

平成 26 年度 証券ゼミナール大会

第 6 テーマ Cブロック

日本の証券市場の活性化について

明治大学 勝悦子ゼミナール
奥平班

目次

序章

第 1 章 日本の証券市場の現状

第 1 節 証券市場の機能

- 5
1. 金融の構造
 2. 証券市場の役割
 3. 直接金融と間接金融

第 2 節 日本の証券市場の現状について

第 2 章 証券市場の活性化とは何か

10 第 1 節 活性化の定義

第 2 節 家計面から見た証券市場の活性化

1. 家計の資産構成
2. 活性化のための提案：投資信託
3. 活性化のための提案：NISA

15 第 3 節 企業面から見た証券市場の活性化

1. 活性化のための提案：IPO

第 4 節 本稿における活性化の定義

第 3 章 新興取引所

第 1 節 新興取引所について

- 20
1. JASDAQ
 2. その他の新興市場
 3. 新興市場ブームの背景

第 2 節 マザーズと JASDAQ の概要

- 25
1. マザーズ
 2. JASDAQ

第 3 節 マザーズ、JASDAQ の上場基準について

第 4 節 新興市場の課題

第 4 章 ベンチャー企業を取り巻く現状

30 第 1 節 ベンチャー企業の重要性

第 2 節 ベンチャー企業とは

1. ベンチャー企業の定義
2. ベンチャー企業の階層

第 3 節 日本のベンチャー企業の現状

- 5
1. 日本におけるベンチャー企業数の推移
 2. IPO の現状
 - (1) IPO とは何か
 - (2) IPO 件数の推移

第 4 節 ベンチャー企業の資金調達

- 10
1. クラウドファンディング
 2. エンジェル投資
 3. ベンチャーキャピタル
 - (1) ベンチャーキャピタルとは
 - (2) ハンズオンとハンズオフ
 - (3) 日本のベンチャーキャピタルの現状、海外との比較
- 15

第 5 章 課題と政策提言

第 1 節 課題抽出

第 2 節 政策提言

1. 税制
 2. ベンチャーキャピタルやベンチャーファンドとベンチャー企業の仲介業者を作る
 3. GPIF とベンチャー投資
- 20

結びにかえて

参考文献

序章

バブル経済の崩壊は日本経済に深刻な影を落とした。一時期 4 万円台にすら手が届きそうであった日経平均株価は、バブル経済崩壊で大きく値を落とした。

- 5 その後発覚する多くの証券会社での不祥事は、金融、証券業界の信頼を揺るがす社会問題となった。また地価の下落は不良債権問題をおこした。バブル期山手線の内側の土地価格だけでアメリカ全土を買えるほどまで高騰していた日本の地価は、「土地神話」という幻想を人々に与えた。しかし地価は大幅に下落し、銀行は多くの不良債権を抱えることになる。この不良債権問題は抜本的な
- 10 解決策を打ち出せないまま時間が経過し、銀行は企業に対し「貸し渋り」をするようになる。企業は資金繰りに苦しみ、業績は悪化し、日本経済も活気を失うという悪循環に日本は悩まされた。そこで、1996 年、当時の橋本首相はロンドンの金融街シティのビックバンに倣った「金融ビックバン構想」を打ち出し、フリー、フェア、グローバルを原則に、日本の金融市場の再生を目指した。さら
- 15 らにこの構想では、従来の銀行を介した資金分配から、市場機能を活用した資金分配への転換が打ち出された。

日本では、1999 年からは「IT 景気」と呼ばれる景気拡大を迎え、ソフトバンクやライブドアなどがインターネット企業として大きく成長した。その後 2002 年からは戦後最長の景気拡大となる「いざなぎ景気」を迎え、日本の株式

20 投資も盛り上がりを見せ、株価も大きく値を上げた。特に 2006 年以降は国内上場企業の時価総額は 600 兆円を超えるときもあった。2014 年現在日本の株式時価総額は約 450 兆円であり、如何に当時の株式投資、証券市場が盛り上がっていたかがわかる。このように日本の株式市場は 90 年以降から何度か回復の兆しを見せている。

- 25 しかし日本では証券に対するリスクのイメージが先行し、証券市場がその機能や有用性を十分に発揮できていない。さらに、サブプライムローンに端を発する世界同時不況により、一層の落ち込みを見せていた。

2013 年以降はアベノミクスの影響で日本の株価も上昇し、株式時価総額もリーマンショック以前の水準にまで戻りつつある。しかし投資家の市場離れは顕

著であり、企業が資金調達を銀行に多く頼り、証券市場がその役割を十分に果たしていないのが現実である。

本稿では、日本経済の活性化のために証券市場はどうあるべきか、貯蓄から投資への流れを確実にするために、証券市場はどうあるべきか、を検討する。こ
5 うした間接金融中心の資金調達から、直接金融で証券市場に直接アクセスできる主体を増やし、起業を促進することで、新たな付加価値の高い産業を育成するために証券市場を如何に活性化するかを検討する。

第 1 章では証券市場の現状について述べる。第 2 章で証券市場の活性化の定義を述べて本稿の趣旨を明らかにし、第 3 章で特に本稿で取り上げる JASDAQ
10 やマザーズなどの新興市場について詳しく述べる。第 4 章では、ベンチャー企業を取り巻く現状について述べ、これを元に第 5 章で課題を抽出し、その解決策として政策提言を行う。

第 1 章 日本の証券市場の現状

第 1 節 証券市場の機能

5 1. 金融の構造

そもそも、金融とは資金が不足した主体(部門)が、資金が余剰している主体から資金を調達すること(提供してもらうこと)である。

10 一国の経済を家計や企業などの部門に分けた時、その時々で資金に余裕のある資金余剰部門や資金の不足する資金不足部門が存在する。例えば家計は資金に余裕のある部門であるが、得た収入を全て使ってしまうのではなく、万が一の備えや、何かの購入資金の為に貯蓄をする。貯蓄の場合、銀行への預金や、貯蓄型保険の加入、年金積立、または株式、債券、投資信託といった証券(有価証券)に投資をするなどといった方法がある。

15 一方で企業は資金が不足するケースが多い。この資金不足を解消させるために、株や債券を発行し証券市場を介して家計部門に買ってもらうことで資金調達を行う。もしくは金融機関から融資を受けたり、金融機関に株式や債券を買ってもらうことで資金不足を解消させたりする。資金不足部門はこの金融の働きによって活動に必要な資金の調達が可能となり、経済活動を円滑に行うことが出来るのである。

20

2. 証券市場の役割

大きな金融市場という枠組みのなかに証券市場は存在している。証券市場とは有価証券の発行や売買を通じて、長期資金の運用や調達が行われる市場の総称である。

25 証券市場には、新規に発行される証券が、発行者から直接あるいは仲介者である証券会社などを介して投資者に取得される発行市場と、既発行証券が投資家から投資家へ移転される流通市場がある。前者をプライマリーマーケット、後者をセカンダリーマーケットとも呼ぶ。

30 発行市場とは、国・企業・地方団体などが新たに発行される株式や債券などの有価証券を投資家が購入する市場をいう。発行市場は発行体にとっては資金

調達をするための場であると共に、投資家にとっては新たな資金運用の場となっている。

流通市場は投資家と投資家との間、時価で有価証券が売買されている。また取引所取引と店頭取引の二つがあり、投資家にとっては、資産運用を行う上で非常に重要な場となっている。発行市場と流通市場では内容は全く異なるが、流通市場の機能がなされず所有する有価証券の換金が困難であれば、投資家は減りそれに伴い発行市場も縮小してしまう。また、流通市場で形成された証券の価格は、その証券に対する投資家の需給動向を示すため、新規に証券を発行する場合、流通市場の価格を基準として発行される。このように発行市場と流通市場は相互的關係に成り立っている。

3. 直接金融と間接金融

この資金調達の間である金融市場を分類する方法として、資金提供者と資金調達者間の資金の流れに焦点をおくものがある。銀行などの金融機関を介する流れと、証券市場を介する流れとに分けられる。前者は家計などから預金された資金を運用している銀行などの金融機関を介するもので、間接金融と呼ばれている。一方後者は資金調達者の株式、債券の発行によって証券市場を介して資金提供者から調達者に直接資金が提供される為、直接金融と呼ばれている。

現在日本では個人金融資産に占める銀行などへの預貯金の割合が欧米諸国に比べてとても高く、間接金融の比率が高くなっている。日本の経済を発達させるには現在比率の高い間接金融から、直接金融へとシフトチェンジすることが重要なのではないか。何故直接金融への移行が必要なのか。直接金融、間接金融それぞれのメリット、デメリットについてみていきたい。

まず、間接金融はリスクの負担が銀行や金融機関にある為、預金者(投資者)がリスク負担をする必要が無いというメリットが挙げられる。

一方、リスク負担が銀行などの金融機関にある為、リスクを取れず保守的になってしまうというデメリットが挙げられる。その結果、新興企業や新分野の企業の資金需要に答えられないということになってしまう。また新興企業への貸し付け審査も厳しくなるということも指摘されている。

直接金融のメリットとしては、知名度の上昇による社会的信用力の向上、資

金調達の手段の多様化、あるいは間接金融に比べて利回りが高い傾向にあるということが挙げられる。また、将来伸びそうな新興企業にも投資が出来るという点も挙げられる。

5 他方、デメリットは株や債券の保有者がリスクを負うということである。このリスク負担を個人や企業が負うという欠点が日本の直接金融の割合が少ない大きな原因となっていると考えられる。また、企業としても TOB（株式公開買付）等による買収リスクが生じるほか、株式公開をすることで発生する事務コストがデメリットと言える。

10 直接金融と間接金融それぞれメリットとデメリットが挙げられるが、より積極的に経済を発展させるには、直接金融が行われる証券市場を活性化させることに意義があるのではないか。

第 2 節 日本の証券市場の現状について

15 ここで、日本の証券市場の規模を世界の証券市場と比較してみよう。日本証券取引所（下表では東京証券取引所）は、世界で 2 番目に時価総額の多い取引所である。大企業の上場企業数に至っては、日本証券取引所が最も多い数となっている。

20 しかし、日本は JASDAQ やマザーズなどベンチャー企業を扱う取引所が、アメリカやイギリスと比べて思うように活性化していないことが見て取れる。また、ニューヨーク証券取引所の時価総額は、日本証券取引所の 4 倍強であり、NASDAQ と合わせると、世界の時価総額の約 37% を占める。2014 年 1 月末時点の世界の ETP(上場投資信託類)の残高約 230 兆円の内 4 割強が米国株で運用されている。さらにアメリカは、時価総額 100 億ドル以上の企業が 400 社以上、
25 500 億ドル以上の企業が 100 社近く上場している。日本は、時価総額 1 兆円以上の企業は 94 社程で、5 兆円以上の企業に至っては 10 社程度しか上場していないことから、アメリカの証券取引所の規模がいかに大きいか分かる。

表 1 主要株式市場の国際比較(2014年5月末)

