

2013年3月29日 全9頁

ベンチャー日本、挑戦の40年 Vol.4

2000年代：産業構造・社会制度の転換期

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4回では、米国並みのベンチャー振興策が整備された2000年代に焦点を当てる。

1970年代に始まり1980～1990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。「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も言及した¹。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。

¹ 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

「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²。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、思うように十分な成果を上げることはできなかった。

「Vol. 3」では1990年代は振興策の結果として起業が促進されるよりも、投資の過熱が先行し、ITブームへと突入した時期であったことを論じた³。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、次々と新興市場が設置されるなど、象徴的なベンチャー振興策が進んだ時期であった。

2000年代は産業構造・社会制度の転換期

2000年代に入ると、これまでITブームで好調であった新興市場の勢いが失われた。米国のITバブル崩壊の影響もあり、日本の新興市場においてはITベンチャーを中心に株価が急落する銘柄が相次いだ(図表1)。急激な調整局面において相応の措置が政府に求められたと考えられ、この時期のベンチャー振興は更に前進した。2001年には商法改正によって、額面株式制度が廃止された。額面が廃止されると共に、無額面株式の発行価額に関する規制が撤廃された。同改正においては、株式分割後、または株式併合後の1株あたりの株主資本に関する純資産額規制についても撤廃された。

ITブームの当時は、急成長することが期待されたITベンチャー企業の中には、1株あたりの純資産は少ないが、株価は数千万円という事例もあった。そのような場合、個人投資家にとっても売買が容易になるよう、株式分割のニーズがあった。しかし、2001年の商法改正までは株式分割の際の純資産額規制⁴があり、株式分割の障害となっていた可能性も指摘されていた。またこの純資産額規制を回避し、極端に低い発行価額で株主割当増資を行うなどの方法が取られるなど、純資産額規制が形骸化していた側面もあった。このようなことが勘案され、純資産額規制が撤廃されたと考えられる。その結果、株式分割による株式の流動性確保が容易になった

² 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

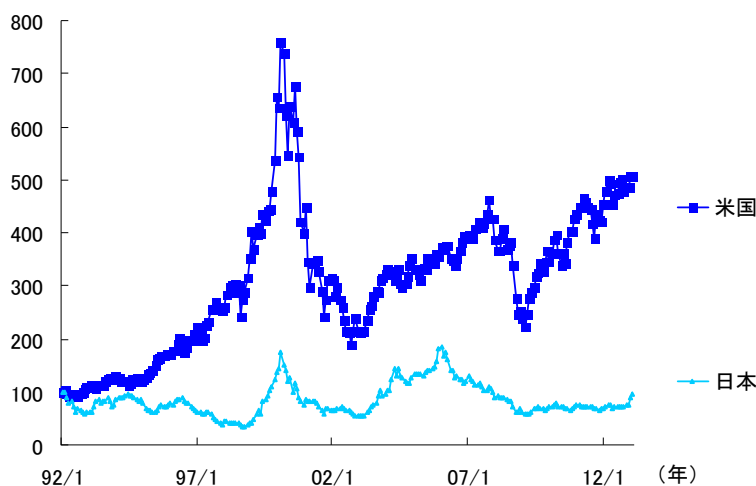
³ 大和総研レポート「ベンチャー日本、挑戦の40年 Vol. 3」奥谷貴彦、2013年3月7日
http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130307_006910.html

⁴ 株式分割後、または株式併合後の1株あたりの純資産を5万円以上とする規制。

可能性がある。

図表 1 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) 米国の新興市場はNASDAQ市場、日本の新興市場はジャスダック市場である。月末の終値を基準にして市場全体の時価総額を算出している。

(出所) ブルームバーグより大和総研作成

また、2001年秋に国会で議決された商法改正では、ストック・オプションの付与件数の上限とその行使期間の制限、並びに付与対象者の制限が廃止された。改正商法は2002年4月に施行されたため、一般的には2002年の商法改正と呼ばれる。この措置によって、会社の役職員に限らず、例えば子会社やグループ会社の役職員にもストック・オプションを付与できるようになった。

同改正によって、新株予約権の導入も実施された。改正までは新株引受権として利用されていたが、これを改め新株予約権とした。名称が変わっただけではない。改正前の新株引受権は付与の対象者や付与方法が限定されていた。具体的には、ストック・オプションのように役職員に限定しての付与や、ワラント債のように社債とセットにした発行方法が一般的であった。

