

池尾和人研究会
2010 年度三田祭論文
第 1 部

日本の証券市場 活性化について

2010 年度 池尾和人研究会 証券パート
梅田由希絵
兼平健太郎
高橋良太
二村達之

目次

序章：なぜ証券市場、そして新興市場の活性化が必要か	5
第1章：日本の新興市場とジャスダック	
第1節：日本の新興市場概要	8
第2節：新興市場のブームと低迷	9
第3節：ライブドア関連の不祥事・ライブドア事件後の不祥事	12
第4節：上場企業の質	13
第5節：ジャスダックの目指す先	15
第6節：第1章のまとめ	16
第2章：海外の新興市場の現状	
第1節：本章概要	17
第2節：NASDAQ 概要	18
第3節：NASDAQ 上場管理基準	19
第4節：NASDAQ 市場ブランドイメージ	24
第5節：第2章のまとめ	26
第3章：指定アドバイザー制度導入	
第1節：本章概要	27

第2節：指定アドバイザー制度	27
第3節：TOKYO-AIMの目的	29
第4節：TOKYO-AIMの現状の考察	30
第5節：リクイディティ・プロバイダー（LP）への上場後アドバイス義務付けの検討	32

第4章：ベンチャー成長による新興市場活性化

第1節：産業政策

第1項：本節概要	34
第2項：意義	34
第3項：ベンチャー特区の必要性	35
第4項：産業クラスター計画	36
第5項：産業クラスター計画の成果と限界	38
第6項：アメリカのシリコンバレーとの比較と人材育成の必要性	42
第7項：第1節のまとめ	47

第2節：ベンチャーキャピタル及びエンジェル層の拡大による新興市場の活性化

第1項：本節概要	48
第2項：ベンチャーキャピタルとは	49
第3項：日本型ベンチャーキャピタル	50
第4項：日本型ベンチャーキャピタルの展望	55
第5項：ベンチャーキャピタルまとめ	56

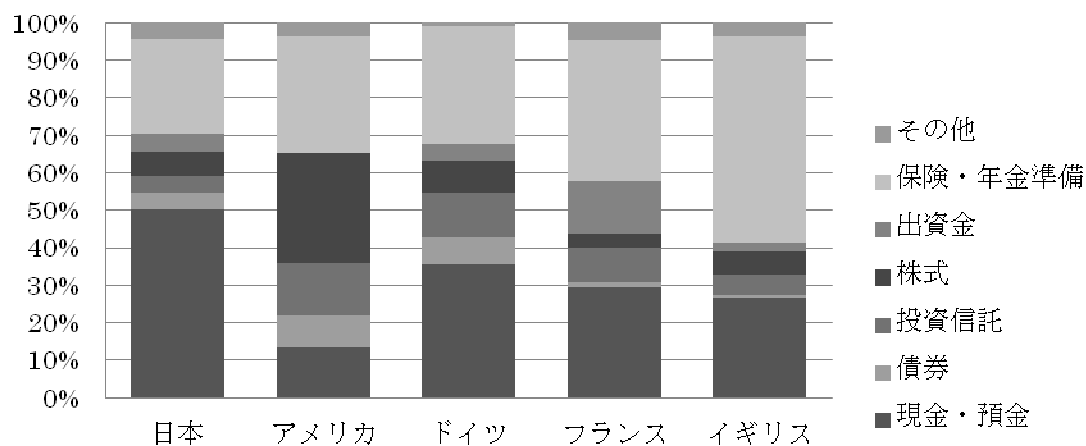
第6項：エンジェル	57
第7項：エンジェル投資の意義	58
第8項：エンジェル税制とは	59
第9項：エンジェル税制改正の歴史	59
第10項：日米エンジェル税制の比較	60
第11項：エンジェルネットワークとは	61
第12項：エンジェルネットワーク形成の意義	62
第13項：日本型エンジェルネットワークの現状と問題点	62
第14項：エンジェル投資家を増やすという目的の実現可能性	63
第3節：第4章まとめ	64
第5章：第1部総括	65
参考文献	67

序章 なぜ証券市場、そして新興市場の活性化が必要か

私たちは、証券市場の活性化というテーマのもと、新興市場、特にジャスダックの活性化に着目し以下の論文を書いた。そこで序章ではなぜ証券市場の活性化が必要であるか、どのようにして新興市場、特にジャスダックの活性化に繋がったのかを述べる。

最初に、なぜ証券市場の活性化が必要か述べる。理由として証券市場の持つ役割の強化が挙げられる。証券市場は家計や機関投資家に対しては資金運用手段を提供し、企業に対しては資金調達手段を提供する。そして社会全体に対して、企業の株価など経済主体の意思決定に影響を与える情報を発信する機能を担う。例えば株価が適切なものであれば、株価の推移から成長企業や成長分野が推測され、経済主体の意思決定にとって大変参考になる。そしてこれらの証券市場の持つ役割は、証券市場が規模、質がともに十分に確保されて初めて適切に果たされる。しかし、現在の証券市場がこれらの役割を十分に果たしているとは言えない。実際に図表1から分かるように、日本の家計が持つ金融資産における現金・預金の比率は諸外国よりも高く、証券の比率は低い傾向にある。つまり、証券市場が家計の資金運用手段として十分に機能していないという事である。

図表1 家計における金融資産の内訳 (2007年度)



- ・データは経済産業省より
- ・アメリカでは株式と出資金の合計値を株式の項目にあてた

そして、家計から直接に証券市場へ資金が流れず、いったん銀行に資金が集まり、銀行を経由して企業に主に貸付の形で資金が流れている現状は、企業の資金調達の場合としての証券市場にマイナスであり、企業の資金調達の選択肢を狭める事に繋がっている。また、銀行に大量の資金が集まる事は、日本の金融が過度に銀行を経由した間接金融に偏り、銀行にリスクが集中する弊害をもたらす。さらに、企業の銀行借入の需要量に比べて銀行に集まる資金が多いことから、銀行が企業への資金貸付において適切な金利を付けられない、つまり実際のリスクに比べて低い金利しか付けられていないという問題が生じている。証券市場の情報発信機能に関しては、証券の流動性の確保と適切な情報開示が重要である。しかし新興市場を中心に証券の流動性確保と適切な情報開示が十分でなく、情報発信機能が適切に働いていないという問題が存在する。これらのように証券市場が活性化していない現状は多くの問題を生じさせているため、証券市場の活性化を推進していく必要がある。

次に、なぜ証券市場が活性化しないのかを述べる。日本では1996年から始まった金融ビッグバン以降、「貯蓄から投資へ」を合言葉に証券市場の活性化が図られて来た。しかし、家計における金融資産の内訳で現金・預金が他国に比べ大きい事からも分かるように成果が上がっていない。私たちは成果が上がらない原因として日本の証券市場を取り巻く三つの根深い問題が強く作用していると考えた。1つ目は日本の家計が雇用を通じて大きなリスクを取っている事である。日本では今となっては崩壊しつつあるが、伝統的に終身雇用、年功序列賃金に近いものが行われて来た。そのため、社員は若いうちは仕事を通じて生み出した価値に比べて低い報酬を受け取り、年配になると仕事を通じて生み出した価値に比べて高い報酬を受け取る。これは会社の経営が順調でリストラが行われないのなら大きな問題はないが、実際には会社の倒産や社員のリストラは現在ではよく行われている。若い社員にとっては、会社が倒産する、あるいはリストラを受けると職を失うだけでなく、現在の報酬が低い事と引き換えに将来に受け取れる予定の報酬を受け取れなくなってしまう。これは大問題である。さらに、日本では中途採用の市場が発達していないため、再就職のハードルは高い。以上の事から日本の家計、特に若い世代の家計は雇用を通じて勤め先の企業に依存した大きなリスクを取っている事が分かる。そしてこの事は、企業の業績に依存するリスクを持つ株式を始めとする証券への投資を抑制する。2つ目は家計の資産保有が高齢者に偏っている事である。実際に2006年度における世帯主年齢が60歳以上の家計が保有する金融資産残高の割合は家計全体のうち58.5%であり、高齢化の進展に伴って今後さらに割合が増加すると考えられる。定年退職した高齢者にとって資産は、自らの近い将来の生活資金であり、多くの場合株式への投資など高いリスクを取る事は非合理的であり行われにくい。3つ目は日本の証券市場に上場する株式の収益性が低いため日本企業の株式への投資が行われにくいという事である。そもそも、ある地域で収益を上げる平均的な企業の株式の収益率の変動と、その地域の経済成長率の変動は非常に似た動きをする。こ

これは、経済成長によって生まれた果実の分配が投資収益の重要な構成要素であるからである。そして日本の証券市場に上場する企業の大半は日本企業であり収益の多くの部分を日本で稼ぐ傾向にある。日本の経済成長率は低いので当然の結果として特に内需産業を中心に株式の収益率は低くなる。以上の事から日本の証券市場に上場する株式の収益率を上げるには、日本企業の海外進出を促すか日本の経済成長率自体を上げる必要があると言えるがどちらも決して容易ではない。

最後になぜ新興市場の活性化に注目したのかを説明する。日本の証券市場を取り巻く根深い問題として説明した 1 つ目と 2 つ目の事は、一言で言うとならばリスクマネーの量が大きく制限されるという事である。ここで日本の家計が保有する金融資産と証券市場の時価総額を比べてみる。日本の家計が保有する金融資産は 1400 兆円ほどである。東証 1 部の時価総額は 2010 年 9 月末で 280 兆円ほどである。一方で、国内の 2 大新興市場であるジャスダックとマザーズの時価総額の合計は 2010 年 9 月時点で 10 兆円ほどである。一般に家計はリスク回避的であり、東証 1 部にましてハイリスクな新興市場を避けると考えられる。しかし新興市場の規模は家計が保有する金融資産と比べて非常に小さく、2005 年の新興市場が現在の新興市場の 2 倍ほどの時価総額であった事を考えると、新興市場が健全なハイリスク・ハイリターンな市場となれば活性化は期待できると考える。根深い問題の 3 つ目に関しては、解決策として日本経済の成長率を上昇させる事を紹介した。そこで私たちは新興市場の活性化を通じて日本の経済成長率を上昇させようと考えた。これは新興市場が活性化し楽天的な優良な成長企業が次々と生まれれば日本経済が活性化し、成長率も上昇し、経済成長率の上昇によって根深い問題の 3 つ目が解決されると同時に、国民の所得が上昇する事によってリスクマネーが増加し、根深い問題 1 と 2 も改善され証券市場全体が活性化すると考えられるからである。

以下で新興市場をいかに活性化させるかを述べていくが、私たちは国内で圧倒的な規模を持つと同時に質がライバルのマザーズに比べて悪いジャスダック市場に特に注目した。また、私達はこの論文でジャスダックなどの新興市場と新興市場を取り巻く環境の両方を包括的に広く分析した。これは、証券市場は市場の諸制度からだけでなく、市場を取り巻く環境からも大きな影響を受けると考えたからである。

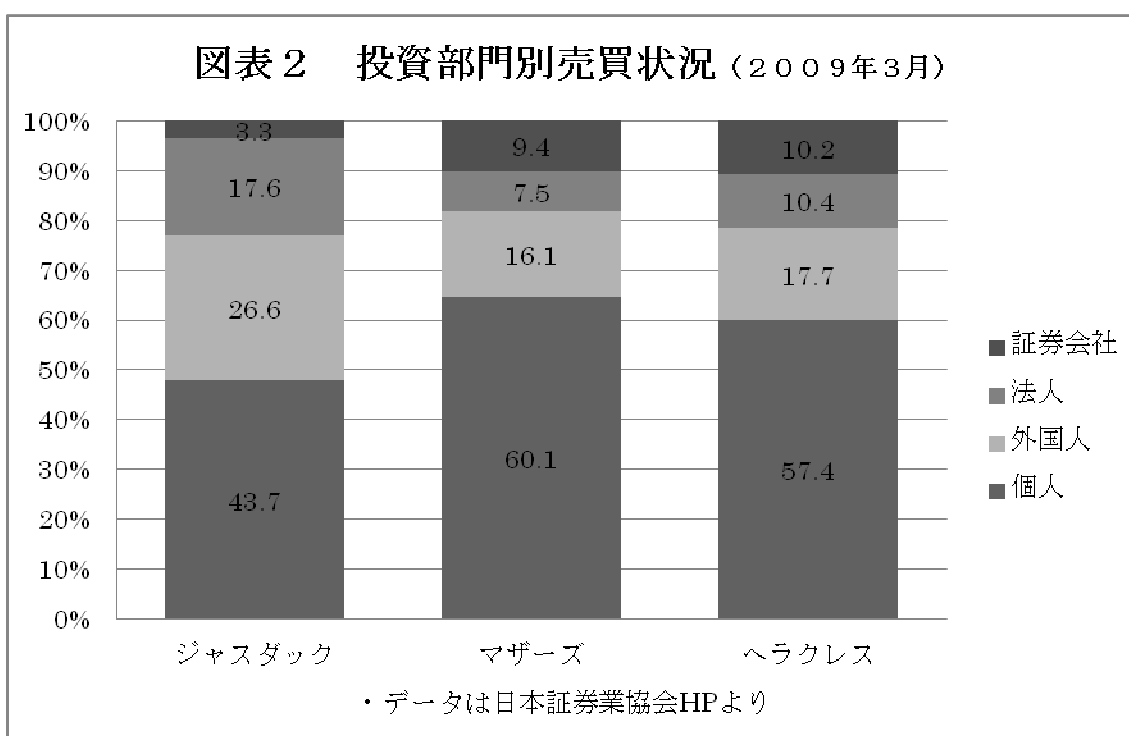
第1章日本の新興市場とジャスダック

第1節 日本の新興市場の概要

現在、日本には主に5つの新興市場が存在する。規模の大きい市場としてジャスダック、東証マザーズの2つが存在する。特にジャスダックは2010年9月時点で時価総額が8兆8000億円ほどのアジア最大の新興市場であり、2010年9月時点の時価総額が1兆1000億円ほどのマザーズと比べると分かるように国内では圧倒的な大きさである。しかし韓国の新興市場であるコスダックの急成長や中国での新興市場の創設などを考えるとジャスダックのアジアにおける地位も安泰では無く、今後はアジアの新興市場との競争が激しくなっていくものと考えられる。また日本には、ジャスダックとマザーズ以外にも名古屋、福岡、札幌に小さい規模の新興市場が存在する。

ここで日本において圧倒的な大きさであるジャスダックについて概要を説明する。ジャスダックは2010年10月にジャスダック、ジャスダック NEO、大証ヘラクレスの3つの新興市場が統合して出来た市場である。なお新たに出来たジャスダックはヘラクレスと同じく二部構成で、スタンダード市場と上場基準がより緩やかで赤字企業でも上場可能なグロース市場の二つから構成される。統合後とそれ以前のジャスダックを区別するために、この論文では前者をジャスダック、後者を旧ジャスダックと呼ぶこととする。ここで、3つの証券市場がジャスダックに統合するにいたった経緯を述べる。当初は、日本証券業協会が運営する店頭市場（後の旧ジャスダック）がベンチャー企業による株式公開の場として中心的役割を担っていた。しかし1999年に東証マザーズ、2000年にはナスダック・ジャパン（後のヘラクレス）といった新しい新興市場が開設され三つ巴の競争がなされるようになった。そんな中、旧ジャスダックは、2007年に将来性のある技術やビジネスモデルを持つが旧ジャスダックの上場審査基準を満たせない、発展段階がよりアーリーな企業が上場する市場として、旧ジャスダックよりも上場審査基準を緩和したジャスダック NEOを別に創設した。しかし旧ジャスダックは競争に伴う経営の悪化から、ヘラクレスを運営する大阪証券取引所に完全子会社化された。こうして大阪証券取引所は旧ジャスダック、ジャスダック NEO、ヘラクレスの3つの新興市場を持つようになり、2010年10月にこれらを統合し「ジャスダック」とした。

また、新興市場では個人投資家が投資家サイドの中心である。実際に 2009 年の新興市場での投資部門別の売買状況は以下の図表 2 の通りで個人投資家が主役であり、新興市場の活性化を目指すならば個人投資家に特に注目すべきであると言える。なお、機関投資家による投資が小さい理由としては、1 社当たりの時価総額が小さく 1 社に投資できる金額が小さい、アナリストレポートが書かれていない企業が多い、流動性が低いのと時価総額の規模が小さいために売りたいときに株を売れない事が多い、上場企業の質が低いといったことがあげられる。

