または新たな技術・着想に基づく事業を展開する新興企業を対象とした。

その他の地域においてもこの時期に新興市場が次々と設立された。1999年には名古屋証券取引所がセントレックス市場を開設し、2000年には福岡証券取引所がQ-Board市場、また札幌証券取引所がアンビシャス市場を開設した。このようにITブームの中で、新興市場の創設が続き、特にITベンチャーが注目された。

このような日本のITブームの震源地となったのが米国である。インターネットの商業利用はシリコンバレーのベンチャー企業が中心となって活発化し、そのようなインターネット関連ベンチャー企業に投資するベンチャーキャピタルの投資が加熱した（図表4）。

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

1990年代に入ると、バブル崩壊による景気低迷の深刻化などの影響もあり、産業政策としてのベンチャー政策はしばらくの間停滞したが、雇用創出や地域経済活性化の観点から起業段階の支援が注目された。そして、金融ビッグバンが提唱され、資本市場の活性化が声高に叫ばれる中で、

---

エンジェル税制が導入され、多くの新興市場が開設されるなど、象徴的なベンチャー振興策が本格的に進んだ時期である。

しかしながら、このような振興策の結果として起業が促進されるよりも、投資の加熱が先行し、IT ブームへと突入したのが 1990 年代であったと言える。

今回は 2000 年代以降のベンチャー振興策について報告する。