しかし、新株予約権は付与対象者が限定されず、単独で発行できる。加えて、その付与に関して有償・無償の制限はない。また改正前はストック・オプションを付与する場合には、会社の定款に定め、株主総会の特別決議が必要とされていたが、改正後は取締役会の決議を経てストック・オプションを発行することができるようになった。

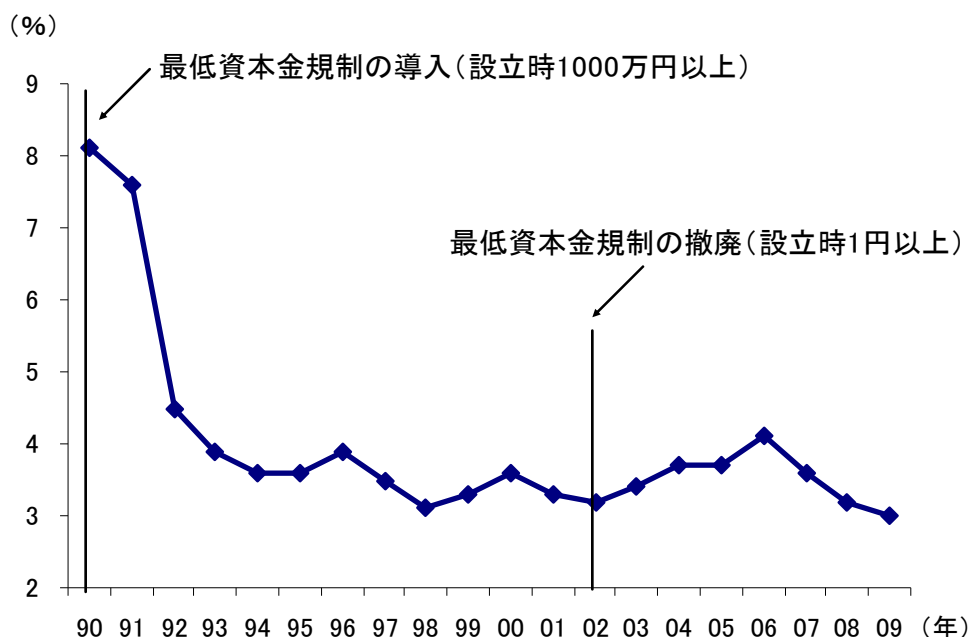
更に、同改正において議決権制限株式の発行が解禁された。当時、ベンチャー投資の活性化が取り組まれている中で、ベンチャーキャピタルとその他の株主とで議決権についての内容が異なる株式を保有したいニーズがあった。同改正により、普通株式の発行済み株式総数の2分の1まで議決権制限株式を発行できるようになった。

2002年には中小企業挑戦支援法（中小企業等が行う新たな事業活動の促進のための中小企業

等協同組合法等の一部を改正する法律) が制定され、最低資本金規制を撤廃する商法の特例が創設された。最低資本金規制は景気の過熱が懸念された1990年に導入され、株式会社を設立する際には資本金を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。最低資本金規制は起業の大きな障害となっていたのではないかと考えられる。バブル崩壊による影響も大きい。最低資本金規制が導入され、開業率(登記ベース)は大きく落ち込んだ。

商法改正によって、額面廃止に加えて無額面株式の発行価額を5万円以上とする規制も撤廃となっていたことから、最低資本金規制の撤廃によって、会社設立時の最低資本金はそれまでの1,000万円から1円となった。同法は設立後5年間の時限措置であったが、この措置は2006年の商法改正(新会社法施行)によって一般化された。その後、最低資本金規制が撤廃され、開業率は上昇した。景気拡大も後押ししたと考えられる。その廃止は高く評価できる。しかしながら、近年は景気の低迷もあって開業率が再び落ち込んでいる(図表2)。

図表2 最低資本金規制の導入と開業率の推移



(注1) 1990年代初頭の急激な開業率の低下はバブル崩壊による影響も大きい。

(注2) 開業率=設立登記数/前年の会社数×100。廃業率=会社開業率-増加率(=(前年の会社数+設立登記数-当該年の会社数)/前年の会社数×100)。1955年から2009年までのデータ。