(社、億円)

	新規上場企業数	上場企業数	時価総額	売買代金
東京証券取引所	7	2,425	4,331,222	4,065,596
ニューヨーク証券取引所	49	2,401	19,235,801	6,556,596
ドイツ取引所	7	703	2,019,069	660,374
ユーロネクスト	13	1,065	3,866,698	859,522
ロンドン証券取引所	23	999	3,893,651	852,644
香港証券取引所	34	1,673	3,098,103	624,924
ジャスダック	24	864	91,152	102,520
マザーズ	6	193	27,095	123,684
ナスダック(米)	77	2,691	6,565,187	5,268,607
AIM(英)	51	1,098	129,954	36,806
テックマーク(英)	0	65	538,586	
GEM(香港)	6	195	21,865	10,973

(出所)野村資本市場研究所 『株式市場 主要取引所の株式時価総額推移』

<http://www.nicmr.com/nicmr/data/market/stock.pdf> を基に筆者作成。

第2章 証券市場の活性化とは何か

以上証券市場の機能をみてきたが、ここからはさらに具体的にどのようにして活性化を目指すのか論じる。まず「証券市場の活性化」を定義し、「家計面」から見た活性化と「企業面」から見た活性化について概観する。

5

第1節 活性化の定義

証券市場の活性化には二つの主体からの見方を想定できる。つまり「家計」と「企業」だ。家計に関しては政府もこれまで『貯蓄から投資へ』をスローガンに、家計が証券市場にアクセスしやすい環境作りを目指してきた。2014年1月10
10 月から始まったNISAもその一環だ。企業に関しても上場などを通じた証券市場への参入が可能だ。

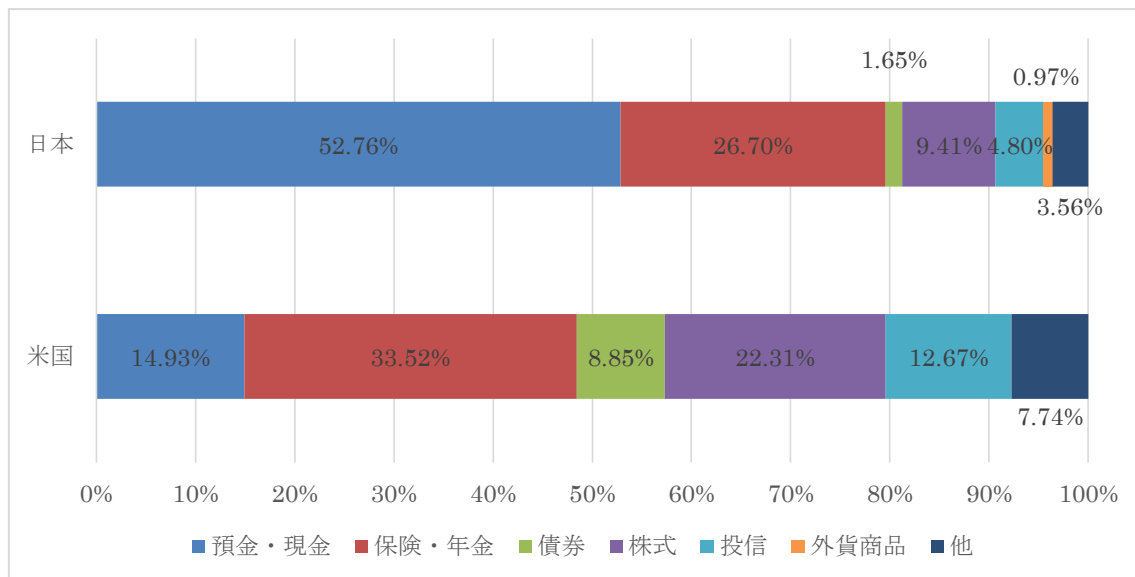
証券市場の活性化とはつまり、証券市場に参入する企業を増やし、証券市場内での様々な取引に参加できる家計を増やすということだ。本章では、家計目線からの活性化の方法と、企業目線からの活性化の方法を大まかに述べ、本稿
15 15 線からの活性化の方法と、企業目線からの活性化の方法を大まかに述べ、本稿の方向性を示す。

第2節 家計面から見た証券市場の活性化

20 1. 家計の資産構成

家計の資産構成における日本と欧米諸国の決定的な違いは、日本は個人金融資産の大半が不況やデフレ経済により預貯金に回され、間接金融が中心となっており、銀行に資金が集中していることだ。日本の家計の金融資産における現金預金の比率は50%を超えており、他の欧米諸国の現金預金比率30%をはるかに上回っている。
25

図 1 個人金融資産の日米比較



(出所)日本銀行 『資金循環統計』

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sj.htm/>を基に筆者作成。

5

この 700 兆円を超える日本の現金預金を、日本の消費者マインドを「貯蓄」から「投資」に向け、活用することが日本の証券市場の活性化の鍵である。

2. 活性化のための提案：投資信託

10 そこで、家計面から見た証券市場の活性化の方策として、投資信託を挙げる。

投資信託(ファンド)とは、投資家から集めたお金を一つの大きな資金としてまとめ、運用の専門家が株式や債券などに投資・運用する商品のことを言う。その運用成果が投資家それぞれの投資額に応じて分配される仕組みの金融商品である。どのような対象に投資するかは専門家が行う。そのため、個人投資家
15 となって株式売買に参加するよりも比較的 low リスクで運用が行え、投資初心者でも手をつけやすい。

この投資信託をさらに活用することで、日本の消費者マインドを「貯蓄」から「投資」に向けるきっかけの一つになるのではないかと考える。

20 3. 活性化のための提案：税制改革と NISA

その他に現在始まっている制度に「NISA」がある。NISA とは 2014 年 1 月に

スタートした英国の ISA(Individual Saving Account)の日本版である。正式名称は「少額投資非課税制度」という。その名の通り少額の投資にも適用される。

毎年 100 万円までの投資で得た売却益および分配金に対して非課税になるというものだ。2023 年までの 10 年間毎年新たに 100 万円の非課税枠が追加できるが、この期間に非課税で投資できる金額は総額最大 500 万円までだ。

NISA の対象商品は、上場株式、国内外 ETF、国内外 REIT、株式投資信託などである。株式投資信託の取扱商品は金融機関ごとに違うから注意が必要だ。

NISA は投資促進に一定の成果をあげてはいるが、活性化の決定打とは言えない。今後はイギリスで行われているジュニア ISA の応用などさらに柔軟的な措置が求められる。

第 3 節 企業面から見た証券市場の活性化

日本の証券市場は、序章でも述べたように、サブプライムローンに端を発する世界同時不況から脱しつつある。しかし、今後日本経済の急速な発展はあまり見込めない。さらに日本の主要な取引所である東証一部、二部も今後拡大する余地は低いと考えられる。

そこで注目した点が、ジャスダックや東証マザーズといった新興市場である。日本は、新興市場がまだ発展途上と言え、この市場を活性化させることが証券市場の活性化に結びつくと考えた。

1. 活性化のための提案：IPO 促進

日本の証券市場の活性化のためには、新興取引所の活性化、拡大が必要だ。そのためには新興マーケットの拡大が重要な意味を持つ。マーケットを拡大させる手段として、上場企業を増やす IPO(Initial Public Offering)がある。IPO とは、新たに株式を公開することを言う。しかし、日本は IPO の件数が少なく、シード・アーリーの段階の企業が多い。こうした企業の援助策として、クラウドファンディングやエンジェル投資、ベンチャーキャピタルなどがあるが、うまく機能していない。IPO を増加させるために、これらの制度改革が必要と考えられる。IPO について、詳しくは第 4 章で述べることにする。

第4節 本稿における活性化の定義

我々は、証券市場活性化のための政策として、IPO増加のための制度改革が
5 より有効であると考えた。そのため本稿では、企業面から見た証券市場の活性化に焦点を当て、特に新興市場の活性化に着目する。新興市場の活性化には、IPO件数の増加が必要である。しかし前述したように、多くのベンチャー企業はIPOできる段階になく、IPO段階に持っていくまでの支援制度も改善の余地がある。そこで本稿では、「新興市場拡大のために、IPOを増加させるために
10 はどのような制度改革が必要か」ということを問題とし、これを明らかにしていきたい。

第3章 新興取引所

以上概観したように、企業面から見た活性化には「新興市場」が重要な意味を持つ。ベンチャー企業が IPO して新規上場する際には、基本的に新興市場に
5 アクセスするためだ。本章では、ベンチャー企業が IPO で上場する新興取引所の概要について述べていく。

第1節 新興取引所について

1. JASDAQ

10 新興企業の公開市場の歴史は古く、JASDAQ は日本初の成長・ベンチャー企業向けの市場として、1963 年に創設された。1983 年には店頭市場となり、証券市場の補完市場として、ベンチャー企業の資金調達の間として機能してきた。1998 年に証券取引法上で「店頭売買有価証券市場」と定義され、従来の補完市場から、取引所市場と並立する市場となった。2004 年には取引所化され、
15 JASDAQ 証券取引所となり、2010 年には大証の「ヘラクレス」と統合、2013 年には東証と大証の経営統合により東証 JASDAQ 市場となった。

東証 JASDAQ は 2013 年に、上場銘柄 881、時価総額 11 兆 4,657 億円、売買代金は 12 年時で 5 兆円を超えている。新興市場として競合関係にある東証第二部を大きく上回る数字だ。

20

2. その他の日本の新興市場

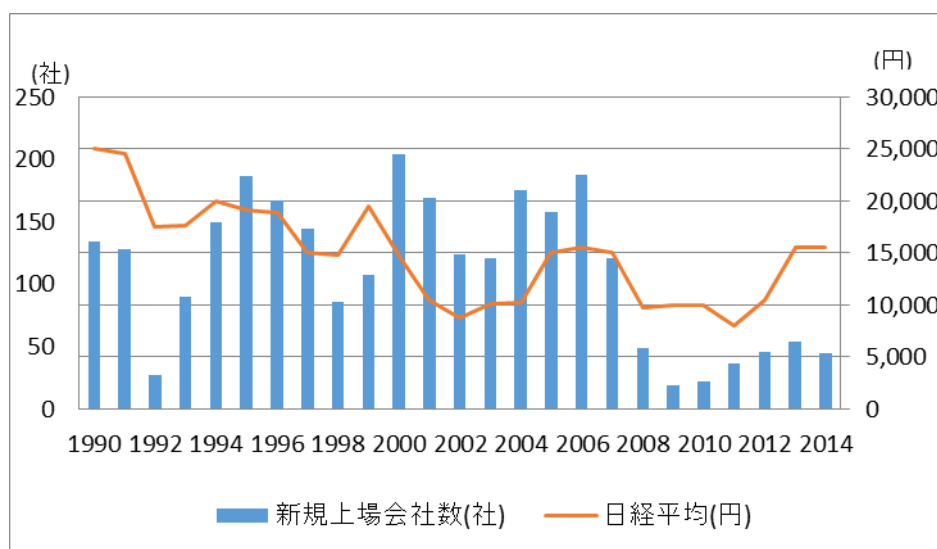
日本におけるその他の新興市場構想としては、1999 年にソフトバンクが提唱した「日本版ナスダック構想」が記憶に新しい。ナスダックとは、米国でベンチャー企業が多数上場している市場であり、1971 年に開設された。時価総額は
25 2013 年には 6 兆ドルを超え、規模の面では日本最大の証券所である東京証券取引所をも上回る。日本版ナスダック構想により、1999 年 11 月に東京証券取引所は「マザーズ」を開設し、2000 年には大阪証券取引所が「ナスダック・ジャパン」を開設した。他にも名証の「セントレックス」、札証の「アンビシャス」、福証の「Q ボード」、JASDAQ 証券取引所の「NEO」なども創設され上場銘柄
30 をめぐる市場間競争は激しくなっている。その後ナスダック・ジャパンは「へ