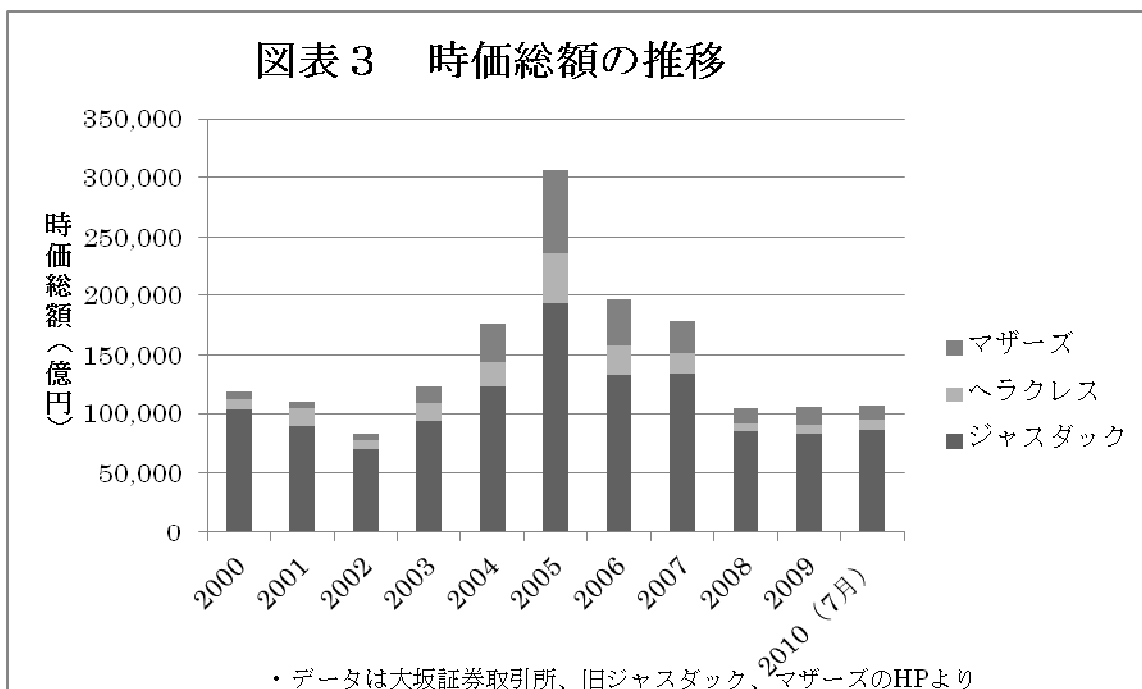


第2節 新興市場のブームと低迷

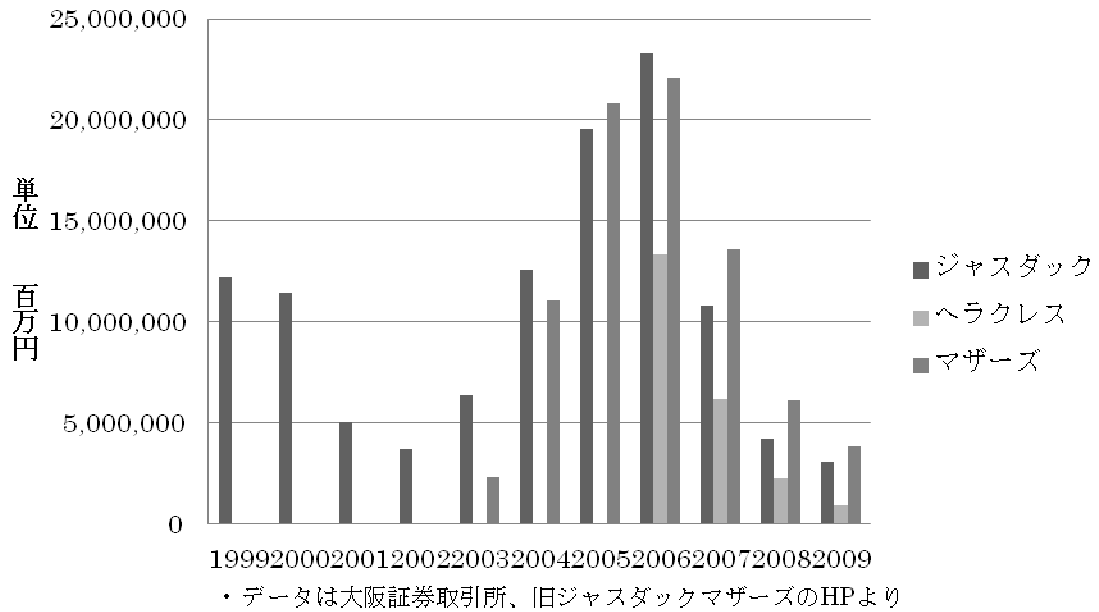
第1節で述べたように、日本の新興市場は 2000 年前後に相次いで開設されたが、これは 90 年代以降の日本経済の低迷を打破する有力な方法としてベンチャー企業の育成に期待が集まった結果である。さらにベンチャー企業には IT 企業が多く、2000 年に絶頂を迎えた IT バブルが日本の新興市場の相次ぐ開設を支えた。IT バブルの崩壊に伴って新興市場は一時低迷するものの、図表 3 の通り、2003 年ごろから急速に回復し始め新興市場バブルと呼ばれる状況になり、時価総額も急上昇した。しかし、2006 年 1 月に起きたライブドアショックを始めとする相次ぐ新興市場での不祥事を契機に、新興市場は大きく低迷し、その低

迷は現在も続く。

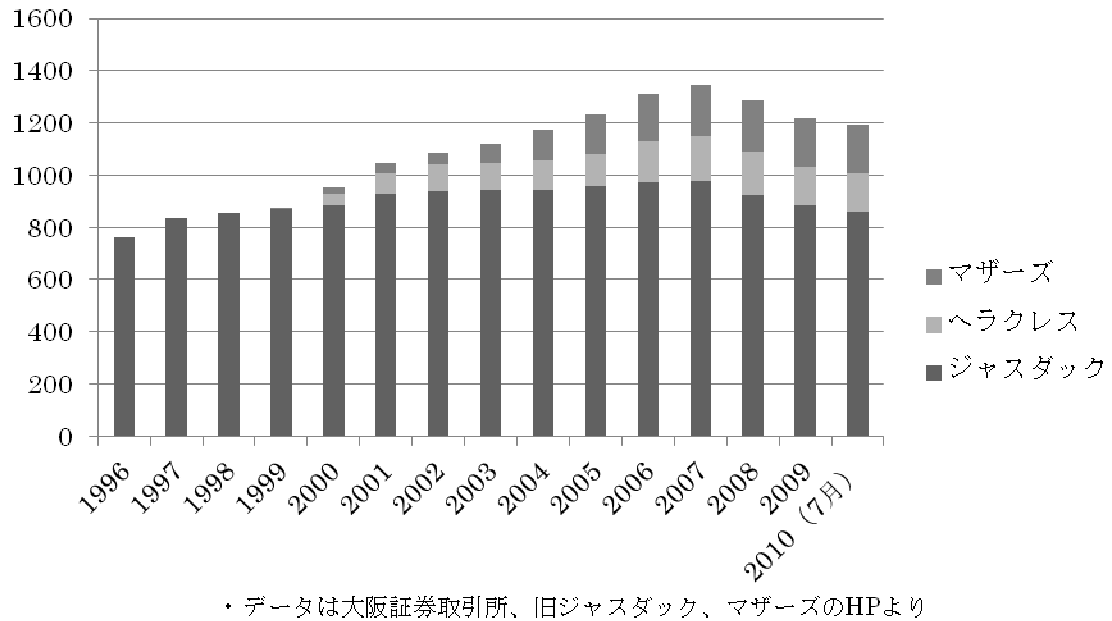
以下で、新興市場の低迷を、グラフを見つつ具体的に説明していく。まず時価総額の低下を説明する。図表3から分かるように時価総額は大きく低迷している事が分かる。さらに図表3・5を比べると分かるように、時価総額低下の最大の原因は上場企業数の減少ではなく、平均株価の下落である事が分かる。次に流動性の低下を説明する。図表4の通り新興市場における年間の売買代金の合計も低迷しており市場に活気が無く流動性が低下している事が分かる。特に旧ジャスダックの流動性の低下は深刻で、朝日新聞社によれば、2010年10月4日から8日の旧ジャスダックでの値付率は75%であり、4分の1の銘柄は売りたくても売れない状況であった。そして旧ジャスダックに上場していた企業がジャスダックに上場している企業の大半を占める事を考えると、ジャスダックの流動性の低さは容易に想像がつく。一方で図表3・4・5を比べると分かるようにマザーズの流動性はジャスダックに比べて断然に高いと分かる。最後に上場企業数の低下を説明する。図5から上場企業数が減少している事が分かる。これは不景気、審査の厳格化、さらに市場の質の低下によって以前に比べて新興市場での資金調達が難しくなった影響で新規上場する企業数が低迷しているためである。以上のように新興市場の低迷を見てきたが、日経平均株価が2003年から2007年の中頃まで順調に上昇していた事と比べると、新興市場の低迷はさらに明らかである。



図表4 年間売買代金の推移



図表5 上場企業数の推移



第3節 ライブドア関連の不祥事・ライブドア事件後の不祥事

第2節で日本の新興市場、特にジャスダックがいかに低迷しているかを述べたが、この節では新興市場低迷の契機となったライブドアショックを始めとする相次ぐ不祥事と、なぜそれらの不祥事によって市場が低迷したのかを述べる。最初に新興市場での不祥事の先駆けとなったライブドア関連の事件を説明する。

ライブドア関連の不祥事の内容は主に、関係会社による M&A に関する偽計・風説の流布とライブドアグループの 2004 年 9 月期決算の粉飾である。特に 2006 年 1 月に東京地検特捜部がライブドアに対して大規模な家宅捜索を行ったのはマスコミでも大々的に報道され記憶に新しい。偽計・風説の流布の舞台となったのは、ライブドア子会社のバリュークリックジャパンである。バリュー社はマネーライフ社を完全子会社した際に、「大きな事業シナジーが見込める」と説明した。バリュー社はインターネット広告事業を行っており、マネー情報誌を発行するマネーライフ社を完全子会社することで、バリュー社の事業に金融に特化した広告媒体が加わる事になり一見シナジー効果があるように見える。しかし、マネーライフ社はもともとライブドアグループが大半を出資する投資組合に全株式を保有される形で事実上ライブドアグループに支配されており、バリュー社の子会社にするだけの事をあたかも企業買収によって「大きな事業シナジーを見込める」とするのは問題がある。さらに、バリュー社はマネーライフ社買収の発表後に自社株を 100 分割する事を決定した。株式の大幅な分割は一時的に株の品薄状態を作り出し、株価上昇の要因となる事が多く、実際にバリュー社の株価は買収発表の効果もあり一時的に 45 倍まで高騰した。そしてバリュー社によるマネーライフ社の買収は株式交換の形で行われたため、バリュー社の株価の高騰はマネーライフ社を、投資組合を通じて支配していたライブドアグループにも間接的に利益をもたらした。また、マネーライフ社の企業価値を過大評価する形で、買収に伴う株式交換の割合を操作し、投資組合にバリュー社の株式が多く渡りライブドアグループがより多くの利益を得られるようにした。また 2004 年 9 月期のライブドアグループの粉飾決算では、実際には経常損失が 3 億円であったにもかかわらず、経常利益を 50 億円と見せかけたとされる。

ライブドア事件後も新興市場では不祥事が相次いだ。以下で具体例をいくつか挙げる。具体例の 1 つ目はヘラクレスに上場していたコンピューター関連企業のアドテックスである。アドテックスは 2006 年 4 月に民事再生法の適用を申請したが、後に暴力団の組長が副

社長に就任した事が発覚した。具体例の2つ目は電気通信工事会社 TTG である。TTG は 2007 年 1 月に有価証券報告書の虚偽記載でジャスダックから上場廃止になった。3 つ目は不動産業のヒューネットである。ヒューネットは 2007 年 3 月期の利益を 11 億円の黒字と予想していたが、実際には 374 億円の赤字となり、見積もりの甘さを露呈した。具体例の 4 つ目は半導体製造装置メーカーのエフオーアイである。エフ社は 2009 年 11 月にマザーズに上場したが、上場前から決算の粉飾していたことが 2010 年になって明らかになった。エフ社は 2009 年 3 月期の売上を約 118 億円としていたが実際には数億円であった。そして朝日新聞社の集計によると、新興市場に上場する企業のうち会計・情報開示が不適切だった企業数が 05～09 年で 98 社に上り、増加傾向にあり、特に 08 年は 29 社であった。このように、以前として新興市場の不祥事が続いている事が分かる。

次に、なぜ相次ぐ不祥事によって新興市場全体が低迷したのかを説明する。根本的な事として、相次ぐ不祥事によって、収益力、将来性など様々な観点で企業の質が、投資家が 2004 年や 2005 年あたりで想定していたものよりもずっと低かったことが露呈したために株が売られた事があげられる。さらに、相次ぐ不祥事によって新興市場全体が信頼を失いそれによって投資家が離れて行ったことも考えられる。

第 4 節 上場企業の質

第 3 節で相次ぐ不祥事によって新興市場に上場する企業の質が低かった事が露呈したことが新興市場の低迷を招いたと説明した。そしてこの節ではなぜ新興市場に上場する企業の質が維持されていないのかを説明する。上場企業の質を維持するシステムは大きく二つに分けられる。一つ目は新規上場の際の審査である。二つ目は企業の上場後に行う基準に達しない企業の管理である。

まず 1 つ目の新規上場の際の審査を説明する。企業の上場の審査をするのは監査法人、証券会社、新興市場の 3 者である。監査法人は決算が適切に行われているかを審査し、証券会社は IPO を希望する会社が上場するレベルに達しており上場引受を行って良いかを審査し、証券会社の引受審査をクリアすると最終的に新興市場が上場の基準を満たしているかを審査する。なお基本的には、会計が適切であるかの審査は監査法人が行い、証券会社や証券取引所はその監査法人による審査を前提とした上で自らの審査を行う。証券会社の引受審査項目は、公開的確性、企業経営の健全性と独立性、事業継続体制、業績の見通し

など幅広い範囲に及ぶ。新興市場が行う審査の基準は大きく二つに分けられる。1つ目は形式審査基準と呼ばれるもので、新興市場が提示する上場に必要株主数や純資産額など形式的なものである。2つ目は実質審査基準と呼ばれるもので、将来性はあるか、内部管理体制が有効であるか、会社情報の管理や開示が適切であるかなど形式的でないもので、書面だけでなくヒアリングや実地調査を通じて行われる。日本の新興市場への上場に関する審査は、形式審査基準は国際的に見ても決して甘いものではなく不祥事が相次いだ後も大きな変更が無い一方で、それ以外の監査法人や証券会社による審査と新興市場による実質審査は甘い傾向にあり、これが新興市場の質を維持されない原因となっている。実際に、東証の社長も2007年5月の会見で「上場後の成長性について、明確な検証を行わなかったことは痛烈に反省している」と発言し、審査が緩かった事を認めている。上場審査が甘くなった主な原因は、一部の監査法人・公認会計士における職業倫理の欠如、証券会社間の企業のIPOに関する主幹事ポスト獲得競争、新規に元引受に参入した証券会社のノウハウ不足、新興市場間の上場企業獲得競争である。新興市場で不祥事が相次いで以降、監査法人による審査、証券会社の引受審査、新興市場の実質審査は強化される傾向にある。以下、審査強化の具体例をいくつか述べる。

監査法人に関しては、業界団体である公認会計士協会が、監査人が別の監査法人によって行われた監査をチェックする「品質管理レビュー」というシステムを通じて、審査を強化してきた。具体的に説明すると、2007年の上場会社監査事務所登録制度の新設によって、2007年4月2日以降に初めて上場企業と監査契約を結ぶ監査会社は監査の品質が一定以上であるかを「品質管理レビュー」を通じて必ずチェックされる事となった。証券会社に関しては、業界団体である日本証券業協会が定める「有価証券の引受け等に関する規則」が改正され、引受審査項目が明確化され証券会社による新規上場の際の審査は厳しくなった。旧ジャスダックに関しては、上場申請企業が反社会的勢力との関係が無い事を自主的に点検し問題がない事を証明する手続きが義務付けられた結果、企業は内部統制システムの整備を求められるようになった。マザーズに関しては、事業計画の合理性に関わる上場審査項目が新設されるなど審査が強化された。これらのように、ライブドア事件後は新規上場の際の形式的で無い部分の審査は強化される傾向にあるが、前節で説明したエフオーアイ社による上場前からの粉飾決算からも分かるように問題は解決されていない。特に企業による粉飾は、経営者を中心に会社ぐるみで不正に加担していれば、会計士が見抜くのは難しく解決は簡単ではない。

次に上場後の管理について説明する。上場後は主に監査法人と新興市場によって上場する企業の質が維持される。ジャスダックやマザーズでは、上場企業は有価証券報告書等が適正である事を示す意見表明を監査法人にしてもらわなくてはならない。監査法人による、報告書が適正である事を示す意見表明がなされないと企業は上場廃止になるため、監査法

人は会計監査を通じて上場する企業の質の維持に携わっていると言える。会計監査は、先程も述べたが、日本公認会計士協会が中心となって強化される傾向にあり、企業への負担が大きくなりすぎない程度で強化は続けていくべきであると言える。しかし、企業による経営者が関与した組織ぐるみの粉飾は見抜くのが難しく、会計監査の強化によって新興市場が大きく活性化することはあまり期待できない。新興市場による上場企業の管理に関しては、各新興市場はそれぞれ、財務内容、流動性、株主の権利の不当な制限、反社会的勢力の関与などの上場廃止基準を設けており、その基準に抵触した企業はまず証券取引所による指導を受け、それでも上場廃止基準をクリア出来ない場合は上場廃止となる。上場廃止基準はアメリカのナスダックと比べると甘く、質の悪い上場企業が市場から退出せず、市場の質が維持されない大きな原因の1つと考えられている。しかし近年では市場の質を良くする目的で上場廃止基準が厳しくなる傾向にある。実際にマザーズでは2009年に株価に関する上場廃止基準が新設された。また、第5節で述べるがジャスダックでも上場廃止基準は厳しくなった。