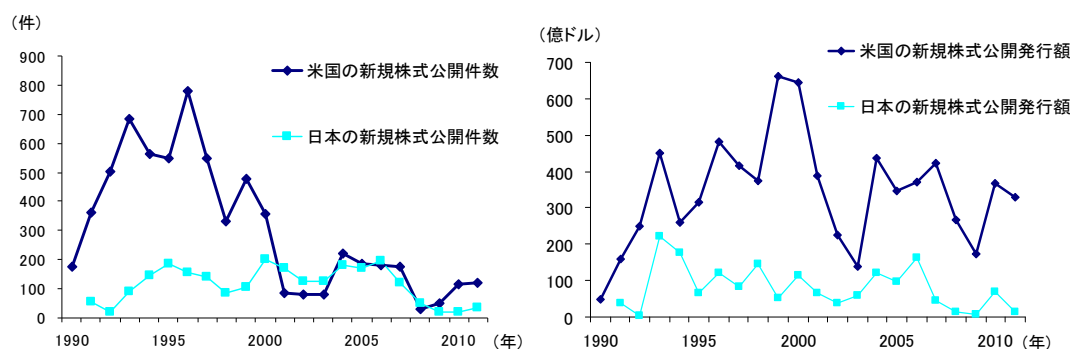
(出所) 経済産業省「中小企業白書 2012年版」、法務省「民事・訟務・人権統計年報」、同「登記統計年報」、同「登記・訟務・人権統計年報」、国税庁「国税庁統計年報書」、同「会社標本調査」より大和総研作成

振り返ると、1990年代後半は新興株式市場の整備などによって、成長したベンチャー企業の資金調達環境が大幅に改善された。そして、2000年代は特にこれから成長、もしくは起業するベンチャー企業の資本調達に関して、様々な規制が緩和され、環境が整備された。1990年代後

半から 2000 年代に、起業から上場までの全ての成長段階において資本調達に関する振興策が出揃ったと言える。その短期間における環境整備によって、投資の過熱も指摘されたが、その実行力は高く評価できるだろう。

このように資本調達環境の整備は進んでいたが、米国の IT バブル崩壊に伴い、日本の IT ブームも終焉を迎えた（図表 3）。新興市場のナスダック・ジャパンは全米証券業協会の撤退を機に大阪証券取引所が引き継ぎ、2002 年からはニッポン・ニュー・マーケット・ヘラクレス（以下、ヘラクレス市場）と名称を変更し、運営された。ヘラクレス市場として生き残りを試みたが、新規公開が冷え込み経営難に追い込まれる。1998 年には同じ大阪証券取引所に成長事業に取り組む企業を対象とした上場基準を緩和した新市場部が創設されていたが、2003 年にヘラクレス市場と統合された。

図表 3 日米の新規株式公開の推移（件数・発行額）



（注 1）日米の国内企業による国内での新規株式公開件数と発行額の推移。

（注 2）米国は 1990 年から、日本は 1991 年からのデータ。

（出所）トムソン・ロイターより大和総研作成

一方その頃、店頭市場であったジャスダック市場は証券取引法改正に伴い、証券取引所へと格上げされた。2000 年代後半に入ると、再び日本の新規公開は活気を見せた（図表 3）。2007 年にはジャスダック市場よりも上場基準を緩和し、成長企業を対象とした NEO が創設される。しかしながら、このように新興市場が次々と整備される中で、効率性の改善が求められるようにもなり、2008 年に大阪証券取引所がジャスダックを買収した。2010 年にはヘラクレス市場とジャスダック市場、並びに NEO が統合し、新ジャスダック市場として運営されることになった。

また 2009 年には東京証券取引所がロンドンの新興市場 AIM 市場を運営するロンドン証券取引所と共同出資で新たに新興株式市場の TOKYO AIM 取引所を創設した。2008 年の金融商品取引法改正により導入されたプロ向け市場制度に基づき、株主数や時価総額、売上高、利益等の数値基準はなく、指定アドバイザーが上場適格性を評価する。新たな取り組みとして注目されたが、上場銘柄数が確保できず、2012 年にロンドン証券取引所は事業から撤退した。2012 年からは TOKYO PRO Market 市場に名称を変更し、東京証券取引所が運営を引き継いでいる。

既存の取引所における上場基準を緩和すると、緩和される前の基準で上場した企業にとって不利となる。緩和される前の基準により、ある程度の質が担保されていた株式市場に、緩和された基準で上場する企業が新たに参入することで、投資家は上場企業の質が以前よりも担保されていないのではないかと感じる可能性もあるだろう。