ラクレス」に名称を変更し、ヘラクレス、JASDAQ、NEO が統合され、先述したジャスダックが誕生した。

3. 新興市場ブームの背景

- 5 こうした新興市場の高まりの背景には、米国におけるベンチャー企業の活躍がある。政府においてもバブル経済崩壊後の不況から脱するためには市場へのリスクマネーの供給の必要性も認識され始めていた。またバブル崩壊後、多くのベンチャー企業が銀行の融資引き揚げにより、資金繰りが困難になり倒産していたことも、新興市場の必要性を高めていた。
- 10 新興市場の盛り上がりにより、新規上場件数は2000年初頭に大きく伸びた。は2000年から2007年までは毎年120以上の企業が新規に上場していたが、2008年以降はリーマンショックを受け新規上場件数大きく落ち込んだ。また「村上ファンド事件」や「ホリエモン事件」は新興企業の信頼を大きく揺るがす事件として世間に衝撃を与えた。こうした事件により、上場審査の厳格化を
- 15 求める声も上がっているのが現状だ。

図2 日経平均株価と新規上場会社数の推移



(出所)あずさ監査法人 『AZSA IPO Monthly Report <2014年9月>』

- 20 https://www.kpmg.com/Jp/ja/knowledge/article/ipo-monthly/Documents/ipo-monthly_201409.pdf を基に筆者作成

第2節 マザーズとJASDAQの概要

前述した新興市場、特に「マザーズ」と「JASDAQ」について、その特長や上場基準の概要を見れば以下の通りである。

5 1. マザーズ

マザーズは、市場第一部、第二部とは異なる新興企業向け市場として、資金を必要とする新興企業にその調達の間を広く提供し、また、投資者が成長性の高い企業への投資をすることが出来るような新市場として創設された。情報の開示を充実させて投資者の保護を図る。また、上場を希望する会社については、
10 ビジネスモデルや事業などについて「高い成長可能性」を求め、債務超過や経常赤字であっても上場が可能とされた。さらに、多くの成長企業にとっての資金調達の間となるために、上場対象企業に規模や業種などの制限も設けていない。

こうして、成長企業には、成長過程の初期段階から、証券市場を通じた資金
15 調達を可能とさせ、投資家には、成長企業への投資機会が提供された。その後、マザーズの基本方針を「市場第一部へのステップアップのための成長企業向けの市場」として再確立し、上場 10 年後は本則市場の上場廃止基準と同水準の基準が適用されるとともに、マザーズへの上場継続か、市場二部への上場市場の変更かを選択しなければならなくなった。こうした基準強化などの背景には、
20 一部の上場企業の財務諸表虚偽記載などの不祥事がある。

2. JASDAQ

一方 JASDAQ は、「新しい産業や中堅・中小企業に幅広くエクイティ資金を提供し、成長を支援するとともに、投資家にとって魅力的な投資機会を提供」
25 することを基本理念としている。また、信頼性、革新性、地域性・国際性の 3 つを市場コンセプトとして掲げている。

信頼性は、上場審査の客観性を向上させることや、上場管理を細かく行うことによって投資家が安心して投資できるよう市場の信頼性を上げるといったものである。

30 革新性は、将来日本にとって重大な役割を果たすことが期待される革新的取

り組みを行う企業に投資する場を提供するということ。

地域性・国際性は、地域経済の活性化に貢献や、上場企業の世界発展の支援が特徴である。

JASDAQには、「JASDAQスタンダード」と「JASDAQグロース」の2つの
5 区分が存在する。「JASDAQスタンダード」は一定の事業規模と実績を有し、さらなる事業の拡大が見込まれる企業群を対象としている。

一方「JASDAQグロース」は、特色ある技術やビジネスモデルを有し将来の成長可能性に富んだ企業群を対象としている。上場会社数は「JASDAQスタンダード」では808社、「JASDAQグロース」では45社となっている。(2014年
10 10月10日現在)

第3節 マザーズ、JASDAQの上場基準について

新興市場の上場審査基準は、本則市場同様、形式要件と実質要件から構成さ
15 れている。

マザーズは、ステップアップを目的とした成長企業向けの市場であるため、新規上場を希望する会社には、「高い成長可能性」を求めている。形式要件としては、株主数や流通株式、時価総額などに関する基準、事業継続年数や上場会社監査事務所による監査などの継続的な事業活動や、適正な企業内容の開示確保に係る基準が定められている。実質要件としては、「企業内容、リスク情報の開示を適切に行うことができる状況にあること」、「相応に合理的な事業計画を策定しており、当該事業計画を遂行するために必要な事業基盤を整備していること、または整備する合理的な見込みのあること」などが定められている。(マザーズHP参照)

JASDAQの新規上場基準は、「JASDAQスタンダード」と「JASDAQグロース」で異なる。形式要件としては、本則市場同様、株主数や流通株式時価総額、純資産の額、利益の額などを求めている。実質要件も、「事業活動の尊属に支障をきたす状況にないこと」や、「成長可能性を有している」などが定められている。

30

表 3 マザーズ・JASDAQ の比較

	形式要件		
	マザーズ	JASDAQ	
		スタンダード	グロース
純資産の額 (上場時見込み)	-	2億円以上	正であること
利益の額 (または上場時時価 総額)	-	(連結)最近1年間における利益の 額が1億円以上(または時価総額 が50億円以上)	-
株主数 (上場時見込み)	300人以上		
流通株式 (上場時見込み)	次のaからcまでに適合すること a 流通株式数:2000単位以上 b 流通株式時価総額:5億円以上 c 流通株式比率:上場株券等の25%	流通株式時価総額:5億円以上	
公募または 売り出しの実施	上場時まで500単位以上の公募	上場日時までに1,000単位または上場株券等の10%の いずれか多い株式数以上の公募または売り出し	
時価総額 (上場時見込み)	10億円以上	-	
事業継続年数	新規上場申請日から起算して1年前より 前から取締役会を設置して事業活動を継続	-	
財務諸表等	直前2期「虚偽記載」なし		
監査意見	直前2期「無限定適正」または「限定付適正」 直前期「無限定適正」		
その他	上場会社監査事務所による監査 株式事務代行機関の設置 単元株式数 株券の種類 株式の譲渡制限 指定振替機関における取り扱い		

(出所)『図説 日本の証券市場 2014年版』を基に筆者加筆

5 第4節 新興市場の課題

新興市場の課題に上場基準がある。上場基準を緩くすると、質の悪い企業も上場出来るようになり、新興市場に対するイメージを悪くしてしまう。しかし逆に高すぎても、企業の上場数が減り、全体的なパフォーマンスを下げってしまう。適度な上場基準を設け、開業率と廃業率を上げ、市場の新陳代謝を高めることが必要だ。

具体的には、中小企業基盤整備機構や後述する **Bridge over Venture** のような市場と企業の仲介業者の連携が必要だ。中小機構やベンチャーキャピタルがIPOを目指すベンチャー企業に関する財務情報や企業体質を市場や金融庁、経済産業省などに対して説明をしていくことで市場に対するアカウンタビリティを果たすことが求められる。こうしたサポートで市場の新陳代謝をあげ、東証一部、二部へのステップアップも可能になる。

第4章 ベンチャー企業を取り巻く現状

本章では、ベンチャー企業と IPO の基礎知識および、ベンチャー企業の資金調達の方法として、クラウドファンディング、エンジェル投資、ベンチャーキャピタルについて述べる。

第1節 ベンチャー企業の重要性

そもそも、なぜベンチャー企業の成長が必要なのであろうか。ベンチャー企業は今までにない最先端の新しい技術、製品、そして市場を産み出し、急成長して行く企業である。特に、ベンチャー企業は固定観念にとらわれず、技術やビジネスモデルの新規性を武器に様々な事業に挑戦することから、日本経済全体のイノベーションの重要な源泉なのである。日本の産業のイノベーションを促進し、日本経済全体の成長と活性化を図るためには、新しい技術やビジネスモデルを有し、大きなビジネスリスクをとって新規事業に挑戦するベンチャー企業の育成、成長が不可欠なのである。

ベンチャー企業はまた、雇用創出の源としても重要である。新規雇用の大半は新たに開業された事業所で生まれている。この雇用創出機能はアメリカでも重視されており、2012年に成立した「中小企業・ベンチャー企業支援クラウドファンディング法」は雇用創出を大きな目的として提案・制定されており、オバマ大統領の支持も得ていた。

さらに、ベンチャー企業は新興市場の拡大においても重要な役割を果たす。それは新興市場を拡大させるためには優良なベンチャー企業の上場が必要だからだ。そうしたベンチャー企業の上場により、投資家の新興市場に対する信用が蓄積される。こうした優良なベンチャー企業を創るためには、ベンチャー企業に対する資金供給が重要になってくるが、これについては第三章以降で詳しく論じる。

第2節 ベンチャー企業とは

30

1. ベンチャー企業の定義

「ベンチャー企業」には明確な定義は存在しないが、「革新的なアイデア・技術等をもとに、新しい形態のサービスやビジネス（ベンチャービジネス）を展開する中・小規模の企業のこと」を指すとされている

5 (<http://www.elite-network.co.jp/x/dictionary/bizwords/venture.html>

ELITE Network ビジネス用語集より)。一般に、ベンチャー企業と中小企業は混同されやすいが、前者は上記のような定義が成されている一方、後者はそのような条件などはなく、規模の小さい企業全般を指す。本稿では、ベンチャー企業を中小企業と区別して最初に述べたような企業と定義し、論を進めていくことにする。

10

2. ベンチャー企業の階層

ベンチャー企業はその規模などから、次の四つの段階に分けることができる。

15 表 4 各ステージの定義

シード	商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業
アーリー	製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動に向けた企業
エクспанション	生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増大しつつある企業
レーター	持続的なキャッシュ・フローがあり、IPO直前の起業

(出所)大和総研 『ベンチャー企業の資金調達』

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf> を基に筆者作成

20

ベンチャー企業の多くは、上記のシードステージ及びアーリーステージに留まっており、これをいかにレーターステージ、さらには IPO の段階にまで持っていくかが重要な課題である。