以上のように、上場企業の質の維持に関して上場前の審査と上場後の管理を述べてきたが、特に新興市場による上場後の管理の強化が新興市場活性化のカギとなると考える。上場前の審査に関しては厳しくしすぎると、高い成長の潜在力を持った企業が上場を避けたり、日本の新興市場を避け海外の新興市場に流出したりで、上場企業数が減り市場の活性化にマイナスとなると考えられる。一方で、上場前の審査はあまり厳しくしなくても、新興市場が上場後の管理を強化することで「多産多死」型の市場を作る事によっても上場企業の質の維持は十分可能である。そして、上場後の管理の強化の方が、上場前の審査の強化に比べ、ベンチャー企業の積極的な上場を通じた事業拡大の挑戦を促せ、新興市場、さらには日本経済にとって望ましいと考える。そして、実際にジャスダックは既に「多産多死型」の新興市場を目指して上場後の管理の強化に乗り出している。

第5節 ジャスダックの目指す先

第2章で新興市場、特にジャスダックの質が維持されていない事を述べた。そして第4章でジャスダックが「多産多死」型の新興市場を目指して既に動いていると述べた。そこで、この節ではジャスダックの動きについて説明する。

ジャスダックは2010年10月の統合を契機に魅力ある新興市場を目指し大きく舵を切りだした。ジャスダックの基本的な方針としては、「最先端」といったような強いブランドイメージを持つ米ナスダックのような、ベンチャー企業も多く上場する一方で、マイクロソ

フトやシスコシステムズといった世界的な IT 関連の大企業も多数上場するような市場を目指す方針である。これは現在のジャスダックはマザーズと共に東証 1 部・2 部への登竜門的な立ち位置となっていることが大きく影響する。マザーズはそもそも東証が運営する新興市場であり、成長した上場企業が東証 1 部・2 部に移っても問題はない。しかしジャスダックは大証が運営する新興市場であり、成長した上場企業が東証 1 部・2 部へ移るという事は、企業の流出を意味し大証の経営にとって大きな問題となる。そのためジャスダックは米ナスダックのような市場のような、成長した企業にそのままジャスダックに上場し続けてもらえる市場を目指すこととなった。また、ジャスダックが米ナスダックのような「最先端」といったブランドイメージを持つ新興市場となれば、「安定感がある」「古めかしい」といったイメージを持つ傾向にある東証への登竜門であるマザーズとの、新興市場における住み分けが行われるということである。2 大新興市場の住み分けが行われる事は、新興市場の質の低下の大きな要因となった新興市場間の競争が緩和されることであり日本の新興市場全体にとっても望ましいと言える。そして以下で、米ナスダックのような魅力的な新興市場を目指すジャスダックの具体的な動きを述べる。

ここでは特に第 4 節の最後で述べた、ジャスダックが上場企業の質を維持するために行った上場企業の管理の強化について述べる。ジャスダックでは旧ジャスダックやヘラクレスに比べ上場廃止基準が強化された。具体的に言うと、ジャスダックでは 4 年間にわたって営業赤字と営業キャッシュフローのマイナスが続き、1 年以内に営業利益又は営業キャッシュフローがプラスとならない場合は上場廃止になるという新基準が導入された。これは、5 年間にわたって営業赤字と営業キャッシュフローのマイナスが続く企業のビジネスモデルは既に崩壊しており、市場の質を維持するためには上場の継続を認めるべきでは無いとの判断に立っている。一方でジャスダックは、これも第 4 節で述べた事だが、新興市場活性化の観点から上場前の審査に関しては必要以上に厳しくはしない方針である。このようにジャスダックは、上場審査は厳しくせずに、上場後の管理を強化することで市場の質の維持する、「多産多死」型の市場を目指している。

また、詳しくは第 2 章で述べるが、米ナスダックのシステムをまねた、アナリストレポートプラットフォーム制度を導入し、市場の活性化を目指している。

さらに、ジャスダックは、提携関係にある米ナスダックとの重複上場を目指す企業を支援する方針を明らかにした。ここからも、ジャスダックがマザーズとの差別化を図り、東証 1 部・2 部への登竜門的な立ち位置からの脱却を目指している事が読み取れる。

第6節 第1章のまとめ

この章では、まず第1節・第2節で日本の新興市場の成り立ちなどの概要を説明し、日本の新興市場、特にジャスダックが低迷している現状を説明した。次に第3節で相次ぐ不祥事の説明と、相次ぐ不祥事によって新興市場で上場企業の質が維持されていない事が露呈し投資家が離れて行った事を説明した。第4節では、なぜ上場企業の質が維持されなくなったかを、監査法人・証券会社・新興市場の三者を中心に説明し、その中でも特に新興市場による上場企業の管理が新興市場健全化のカギであると述べた。そして最後に第5節では、ジャスダックが市場の活性化を狙い、米ナスダックのような市場になる事を目指していると、上場企業の管理の強化など具体例をあげて説明した。そこで私たちは、ジャスダックが米ナスダックのような魅力的な市場になるために、さらに米ナスダックから導入すべきシステムがあるのではないかと考え、次の第2章で米ナスダックを主にジャスダックと比べつつ分析し、比較検討した。

第2章 海外の新興市場の現状

第1節 本章概要

前章までは日本の新興市場の概要、変遷、上場する企業の質について考察した。前節のように上場企業の質には上場審査と上場管理基準の2点が重要であり日本の新興市場では未だ発展途上段階であるといえる。そもそも、新興市場における上場基準とは上場希望企業の将来的収益性の見込みと、適正な株式の価格形成の2点を審査するものであり、これらの範囲が満たされている限りで入り口は広く開かれるべきである。

さらに、ジャスダックが国内の話に限らず海外の新興市場と競争するという面において

ブランドイメージの獲得は重要な要素である。こうした点において、米国で先進的に成功を修めジャスダックのモデルともなっている NASDAQ 市場を取り上げる。NASDAQ 市場の強みとして多くのハイテク・IT 企業がニューヨーク証券取引所といった大手市場に移動することなく NASDAQ に残り続けながら資金調達を行っている点が挙げられる。これは、NASDAQ が単なるニューヨーク証券取引所に上場するステップとしてのベンチャー向け市場という位置づけではなくハイテク・IT 企業に特化した先進的かつ利回りの高い次世代証券市場としてのブランドイメージを作り上げているためである。従って本章では、NASDAQ 市場の株式公開・上場管理基準とブランドイメージ戦略を考察し、今後ジャスダックがどのような上場管理策・ブランドイメージ戦略をとるべきかを提言する。

第2節 NASDAQ 概要

“National Association of Securities Dealers Automated Quotations”の略で、ナスダック OMX グループが運営する米国の店頭株式市場である。1971年にNASD（全米証券業協会）の主催により開設された世界初のコンピューターシステムによる電子株式市場で、2008年にNASDAQを運営するNasdaq Stock Marketとスウェーデン・フィンランドの証券取引管理会社のOMXが経営統合して、その運営会社は「NASDAQ OMX Group（ナスダック OMX グループ）」となる。NASDAQは、NYSE（ニューヨーク証券取引所）と並ぶ、米国の代表的な株式市場で、ナショナル・マーケットとスモールキャップ・マーケットの2つからなる。一般的には、規模の大きい会社をナショナル・マーケットで、小さな会社をスモールキャップ・マーケットで取り扱う。本市場は、ベンチャー企業や中堅企業だけでなく、インテル、シスコシステムズ、デル、マイクロソフト、アップル、オラクル、アドビシステムズ、グーグル、アマゾン、イーベイなどのハイテク・IT企業も数多く公開している。

第3節 NASDAQ 上場管理基準

上場基準	財務基準	上場基準1 純資産1500万ドルかつ税引き前利益が直前期あるいは直近3期のうち2期で100万ドル 上場基準2 純資産額3000万ドル 上場基準3 ①時価総額7500万ドル ②総資産7500万ドルかつ総収入7500万ドル
	浮動株式数	110万株
	株主数	100株以上保有する人が400人
	最低取引価格	5ドル
上場維持基準	財務基準	上場基準1 純資産1000万ドル 上場基準2 ①時価総額5000万ドル ②総資産5000万ドルかつ総収入5000万ドル
	浮動株式数	上場基準1 75株 上場基準2,3 110万株
	株主数出来高	100株以上保有する人が400人
	株式最低取引価格	1ドル

(図表 2-1)NASDAQ 上場管理基準 1

(出所)<http://fpkijima.com/kanenasi/31>

NASDAQ では現在上記表(図表 2-1)のような上場管理基準を設けている。財務基準に関しては上場基準 1/2/3 の内どれか 1 つの条件を満たしていれば上場出来る。前述の、将来的収益性の見込みは財務基準で、適正な株式の価格形成は浮動株式数と株主数で確保されているかを審査している。これらの基準は東証マザーズと比べると緩く上場基準は比較的容易に満たせる反面、上場維持基準の株式最低取引価格が 1 ドル以下になると 30 日間で上場廃止になるため株式分割等は慎重に行わなければいけない。さらに、米国株式市場では、その企業が十分な利益を出しているかよりも、下記の表(図表 2-2)のような一定の基準を満たした証券情報のディスクロージャーや流動性の確保を法的に義務付けることで、株式公開を比較的容易にしている。つまり、利益率そのものよりも流動的に株式が売買される中で情報開示を重視することで証券所ではなく投資家に投資先企業を選択してもらい投資家の目に適わなかった企業は自然淘汰されていくという考え方に基づいている。

次に、情報開示と流動性確保の制度として代表的なマーケットメイク制について考察してみよう。

上場基準	マーケットメーカー	上場基準1,2 3 上場基準3 4
	コーポレートガバナンス	Yes
上場維持基準	マーケットメーカー	上場基準1 2 上場基準2 4
	コーポレートガバナンス	Yes

(図表 2-2)NASDAQ 上場/廃止基準 2

(出所) <http://fpkijima.com/kanenasi/31>

まず、マーケットメイク制とは、常にそれぞれの銘柄に対し、マーケットメーカーが存在し、マーケットメーカーが売買に応じることのできる売買の値段を提示し、条件のあった注文に応じて売買を行う方式である。NASDAQ では 1 銘柄につきマーケットメーカーが 3~4 社求められる。しかしながら、マーケットメイク制は投資家と企業の仲介役として機能し流動性の確保が行われる反面、マーケットメイカーが提示する買い気配と売り気配の差が広く、この差は提示する値段を調整できるマーケットメイカーにとっては利益になり、かつ公の場では公表されないという問題点がある。この問題点を NASDAQ ではオーダーハンドリングルールという規制を敷き補完している。これは、

- ・顧客の注文が自社の気配より有利な場合は自社の気配として提示する義務がある。
- ・自社の気配と顧客の指値が同じ値段の場合は顧客の注文を優先する義務がある。

というルールであり、マーケットメイカーのピンハネを防止するルールとして機能している。

ジャスダックでは 2008 年 3 月 21 日までジャスダック市場においてマーケットメイク制が採用されており、それ以降はリクイディティ・プロバイダー制度に移行している。その理由としては、ジャスダックではオーダーハンドリングルールのような補完規則が適用されていなかったため投資家のマーケットメイク制度離れから手数料収入が落ち込んでいたためである。リクイディティ・プロバイダー制度により全銘柄がマーケットメイク制からオークション方式に移行したことで、毎営業日売り気配と買い気配を提示する事が出来る

が、そのままでは価格の変化が激しく分かりにくくなるためマーケットメーカーのような立場のリクイディティ・プロバイダーが仲介し時間・価格の条件をすり合わせ、分かりやすく、流動性の高いシステムを構築しており今後のさらなる普及が期待される。

次に、NASDAQ コーポレートガバナンス規定では図表 2-3 のルールが定められている、

(A) 年次報告書および中間財務報告の配布

①監査済年次報告書（子会社があれば連結財務諸表）を、年次の株主総会開催前に、合理的な期間内に、株主に配布し、ナスダックに登録しなければならない。

②SECルール13a-13にしたがって、SECにForm 10-Qの損益計算書を含む四半期報告書をSECに登録前または以後速やかに株主に送付し、および1部をナスダックに登録しなければならない。四半期報告書は、最低、異常項目、臨時的性格のものを、税引前および税引後または純利益および見積繰延税金を損益計算書に開示する。

(B) 独立取締役(Independent Directors)

会社は、最低2名の独立取締役を取締役に置かなければならない。

(C) 監査委員会 (Audit Committee)

会社は、独立取締役が過半数を超える監査委員会を設置しなければならない。

(D) 株主総会

会社は、株主の年次総会を開催しなければならない。株主総会の開催通知をナスダックに送付しなければならない。

(E) 定足数

普通株式の株主総会での定足数を定款で規定しておかなければならない。定足数は、発行済普通議決権株の33.33%以下であってはならない。

(F) 委任状

株主総会の委任状を保管し、委任状取り纏め表をナスダックに提出しなければならない。

(G) 利害関係者

会社は、継続的な事業活動から生ずる関連当事者間取引のすべてについて (all related party transactions)、適切なレビューを行わなければならない。監査委員会を活用しなければならない。監査委員会では利害が衝突するような場合で、適当と考える場合は、取締役会を活用しなければならない。

(H) 株主の承認

有価証券を発行する場合、および、証券発行の前には株主の承認を受けなければならない。

(図表 2-3)NASDAQ のコーポレートガバナンス規定抜粋(詳細略)

(出所)<http://www.hi-ho.ne.jp/yokoyama-a/corporategovernance.html>

NASDAQ のコーポレートガバナンス規定は、従来、ナショナルマーケットに株式公開する企業にのみ適用されていたが、その重要性から近年変更され、スモールキャップマーケットに株式公開する企業にも適用されることになった。

上記 NASDAQ コーポレートガバナンスの要請規定は、第一に「財務情報の適切な公開」を挙げ、第二に、「複数の独立取締役」を挙げている。第一の財務情報の開示は、米国では、米国会計基準(米国財務会計基準委員会 FASB が設定したもので作成された財務諸表を意味する。ここで注目すべきは第二の「複数の独立取締役」である。これは、日本では「社外取締役」と翻訳されているがコーポレートガバナンスの視点からは全く違ったものである。米国では、独立という言葉に意味を持たせてあり、「社外取締役」だと独立性が保障されていないと解している。つまり、「社外取締役」という用語であれば、日本のように系列グループから選任するようになり、独立性が保たれないとし信頼性が無いと判断する。独立取締役が取締役会で議決権を行使することでチェックが機能し、かつ独立取締役が過半数を占めた監査委員会が機能することができる。

日本の商法では、社外監査役の制度があるが、取締役会で議決権がないことから、実態は監視機能を果たしているといえないのではないだろうか。しかし、日本でも先進的な企業は、最近、現行商法でも可能なことから社外取締役を選任し監視機能を高めようとする企業出現するようになった。ところが、現行商法では社外取締役は監査役と重任することはできず違法となるためその効果には疑問が残る。

つまり、NASDAQ のコーポレートガバナンスでは、複数の独立取締役は経営意思決定の場である取締役会のメンバーとして議決権を行使することで監視機能を果たしているのではないだろうか。こういった内部統制規定の厳しさによってより良い企業が上場されるといったイメージが付き市場のブランドイメージが向上している。従って日本でもそのような仕組みを作ることの出来る法改正をすることが望ましいと言える。

第4節 NASDAQ 市場ブランドイメージ

NASDAQ では上記のような上場管理基準における市場制度整備を行っているのと同様に、発行会社向けの NASDAQ 市場固有のサービスを行っている。NASDAQ は既に新興企業、なかでもハイテクな新興企業が新規株式を公開する市場としてのブランド力を確立しているが、マイクロソフトやシスコシステムズ、アップルコンピューターなどに代表されるようなグローバルなハイテク企業を中心に、成熟企業となった場合でも、NYSE へ移行せずに NASDAQ への上場を維持する企業が少なくない。そのような発行会社向けのサービスとして、①インディペンデント・リサーチ・ネットワーク(IRN)の設立②投資家向け広報(IR)サービス、の2点が挙げられる。

①インディペンデント・リサーチ・ネットワーク(IRN)の設立

NASDAQ では 2005 年 9 月より金融情報ベンダーのロイターと合併で設立したインディペンデント・リサーチ・ネットワーク(IRN)の設立を通じて、発行会社に関する株式アナリストレポートを仲介する仕組みを構築した。具体的には、アナリストレポートを必要としている発行会社と、アナリストレポートを提供する業者及びアナリストとを IRN がブラックボックス化して繋ぐプラットフォームを提供している。この際、どのリサーチプロバイダーが当該発行企業をカバーするのかの選定は、IRN の自主規制を行うリサーチ独立協議会が行う。株式調査やビジネス、証券関係分野の専門家 9 名で構成されるリサーチ独立協議会はパフォーマンスや業界に関する専門知識を含む最適なりサーチプロバイダーを選定する。このリサーチ独立協議会には IRN のメンバーとなっているリサーチプロバイダー 30 社、株式アナリスト 270 人の中から最もふさわしいアナリストが選抜されることになる。