しかし、新しい市場を創設すれば、そのような緩和前の厳しい基準で上場した企業と緩和後の基準で上場した企業が棲み分けることができる。更に、上場基準を緩和するよりも新しい名前の市場を創設する方がマスメディアに取り上げられやすく、広告効果があるとも考えられる。新興市場の整備が叫ばれるたびに新しく新興市場の創設が検討されるという流れは今後もしばらくは続くのではないだろうか。

一方で、このような棲み分け方式のデメリットもある。企業は厳しい上場基準が設けられた株式市場（上位市場）に上場するまでに相応の期間が必要であり、上位市場の新陳代謝が促進されない可能性もある。上位市場において成長余力のある新しい企業が相対的に少なければ、投資家は日本の株式市場に対して、成長余力のある魅力的な市場であるというイメージを持ちにくい可能性もある。更に、機関投資家の運用資産における日本株式の比率が低くなれば、相場変動のリスクヘッジとしての未上場株式への投資も抑制される。上位市場が活性化しなければ企業の様々な成長段階のファイナンスに悪影響を及ぼす可能性も否定できない。上位市場の新陳代謝を進めるには上場廃止基準を見直すことや上場廃止基準を厳しくした更に上位の市場を創設するなどの対策も検討すべきだろう。

日本では振興策のレベルが高度になる中で、行政や投資家が起業家に期待する能力や知識の水準も高まった印象がある。政府がベンチャー育成を牽引したくとも、スピードが速すぎて民間部門が十分に追いつけないのかもしれない。

2000年代に資本調達に関する問題は概ね改善され、次に新たな施策として起業家人材の発掘や育成の取り組みが始まっている。新産業や新興企業の創出には資金とともに優秀な人材の確保が不可欠である。そのためには起業に興味を持つ人を増やす必要がある。政府主導の起業家教育を大学やウェブサイトを活用して促進したのも2000年代である。

2002年には大学発ベンチャー企業を対象に“デジタルニューディール”というウェブサイトが創設された⁵。同ウェブサイト上の登録者には産学連携に関するイベントやベンチャー企業を紹介するメールマガジンが配信されるなど、関係者の交流を促進する狙いがある。現在は民間企業が同ウェブサイトを運営している。

2003年には起業家教育を目的に“起ちあがれニッポン DREAM GATE”というウェブサイトが創設された⁶。メールマガジンの活用によって、創業や経営の基礎知識が身につくような支援サービスや資金調達・税務に関する専門家相談サービスを行う。このウェブサイトも現在は民間企業が運営している。

⁵ “デジタルニューディール” ウェブサイト <http://dndi.jp/>

⁶ “起ちあがれニッポン DREAM GATE” ウェブサイト <http://www.dreamgate.gr.jp/>

また 2004 年からはベンチャー企業へのインターンシップ斡旋を担う各地域の NPO をネットワーク化し、求人情報をウェブサイトに掲載する、チャレンジ・コミュニティ創生事業も実施されている。これも現在は“チャレンジ・コミュニティ・プロジェクト”として NPO によって運営されている⁷。

またそのような潜在的な将来の起業家の育成に加えて重要であるのが、新事業に必要な技術や知識、経験を持つ可能性が高い、優秀な人材が新産業や新興企業への転職を選択できる環境の整備である。日本は欧米と比較して転職市場が十分に発達していないとも指摘される。解雇に関する訴訟リスクや未発達の転職市場を要因に大企業が優秀な人材を持て余していることなども課題となっている。大企業が経営不振に陥れば従業員が解雇され、ベンチャー企業がそのような退職者から優秀な人材を採用できる場合もある。しかし、極端に業績が悪くなければ優秀な人材が大企業に余っている可能性がある。

1999 年には産業活力再生特別措置法（現 産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法）が制定され⁸、大企業が中核的事業に対して経営資源を重点投入する、いわゆる「選択と集中」の経営により、企業全体の生産性向上を図る 3 年間以内の事業計画に関して支援が実行された。特に、企業グループ内における事業再編を行う場合が想定された。2003 年には同法の改正が実施され、大企業の事業再編を更に促進した⁹。同改正においては、マネジメント・バイアウトで独立する場合における税制優遇措置などの施策も講じられた。