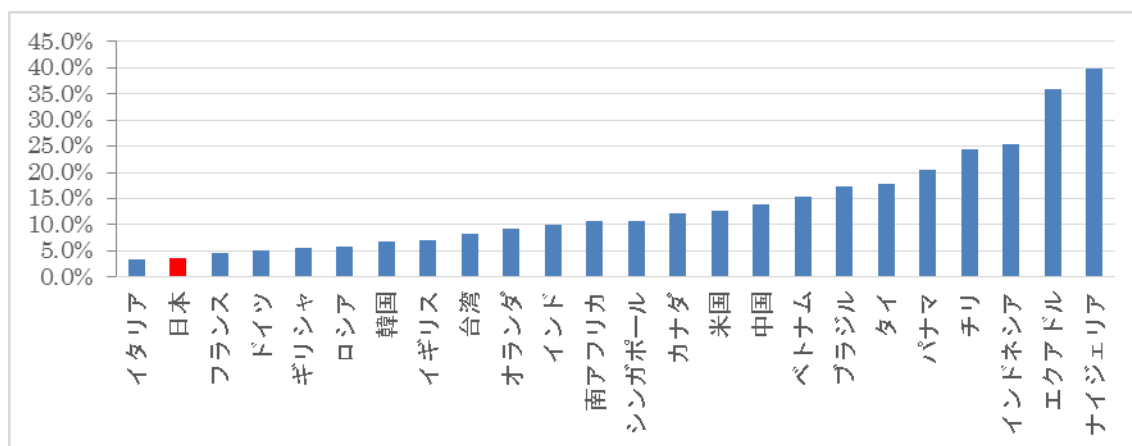
25 第 3 節 日本のベンチャー企業の現状

1. 日本におけるベンチャー企業数の推移

第2節で述べたように、ベンチャー企業には明確な定義は存在せず、正確な数はわからない。しかし、いくつかの手がかりを元に、おおよその企業数は予想することができる。日本政策投資銀行の新規事業部がまとめた「我が国におけるベンチャー企業の状況－ベンチャーに期待される役割について－」というレポートによると、ベンチャー企業数は、中小企業創造活動促進法（中創法）認定件数と、日本経済新聞社が新鋭注目企業として新聞等で取り上げた企業を中心とするベンチャー・ビジネス年鑑掲載企業数を参照することによって大まかに推測することができる。

中創法とは、1995年に制定された中小企業を金銭や人材面で支援する国による公的支援策のひとつである。そして中創法認定件数とは、この支援策に基づき、新規性を有する技術やノウハウにより事業化を行う計画に対して都道府県知事が認定を与えた件数のことを言う。認定企業は支援施策を受けられると同時に、いわばベンチャーとしてのパスポートを取得できるため多くの企業が申請しており、平成17年4月13日時点で10978件の企業が認定されている。また、ベンチャー・ビジネス年鑑掲載企業数は、合計で2600社である。これらから、現在日本に存在するベンチャー企業数は、およそ10000社と推定できる。しかし、下図からもわかるように、日本の起業率は世界と比較すると最低基準であり、日本にベンチャー・ビジネスがまだ浸透していないことが伺える。

図3 平成24年度各国の起業活動率(TEA)調査



(出所)一般財団法人 ベンチャーエンタープライズセンター 『企業家精神に関する調査(GEM 調査)』

http://www.vec.or.jp/report_statistics/gem/を基に筆者作成

5 2. IPO の現状

(1) IPO とは何か

IPO とは、「Initial(最初の)Public(公開の)Offering(売り物)」の略で、未上場企業が、新規に株式を証券取引所に上場し、投資家に株式を取得させることをいう。企業にとっては上場することにより、直接金融市場から資金を調達することができるようになるだけでなく、上場することで知名度が上がり、社会的な信用をあげることも可能になる。またこうした中小企業などに投資する熟練した投資家にとってリスクは高いものの、その分リターンも非常に大きくなるというメリットもある。

しかしデメリットもある。上場することで誰でも取引できるようになるため、絶えず買収のリスクにさらされてしまう。株主に経営をチェックされるので、思い通りの経営ができないことがある。株主は早期の利益獲得を求めため、必然的に企業も利益追求を優先する。酒造メーカーなど開発に多くの時間がかかる企業で上場していない会社が多いのはこのためだ。こうした株主の存在は業績向上などへのプレッシャーにもなるだろう。また株式公開準備の手間やコスト、上場維持の費用も企業にとって負担になる。

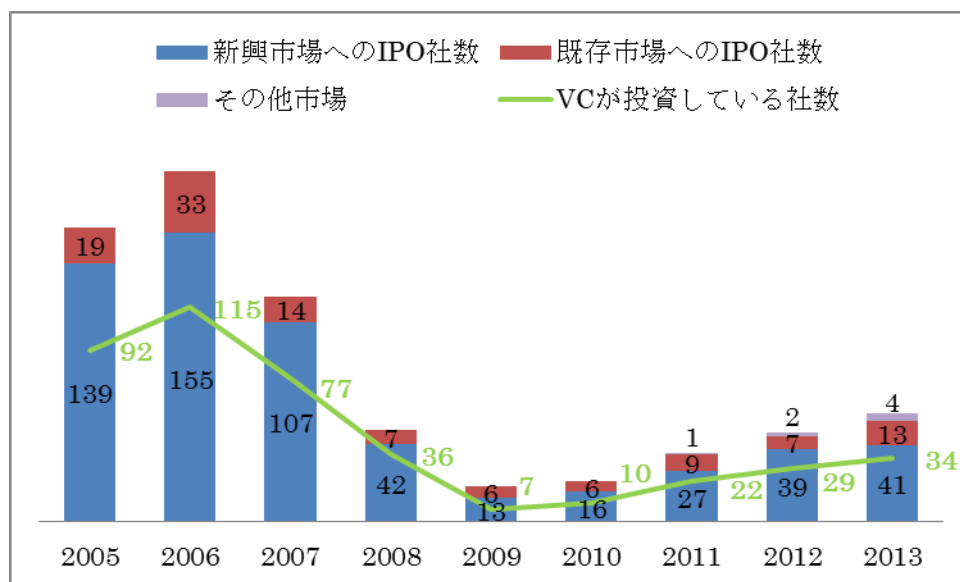
IPO を促進させるためには、新興株式市場の整備が必要となってくる。従来市場では上場審査が厳しく、IPO しにくい環境であった。そのため 1999 年ごろから新たな新興市場が相次いで開設されたのは先述したとおりである。

IPO の活性化に向けた上場制度の見直しについても、平成 26 年から実施されている。これにより上場基準は若干緩まった。従来は 300 人以上を必要としていた株主数も 200 人以上になる見込みがあれば足りることになった。上場審査についても、議決権種類株式の利用の必要性及び当該必要性に照らしたスキームの相当性について、上場審査において株主共同の利益の観点から確認することを明確化されることとなった。

(2) IPO 件数の推移

ベンチャー企業の売上高や利益が一定規模になると、新規に株式を公開 (IPO) することができる。現在の日本の IPO の件数は、下図のようになっている。

図 4 日本の IPO 社数の推移



(出所)一般財団法人 ベンチャーエンタープライズセンター 『2013 年度ベンチャービジネスに関する年次報告書 発表資料』

http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2013_2.pdf を基に筆者作成

日本の IPO の件数は、リーマンショック後急減したが、現在ではリーマンショック以前の水準を取り戻している。しかし、近年の最盛期である 2006 年の 3 分の 1 以下の値であり、今後更なる活性化が必要である。

第4節 ベンチャー企業の資金調達

一口にベンチャー企業といっても、段階によってその規模は様々であり、当然資金調達の方法も変わってくる。ベンチャー企業に対するファイナンスに関しては、シードからアーリーステージにおいては出資が主であるが、エクспанション、レーターステージではさらに融資も活用されている。IPOをして株式を公開することで得られる資金は億を超える莫大な金額である。しかしIPOをするには、それ相応の事業レベル、社会的信用を獲得している企業に限られている。実は多くのベンチャー企業、中小企業がIPOできるレベルではない、シード、アーリーステージに位置しているのである。つまり中小企業、ベンチャー企業のIPOを活性化させるためには、エクспанション、レーターステージの企業を増やすことが必要である。しかし、シード、アーリーステージの企業は銀行からの融資を受けることも、銀行のBIS規制により難しいのが現状だ。シード、アーリーステージの企業の資金調達方法として、自己資金、補助金、エンジェル投資がある。

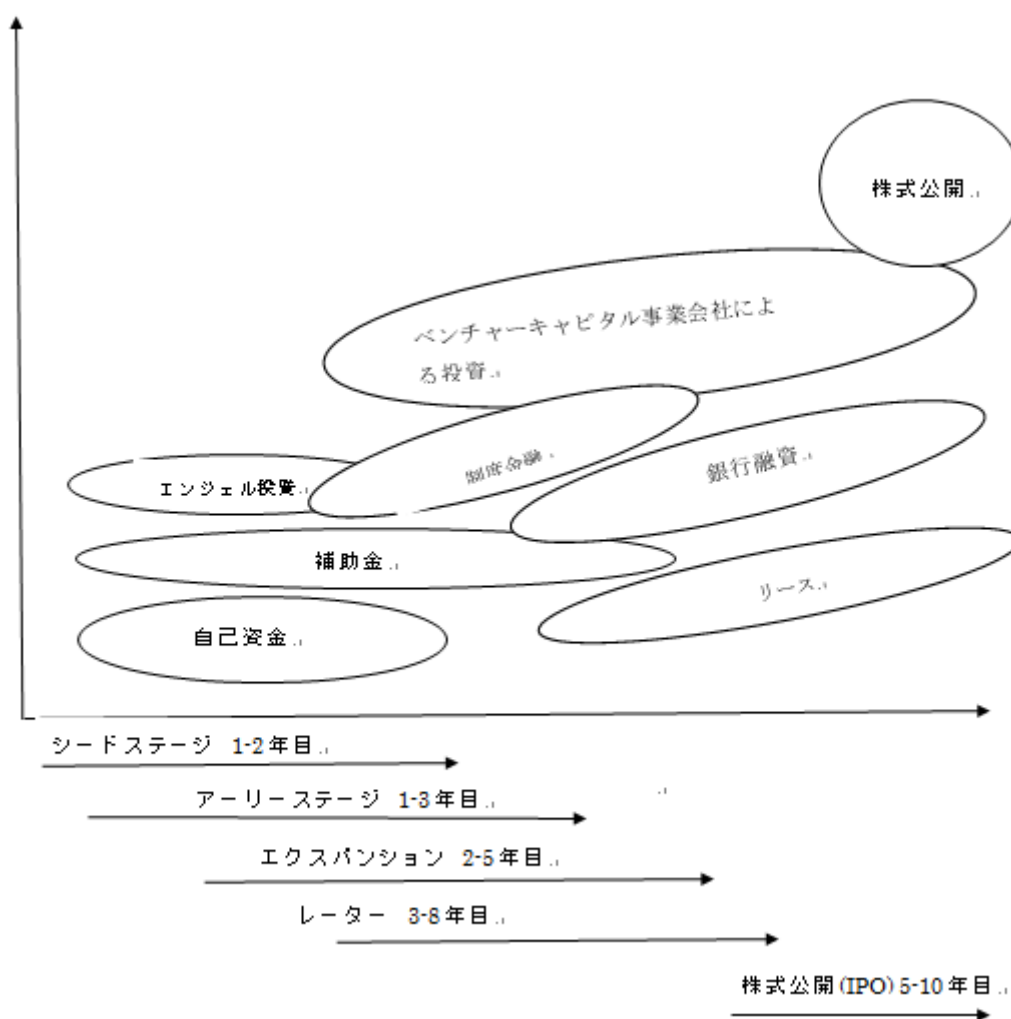
自己資金は3F(Founder, Family, Friends)と呼ばれる、企業家や親族、知人からの借入金や出資金であり、銀行融資などにくらべて返済要求が厳しくないのが特徴である。