こうした制度の理由として、大手の証券会社が、限られた調査資源を時価総額の大きい会社株に集中する傾向が強まり、証券会社の調査対象から外れる中小企業が増えている現状がある。そうすると、市場での取引も薄くなり、流動性の低下に繋がってしまう。しかし、この IRN 制度を活用することによって、定期的な株式アナリスト・レポートの発行を享受できる発行会社だけでなく投資家又はリサーチ業者にとってもメリットを見出せる。投資家は、ロイターのプラットフォームを通じた媒体により幅広く包括的な情報を手に入れることが出来、潜在的な投資対象を広げ、発行企業の成長過程を定点で把握する投資判断材用の確保に繋がる。またリサーチ会社にとっては、リサーチレポート発行に伴う定期的な手数料収入の確保と、IRN に入ることによる NASDAQ・ロイターのブランド力との相乗効果も期待できるという面がある。

ジャスダックでも今回の統合編成に伴いアナリストレポート仲介の仕組みとしてアナリ

ストレポートプラットフォーム制度を導入している。アナリストレポートプラットフォームについてはジャスダック証券取引所のサイト(<http://www.ose.or.jp/jasdaq/2088>・アナリストレポートプラットフォーム)から引用すると、

- ・証券アナリストによるカバーを希望する JASDAQ 上場会社より、アナリストレポート・プラットフォーム (ARP) 利用の申込みを受付ける
- ・当該上場会社のカバーを可能とする当社と提携したレポート作成会社の中から 1 社を当社が割り当て、アナリストレポートを発行することにより、情報の発信強化を図る
- ・作成されたアナリストレポートは、ジャスダックホームページにて掲載し、投資者は無料で読むことが出来る
- ・アナリストレポート作成に係る費用については、上場会社と当社が負担します

といった内容になっている。しかし、この制度では、本来投資家のために書くべきアナリストレポートを企業からの依頼という形で作成するため、顧客である企業寄りになりうる恐れがありモラルハザードとなるリスクが存在する。また、前述のデメリットに相反するが、アナリストレポートプラットフォームではレポート作成費用についてジャスダックより補助金が出る代わりに企業はアナリストに対して一切の口出しが禁止されている。これは、モラルハザードのような問題は抑制されるが、自分達が依頼したりレポートの内容に関して一切関与できずなすがままにしなければならないのは一般的な契約として平等であるとは言い難い。

このようにジャスダックのアナリストレポートプラットフォームでは未だ問題点が多く残されているため、NASDAQ のような金融情報ベンダーと新興証券取引所の合弁によるアナリスト業務の提供に伴うブランド力の相乗効果という戦略はジャスダックにおいても期待で出来るサービスではないだろうか。

②投資家向け広報(IR)サービス

NASDAQ では上場企業として運営を続けるのに必要不可欠な機能である投資家向け広報活動等も支援することで、付加価値にあるサービスを発行企業に提供する路線を強めている。例えば、NASDAQ は IR 関連ビジネス企業シェアホルダードットコムやニュース配信サービスなどのプライムゾーンメディアネットワークの買収を行い、プライムゾーンメディアネットワークでは発行会社が開示すべき重要なプレスリリースをリアルタイムに同時配信することによってレギュレーション FD といい情報開示基準を遵守できる体制の

サポートを行っている。一方のシェアホルダードットコムでは、投資家向け広報を目的としたウェブサイト管理やオーディオ・ビデオを活用したウェブキャストにより投資家に分かりやすい情報開示サービスを提供している。こうした、資金調達面以外でのベンチャー企業支援サービスを新興市場側が提供することによって、企業がNASDAQ上場で得られる付加価値を高めることに尽力している。しかも前述のように、NASDAQの発行会社向けサービスはNASDAQ上場企業以外にもIRNにおけるリサーチ業者といった多くの企業がメリットを享受している。従ってこれらの企業が将来的にNASDAQへの上場を検討してくれる可能性を期待することも出来る。ジャスダックにおいてもこのような企業がジャスダック市場の中で成長していくのを手助けするようなサービスを提供し、市場そのものに付加価値を付与させることによって証券市場間競争を乗り切るべきではないだろうか。

第5節 第2章まとめ

以上のように第2章では、新興市場として先進的な上場管理制度とブランドイメージ戦略を持つNASDAQ市場を取り上げた。具体的には、上場廃止・管理基準、マーケットメイク制度とコーポレートガバナンス規定における流動性確保と内部統制の規律付け、IRNの設立やIR情報の充実による市場ブランド価値の向上戦略、が挙げられる。こうしたNASDAQの特徴的なメリットを概観して、本章では

①上場管理基準としての流動性確保条件とコーポレートガバナンス規定に伴うリクイディティプロバイダー制度の充実と独立取締役の確保

②金融情報ベンダーと提携したアナリスト業務やIR情報の強化といった看板サービス

の2点を今後ジャスダックに取り入れるべき施策として提言した。こうした、上場管理政策とブランドイメージ戦略の両方が満たされる事によって、日本だけでなく世界における魅力のある上質なブランド市場として機能的な役割を果たすことが出来るのではないだろうか。

第3章：指定アドバイザー制度導入

第1節 本章概要

本章では今で見てきたもの以外で新興市場を活性化するために最近試みられたものとして、2009年6月1日に東京証券取引所とロンドン証券取引所の共同出資により設立され、プロ投資家のための市場を謳って市場関係者の注目を集めた TOKYO-AIM について検討していく。TOKYO-AIM は手続きが既存の市場より簡単で、低コストでスピーディーな上場が可能であること、日本語だけでなく英語での情報開示が可能で海外に開かれた市場であることをアピールし、設立前には上場を希望・検討する企業が数多くいた。ところが現時点で TOKYO-AIM への上場企業は0であり、市場存続も危ぶまれる状態まで追い込まれている。本章ではまず TOKYO-AIM の特徴であり中核的な制度である指定アドバイザー制度について触れた後、TOKYO-AIM の目的を確認し、それが達成されていない現状を考察する。その上で指定アドバイザー制度は現在日本の証券市場で課題である事後監理の問題を解決しうるので、この制度を既存の新興市場に適用することができないかを検討する。

第2節 指定アドバイザー制度

TOKYO-AIM は、東証の要請で改正された金融商品取引法で初めて認可されたプロ向け市場であり、参加できる投資家をプロ投資家¹に限定することで企業の情報開示・上場基準等について、一般投資家保護の意味合いが強い同法より緩く柔軟な規制体系を敷くことが可能である。そこでロンドン証券取引所が運営する成長企業向け市場である AIM の上場制度を手本に、指定アドバイザー制度を導入した。

¹ (注1) 具体的には、適格機関投資家、国、日本銀行、上場会社、一定の条件を満たす個人を指す。

この制度の下 TOKYO-AIM への上場を目指す企業には J-Nomad と呼ばれる指定アドバイザーが付き、J-Nomad はその企業の上場適格性を審査、必要があれば助言・指導を行う。さらに J-Nomad には上場企業が上場後も市場のルール（特に開示に関する義務）を継続的に遵守するよう指導することも求められている。なお J-Nomad にはその責任の重さから厳しい認定制度があり、現在は大和証券キャピタル・マーケット株式会社、日興コーディアル証券株式会社、野村證券株式会社、みずほインベスターズ証券株式会社、みずほ証券株式会社、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社の 6 社が認定されている。

さて、この指定アドバイザー制度のポイントは 2 つあり、一つ目はこの制度の導入により取引所が定める上場基準というものがなくなるということである。事業内容の確認、内部統制の確認、財務、法律およびビジネス面のデューデリジェンスの実施といった上場手続きは全て J-Nomad と上場希望企業との間のやりとりで進められ、求める基準も J-Nomad の裁量に任されている。これは内部統制報告書のような複雑な手続きが必要な書類の提出が必要ないことを意味し、また J-Nomad に有望と判断されれば内部統制のようにコストがかかる準備が基準に満たなくても上場できることも意味し、スピード感がある低コストでの上場を可能にしている。

もう一つは J-Nomad である主幹事証券会社は新規公開時の審査だけでなく、公開後の指導・監督も義務付けられており、今までの市場に比べるとより重い責任を負っていることである。また指定アドバイザーとなった主幹事証券会社は担当株式の流動性が滞った際には一定量買い取ることで流動性を維持するブローカー的な役割も求められる。これは TOKYO-AIM に参加するプロ投資家のなかで中心を占めると見られている、機関投資家の投資スタイルが長期保有を原則とする buy&hold であるため、いわゆるセカンダリー市場の流動性が低くなってしまふ事が懸念されるためである。こうして連帯責任を負った主幹事証券会社が今まで以上に真剣に上場審査・事後監督に当たるようになることが期待できると考えられている。このポイントの背景には証券会社の上場審査が引受手数料を得るために横並びで形式的なものになっているという指摘がある。「事実、新興市場における主幹事証券会社を大手三社、中堅と中小という三つのカテゴリーに分け、カテゴリー別の新規公開企業の超過総資本営業利益率を比較しパフォーマンスに差があるか見てみると、その

差はほとんど見られないことが明らかになっている²⁾

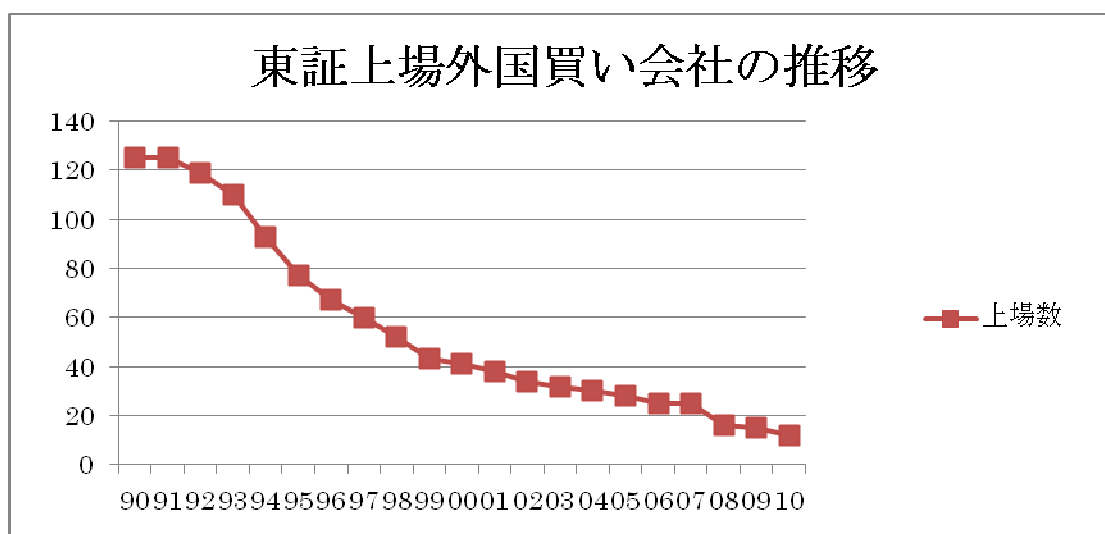
第3節 TOKYO-AIMの目的

この項では TOKYO-AIM が前の項で紹介した J-Nomad 制度や英語での情報開示の許可など今までの取引所になかった仕組みを打ち出すことで、何を狙っていたのかを説明する。TOKYO-AIM の創設目的は大きく分けて二つあったとされる。

1. アーリーステージにある日本およびアジアの成長企業のニーズを反映した新たな資金調達の選択肢と幅広い投資家層へのアクセスを提供すること。
2. 国内外のプロ投資家に新たな投資機会を提供すること。

²⁾ (引用2009年5月15日付日本経済新聞「低迷続く新興市場の活性化」より引用)

この二つの創設目的に解説を加える。一つ目は具体的には指定アドバイザー制度の導入



で、従来の規制体系では準備コストの高さから上場が難しい国内の有望企業を発掘することと、英語での情報開示や国際会計基準、米国会計基準の採用が可能にすることで外国企業、とりわけアジア企業を日本市場に取り込むことを意味していると考えられる。この背景には表のように、外国企業の日本市場への上場数が年々減っていることがあり、外国企業を誘致してアジアでのハブ取引所としての地位を維持することも TOKYO-AIM の目的の一つである。

(出所) 東京取引所資料より作成

そして二つ目は国内外の成長企業を取り込んで作った魅力的な新設新興市場に、機関投資家のようなプロ投資家を取り込むことを意味しており、その背景には日本の新興市場に国内の機関投資家が殆ど参加していない現状がある。一般に資金力があり、buy&hold とよばれる株を長期間保有する機関投資家の投資スタイルは経営体力が無いベンチャー企業のニーズに合っているのだが、日本では既存の新興市場のパフォーマンスが低すぎることを理由として機関投資家が新興市場を敬遠し、結果として IPO 時に短期的に保有して利ザヤを稼ごうとする個人投資家が新興市場のメインプレイヤーを務める状態が続いている。TOKYO-AIM にはこの状況を打破し、機関投資家のマネーを新興市場に取り込むことが期待されていたのではないだろうか。

第 4 節 TOKYO-AIM の現状の考察

この項では前項で上げた TOKYO-AIM の目論見が何故うまくいってないのかを考察するが、現時点で TOKYO-AIM への上場数が 0 であるため、「国内外のプロ投資家を取り込む」という目的の達成が可能であったか評価することは難しいと考える。そこでここでは「日本およびアジアの成長企業を取り込む」という目的が何故失敗したかを考察していく。

まず、第一の理由として世界的な金融危機で IPO が市場全体で低迷していた最悪なタイミングに TOKYO-AIM は創設されたことがあるだろう。何年も前から東証とロンドン証券取引所との間で進められてきたプロジェクトであるため、創設を延期することは許されなかったようである。さらにギリシャ危機等の影響もあり、今年に入っても市場の流動性が冷え込んだ状態が続いてしまっている。

指定アドバイザーである J-Nomad が TOKYO-AIM の活用について消極的であることも上場が進まない理由の一つである。消極的である理由は色々考えられるが、もっとも大きいと思われるのはレピュテーションリスクである。J-nomad として認定されている企業はいずれも大手の証券会社であるが、こうした知名度の高い会社にとって担当会社が不祥事を起こした際のレピュテーションリスクは特に大きいと考えられ、結果として東証 1 部・2 部に上場するような企業規模の大きい企業でないと引き受けづらいという問題を抱えてしまっている。

また指定アドバイザーである大手の証券会社は上場の問い合わせがあっても個々の案件が小さすぎて責任・コストの大きさに見合ったリターンが得られないと主張している。この主張には説得力があり、本家ロンドン証券取引所の成長企業向け市場である AIM の指定アドバイザー制度 (Nomad) が上手くいっている背景には、ロンドンの高度に発達した国際金融センターの総合力が評価され外国の巨大案件が集まっているという事実がある。単に日本語開示が不要で上場基準が緩やかと言うだけでは日本市場離れが続いてきた外国企業に TOKYO-AIM への関心を持たせるのは難しいのではないだろうか。

他にも日本語以外での情報開示が許されていることは、国内の新興企業にとって実質的に負担増となりうる。つまり TOKYO-AIM で十分な資金調達を行うには国内のプロ投資家だけでなく海外投資家もターゲットにすることが必要になる場合も考えられ、その場合国内の新興企業にも実質的に英語での情報開示が求められるからである。結果として国内の新興企業からすると、外に上場するのとハードルの差がないということにもなりかねない。

以上のような状況に加え、上場数0であることから実際どの程度の資金調達が達成できるか未知数であることを考えると企業は TOKYO-AIM への上場をためらってしまうのではないだろうか。今後 IPO 市場の風向きが変わる等の状況の変化が無い限り、TOKYO-AIM の試みは失敗に終わる可能性が高い。しかし指定アドバイザー制度自体は 5-2 で触れたように上場後の上場企業の情報開示能力の維持を図る観点から意義がある。そこで次の項では新生ジャスダックにこの制度の良い部分を取り入れることが出来ないか検討する。

第5節 リクイディティ・プロバイダー（LP）への上場後アドバイス義務付けの検討

5-2 で触れたように、個人投資家保護の観点から、現在の金融商品取引法では上場基準・情報開示について厳しい規制体系が敷かれているため、参加者をプロ投資家に限定した市場でなければ J-Nomad をそのまま導入することは不可能である。そこで新生ジャスダックの上場基準は維持しつつ、売買制度において中核的な役割を担っているリクイディティ・プロバイダー（LP）に、担当企業が上場後の情報開示を維持できるようアドバイスすることの義務付けを提案する。LP は流動性供給のために担当企業の株式を保有しなければならず、株価の下落や不祥事による取引停止は自らの損失につながる。結果として担当企業への上場後アドバイスを積極的に行うインセンティブを、LP に与えることができることがこの提案の狙いである。新生ジャスダックは従来の監理ポスト、整理ポストに加え、情報開示などで疑義が持たれる企業に対し「監視ポスト」を新設するなど上場後の監視体制を強化する策を既に取りっているが、ライブドア事件など過去の不祥事で、経営者が加担した組織ぐるみの粉飾決算を見抜けなかったことを考えると第三