産業の再構築が進む中、大企業の不採算事業撤退を転機に起業家に転じた元従業員の例がメディアなどで取り上げられることもある。大企業で活躍の場を失っていた優秀な人材が大企業の外に出ることで新興企業、そして新産業を創成し、新産業が雇用を拡大し、優秀な人材を引きつける良い循環が徐々にではあるが確認できるようになってきたのではないだろうか。

米国においては規制緩和を中心にベンチャー振興が高度化

米国ではドットコムバブルと言われた 2000 年前後のインターネット系ベンチャー企業への投資バブルの中で、特定分野のベンチャー企業への過剰投資が問題となった。ドットコムバブル崩壊後はベンチャーキャピタルへ出資する年金基金が慎重な投資を好むようになり、リスクが高い起業段階のベンチャー企業への投資よりも事業が軌道に乗り、新規株式公開や他社への売却を目前にしたベンチャー企業への比較的低い投資が好まれるようになった。またその投資の回収手段としては、実現可能性が比較的低い新規株式公開が好まれなくなった（図表 4）。その代わりに、業界他社との M&A を通じた売却が投資回収手段の主流である。

現在、米国においても起業段階のベンチャー企業に対する投資は限られており、その活性化が課題となっている。米オバマ大統領が法案化を推進し、2012 年 4 月にはベンチャー企業の資

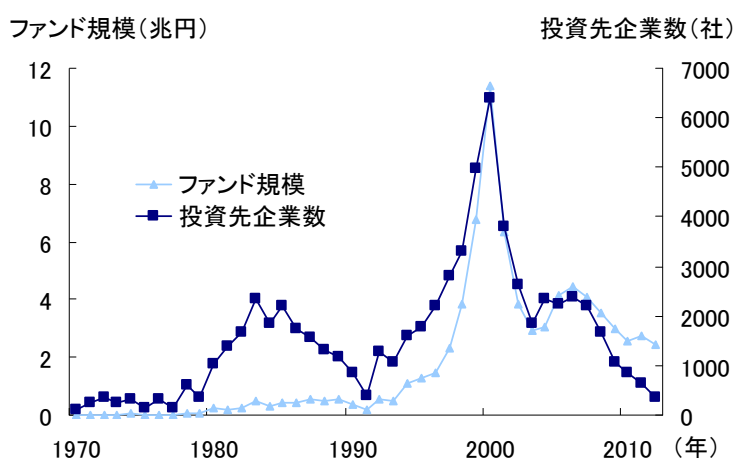
⁷ “チャレンジ・コミュニティ・プロジェクト” ウェブサイト <http://www.challenge-community.jp/>

⁸ 平成 21 年改正時に、法律名は「産業活力再生特別措置法」から「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」に改称された。

⁹ 過剰供給構造や過当競争にある産業について、企業単独の事業再構築だけでなく、複数の企業による共同事業再編に対しても支援する。また自力再生だけでなく再生ファンド活用や買収等も支援する。

金調達や上場要件、並びに移民の永住権取得要件緩和など、起業を促進する数々の施策を盛り込んだ JOBS 法 (The Jumpstart Our Business Startups Act) が施行された。同法においては、米証券取引委員会に登録されたウェブサイトを通じたベンチャー企業の未公開株の公募を小口出資に限り解禁している。細則が公表されておらず普及には一定の期間が必要と考えるが、実現すれば起業段階のベンチャー企業への出資が活性化するのではないかと期待されている。近年は米国においてもベンチャー企業の新規公開件数が低迷しており、ベンチャー政策が高度化し、新たな局面を迎えている。

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

おわりに

これまで、4回にわたって1970年代から約40年間の日米のベンチャー振興を振り返ってきた(図表5)。戦後の日本においては戦前の産業構造や社会制度から大きく変化した。そして、ベンチャー振興策が皆無に近い状態においても多数のベンチャー企業が創設された。そのようなベンチャー企業がその後の日本の経済成長を担うことになった。その後、大企業の経営不振などがきっかけとなり、本格的なベンチャー振興策が日本で開始されるのは1990年代に入ってからである。