補助金は、政府や公的機関によって行われ、返済義務がないため企業には魅力的ではあるが、補助金の使用用途に制限があることや、調達額にも限度がある。

エンジェル投資は、エンジェル投資家とよばれる創業段階の企業に投資する投資家による出資金のことである。返済義務もないため企業にとっては文字通り天使のような存在である。

25

図 5 ベンチャーキャピタルのステージ別資金調達の方法



(出所)大和総研 『ベンチャー企業の資金調達』

[http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-m](http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf)

5 [kt.pdf](#) を基に筆者作成

ここからは、シード・アーリーステージ企業の資金調達の方法として、クラウドファンディング、エンジェル投資、ベンチャーキャピタルについて、特にベンチャーキャピタルについて詳しく論じる。

10

1. クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、群集(crowd)と資金調達(funding)の造語で、通常不特定多数の人がインターネット経由で他の人や企業に資金提供すること

を指す。クラウドファンディングは、資金提供者に対するリターンの形態から、「寄付型」、「購入型」、「投資型」に分けられる。このうち「投資型」が金融商品取引法の規制対象となり、「ファンド形態」のものと、「株式形態」のものが想定される。

- 5 クラウドファンディングが近年注目されるようになった背景に、2012年4月にアメリカで成立したJOBS法(Jumpstart Our Business Startups Act)があげられる。新興企業の資金調達の方法を拡大させるために成立した法律で、「登録届出書の効力が発生していない限り、証券の発行者は募集を行ってはならない」とする1993年証券法第五条の適用除外規定などが設けられた。これによりそれまで困難であった投資型のクラウドファンディングが活発になる。

そのメリットは、資本金や知名度がない企業が事業を始めるときに資金調達が容易になり得ることだ。少額から寄付を募ることができるため、インターネットを通じて国内外問わずに支援を受け取れる。インターネットが普及し、SNS利用者が増加している現状から見ても、その将来性には期待できる。

- 15 一方デメリットは、事業のアイデアや製品情報を広くネット上で公開するため、そのアイデアが盗まれる、あるいは出資者の身元が不明確な場合があるということだ。また、比較的歴史も浅く法整備が進んでいないため、詐欺行為の被害報告もアメリカでは既にあがっている。

20 2. エンジェル投資

エンジェル投資は先述したように、エンジェル投資家が創業間もない企業に投資する資金であり、返済義務がない。これがエンジェルの由来でもあるが、投資を受けた企業は事業を拡大してIPOが見込める。投資家にとっても投資先の企業が事業を拡大できれば莫大な利益を期待できる。米国のシリコンバレーなどでは、成功した起業家がエンジェル投資家となって次世代の企業家に投資する仕組みが形成されている。こうして資金を得た企業がその後急成長し、半導体産業や、IT関連産業を形成していった。日本でもこれに追随するようにエンジェル投資が行われているものの、その規模は米国と比べるとまだまだ小さい。エンジェル投資家の数はアメリカの4%程度にすぎない。年間投資額もアメリカのわずか0.8%である。また一件あたりの投資額も約300万円となって

30

いる。通常事業家段階のベンチャー企業には数千万円の資金が必要であり、日本のエンジェル投資の規模が発展途上であるのが分かる。こうしたエンジェル資金を拡充させるためには税制上の優遇措置が必要となってくる。

5 表 5 エンジェル投資家の日米比較

	日本	アメリカ
投資家数	約 1 万人	約 23 万人
年間投資額/ 件	約 100~300 万円	約 5000 万人
年間投資総額	約 200 億円	約 2.5 兆円

(出所)大和総研 『ベンチャー企業の資金調達』

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf>を基に筆者作成

- 10 エンジェル税制は我が国では 1997 年に開始され、一定の成果を出してはいるものの、更なる拡充が求められていた。そこで平成 20 年から従来のエンジェル税制に所得控除制度を創設したエンジェル税制が導入された。これによりエンジェル投資家は、(出資金-2000 円)をその年の総所得額から控除、あるいはベンチャー企業への投資額全額を、その年の他の株式譲渡益から控除のどちらかの優遇措置を選ぶことができるようになった。こうした取り組みにより今後エンジェル投資家の増大が期待される。

- 同時にエンジェル投資家の実態把握、PR も必要だ。日本ではエンジェル投資に関する経験談やデータが圧倒的に少ない。そのため、エンジェル投資の実態を詳細に把握し、エンジェル投資の成功事例を収集、PR することで、エンジェル投資の文化を日本に根付かせる努力が必要だが、これには中・長期的な視野に立つ必要がある。

3. ベンチャーキャピタル

(1) ベンチャーキャピタルとは何か

ベンチャーキャピタルとは、ハイリターンを狙ったアグレッシブな投資を行う投資ファンドのことで、プライベート・エクイティのひとつである。主に未
5 上場企業に対して投資を行う。資金を投入するだけでなく、経営に関わることもあり、経営陣の指導などその業務は多岐にわたる。

ベンチャーキャピタルは、投資先の企業が上場した際の株式収益や、他のファンドに転売するなどして利益を得る。また投資先の企業への関わり方の違いから、ハンズオン型とハンズオフ型に分けられる。

10

(2) ハンズオンとハンズオフ

ハンズオン型はアメリカで主要な型で、投資先の企業に対して、会計士や弁護士、CFO(最高財務責任者)、メンター(創業者の相談相手)などの必要な人材も
15 斡旋する。投資、買収後も経営に深く関わり、企業の変革のスピードが高くなるのが特徴だが、一方で投資先企業との対立も表面化しやすい傾向にある。ベンチャー年鑑(2002)によると、「投資先ベンチャー企業への株式公開支援策」と定義され、具体的には「経営手法の指導」、「財務内容の改善指導」、「提携、M&A 仲介」、「人材派遣」などが主な支援である。

ハンズオフ型は、経営を投資先、買収先のマネジメントに任せる。自社と買
20 収先の統合が必要でない場合に行われる。現在日本ではこのハンズオフが主流となっている。積極的な経営参加はせず、信用リスクが減った時点で投資をする手法であるが、リスクが少ない分リターンも少ない。

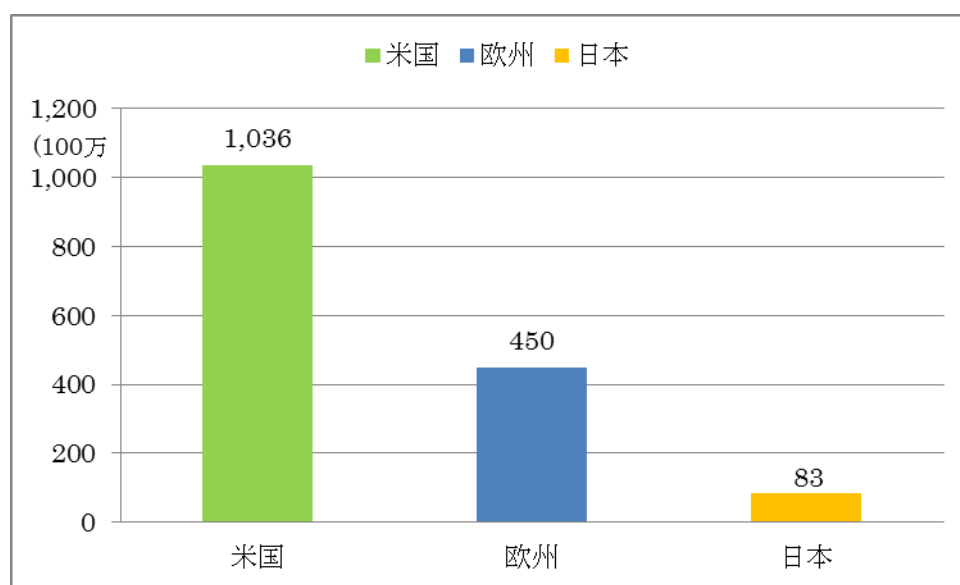
(3)日本のベンチャーキャピタルの現状、海外との比較

日本のベンチャーキャピタルの年間投資額は 2012 年度で 1,026 億円、ベン
25 チャーファンドの投資残高は 1 兆 7000 億円である。年間投資額は 2006 年度で約 2,300 億円あったが、その後のリーマンショックや株価低迷により大きくその額は減っている。これらの数字は欧米と比較すると大変小さな値だ。ベンチャー先進国のアメリカでは、前年度比で 9.5%減少しているものの、2012 年度
30 の年間投資額は 267 億ドルで日本の約 25 倍の規模だ。先進各国のベンチャー

キャピタル年間投資額の GDP 比率を見ても日本で如何にベンチャーキャピタルが盛り上がっていないかが浮き彫りになる。

次にベンチャーキャピタルの一件あたりの投資額をみる。アメリカで約 10 億円(2006 年度)、欧州で約 4.5 億円(2006 年度)に対し、日本ではわずか約 5 0.8 億円(2005 年度)である。

図 6 日米欧ベンチャーキャピタル 1 件当たりの投資額

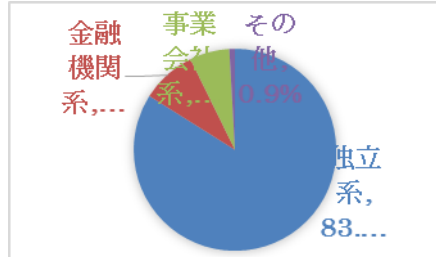
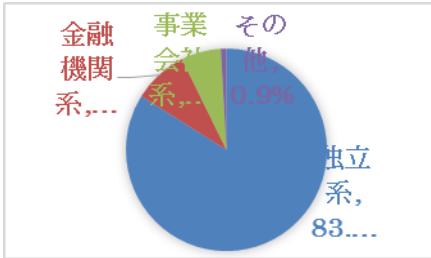