者による上場後監理のシステムが必要である。

一方でこの提案は LP に今以上の負担をかけることを意味しており、TOKYO-AIM のように割に合わないと主張する LP が出てくる可能性がある。現在 LP には流動性維持のための取引手数料割引というインセンティブが与えられているが、更なるインセンティブを検討する必要があるかもしれない。また、J-Nomad が消極的だった理由としてレピュテーションリスクがあったが、LP に上場後監理を義務付けた場合同様のリスクは存在する。本家 AIM では知名度の高い大手証券会社だけでなく知名度の低い中堅以下の投資銀行や証券会社も Nomad に登録されており、大手の証券会社は企業規模が大きく安心感のある企業だけを扱い、中堅以下の投資銀行や証券会社はそうではないが成長性を見込める企業を扱うといった役割分担ができていた。ジャスダックもこれにならない LP を大手証券会社に限らず、中堅以下の証券会社や会計事務所に門戸を開くことで対応する必要があるだろう。

第4章 ベンチャー成長による新興市場活性化

本章概要

第4章では、JASDAQ市場活性化の両論のうちもう一方の施策である、ベンチャー企業成長による新興市場活性化について考察してゆく。前章まで、新興市場の現状と、市場制度改正による活性化の試みについて考察してきた。しかし、市場規制等の措置では不十分である。そこで、市場の改正だけではなく、JASDAQに上場するベンチャー企業自身を成長させ、楽天のような代表的な魅力ある企業の上場数を増やすことによるイメージ戦略が不可欠であると考えた。ベンチャー企業育成には、①政府による産業政策、②ベンチャーキャピタルやエンジェル等の民間投資による育成といった2つの方法があり、両方合わせて行うことにより、ベンチャー成長を促進していくことを目的として考察する。

第1節 産業政策

4-1-1 本節概要

ベンチャー企業成長の必要性が叫ばれる中、新興市場投資活性化の抜本的改革の一つとして政府が取った政策は、産業政策的取り組みである、「産業クラスター計画」である。政府によって、ベンチャー育成環境を整えることにより、ベンチャー企業の十分な成長を期待するというものである。このような改革は、主に集積のメリットを見込んだもので、理論上、ヴェーバーの工業立地論やマーシャルの外部性によって裏づけされるものである。最終的にはアメリカのシリコンバレーを目標として、地域ブランドイメージを向上させ、投資家やベンチャーキャピタルの興味を引き、アーリー投資活性化に繋げることを目的としている。本節では産業クラスター計画の現状と、現在の産業政策の限界や、シリコンバレーとの比較においてのこれからの産業政策のあり方について、考察していくこととする。

4-1-2 意義

JASDAQ市場活性化には、そもそも上場させるベンチャー企業自身の育成が必要である。

どんなに市場自体が整備されても、上場されている企業自身の成長可能性を見込むことが出来なければ、投資化サイドからしてみれば、投資意欲は掻き立てることは出来ない。

前章でも見た通り、国内ベンチャーIPO 社数は年々減少している。IPO するにはまだ実力が見合わないベンチャー企業が多数市場に上場されており、結局は経営不振に陥り、廃止されていく。近年では IPO することさえも叶わない企業も出てくるようになった。

このことは、東京 AIM の例からも推測することができる。東京 AIM 市場とは、東証マザーズやニュージャスダックよりも上場基準が緩やかな市場であり、より広い範囲でベンチャーが上場できるよう考案されたものである。ロンドン AIM 市場をモデルとしていて、上場基準は具体的に定められておらず、代わりに個別に担当に付いて上場審査を行う Nomad と呼ばれる会計会社・投資銀行・証券会社等が上場企業の監視を行う。ロンドン AIM の上場数は 1000 社を超え、景気に関わらず上場数・退出数共に多数の、代謝の良い市場である。日本でも平成 20 年 12 月 18 日に導入された。しかし、2010 年の今現在でも、上場数はゼロである。原因としては、実際にリスクを取ってまで Nomad を請け負おうという企業が出で来ないということである。そもそも Nomad に付いてまで投資したいベンチャーが存在しないということが大きな原因の一つである。

そこで、政府はベンチャー育成の具体的手段として、ベンチャー特区を設置し、経済地理学的な考察を元に、集積のメリットを生かし、地域内の大企業、ベンチャー、研究機関内の技術的スピノフを目指した。こうして地域内ベンチャーの成長力を後押しし、ベンチャー企業の価値を底上げしていく「産業クラスター計画」を実行している。

4-1-3 ベンチャー特区の必要性

では、政府が特区を設置することによってどのようなメリットがあるのか。そもそも、特区が目的とする集積のメリットとは、「多数の企業や産業が、一定の地域や都市の中に集中的に立地することによって、外部性が発生し、個々の企業によって最小化が試みられる総費用がさらに低減することによって得られるような利益（杉浦章介、『経済地理』、岩波書店、2003 年、p 40）」である。

こうしたメカニズムにより、特区内企業はメリットを享受できる。ヴェーバーの工業立地論によると、企業が集積すれば、輸送費や労働費はもとより、交通、設備、インフラ、マーケティング費用が、企業同士で近くに立地することにより低減する。また、経営に必要な人材（監査、法務、会計等）の確保も低コストで行うことが出来る。潤沢な労働力の

存在も見込むことが出来る。

以上のようなコスト面に加え、マーシャルの外部性では、企業が集積することにより、技術の波及効果が発生することも考えられるという。近くに立地することで、情報も入りやすくなり、技術の模倣もしやすくなるということだ。情報を得ることにより、自社の製品へ技術転用する等のスピノフも生まれる。

このように、理論上、企業が集積すると、集積地域は自生的に発展し、域内企業成長が促進するということである。現実的に、アメリカのシリコンバレーでは、集積による特区の自生的発展が成功し、インテル、アップル、ヤフー、グーグル等の優良企業を多数誕生させている。

では具体的に政府にとって特区による集積のメリットを用いてどのようにベンチャー企業を発展させていく計画を実行すべきか。

第一に、政策的に地域を確定し、地域内企業を相互協力させ、情報共有を政府系団体が仲介して共有させ、また、ベンチャーの高リスク設備投資を補助金や委託費で支援するべきである。

第二に、マッチング拡大を図る計画を実行すべきである。ベンチャーが成長するには、やはりその中で開発された商品の販路開拓をしなければならない。しかし、ベンチャー企業は自身で販路を確保しようにも、ブランド力面で思うように商品市場に進出できない。そこで、ベンチャー企業は地域内の大企業の手を借りて、販路拡大をする必要がある。地域内大企業であれば、受注コストも削減でき、大企業側からすると、新たなアイディア、研究を自社製品に取り入れる機会となり、ベンチャー側としては、大企業を取引相手先とすることができる他、ブランドイメージ向上、販路拡大が実現する。そういった双方マッチングも必要である。

政府が作り出す特区で期待されることは以上の 2 点である。次項にて現在行われている産業政策について詳しく考察する。

4-1-4 産業クラスター計画

前項で見たとおり、産業が集積すると、運送費等のコスト削減、販路拡大を見込むことが出来る。日本でもシリコンバレーの成功を元に、政府が政策的に産業集積を作り出し、

ベンチャー育成を援助するという政策が実行されている。地域内の大企業・研究機関・ベンチャーを相互に協力させ、イノベーション創出を目指すという計画である。加えてこの政策では、地域内設備、情報ネットワーク、データベース、人材バンクの共用を実現する。こうした取り組みは、ベンチャー企業のコスト削減や経営ノウハウを教授する人材の容易な確保にも繋がる。このような集積のメリットを生かし、ベンチャー自身の企業価値を高める。

現在、経済産業省・文部科学省の管轄の下、ベンチャー特区育成を目的とする「産業クラスター計画」が進行中である。産業クラスター計画とは、2001年から開始した、地域ベンチャー育成計画である。特区を設け、ベンチャー・中小企業が地域内の大学・研究機関のシーズ³を生かし、IT・バイオ・環境・ものづくり等の産業クラスター（競争優位を持つ産業が核となり、産業集積が行われる状態）を形成し、国の競争力向上に繋げるという目的を持つ。現在全国18箇所のプロジェクト地域によって実行されている。

まず、情報共有や補助金政策について。産業クラスター計画に関して、情報共有面では、地域経済産業局や、推進組織による企業、研究者訪問や、各種事業（研究会、交流会、企業・研究者データベース）を実施している。その効果もあり、計画参加ベンチャー企業は、様々なネットワークを通じて情報を入手することが出来る。（産業クラスター研究会報告書 p.37）。また、資金調達面では、金融庁によって指導されている、地域密着型金融により、地方銀行を通じた地域内ベンチャー融資の活発化により、ベンチャー支援を促している。平成15年から開始したプログラムで、地方銀行の目利き、有望な事業への投資を要請している。平成21年度においては、創業・新事業支援融資は全国地域金融機関において、15004件にも及び⁴、多くの新規事業成長に貢献した。こうして、ローカルな金融機関により、域内ベンチャーのアーリー投資は活発化することができる。

次に注目すべき代表的事業は、ベンチャー企業の大企業とのマッチング拡大である。地域内大企業と提携することにより、ベンチャー企業は自社のブランドイメージを向上させると共に、販路拡大につなげる事が出来る。事業提携できれば、大企業の傘下の元、設備投資コストが削減できたり、情報・技術が共有できたり、販路拡大による収益の増加も見込める。大企業と提携することによって、企業の実力も上昇し、IPOした後でも、株価を

³ 企業の持つ技術・ノウハウ・アイデア・人材・設備のこと。ここでは主に技術を指す

⁴ 平成21年7月23日金融庁「平成21年度における地域密着型金融の取り組み状況について」より

保つことが出来る。そこで、現在取り組まれている代表的マッチング事業が、情報家電ビジネスパートナーズ（DCP）である。DCPとは産業クラスター計画の一環であり、近畿産業経済局が推進する「関西フロントランナープロジェクトNEOクラスター」の中の事業である。関西の大手企業に対し、中小ベンチャーが製品を提案することを公的支援期間が仲介し、援助する計画である。具体的な流れとしては、

- ① ベンチャー企業等が製品案や技術を、公的機関（DCP事務局）を通じて受け入れ企業に提案。受け入れ企業において採用・導入の可能性を判断し、不採用の判断も含めて最終的結論を提案者にフィードバック。
- ② 一次マッチングで提案が受け入れられた場合、企業同士が直接面談。面談のセッティングや機密保持締結等については事務局が支援。

提案先メンバーは、京セラ、関西電力、日立等の大手企業が17社参加しており、ベンチャー企業にとっては大きなビジネスチャンスとなっている。大企業側のメリットとしては、ベンチャーという外部からの斬新なアイデアによる新分野商品の開発可能性である。

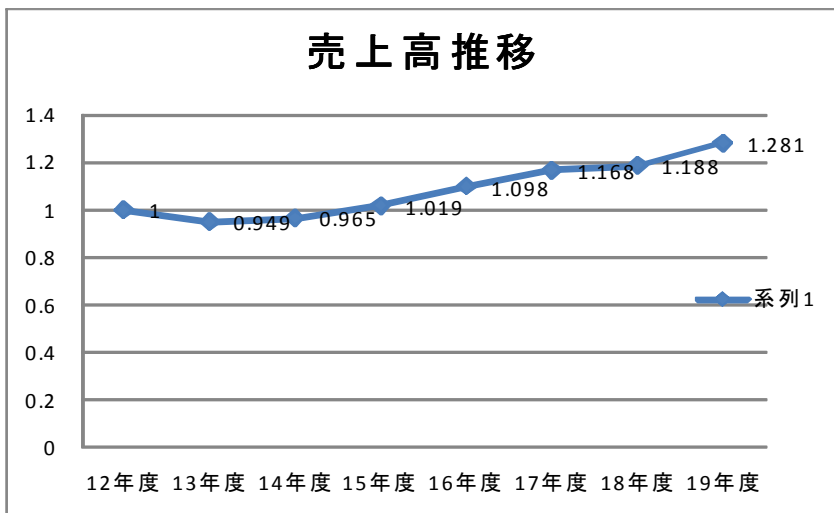
以上のように、現在でも産学官連携の下、特区内でのベンチャー育成計画は行われている。次節ではその成果と限界について見ていくこととする。

4-1-5 産業クラスター計画の成果と限界

前節では、産業クラスター計画の具体的な計画内容について見てきた。本節では、現状分析を行うこととする。

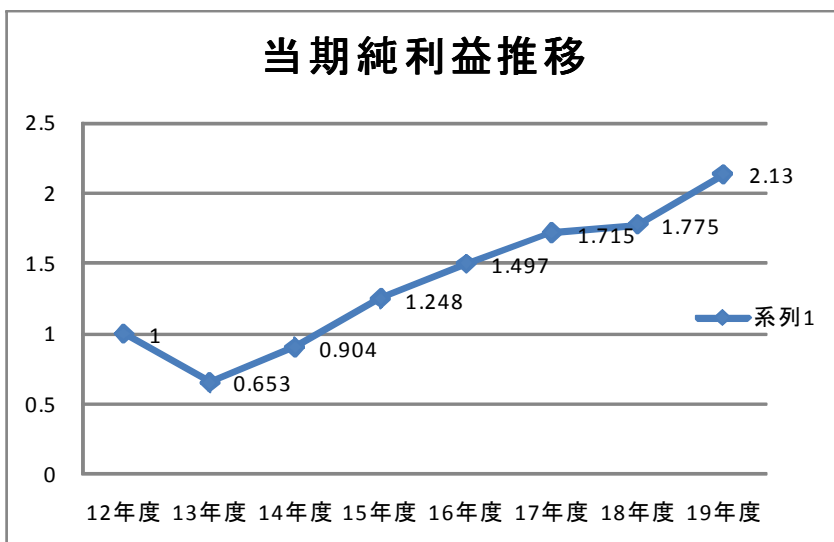
① 成果

産業クラスター計画がもたらしたメリットについて述べていく。参加企業の売上高、純利益の推移をグラフにすると、以下のようなグラフとなる。



(図 4-1-1) (クラスター参画企業の売上高の推移：クラスターWEB のグラフを元に作成、12年度を1とする)

<http://www.cluster.gr.jp/plan/result.html>



(図 4-1-2) (クラスター参画企業の売上高の推移：クラスターWEB のグラフを元に作成、12年度を1とする)

<http://www.cluster.gr.jp/plan/result.html>

以上のように、域内ベンチャーの売上高及び当期純利益はクラスター計画により、上昇傾向にある。

その要因としては、第一に、集積のメリットによる情報ネットワーク構築の恩恵にある。平成 21 年度版産業クラスター計画モニタリング報告書によると、企業側の回答として、「行政の支援策や補助金等の情報を入手できる 63.2%」、「業界・市場動向の入手、顧客ニーズの把握が出来る 46.1%」、「大学や公的研究機関とのネットワーク作りが出来る 43.3%」、「技術動向や特許等の情報が入手できる 40.2%」、「官公庁・自治体とのネットワークづくりができる 39.2%」、「異業種企業とのネットワーク作りができる 39.2%」、「技術面、研究面で相談機会が得られる 38.0%」、「同業種企業とのネットワークづくりができる 27.0%」など、多くの情報関連の恩恵について意見が寄せられている。主にこのような情報ネットワーク構築により、製品開発や技術のスピルオーバー、需要把握に高い効果が得られるということがわかる。また、大学や官公庁との連携において高い効果が見られる。

② 限界

次に産業クラスター計画の限界について述べていく。クラスター参加ベンチャーの売上高、当期純利益の伸びは共に好調であるのに、どうして国内 IPO 社数は減少傾向なのだろうか。

情報ネットワークが整備され、産学官連携が整い、ある程度の効果を発揮してきた。しかし、情報面だけでは企業は長期的視点からは伸びることが難しい。仮に、市場ニーズの把握が上手くいき、一回製品売り上げが伸びたからといって、それが企業規模の拡大や企業価値の増大には必ずしも繋がらない。株式上場を一時の勢いで達成したとしても、その後急落してゆく恐れがあり、成長可能も見えないので、すぐに上場廃止となるのが関の山である。あくまで、長期的に成長し、ある程度の規模となり、販路確保も十分に行えるような企業を創出していくのがこの計画の最大の目標なのである。