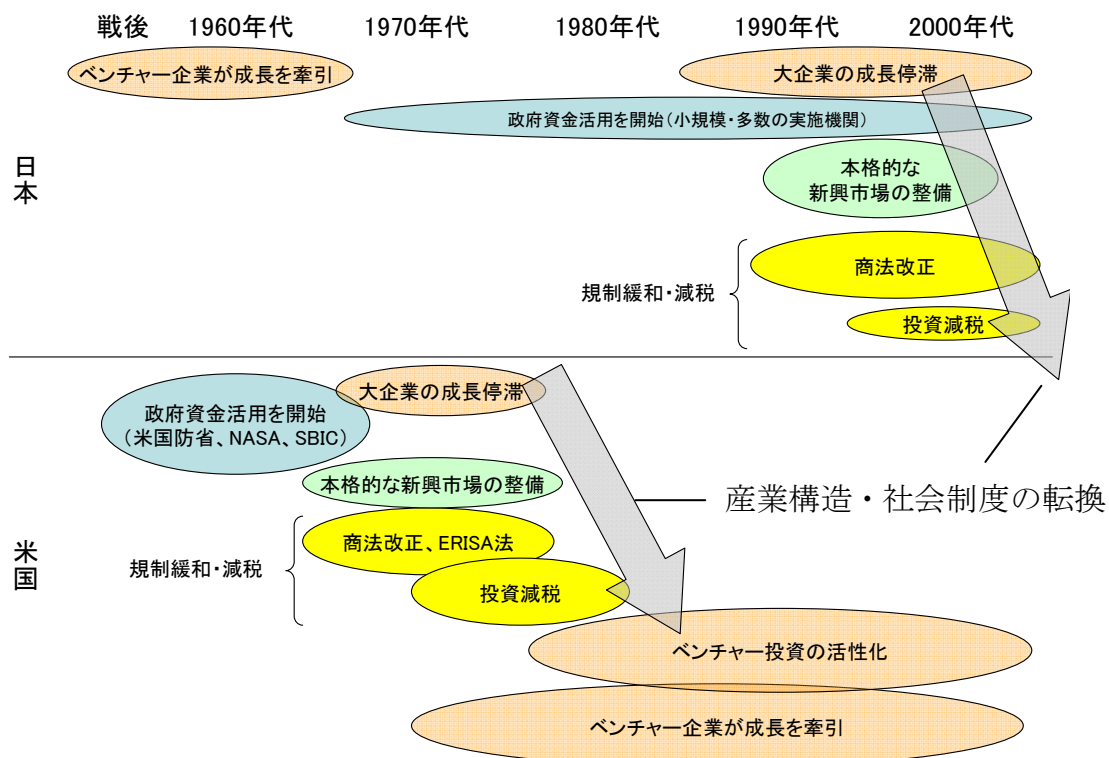
一方、米国においては1960年代からベンチャー振興策が開始され、大企業の経営不振などを1つの要因に1970年代に本格的なベンチャー振興策が実施された。戦後、日本は製造業を中心に輸出産業の育成を進めることで産業構造を再構築したが、米国ではすでに大手製造業を中心とした産業構造が構築されていた。両国を比較すると、大企業が成長を牽引する産業構造からベンチャー企業中心の産業構造へと転換する時期に差があっても当然とも言える。その差が20年であっても驚きはしない。

米国においても1960年代には日本と同様に製造業を中心とした大企業が経済成長を牽引した。

例えば起業家になることやベンチャー企業に転職するよりも、終身雇用の大企業で働くことが称賛された¹⁰。しかしながら、1970年代に入ると、産業構造の転換とともに終身雇用などの社会制度は変化を求められた。米国において、ベンチャー投資が活性化し、多くのグローバルに活躍するベンチャー企業が誕生した1970年代から1980年代にかけては、産業が高度化し、社会制度がそれに適合していった段階である。

日本が米国のような痛みを伴う転換を遂げるにはもうしばらくの期間が必要なのかもしれない。米国の例においては、それが実現するのは産業が高度化し、伝統的な大企業を中心とした産業が経営不振に伴い縮小する時であり、余剰となった資源が投入されたベンチャー企業を中心となって新産業を創出する時でもあると考えられる。一方、仮に行政が主導するならば、雇用法制の整備などの社会制度から変化する可能性もあるだろう。今後、日本のベンチャー振興策を議論するには、産業育成の枠組みを超え、日本の産業構造や社会制度のあり方を議論する必要もあると考える。

図表5 日本と米国におけるベンチャー振興策の歴史



(出所) 各種資料より大和総研作成

¹⁰ 米国においては1970年代まで、事業再編や業績不振、従業員のパフォーマンスが悪いなどの場合を除き、解雇しない慣行があったとされる。尚、米国には定年制度が存在しない。