(出所) 経済産業省 『ベンチャーキャピタルを通じた資金供給』

10 <http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g71025a03j.pdf>を
基に筆者作成

次に、ベンチャーキャピタルの業界構造とベンチャーキャピタルへの出資者
構成をみる。日本におけるベンチャーキャピタルの属性は 60%を金融機関
15 系が占めており、次いで独立系となっているが、アメリカではほとんどが独立
系だ。日本で銀行系が多い理由としては、エンジェル投資家が少ないため独立
系のベンチャーキャピタルが運営しにくい風土であることなどが考えられる。

図 7 ベンチャーキャピタルへの出資者構成の日米比較



(出所)経済産業省 『ベンチャーキャピタルを通じた資金供給』

<http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g71025a03j.pdf>

5 を基に筆者作成。

出資者構成では、日本はやはり金融機関が多い。しかし欧米では年金基金の占める割合が日本と比べて大きいことが分かる。金額でも、アメリカで 13 兆円(2003 年度)、欧州 6.4 兆円(2006 年度)、日本 440 億円(2005 年度)である。

10 日本の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人(通称 GPIF)は世界最大の機関投資家といわれているが、運用規則によりベンチャーキャピタルなどへの出資が制限されているため、日本ではあまり巨額にならないと考えられる。

第5章 課題と政策提言

本稿が日本の証券市場の活性化の最終目標として IPO の増加を据えたのは前述した通りである。IPO 直前、あるいは可能の段階、つまりエクспанションやレーターにステージアップを図る方法として、クラウドファンディング、エンジェル投資、そしてベンチャーキャピタルの3種類を紹介した。

本稿では、日本の証券市場の活性化という点を鑑みて、3種類のうちよりベンチャーキャピタルを通じたベンチャー企業への資金供給の活性化に着目することにする。同時に、日本において、ベンチャーキャピタルがより積極的に事業を行える環境を整備することを課題として位置付けることにし、本章では具体的な課題を抽出すると共に、その解決策を提示する。

第1節 課題抽出

本節では、クラウドファンディングやエンジェル投資、そしてベンチャーキャピタルのうち、なぜベンチャーキャピタルを選択したのか、第4章であげたそれぞれの特徴を基盤にして考察していき、その課題を抽出する。

エンジェル投資は投資家の善意に頼る部分が少なからずある。というのも、エンジェルの名が示す通り、返済の義務が発生しないという大きなリスクをともなっているからだ。従来、成功者の寄付が文化として根付いている欧米だからこそ、エンジェル投資は浸透したとも言える。日本ではエンジェル税制の拡充を進めたが、社会的に浸透はしておらず、知名度も低い。文化的な差異を越えてエンジェル投資を日本に根付かせることは制度の変更で対応するにはあまりに困難なことだと判断した。

クラウドファンディングはインターネットの普及とともに普及してきた比較的新しい手法である。インターネットを媒介とすることで、広く出資者を募ることができるという大きな利点がある一方、普及途上にあるため、まだ政府あるいは専門機関による包括的な制度整備が未発達であるうえ、インターネットの性質から詐欺行為に悪用される懸念がある。中・長期的な視野に立てば大きな成長が見込めるが、包括的な制度設計が必要となるため、本稿の趣旨にはな

じまないと判断した。

上記を踏まえ、本稿では IPO の増加による日本の証券市場の活性化を最終的な目標に据えたうえで、ベンチャーキャピタルの活性化を課題として挙げ、以下では具体的な政策提言を行うものとする。そのためにまず課題をポイントとしてまとめる。

課題① ベンチャーキャピタルの資金増加

第 3 章でも述べたように、ベンチャーキャピタルへの出資者は金融機関系などが多く、バリエーションが不足している。ベンチャーキャピタルへの出資が増え、ベンチャーキャピタルの資金が潤沢になれば、ベンチャーキャピタルからベンチャー企業への投資、出資は増えるだろう。今後、ベンチャーキャピタルの資金増強のため、ベンチャーファンドへの投資を促す制度改革が必要と考えられる。

15 課題② 情報提供

またベンチャー投資に関する情報の少なさも、ベンチャー投資が進まない理由と言える。欧米においては、ベンチャーワン社やトムソン・ファイナンシャル社等がベンチャーキャピタルの投資収益率や投資実績に関する情報を提供している。こうしたサービスはベンチャーキャピタルがベンチャー企業に投資する際や、投資家がベンチャーキャピタルやベンチャー企業に投資する際に非常に有用だ。日本においても、(財)ベンチャーエンタープライズセンターなどがベンチャーキャピタルに関する投資動向調査結果を集計しているが、今後こうしたインフラ整備をさらに進める必要がある。

25 課題③ ベンチャーキャピタリスト人材の確保

アメリカなどにおいては、年金基金からの資金流入が増えるにつれ、リスク回避から起業初期企業に対するハンズオン型投資が減ってきている。しかし、ベンチャーキャピタルが、ベンチャー企業の成長ポテンシャルを高め、高い収益率を出すためにはハンズオン型の投資は不可欠である。現在も独立行政法人中小企業基盤整備機構がシード・アーリーへの投資を行うベンチャーキャピタ

ルに対して出資を行っているが、こうした取り組みの一層の強化が期待される。またハンズオン型投資を増やすためには、ベンチャーキャピタリスト人材の確保が必要だ。ハンズオンは投資先の企業のマネジメントに深く関わるので、そうした企業との軋轢を減らすためには、豊富なマネジメント知識や経営倫理あるキャピタリストの存在が重要になってくるからだ。しかし日本のキャピタリストの大半は親会社や関連会社からの出向・転職が大半であり、キャリアも 5 年未満が多い。こうしたキャピタリストの育成についても何らかの支援が求められている。

10 課題④ 出資者の多様化

経済産業省が行ったアンケートによると、多くのベンチャーキャピタルは資金供給が増えれば、投資を増やしたいと考えている。つまり、ベンチャーキャピタル自体に投資資金が不足している状態なのである。今後さらに、ベンチャーキャピタルへの資金の出し手を多様化する必要がある。

15 上記の四点が、ベンチャーキャピタルにおける課題と考えられる。次節では、これらの課題の解決策を提示する。

第 2 節 政策提言

20 ここからは、ベンチャーキャピタルを通じたベンチャー企業の IPO を進めていくために、いくつかの政策提言をあげていく。

1. 税制

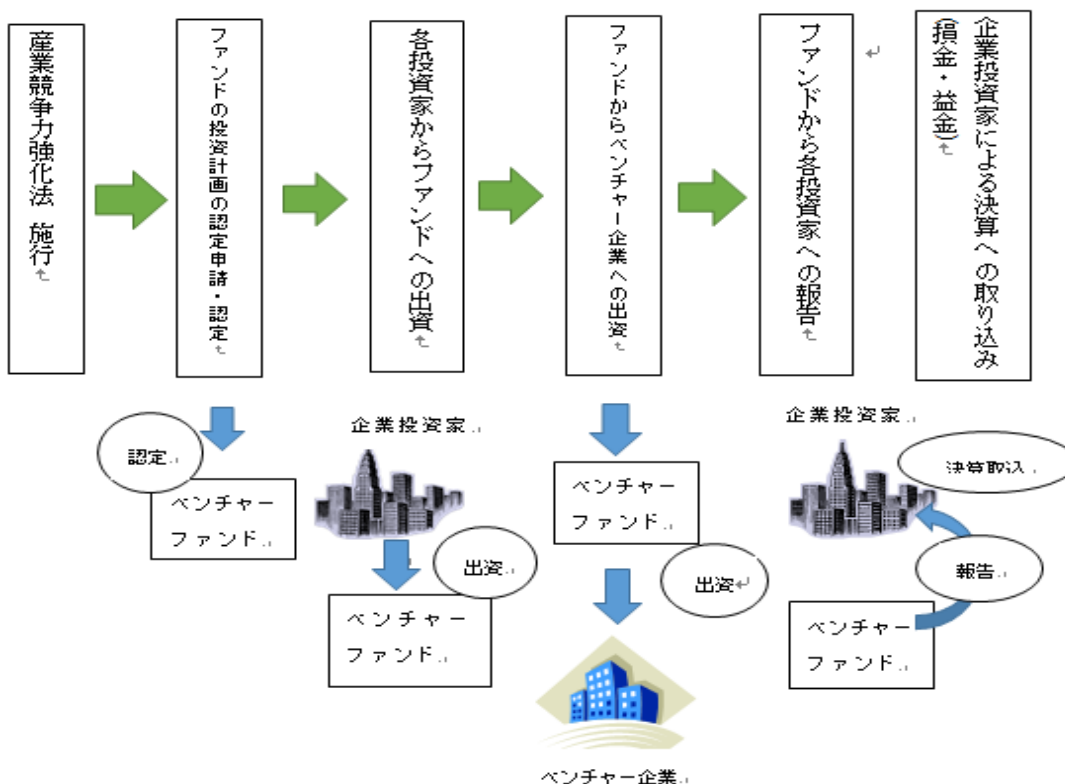
25 まずは、課題①の解決策として税制に関して述べていく。平成 26 年に「ベンチャー投資促進税制」が制定された。この法律により、産業競争力強化法に認定されたベンチャーファンドに出資した企業は、「出資金の一定割合を 80% まで損失に計上できる」、「株式売却した場合、年度末に準備金に積み立てない（前年度末の準備金を取り崩して益金算入）」ことが認められた。ベンチャー企業へのさらなるリスクマネー供給を目指した法律であるが、基本的に対象とし

30

ているのは中堅企業や大企業であり、またファンドも既存のファンドは対象としていない。

図 8 ベンチャーファンド概要

5



(出所) 経済産業省 『企業のベンチャー投資促進税制について』
<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/140117venture.tax.gaiyou.pdf> を基に筆者作成

10

この法律では、産業力強化法に新しく認定されたファンドしか認められないだけでなく、その新規ファンドはベンチャー企業への出資を行っていないことも要件に含まれる。既存のファンド以外のファンドにもベンチャー企業への出資を促すことを目的として成立した法律ではあるが、これでは真に「ベンチャー投資促進税制」とはいえないだろう。