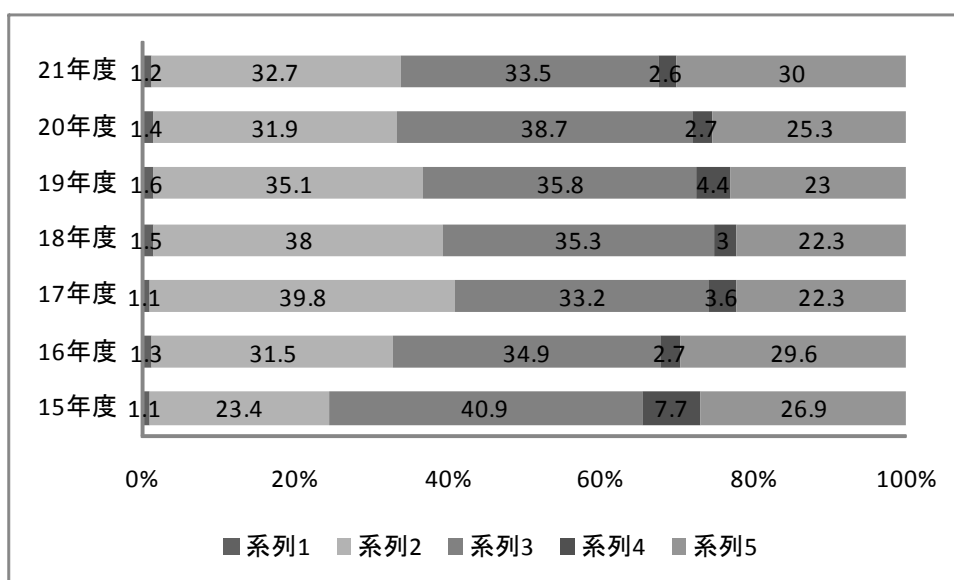
販路開拓を行うには、3 節、4 節でも述べたとおり、大企業との提携が必要不可欠である。しかし、現状を見てみると、提携が思うようには進んでいないことがわかる。

前章で例に挙げた情報家電ビジネスパートナーズ（DCP）の成果を見てみると、本事業を平成 18 年から開始して、平成 21 年 3 月 31 日時点で、国内外併せて述べ 383 件の提案があり、107 件の面談を実施。制約数は見込みも含め 22 件となる⁵。このように、提案数は

⁵ クラスターWEB 内の「産業クラスターの特徴的な活動と成果」

あるものの、実際に大企業に受け入れられるのは20分の1となってしまう。ここから、いくら公的機関が仲介しても、ベンチャー企業と大企業の提携は叶わないということがわかる。また、ビジネスマッチングが成立しない背景には、企業の資金調達困難による、研究費の不足と、アイデア性の不足によるものと考えられる。

資金面に関して見てみると、平成21年度版産業クラスターモニタリング報告書によると、「金融機関とのネットワークづくりができる13.5%」、「必要資金が得られる12.7%」と、ベンチャー企業側は、金融庁の地域密着型金融に不満足である。また、以下の図も見てみる。図4-1-3は、金融庁による地域密着型金融の、借り手側に対するアンケートであり、創業、新事業への融資に対する満足度を558名に対しヒアリングした際のデータである。



系列1：大変進んでいる 系列2：進んでいる 系列3：あまり進んではない 系列4：全く進んでいない 系列5：わからない

(図4-1-3) 金融庁ホームページ「利用者等の評価に対するアンケート調査結果の概要(21年度)」

<http://www.fsa.go.jp/news/22/ginkou/20100723-1/03.pdf>を基に作成

ここからも分かるとおり、積極的評価が33.9%、消極的評価が36.1%。消極的評価が多い理由としては、「金融機関に取引先の事業内容を評価できる人材が不足している。経営者の事業意欲よりも、自己資金や担保提供等の状況が重視される傾向にある。」というものが

http://www.cluster.gr.jp/relation/data/pdf/09_pamph/Cluster2009_06-09.pdfより

挙げられている。やはり、政府が民間の地方銀行にベンチャー融資を要請することは困難であったことがわかる。

以上のような問題もあり、域内ベンチャーは企業拡大、安定した販路の確保、資金調達面で問題を抱えているため、IPOに乗り出せず、また、仮にIPOをしたとしても、長期的成長を見込むことが出来ないため、すぐに株価は下落し、廃止へ追いやられてしまう。

その根本的な問題点としては、ベンチャーの提供する製品のアイディア性が乏しいものであったり、実現性が低かったりする点においてである。大企業がアライアンスの目的として自社製品に応用できるような技術を求めている限り、それに応えられるような企業でなくては、DCPのようなマッチング事業も、成果は上げられない。勿論、フィードバックの過程でベンチャー側が提言を改善し、次回受け入れられることによって今後マッチングが拡大してゆく可能性は否めないが、そもそもの発想自体が、またその分析力が乏しいままであると、大企業がリスクを取ってまで提案を受け入れる保証はない。では、具体的にはどうすれば、シリコンバレーのように魅力ある事業内容の企業が生まれるのか。次項で、アメリカの成功ベンチャーが多く誕生したシリコンバレーを参考にし、産業政策のこれからの在り方について検討していく。

4-1-6 アメリカのシリコンバレーとの比較と人材育成の必要性

アメリカのシリコンバレーはどのように成功したのであろうか。どうして日本では、集積のメリットが生かせなかったのであろうか。アメリカのシリコンバレーについて本項では考察する。

アメリカのシリコンバレーの歴史を簡単に振り返る。シリコンバレーとは、「1956年に戦後トランジスタの発明でノーベル賞を受賞した3人のうちの1人ウィリアム・ショックリーが、スタンフォード大学のターマン教授の勧めで東部から移り、シリコンバレーのマウンテンビューにショックリー半導体研究所が設立されたことから始まる。」(芦原一弥、(2002. 6)、郵政研究所月報 米国シリコンバレーの発展

<http://www.yu-cho-f.jp/research/old/pri/reserch/monthly/2002/165-h14.06/165-topics2.pdf>)

シリコンバレーが誕生した背景には、冷戦によるロシアとの軍事競争が挙げられる。こういった背景から、アメリカ政府は半導体開発に注力した。政府はベンチャー税制優遇やSIBC（スモール・インベストメント・ビジネス・カンパニー）という政府資金を利用したベンチャーキャピタルを創設した。初期はアーリー投資よりも安定中小企業への投資中心であったが、借り入れ過多や経営についての知識・経験不足により、相次いで破綻した。ほぼ同時期に、大手金融機関がベンチャーキャピタル業界に参入した。そういった経緯で、1970年代にはベンチャーキャピタルビジネスが定着し、ERISA法（従業員退職所得保障法）による年金基金に対する分散投資の奨励と運用受託者責任の強化や、いったん引き上げられたキャピタルゲイン税率の1978年の引き下げ、目利き役としてのベンチャーキャピタリストが増加した。1980年代に中小企業投資促進法により、ベンチャーキャピタルの報酬規制も無くなり、アップル、インテル等のショックリー研究所からスピノフしたフェアチャイルド社よりスピノフした企業への投資成功例が増加し、シリコンバレーは繁栄した。

以上の経緯により、シリコンバレーは今日まで発展してきた。さて、アメリカのシリコンバレーが成功した政府の活動による要因を挙げてみると、

- ① ベンチャー企業のためのインフラ整備が行き届いている
- ② 政府が積極的な購入を行っていた
- ③ 域内の高レベルな労働力

である。①については、政府によるSIBCでの集中投資により、機関投資家・個人投資家の興味を引くことに成功し、自生的に地域内にベンチャーが成長する為のインフラ（エンジェル、ベンチャーキャピタル、法律事務所、コンサルタント、投資銀行等）が揃うことができたということである。また、②については、1960年代のソ連との冷戦による「宇宙科学競争」を背景にアメリカが積極的にシリコンバレーで開発された半導体製品や技術を購入しており、発達したことにある。③については、シリコンバレー域内には、スタンフォード大学、UCバークレー大学、大企業研究所等が集積しており、能力の高い、潤沢な理系労働力の供給が存在する。

以上の点を考慮し、日本の産業政策をどう改善すればよいのだろうか。時代的背景については、アメリカのシリコンバレーは政府による受注により発展した側面があるが、日本においてはベンチャー企業技術による政府需要はほとんどないといって等しい。そういった追い風のない日本のベンチャー企業にとって武器となるものはもはや各々ベンチャー自身の発想力・分析力・戦略性である。しかしながら、現状では、高い発想力を持った起業

家が少なく、斬新なアイデアの下事業を展開してゆける企業がほとんど存在しない。アメリカにとってのインテル、アップル等の市場を代表するようなパイオニア的ベンチャー企業を日本でも創出することは不可能であろうか。

日本の起業家の発想力・戦略性は乏しいだろうか。日本のベンチャー企業で唯一成功した企業の例として、「楽天」を参考にし、課題を考察する。本論文では、JASDAQを「挑戦的で次世代のサービスを担う企業が多く上場している市場」として定義づけをしていて、楽天は、正にJASDAQ上場を目指す企業にとって理想的なモデルである。楽天の成功の秘訣は主にアイデア性と時代の流れへの迅速なキャッチアップである。楽天の起業時には、ネットショッピングといった斬新な発想により需要を促進し、事業は拡大した。ベンチャー起業において大事なものは発想力やそれを継続する為の計画性・戦略性。ベンチャーの利点としてよく話題にされるのが、計画から実行までの迅速性である。大企業(特に国営)では、企画部署や研究機関で、斬新なアイデアが生まれても、それが認可され、実行されるまで時間を要するが、ベンチャーはアイデア出しの機関と意思決定機関の距離が近い為、新しいアイデア商品を世に送り出すスピードが大手と比較して早い。

つまり、ベンチャー起業において最も大切なものはアイデアの基となる「頭脳」である。先ほど述べたとおり、アメリカのシリコンバレーには高度な人的資本層が集積しており、アイデアの宝庫となっている。また、別の事例を見ると、最近ではイスラエルの軍事研究所OBが次々と起業し、成功を収めているという話も有る。しかし、日本においては高度な人的資本は不足していると思われる。

大和総研ホールディングスの新規産業調査本部の鈴江栄二氏は、「フロントランナー型の日本社会の実現に向けて、起業家予備軍だけでなく大企業の社員も含め、創造性や問題設定能力に優れ、新分野や先端技術開発へのチャレンジ精神の旺盛な人材養成が緊急の課題となっている。(中略)近年、初等・中等教育の問題として、理科系科目を中心とする学力の低下、家庭での勉強時間の急減、将来の自分の夢・仕事・社会への係わりへの関心の希薄化、など中学・高校生の危機的な意識調査結果が続いている。」と大和総研HP上に述べている。鈴木氏は現に、有望な学生の起業家意識を高め、学習意欲を盛り上げる為、早稲田大学において、大和総研グループ寄附講座を開設し、当講座は定員の8倍を超えるほどの人気振りである。起業家講座を大学等で広く行うことで、早期に事例研究や財務・会計・法務・マーケティング・知的財産戦略・人材マネジメントを学ぶことが出来る。起業セミナーにより、有能な潜在的起業家を増加されると共に、起業家ノウハウを早期に身に付けさせ、起業家としての戦略性を育成することが狙いである。また、初等・中等教育においては、理系学生の知的レベルを上昇させる為の教育計画を政府が積極的に行うべきである。2006年国際学力調査にて、得られた結果は全加盟国57カ国中、科学リテラシーが6

位、読解力が15位、数学的リテラシーが10位⁶であり、文部科学省の評価としては、「科学への興味・関心や科学の楽しさを感じている生徒の割合が低く、観察・実験等を重視した理科の授業を受けていると認識している生徒の割合は低い。」とある。政府としては、2006年時点で、今後の課題として、算数・数学の授業数の増加や理科の授業数の増加（実験や観察の時間の増大）を検討した。また、個に応じた指導を積極的に実施（習熟度別指導・発展的な学習・補完的な学習の実施）や外部人材の活用を挙げていた。しかしながら、図4-1-4の表を見る限り、まだまだ習熟度別指導は進んでおらず、政府の実行力が弱い。

教育改革について、全国的に急激に広めることが難しいのならば、現在行われている産業クラスター計画内にも盛り込み、地域ごとに促進させていくことが望ましい。地域内教育水準を上昇させ、高度な人的資本を創出し、アイデアに満ち溢れた若者による発展的な起業を応援し、JASDAQのブランドイメージである「次世代を担う挑戦者」にふさわしい起業家を増加させるべきである。

具体的施策としては、域内小中学校の理系教育促進事業を展開するべきである。産業クラスター計画の一環として、国から教育のエキスパートを出向させ、課外授業（主に将来設計を考えさせるものや、職業経験インターン、各一流大学起業セミナーの実施等）、奨学金付き・優秀な学生向けの起業家育成ダブルスクールの創設・運営、現状であまり進んでいない習熟度別教育、個別指導を確実に公立小中学校に導入させる等の措置を盛り込み、実行に移すべきである。児童の基礎学力向上やクリエイティブな発想への訓練、将来への計画性を促進させ、高頭脳なベンチャー起業家を創出することがベンチャー活性化への前提である。

対症的な産業政策が限界を迎えた今、日本政府に求められることは、シリコンバレーの真似事のような人工的産業集積のみではない。アメリカでベンチャー自身の成長を支えているのはあくまで民間団体であるベンチャーキャピタルであり、政府の行うべき役割は次世代のベンチャーを担う人材育成である。

既に、産業政策によってベンチャー起業環境は最低限整う今、資金繰りは民間投資、人材育成は政府の役割という風に、役割分担を行わなければならない。大学におけるベンチャー起業家育成支援、研究機関からの雇用促進、初期段階における教育レベルの向上により、次期三木谷社長を育成することが、今後のベンチャー業界の牽引役を育成することに繋がるだろう

⁶ 文部科学省 国際学力調査(2006)http://www.mext.go.jp/a_menu/shotou/gakuryoku-chousa/sonota/07032813.htm

	(44)国語 少人数	(45)国語 発展的		(47)算数 少人数		(48)算数 発展的	
1. 多くの時間で行った	1,830	614	2.8パーセント	8,733	39.5パーセント	4,028	18.2パーセント
2. どちらかといえば行った	6,340	4,688	21.2パーセント	9,070	41.0パーセント	9,237	41.8パーセント
3. あまり行っていない	6,615	9,238	41.8パーセント	2,382	10.8パーセント	6,330	28.6パーセント
4. 全く行っていない	7,292	7,535	34.1パーセント	1,892	8.6パーセント	2,482	11.2パーセント
無回答	28	30	0.1パーセント	28	0.1パーセント	28	0.1パーセント
全体	22,105	22,105	100.0パーセント	22,105	100.0パーセント	22,105	100.0パーセント

(図4-1-4) 文部科学省 (H20.8) 、習熟度別・少人数指導について

4-1-7 第1節まとめ

第1節を通して、政府によるベンチャー育成計画を概観した。産業政策は短期的には一定の効果（売上高・利益）が表れているが、そのような効果が企業のIPO社数に反映されていないということは、産業政策だけでは不十分だと言えよう。また、政府がこれだけ多くの案を実行しているにもかかわらず、殆ど国内ベンチャーの上場数に貢献できていないということは、現行の国による産業政策の続行のみでは、限界があるということの風にも考えられる。

前々項で考察したとおり、現在の政府の産業政策では、①大企業とのマッチングが不十分②資金調達、国による地銀への指導のみでは不十分といった2点により、長期的成長が困難であると言える。

まず①に関して。大企業とのマッチングは、前々項で説明したとおり、提案数・実現面談数は多く、公的機関はある程度役割を果たすことが出来ている。しかし、いくら公的機関がセッティングを行い、売り込み機会を提供したとしても、実際の商談は企業同士で行うものなので、結局はベンチャー自身の製品セールスポイントを面談以前に整えておく必要がある。大企業との商談を成立させるには、商品そのものの価値を上げる、もしくはアイデアの質を上げるにはやはり、高度な人的資本が必要である。

次に②に関して、地域金融機関にリスクを取らせる政策についてだが、地域金融機関の目利きも当然重要ではあるが、何より大事なものは、ベンチャー企業のアーリー時点での「発想」である。地域金融機関はあくまでベンチャー企業の魅力的な「発想力」を具体化するために投資を行うのであって、ベンチャー企業側も、それなりの魅力を持つシーズを提供しなければならない。

以上の2点を踏まえ、日米比較を行った結果、能力ある起業家の不足が根本的問題点であると捉え、産業政策のこれからの役割として、「高度な人的資本の早期育成」を挙げた。優秀な人材の大企業への流入の一部を起業家へと振り向かせることに加え、初等・中等教育水準を上昇させる必要がある。産「学」官連携として、教育者としての責任は大きい。将来の有望なシーズを生み出す人材をより多く創出することが、長期的には日本のベンチャー及び経済活性化に繋がるだろう。

現行の産業政策の効果は限界がある。産業政策の短期メリットを保ちつつ、資金調達面や育成プロセスのサポートは民間の力にある程度委託し、民間ベースでは実現不可能な教育分野の拡充が今現在政府のなすべき義務である。

第2節 ベンチャーキャピタルの拡大による新興市場の活性化

4-2-1 本節概要

前節までは産業政策によるベンチャー市場全体の活性化の施策を考察した。しかし、そうしたトップダウンによる産業振興策は重要であるがそれだけでは限界があり、むしろ政府は産学連携という意味で企業家教育に特化した政策を行うべきという提言をした。また、新興市場の活性化には上場する取引所の土台整備や産業全体の連携作りも必要だが、同時にボトムアップによる民間ベースの上場企業支援も求められる。ベンチャー企業が上場前から上場以後の長期間に渡って継続的に円滑な資金調達を行うことができ、上場管理基準を維持し続けられる環境は、NASDAQ 的ブランド新興市場を目指す上で基本となる要素であると言える。