15

さらにベンチャー投資を促進するためには、産業競争力強化法の認定基準の緩和、ベンチャーキャピタルやベンチャーファンドへの直接的な減税効果が求

められる。

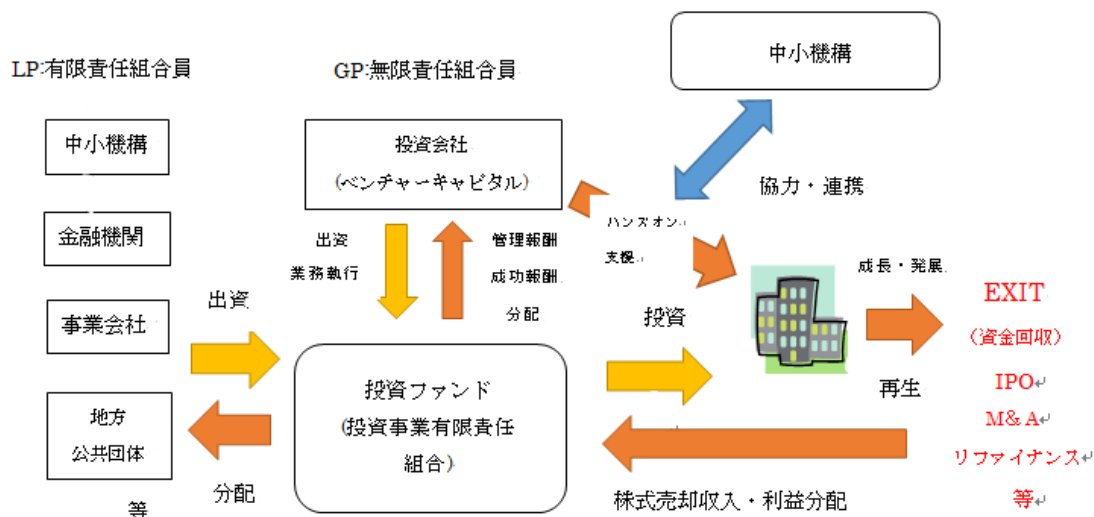
- 具体的には、産業競争力強化法の認定を受けられるファンドを、既存のベンチャー企業に投資しているファンドも受けられるようにする。また、ベンチャーキャピタルやベンチャーファンドにも、「ベンチャー投資促進税制」と同程度の減税効果を受けられるようにする。ベンチャーキャピタルやベンチャーファンドはベンチャー企業に出資した際、そのベンチャー企業が IPO などをして上場した時に株式を売却することで利益を得ている。このキャピタルゲインに対しても何らかの減税、もしくは NISA のような非課税制度が必要だろう。現在の法律では、売却価額から取得費や委託手数料を引いたものが株式売却による所得金額とされ、税率は上場、未公開ともに 20%だ。このキャピタルゲインに対する減税は、多くの企業、ファンドのベンチャー投資へのインセンティブとなるだろう。

2. ベンチャーキャピタルやベンチャーファンドとベンチャー企業の 仲介業者を作る

次に、課題②及び③の解決策として、ベンチャーキャピタルやベンチャーファンドとベンチャー企業の仲介業者を作ることを提案する。

現在の投資ファンド、ベンチャーファンドの概要は以下のようなものである。

図 9 ベンチャーファンドの仕組み



(出所)独立行政法人中小企業基盤整備機構 ベンチャーファンド

<http://www.smri.go.jp/fund/gaiyo/026045.html> を基に筆者作成

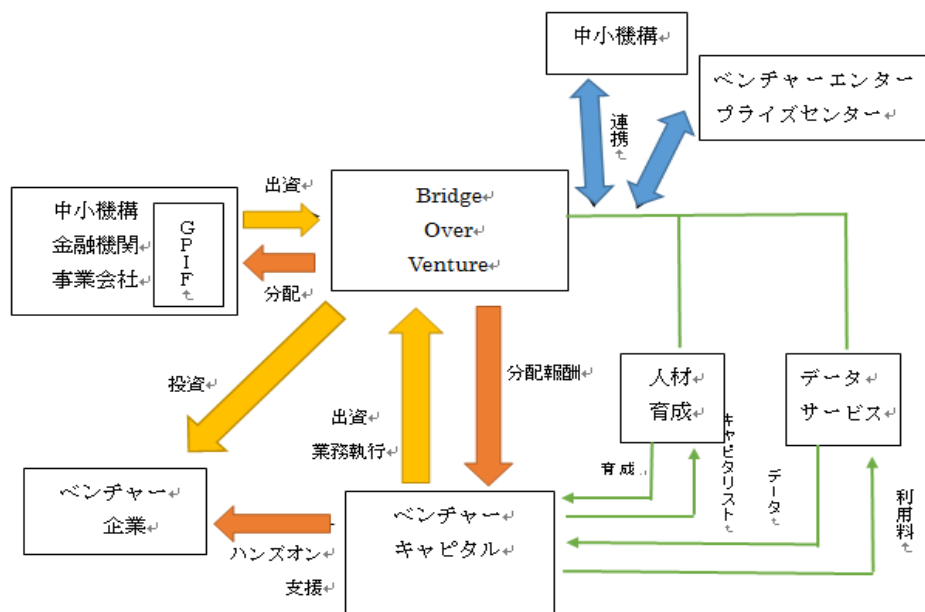
- 5 ベンチャーキャピタルは投資事業組合(ファンド)を組成し、中小企業基盤整備機構(以下中小機構)や金融機関、投資家から出資金を募る。投資ファンドはベンチャー企業などに投資し、IPOなどで資金回収をし、ベンチャーキャピタルなど様々な出資者利益分配や成功報酬などをわたす。ベンチャーキャピタルは中小機構などと協力、連携してベンチャー企業に対し、経営支援など様々な
- 10 ハンズオン支援を行う。ひとつのベンチャー企業に投資するために、多くの会社やファンド、金融機関などが複雑に絡みあっているのが現在のベンチャー投資である。

15 先述したとおり現在の投資環境、ハンズオン支援には、キャピタリストの質、量の問題、投資先に関する情報不足の問題がある。中小機構は中小企業大学を通じて経営者の育成を行っているが、キャピタリストに関しても同様に育成していくことが求められる。また様々なベンチャーキャピタルから過去の投資に関する情報などを集め、その情報を広く多くのベンチャーキャピタルに提供するサービスも有効だ。現在ベンチャーエンタープライズセンターなどがその役

割を担っている。

こうしたサービスを一元化したファンドや機関の存在は、より迅速な、より効果的なベンチャー企業への投資を促進させるだろう。多くの会社や機関が複雑に絡みあうのではなく、ひとつの機関がベンチャー企業とベンチャーキャピタルなどとの架け橋(Bridge over Venture)として存在することにより、ベンチャー企業は大きな安心感を得られる。

図 10 Bridge Over Venture の概要



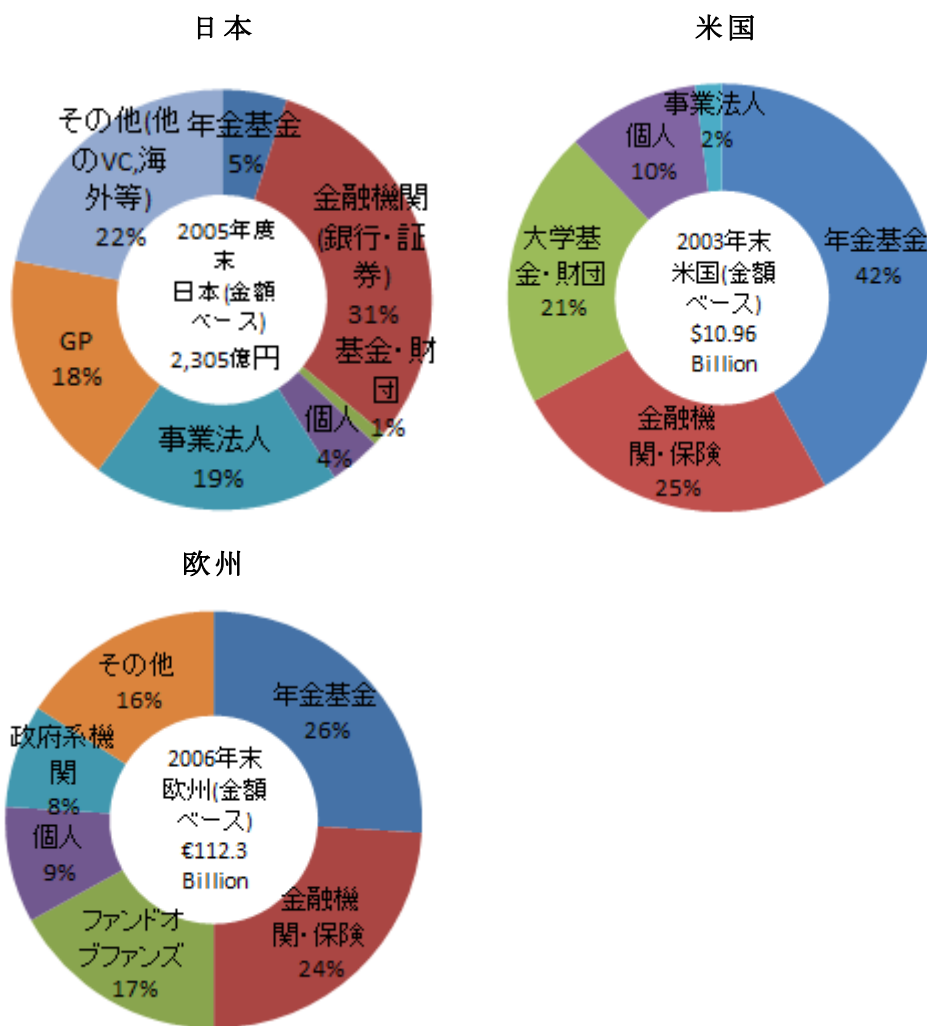
10 (出所)独立行政法人中小企業基盤整備機構 ベンチャーファンド
<http://www.smrj.go.jp/fund/gaiyo/026045.htm> を参照に筆者作成

3. GPIF とベンチャー投資

15 最後に、課題④の解決策として、出資者の拡大について述べていく。
現在のベンチャーキャピタルは欧米のそれと比べて、資金力に乏しい。ベンチャーキャピタル自体に資金力が乏しいと、世界的なベンチャーの不在や、小型上場の原因となる。欧米と比べて資金力が乏しい原因には、年金基金からの出

資が行われていないことがあげられる。世界最大の機関投資家である GPIF がベンチャーキャピタル投資を含む未公開株式投資を解禁することが求められている。

5 図 11 ベンチャーキャピタルの出資者構成に関する日米欧比較



10

(出所) 経済産業省 『ベンチャーキャピタルを通じた資金供給』

<http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g71025a03j.pdf> を
基に筆者作成

15

GPIF の平成 26 年度第一四半期の運用資産額は約 127 兆円である。管理運用方針が改正され、未公開株式に運用資産の 1%を投資したとしても、その額は 1

兆 3000 億円近くへのぼり、ベンチャー投資活性化に及ぼす影響は非常に大きい。

しかし、現在の GPIF が掲げる投資方針によると、その投資対象は運用対象資産を国内債券、国内株式、外国債券、外国株式及び短期資産とし、それらを
5 原資産とする派生商品（デリバティブ）及び債券の貸付け（有価証券信託の方法により運用するものを含む。）に限定されている。また、自家運用に際しては債券のパッシブ・ファンドの管理及び運用、あるいは財投債の管理及び運用など、いずれも保守的な運用を行っている。公的年金基金は年金給付の財源であるという性格上、リスク回避の方針を掲げるのはやむをえないが、以前に比べて
10 によりリターンを追求する投資の必要性は拡大している。高齢化の進展により国民年金給付総額が拡大する一方、少子化国民年金納付総額が減少しているからだ。多くの先進諸国共通の課題である少子高齢化が今後、短期間で劇的に改善することは考え難く、投資収益の拡大を達成しない限り、GPIF の資産は将来的に減少の一途をたどることになる。

15 前回（2009 年）の公的年金制度の財政検証において、GPIF の運用は長期的な目標運用利回りを名目 4.1%としている。アメリカにおける最大の公的年金基金のひとつである米カリフォルニア州職員退職年金基金が目標運用利回りを名目 7.5%としていることと対比すると、目標運用利回りの時点で 3.4%もの開きがあることが分かり、他国の年金基金と比較してみても、GPIF が保守的な
20 運用方針をとっていることが明らかである。

ヨーロッパやアメリカ合衆国と比べて日本は年金基金によるベンチャーキャピタル投資が低くなっていること、さらには GPIF のパフォーマンスが、アメリカ合衆国で最大の公的年金基金である米カリフォルニア州職員退職年金基金と比べてみても目標利回りの時点で既に下回っていること、日本の社会的構造
25 の変化への対応として GPIF は今後より一層の投資リターンを追求する必要があるだろう。

一方、ベンチャーキャピタル投資に際して考えられるリスクについて述べていく。ベンチャーキャピタル投資は、一般的に投資してから IPO あるいは M&A
30 によって果実を得るまでに長期間（約 10 年）かかる性格がある。特にシード・アーリーステージのベンチャー企業を対象とした投資の場合、エクспанショ

ンやレーターステージに比べてより長期化（約 15 年）する。また、長期に渡る投資期間中、投資した資金を移動、回収して現金化することを容易に行うことができないうえ、当初は収益率がマイナスを記録する傾向にあるため、それに耐えられる程の体力と長期的な視野にたった投資方針が重要となる。

- 5 上記のようなリスクが内在する一方、ベンチャーキャピタル投資において、その果実は大きなモノが期待できる。下の表は Cambridge Associates LLC が作成した資料で、ベンチャーキャピタル投資が日本に比べて活発なアメリカ合衆国における 1,467 のベンチャーキャピタルの投資期間ごとのパフォーマンスの推移を示したものである。

10

表 6 米国ベンチャーキャピタル インデックス

Index	1-Quarter	1-Year	3-Year	5-Year	10-Year	15-Year	20-Year	25-Year	30-Year
ベンチャーキャピタル	6.46	15.09	14.38	7.51	8.58	26.14	30.05	20.20	17.15
アーリーステージ	6.13	13.64	14.93	7.05	7.63	96.52	43.47	26.11	20.52
レーター&エクспанション	8.87	21.40	15.72	12.20	11.72	9.13	11.66	12.47	12.38
マルチステージ	6.21	15.36	13.12	6.76	9.26	7.79	13.59	12.29	11.50
ダウ工業平均	2.12	15.59	14.94	9.93	7.74	6.93	10.02	10.97	11.81
ラッセル1000	6.02	20.91	16.64	10.53	7.98	5.78	8.94	10.13	10.74
NASDAQ	10.82	21.03	16.77	12.51	7.76	5.48	8.32	9.53	8.85
S&P	5.25	19.34	16.27	10.02	7.57	5.33	8.80	9.96	10.72

(出所) Cambridge Associates LLC

『U.S. Venture Capital Index® and Selected Benchmark Statistics』

- 15 <http://www.cambridgeassociates.com/our-insights/research/u-s-venture-capital-2013-q3/>を基に筆者作成

- この表によれば、アーリーステージに投資しているベンチャーキャピタルは、1年、3年、5年、10年の期間においてはレーター&エクспанションステージに対するそれに比べてパフォーマンスが低くなっているものの、15年より長期的な期間でみた場合、ついには逆転し、さらに大きな差をつけていることが分かる。これは前述したように、シード、アーリーステージは果実を得るまでにより長期間を必要とするということの裏付けに他ならない。なかでも、アーリーステージへの投資において、期間を15年としたときのリターン96.52%は
- 20 圧倒的な数字である。また、アーリーステージからも十分なリターンを得ることができるようになる期間の15年間以降は、他の主要な米国株式市場のインデックスに対しても、より上回ったパフォーマンスを着実に示していることが

明らかである。

ベンチャーキャピタル投資は、収益化までに時間がかかるため、大きな資金力と長期的な視野が必要であることを最初に述べた。次に、長期的には大きなリターンを得る可能性が高いことを、アメリカ合衆国を例にして示した。GPIFは約 130 兆円にも上る世界最大級の資金力を持つ公的年金基金であり、日本の社会構造の変化に対応するためにもより高いリターンが要請されている。まさに GPIF がベンチャーキャピタル投資に資金を充てる条件は整っていると言える。また、ポートフォリオの一部にベンチャーキャピタル投資を組み込むことは GPIF 自体にも有益であると同時に、日本の証券市場活性化の観点からも出資者の拡大という面で非常に有効である。

結びにかえて

本稿はこれまで、日本の証券市場の活性化について主に企業目線から述べてきた。家計に関しても、消費者マインドを「貯蓄から投資」へ変えるために「投資信託」の活用を提案した。企業目線では、証券市場に参入する企業を増やすため、ベンチャー企業の IPO に注目した。ベンチャー企業の IPO を増やすためには、ベンチャー企業に対する投資家や出資者の存在が非常に重要である。そうした具体例として、クラウドファンディングやエンジェル投資、ベンチャーキャピタルを紹介した。

課題には出資者の中で特にベンチャーキャピタルに注目し、ベンチャーキャピタルの資金不足やキャピタリストの不足をあげた。

日本の証券市場の活性化により目指すことは、つまり日本経済の活性化、回復である。2013 年から本格的に始まった「アベノミクス」により、日本は 20 年近く苦しんだデフレからの脱却、リーマンショック以後の慢性的な株価の低迷の打破の突破口を見つけたといえる。しかし日本はまだ不景気脱却の糸口を掴んだにすぎず、証券市場の活性化の他にも財政の健全化や雇用問題などの多くの問題が山積している。

ここで財政や雇用問題に焦点を当てることは、この論文の趣旨に馴染まない。証券市場に焦点を絞ってみると、日本の証券市場、特に新興市場には税

制の問題や、出資者の不足、優良な企業の不足などの問題が存在する。「証券市場の活性化」というテーマは10年以上にわたって論じられてきて、「NISA」や「ベンチャー投資促進税制」といった新たな措置も講じられてきてはいるが、いまだ決定的な解決策は登場していない。

- 5 証券市場は日々様々なリスクにさらされている。金融危機などは記憶に新しい。そのため証券市場の活性化は日本経済復活の「必要」条件ではあるが、「十分」条件とは言えない。証券市場の活性化にはこの「リスク」に対する正しい認識が必要だ。我々を含めた多くの日本人がリスクを忌避するのではなく、リスクに関する正しい知識を得ること、異なるリスクを天秤にかけ行動を決定する
10 ような、「リスクリテラシー」を身に付けることが重要であると考える。

<参考文献>

忽那憲治(2008)『IPO市場の価格構成』中央経済社

5 嶋内秀之・伊藤一彦(2008)『ベンチャーキャピタルからの資金調達』中央経済社

東京証券取引所(2004)『入門 日本の証券市場』東洋経済新報社

10 日本証券業協会・高橋文郎『新・証券市場 2012』中央経済社

日本証券経済研究所(2014)『図説 日本の証券市場 2014年版』日本証券経済研究所

15 船岡健太(2007)『新規公開時のベンチャーキャピタルの役割』中央経済社

内閣府 HP <http://www.cao.go.jp/>

金融庁 HP <http://www.fsa.go.jp/>

20 経済産業省 HP <http://www.meti.go.jp/>

日本銀行 HP <http://www.boj.or.jp/>

25 日本証券業協会 HP <http://www.jsda.or.jp/>

年金積立金管理運用 HP <http://www.gpif.go.jp/>

投資信託協会 HP <https://www.toushin.or.jp/>

30 ベンチャーエンタープライズセンターHP <http://www.vec.or.jp/>

中小企業基盤整備機構 HP <http://www.smrj.go.jp/>

金融広報中央委員会 知るぽると HP <http://www.shiruporuto.jp/>

5 日本取引所グループ HP <http://www.jpx.co.jp/>

東京証券取引所 HP <http://www.jpx.co.jp/>

東証マザーズ HP <http://mothers.tse.or.jp/>

10

JASDAQ HP <http://jasdaq.tse.or.jp/jasdaq>

大阪取引所 HP <http://www.ose.or.jp/>

15 三菱東京 UFJ 銀行 HP <http://www.bk.mufg.jp/>

三井住友信託銀行 HP <http://www.smtb.jp/>

三井住友アセットマネジメント HP <http://www.smam-jp.com/>

20

野村証券 HP <http://www.nomura.com/jp/>

野村総合研究所 HP <https://www.nri.com/jp/>

25 野村資本市場研究所 HP <http://www.nicmr.com/nicmr/>

大和総研 HP <http://www.dir.co.jp/>

SMBC 日興証券 HP <https://www.toushin.or.jp/>

30

ELITE E Network HP_

<http://www.elite-network.co.jp/x/dictionary/bizwords/venture.html>

あずさ監査法人 HP

- 5 <http://www.kpmg.com/jp/ja/services/audit/pages/default.aspx>

日本銀行 『資金循環統計』

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sj.htm/>

- 10 野村資本市場研究所 『株式市場 主要取引所の株式時価総額推移』

<http://www.nicmr.com/nicmr/data/market/stock.pdf>

大和証券株式会社 『個人金融資産の日米比較』

https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/gov_debt_management/proceedin

- 15 <gs/material/d20140411-2.pdf>

あずさ監査法人 『AZSA IPO Monthly Report <2014年9月>』

https://www.kpmg.com/Jp/ja/knowledge/article/ipo-monthly/Documents/ipo_monthly_201409.pdf

20

一般財団法人 ベンチャーエンタープライズセンター 『企業家精神に関する調査(GEM調査)』

http://www.vec.or.jp/report_statistics/gem/

- 25 一般財団法人 ベンチャーエンタープライズセンター 『2013年度ベンチャービジネスに関する年次報告書 発表資料』

http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2013_2.pdf

大和総研 『ベンチャー企業の資金調達』

- 30 <http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-m>

[kt.pdf](#)

経済産業省 『ベンチャーキャピタルを通じた資金供給』

<http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g71025a03j.pdf>

5

経済産業省 『企業のベンチャー投資促進税制について』

<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/140117venture.tax.gaiyou.pdf>

10 独立行政法人中小企業基盤整備機構 ベンチャーファンド

<http://www.smri.go.jp/fund/gaiyo/026045.html>

Cambridge Associates LLC

『U.S. Venture Capital Index® and Selected Benchmark Statistics』

15 <http://www.cambridgeassociates.com/our-insights/research/u-s-venture-capital-2013-q3/>