近年、ライフスタイルや IT 技術の進歩により市場は細分化され、需要の変化も激しくなっている。それだけに中小企業のチャンスは広がっているし、同時にリスクも大きくなっており、リスクに挑戦的なベンチャー企業の活動の重要性が増している。高成長ベンチャーとは言えど成功確立は極めて低いいため、本来的には銀行の融資対象になり難い。その一方で開発に成功し、株式を公開できるまでに成長すれば、株主は巨額のリターンを得る。ここにベンチャー企業の特性を前提として、企業の急激な成長と莫大なキャピタルゲイン取得の可能性を担保に資金提供を行う機関としてベンチャーキャピタルの存在がある。また、この他にもビジネスエンジェルと呼ばれる事業経験豊かな富裕層の個人による資金提供が行われている。

一般に、高成長ベンチャーに対する資金提供者は時系列的に3つのカテゴリーに区分できる。第1は創業者自身、家族、親戚、友人などの3F(founder, family, friend)による出資である。第2の創業時から事業化という初期の段階にある企業に出資するのがビジネスエンジェルであり、第3の創業あるいは事業化から成長段階にあるベンチャー企業にまで幅広く出資するのがベンチャーキャピタルである。

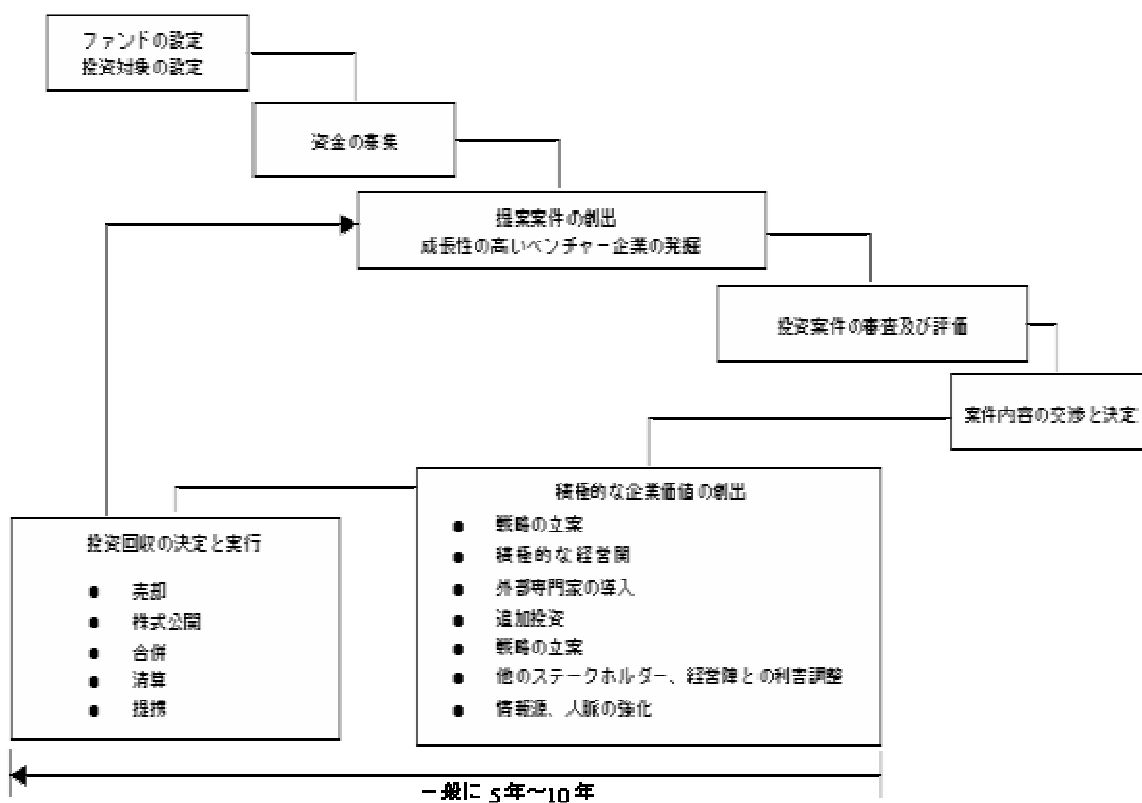
本章では日本のベンチャーキャピタルおよびベンチャーキャピタルファンドの現状を示

し、アメリカにおけるベンチャーキャピタルの現状と比較し相違点を考察する。その上で、アメリカのベンチャーキャピタルに比べて日本のベンチャーキャピタルが大幅に遅れているノウハウ蓄積を、設立形態、業界団体、年間投資額、独立性、という4点について今後どのように上場企業の資金調達と言うベンチャー企業上場維持支援に繋げていくべきかを提言していく。

4-2-2 ベンチャーキャピタルとは

ベンチャーキャピタルの仕事は、ファンドを運用するベンチャーキャピタリストが投資資金(ベンチャー・ファンド)を集め、それぞれ投資分野や地域などを限定し、5年から7年程度の期限で募集する。出資者としては主に機関投資家(年金や保険金などの運用者)や大手金融機関が出資する。これらの投資プロセスを詳しく見ていく。

まず原資を集めるために、投資家から資金を募集し、ファンドを創設する。次にベンチャーから投資依頼を受付、投資案件を検討し投資先を決定する。最後に、株式公開時の株式売却や企業自体の売却により投下資本を回収し、プロセスを完結させる。(図表 4-2-1 参照)



(図表 4-2-1)ベンチャーキャピタルの投資プロセス

(出所)図表クラシックベンチャーキャピタルの投資プロセス

<http://www.voice-com.net/news/venture/13th.html>

ベンチャーキャピタルの投資前の活動としては、投資案件のふるいわけ、投資案件の評価、検討、審査、契約の締結等のステップがある。ベンチャーキャピタルは自身で営業活動を行う必要性はあまりなく、たいていは送られてくる事業計画書を見て、リスクとリターンを検討した上で、投資案件として仕立てていく。ベンチャーキャピタルは事業計画に基づいて、投資候補企業の現在価値(Net Present Value)を推定する。

ベンチャーキャピタルの投資後の活動としては投資先企業へのモニタリングや経営支援などからなる。この段階でベンチャーキャピタルは主にハンズオン型とハンズオフ型の 2 種類に分けられる。ハンズオン型の場合、ベンチャーキャピタルが投資先企業に対してオブザーバーや取締役を派遣するなど、投資先企業の経営に積極的に関与し企業価値創出を目指す。ハンズオフ型の場合は資金は提供するものの経営に関しては原則口出しをしない。また、モニタリングとは、企業家が企業価値を破壊する機会主義的行動に走る可能性を抑

え、結果として、投資先企業の価値向上に寄与することを目的としたものである。例えば、個人的な利益を有する企業家は、たとえ株主に対して負の現在価値案件に関する情報を持っていたとしても、事業の継続を決定する。また、企業家は株主のコスト負担で自分の評価を高める戦略を追求しがちである。投資家であるベンチャーキャピタルは、企業化個人の利益と株主への資金的なリターンについて完全な相互依存関係になっていないことを懸念するため、投資家、企業家の策定した事業計画をもとにモニターすることになる。平均的にこのプロセスは5年～10年の期間で行われる。

これらのプロセスを経た上で最終的に投資の回収を行うために IPO もしくは M&A という 2 つの主要な回収メカニズムを用いる。ベンチャーキャピタリストは、株式の公開によって企業から収益を手にし、企業は株式を発行することで株式公開企業となる。この他の回収戦略に、企業吸収、清算、または株式の買い戻しなどがある。

4-2-3 日本型ベンチャーキャピタル

前節では一般的なベンチャーキャピタルの業務形態について触れたが各国のキャピタリストの投資性向や周辺環境の違いによりその形態には差異がある。そこで本節ではベンチャー市場において日本と比べ先進的と言える市場を持つ米国型ベンチャーキャピタルと、日本型ベンチャーキャピタルを比較し、日本型ベンチャーキャピタルが改善すべき点を考察していく。

まず、日本型ベンチャーキャピタルと米国型ベンチャーキャピタルの形態として以下の

ような特徴が挙げられる(図表 4-2-2 参照)

【日本の VC】

- ・ 設立形態：株式会社
- ・ 設立母体：銀行・証券・生損保系が中心
- ・ 業界団体：「日本 VC 協会」 が 2002 年に発足
- ・ VC 社数：約 200 社強
- ・ 投資資金：自己資金 45%、組合 55%

- ・年間投資額：1600 億円

【アメリカの VC】

- ・設立形態：パートナーシップ形態の個人専門家
- ・設立母体：民間系独立 VC が中心となっている
- ・業界団体：NVCA(全米 VC 協会)が 1973 年に発足
- ・VC 社数：600 強
- ・投資資金：民間系独立ファンドが 80%、金融事業会社は 20%
- ・年間投資額：321 億ドル

(図表 4-2-2)日本・米国型ベンチャーキャピタル特徴

ここで注目すべきは①設立形態(設立母体)②業界団体③年間投資額の 3 点である。これらに対して考察を加え、4-2-4 節では今後日本のベンチャーキャピタルがとるべき展望を提言する。

①設立形態

日本では金融機関が母体となって設立され組織的に運営されている株式会社型のベンチャーキャピタルが主流である。それに対して米国ではリミテッドパートナーシップ制度が導入されている。この場合、パートナーシップとなるのが個人であり、パートナーの投資行動が直接パートナー個人のリスクとリワードに直結する。そのため、企業の発掘、審査、評価、条件交渉、経営支援、IPO もしくは M&A まで一貫して関与し、責任と報酬のインセンティブがある。日本の場合パートナーシップとなるのが会社でありサラリーマン手段的側面が強く組織による意思決定が行われている。こうした機能別組織による運営管理が行われる反面、意思決定から成功果実の分配まで社内の合議で決められておりリスクとリターンとの所在が不明瞭になっているデメリットが存在する。また、ベンチャーキャピタル会社の多くが大手金融機関のひも付きであり、意思決定は親会社の経営政策に左右される部分が大きく、また人事異動などによるキャピタリスト自身の育成阻害といった問題もある。

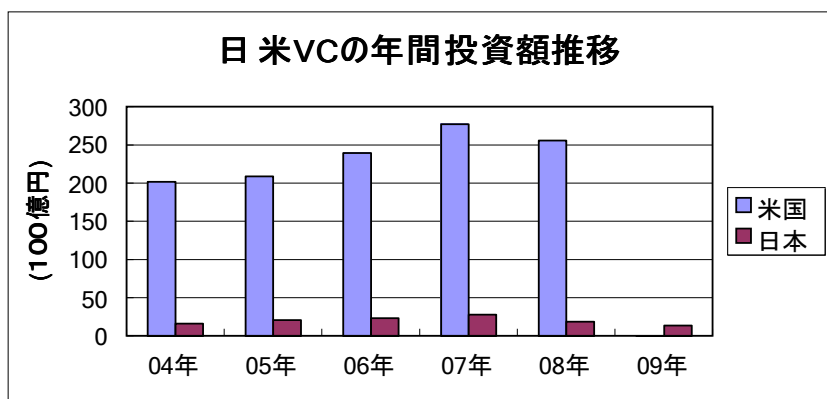
②業界団体

日本のベンチャーキャピタルは、はじめに国家主導で行われ、その後民間が数多く設立されることとなったのだが、日本の伝統的な産業にもれず最初は国家主導のトップダウンであったために、リスクを取らないという悪しき伝統がある。現在ではベンチャーキャピタルの数も増え、その投資スタイルも様々なものが出てきている。しかし、現在銀行や大手金融機関の紐付きでないベンチャーキャピタルの数はおよそ 30 社ほどしかなく、また、その中には欧米資本のベンチャーキャピタルも含まれているため、日本のベンチャーキャピタルの投資スタイルはまだ多様性を欠いたものである。投資文化は違えど、日本には中小企業に優れた技術力を持つところも多く、そうした企業を発掘し、社会へ出すことはベンチャーキャピタルの社会的意義ではないだろうか。このような投資スタイルの多様化に貢献する手段として業界団体によるキャピタリスト育成プログラムが挙げられる。

NVCAではNASBIC (National Association of Small Business Investment Companies) と共同で、ベンチャーキャピタリストを育成するためのVCIプログラム (Venture Capital Institute Program) を提供している。VCIプログラムは、職歴が5年未満のベンチャーキャピタリストを対象とするジュニアプログラムと、それ以上の者を対象とするシニアプログラムに分かれている。ジュニアプログラムの授業内容は、理論よりも実践を重視し、VCビジネスの基礎を学習できる内容となっており、学部卒でVCに入社した場合には、VCビジネスに関する一般的な手法を学習する上で有益な内容になっていると言われている。対して、日本では2002年から日本ベンチャーキャピタル協会が発足し、ベンチャーキャピタリスト

育成事業等のキャピタリスト教育プログラムを掲げているが未だ体系的なものではなくセミナーや説明会規模に留まっており成果は出ていない。かつ、業界最大手のジャフコが団体に未加入であるなど改善すべき点が多く残されてる。

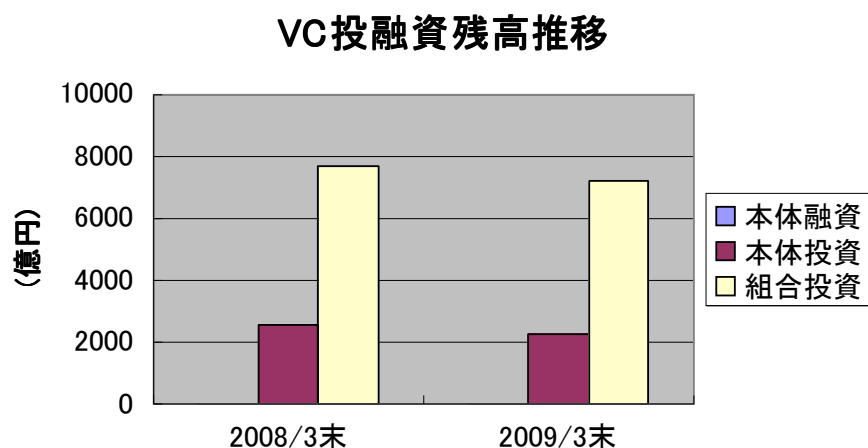
③投資規模



(図表 3-2-3)日米 VC 年間投資額推移

(出所)VEC「2009年ベンチャービジネスの回顧と展望(要約版)」

日本におけるベンチャーキャピタルの問題点のひとつとして、その投資額の規模の小ささが挙げられる。図表 4-2-3 を参照すると分かるように日本のベンチャーキャピタルの年間投資額推移は米国のものとは比べて遥かに小さい。さらに下図表 4-2-4 を参照すると、

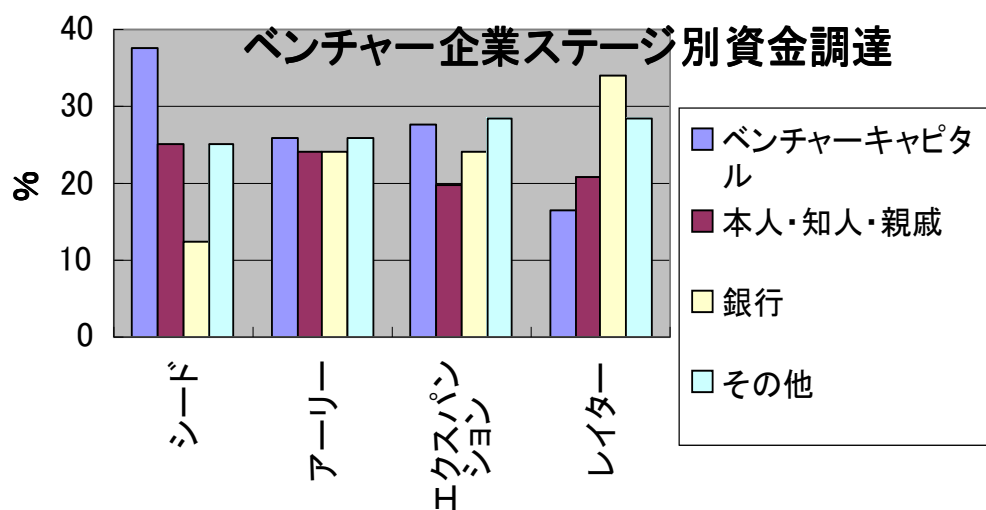


(図表 4-2-4)日本型ベンチャーキャピタル等融資残高推移

(出所)VEC「2009年ベンチャービジネスの回顧と展望(要約版)」

日本のベンチャーキャピタル投融資残高全体も減少傾向である。さらに、未だ投融資の大半は投資組合としての投資であり、米国のようにベンチャーキャピタル本体が資本金を出資して投資するというのは未だそのパーセンテージは少ない。これはリスク回避型の日本のベンチャーキャピタルの問題点といえるのではないだろうか。

4-2-4 日本型ベンチャーキャピタルの展望



(図表 4-2-5)ベンチャー企業ステージ別資金調達

(出所)VEC「2009年ベンチャービジネスの回顧と展望(要約版)」

ここまですを振り返ると日本のベンチャーキャピタルは、リスクとリワードの所在が不明瞭、リスク回避型投資スタイル、キャピタリスト育成プログラムの未発達、といった点で米国型ベンチャーキャピタルと比べ遅れていると言わざるをえない。しかし、上記図表の日本におけるベンチャーキャピタルのステージ別投資時期を考察すると、近年では全体的にシード・アーリーステージ時期の投資が主流になってきていることが読み取れる。ここでは、シードを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、アーリーを製品開発、および初期のマーケティング、製造、販売活動に向けた企業、として定義する。これは、IT分野、バイオ分野など、企業成長が非常に速く、かつ、資金調達のニーズもアーリーステージから大規模な資金を必要とする企業が徐々に増加し

ていることや、独立系キャピタルが増加していることが要因だと思われる。これにより、設立して投資先企業に“色”がつくまえにベンチャーキャピタルが支援関係を持っておけば、上場までにスムーズな関係が作れることが多い。ベンチャーキャピタルにとって内部収益率が高くなるのは、投資してから上場するまでの期間が短ければ短いほど良いのであり、これをみてもなるべく早い投資の時期が望ましいと思われる。

日本では 2000 年の IT バブル以前までは金融機関からのぶら下がりのベンチャーキャピタルが主流であった。このためアーリー投資はしても企業の経営には関与しないハンズオフ型の投資が主流であったが、IT バブル以降は金融規制が緩和されたせいもあり、経営に積極的に関与するハンズオン型投資も見られるようになってきた。しかしながら、制度が変わり米国型の投資ができるようになってきていても、ベンチャーキャピタルの経営支援能力が劇的に向上したわけではなく、二人三脚で会社を作り上げていくために必要なキャピタリストの育成には時間がかかる。

もう一度、図表 4-2-5 を参照すると、アーリー期での資金調達率はベンチャーキャピタルの割合が高いが、エクспанション・レイター期になると銀行やその他エンジェルといった層からの資金調達率が高くなっている。これは米国と比べても比較的アーリーから投資していくようになったが、ベンチャー拡大期に息切れし、その結果、ベンチャー自身が銀行からの融資で株式公開まで繋げている現状がある。つまり、IPO それ自体が目的化しており IPO しても利益が上げられずに上場管理基準に満たず上場廃止になる企業が多い。そこで、日本型ベンチャーキャピタルは米国型のように、アーリー期に大型の資金提供を行う資本集約的/高リスクな投資ではなく、長期間に渡ってコンスタントに小・中型の資金提供や経営補助を行う、知識集約的/低リスクな投資を目指すべきである。具体的には、投資先へのハンズオン型投資といった経営補助の強化や、投資規模が小さくても M&A を行うことが出来る非公開レバレッジドパイアウト⁷といった手法を活用していくべきである。こうしたベンチャーキャピタルが、資金提供だけでなく上場管理基準を維持できる体制をベンチャー企業内に作り上げていくような仕組み作りを積極的に行う事で、企業の資金調達を手助けしジャスダックを流動性の高い高品質な市場として機能させるのではないだろうか。

⁷ レバレッジドパイアウト。買収先の資産及びキャッシュフローを担保に負債を調達し、買収後に買収先企業の資産売却や事業の改善でキャッシュフローを増加させることで負債を返済していく M&A 手法。取引成立後株式を非公開化させてプライベートエクイティを行うため非公開レバレッジドパイアウトの表記に。

4-2-5 ベンチャーキャピタルまとめ

以上のように、ベンチャーキャピタルの概略を説明し、米国型ベンチャーキャピタルと日本型ベンチャーキャピタルの形態比較を行うことで、リスクとリワードの所在が不明瞭、多様な投資スタイルのためのキャピタリスト育成プログラムの未発達、組合投資によるリスク回避型投資スタイル、という 3 点の問題点を指摘した。その上で、日本では、近年アーリー投資の文化が根付き始めている反面、ハンズオン能力の未発達から IPO の目的化が起り長期的な企業支援が行えてない状況にある。米国型のように手取り足取りハンズオンでパートナーシップを組み、アーリー期から大型の資金提供をコンスタントに続けていくためには、カリスマ性のある非常に優秀なベンチャーキャピタリストの存在が必要不可欠であり一朝一夕ではとても追いつけない。従って、こうした現状において日本型ベンチャーキャピタルが取るべき方向性としては、非公開レバレッジドバイアウトや長期にわたる中型の資金提供や経営補助といった知識集約的/低リスクな投資を行いベンチャー企業の上場支援を上場前から上場後に渡って幅広く支援していくことが求められる。

4-2-6 エンジェル

ベンチャーキャピタルとは別に、エンジェルは VC とともにアーリーステージのベンチャー企業への資金供給の担い手として、アメリカでは重要な役割を占めている。しかし日本におけるエンジェルの活動は下のデータを見ると、投資家の数はアメリカの $1/23$ 、投資総額に至ってはアメリカの $1/125$ に留まっていることが分かり、ボリュームの点でアメリカに比べ物足りない。日本でエンジェル投資家を増やし、エンジェル投資を活発化するためにはエンジェル税制を拡充しエンジェルネットワークの形成を促進することが不可欠だと言われている。本章ではエンジェル投資の意義を確認した後、エンジェル税制の拡充とエンジェルネットワークの拡大について説明する。

	日本	米国
投資家数	10000人	234000人
年間投資額／件	100－300万円	5000万円
年間投資総額	200億円	2.5兆円

出所：平成20年度エンジェルネットワーク形成に関する報告書（経済産業省）より作成

4-2-7 エンジェル投資の意義

本節の概要でもふれたがエンジェル投資とは、実際に自分がベンチャー企業の経営に携わったことがある等、事業経験豊かな富裕層が創業まもない企業に対して行う資金供給を指す。アメリカにおけるエンジェル投資はベンチャー企業の成長過程における所謂「ファミリー&フレンズ・ラウンド」と「VCラウンド」の繋ぎ役という位置付けが明確にあり、家族・友人では出せる規模の金額ではない（数千万円単位）が、VC（最低でも1百万ドル）の投資をうけるまでに成長していないベンチャーが、エンジェル投資により大きな飛躍の足がかりをつかむ実情がある。またエンジェル投資家がベンチャー企業に対して果たす役割は、調達困難な起業初期のリスクマネーの出し手という金融的な意味合いに留まらない。エンジェル投資家が積極的に経営へ参加し自らが有する事業経験や専門知識に基づくアドバイスを行う、つまりメンターとしての役割を果たしているケースも多い。特に米国のシリコンバレーなど、ベンチャー企業の創出・成長が長期間恒常的に続いている地域においては、ベンチャー企業創業者が自らの事業を成功させた後にその事業で得た資金を後進のベンチャー起業家に投資し、自らの事業経験を生かして新しいビジネスの創出に協力するというベンチャー起業家の生態系（エコサイクル）が形成されている。

他方、エンジェル投資家は必ずしも成功した企業経営者などの高額所得者や資産家に限られている訳ではない。米国での調査によれば、平均的なエンジェル投資家は年収1,000万円程度、純資産1億円以下のアッパー・ミドルクラスの人々であり、約23万人の幅広い所得階層のエンジェル投資家が約3兆円の資金を5万社のベンチャー企業に投資を行

っている。現在日本のエンジェル投資家の数は1万人程度と言われ様々な所得階層・専門分野の人々を取り込んでいるとは言い難いが、エンジェル投資家として必要な資金力を満たしている潜在エンジェルはある程度存在すると見られており、彼らを如何に取り込むかがエンジェル投資を活発化するための最大のポイントである。次の項ではそのための制度的なアプローチであるエンジェル税制の拡充について見ていく。

4-2-8 エンジェル税制とは

エンジェル税制とは、エンジェル投資家からベンチャー企業への投資を促進するために設けられた税制優遇措置の総称である。アーリーステージでのベンチャー投資は投資資金を回収できるまでの時間が長い上、そこまで至れるベンチャー企業はほんの一握りである。従ってエンジェル投資は極めてリスクが高いと言え、そのリスクを引き受けベンチャー投資に乗り出すことは個人投資家にとって勇気が要る。そこでこうしたリスクを乗り越えてエンジェル投資を増やしていくために、政府はエンジェル税制によりエンジェル投資への強い政策インセンティブを与える必要があるのである。日本では1997年の税制改正で初めてエンジェル税制が導入されたが、適用件数が伸びず有効活用されないことが長年の懸案になっており、幾度か改正がなされている。次の項で日本のエンジェル税制改正の歴史に触れた後、現在のアメリカのエンジェル税制と日本のエンジェル税制を比較し今の日本の税制が不十分なのかどうか検討する。

4-2-9 エンジェル税制改正の歴史

1997年の税制改正で導入されたエンジェル税制は、中小企業創業活動促進法の適用要件を満たす特定中小企業への株式投資に対し、譲渡により発生した利益および損失に税制上の優遇が得られるものだった。具体的には「3年を超えて保有した株式を上場の際に売却して利益が生じた場合は当該利益を1/4に圧縮し、損失が生じた場合は当該損失を三年繰り越す」ことができた。しかしこれはIPOに成功したベンチャー企業の株を譲渡して初めて得られる恩恵であり、投資直後に恩恵を受けられるものでないためアーリーステージでの投資を促すインセンティブは弱かったと考えられる。事実税制発足後5年間で適用件数は220件に留まっている。その後2003年の税制改正で「ベンチャー企業の株式を取得した際に、同じ年に他の株の売買益がある場合は、売買益を限度としてベンチ

チャー企業株の取得金額をその売却益から控除」ことができるようになり投資直後に恩恵が受けられるようになったが、その年に他の株の売買益がないと控除効果が発生しないため適用件数はその年の市況に大きく左右され、一時的に伸びることはあっても適用件数の継続的な伸びにはつながらなかった。

そこで2008年の税制改正では、「ベンチャー企業の株式を取得した際、その投資額から手数料（2000円）を引いたものをその年の総所得金額から控除（投資額1000万までなら全額控除され、それ以上なら総所得金額の40%まで控除される）」できるようになった。これはアメリカ・イギリスなどエンジェル投資先進国並みの措置で、2009年4月20日付の「日本経済新聞」によると2008年度のエンジェル税制を利用した直接投資の総額は約10億円と、前の年の4倍になったという。前年の金融危機が尾を引いたはずの2008年にこれだけ投資を促進したということは、今回の改正が強いインセンティブを与えたということができるのではないだろうか。今後の継続的な伸びが期待される。

4-2-10 日米エンジェル税制の比較

次の表はアメリカと日本のエンジェル税制を比較したものである。

	日本	米国
株式投資時点	投資額を他の株式譲渡益から控除(繰延)	投資額を他の株式譲渡益から控除(繰延)
譲渡益	なし	5年以上保有で譲渡益の1/2を非課税
譲渡損	株式譲渡損は他の株式譲渡所得との損益通算が可能(損失の繰越は3年間)	株式譲渡損は他の所得との損益通算が可能(損失の繰越は無期限)

出所：
ベンチャー企業創出

に関する中間報告（ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会）より作成

日米を比較すると次のような違いに気づく。

- ① 日本の損失繰越控除が3年までなのに対し、アメリカでは無期限の損失繰越控除が許されている。またアメリカでは株式譲渡所得に限らず、所得自体からの損失繰越が可能である。
- ② 譲渡益に関する圧縮措置が、アメリカではあるのに日本ではない。

まずこの二つについて解説する。①の損失繰越とは、譲渡の際に発生した損失額を来年以降に繰り越せることを意味する。つまり例えば、ベンチャー企業株の譲渡損100万円を出した翌年に、別の取引で譲渡益200万円を得た際そこから1年前の譲渡損100万円を差し引いた額のみが課税対象（ $200万 - 100万 = 100万$ ）となるので節税効果がある。②の譲渡益圧縮措置は①の損失繰越と組み合わせることで、譲渡益が出た際の節税効果を大きくする。日本でも「3年保有した株式の1/2圧縮措置」は以前まで認められていたが、2008年の税改正で廃止になった。

以上二つのことを考慮したうえで日本のエンジェル税制を評価する。ベンチャー先進国米国と同様のベンチャー企業創業環境を創り出すために、フランスや韓国なども日本同様政策努力を講じている。従って日本だけがこれを怠れば、優良ベンチャー企業の海外流出の一因にもなりかねない。その意味でアメリカと上にあげたような違いを除き、ほぼ同等の税制を敷くことができていることはまず評価できる。今後は損失繰越控除と譲渡益圧縮措置についてアメリカ並を目指すことが考えられる。特に譲渡益圧縮措置は対象を一定期間保有した株式に限定することで、投資家に長期保有のインセンティブを与えることもできるので復活させるべきではないだろうか。またエンジェル税制を申請する際の手続きが煩雑であるという指摘があり、制度の改正だけでなく申請手続きの簡略化も不可欠である。

ここまで見てきたように「エンジェル税制の拡充」という、制度面からのエンジェル投資活発化のアプローチはある程度なされているようである。次の項からはエンジェル投資家達によるエンジェル投資活発化のアプローチである「エンジェルネットワーク」に話を移す。

4-2-11 エンジェルネットワークとは

エンジェルネットワークとはエンジェル投資家が形成した、投資情報の入手やベストプラクティス・ノウハウなどの情報交換を主な目的とするネットワークである。アメリカには200以上のエンジェルネットワークが存在しており、エンジェル投資の拡大と連動し、個人投資家が投資機会に関するよりよい情報を収集する等の目的で他のエンジェルや起業家とのネットワーク化を進展させている実態がある。我が国においては、このようなエンジェルネットワークの形成は未だ萌芽期にあるが、個人投資家の活動を活発化しエンジェル投資の拡大・活性化との好循環を得る有効な方策として、その形成促進は重要な課題として位置付けられるものと考えられる。次の項でエンジェルネットワーク形成の意義についてより具体的に触れた後、日本でのエンジェルネットワーク形成への問題点とその解決策を検討し、最終的にエンジェルネットワーク促進の試みがエンジェル投資家を増やすという目的を達成できるか考察する。

4-2-12 エンジェルネットワーク形成の意義

エンジェルネットワークに参加している投資家達はお互いが持つエンジェル投資のノウハウ・ベストプラクティスについて情報交換・共有を行い、自らの投資パフォーマンスの改善を図っている。こうした活動によりネットワーク内に蓄積される情報は、十分にエンジェル投資家に必要とされる情報やスキルを有していない者にとって魅力的であり、この意味でエンジェルネットワークはエンジェル投資家の裾野の拡大に大きな効果を有するシステムであると考えられている。また個人投資家として既に十分能力を有する者にとっても、事業経験や専門性が異なる人々がエンジェルネットワークとして集まることで多様な投資先企業に対するデュー・ディリジェンスや経営指導をより専門的に行うことや、ネットワーク内の他のエンジェル投資家との共同出資の機会を得て、より大きな投資のリターンが期待できるので、エンジェルネットワークへの参加は魅力的である。

このようにエンジェルネットワークにはエンジェル投資家を増やす効果があると考えられるが、他にもエンジェル投資の受け手となるベンチャー企業にとってはエンジェルネットワークに所属する複数のエンジェル投資家から、多様多彩な専門分野・見識から助言を受けられる恩恵がある。またエンジェルネットワーク所属の投資家からの投資を受け事業拡大に成功するベンチャー企業が増加すれば、これら企業が受けるVC額も増加するのでVC投資の活発化にもつながる等エンジェルネットワークは形成が進めば新興市場を活性化するポテンシャルをもっていると言える。

4-2-13 日本のエンジェルネットワークの現状と問題点

エンジェルネットワークはエンジェル投資家の増加を促すので、形成を促進することは大いに意義がある。現在日本では数十のエンジェルネットワークが活動しており、ネットワーク形成促進とエンジェル投資の活性化を図る積極的な取組みが行なわれているが、その活動の実態は正確な統計データが無い程微々たるものであり、現在の状態でエンジェル投資家の増加を促すのは難しい。その背景にはそもそもエンジェル投資家自体が少ないという事情も大きいと見られるが、「貯蓄・融資の文化が根強く特にベンチャー企業への投資に対する理解が薄い日本の状況」も課題となる。またネットワーク活動を日本全体へと広げていくには、「その推進力としての人材およびネットワークを形成し活動を展開するための知識やノウハウが不可欠だが、現状においては不足していること」も懸念される。

ここから今挙げた問題点に対するそれぞれの解決策を提示する。まずベンチャー企業への投資に対する理解を進めるために、急成長したベンチャー企業を支えたエンジェル投資の成功事例を収集・PRすることによって、エンジェル投資の社会風土・文化を日本にも根付かせる努力を行うとともに、エンジェル投資のデータが少なく不透明な実態をさらに詳細に把握し、成功したベンチャー企業を支えたエンジェル投資家をロールモデル、成功事例として取り上げることが必要である。米国においては、グーグルの成功が、同社に最初に投資を行ったエンジェル投資家アンディ・ベクトルシャイムによって支えられていたということは、誰もが知っている常識となっており、こうしたエンジェル投資に対する肯定的な認識が、自らもエンジェル投資をしてみようかという動機付けになっている。日本でもこうしたベンチャー企業に対する肯定的な認識を作るための取り組みは欠かせない。

次に、エンジェルネットワークを推進するために必要な人材、ノウハウが不足している現状に対する解決策について触れる。人材の不足については、特にベンチャー企業に適切なアドバイスを行う事ができるメンター的存在が不足していると考えられているが、様々な企業において経験を積んだ人材はメンター的なビジネス・エンジェルとして期待できる。これらの層のエンジェル投資への参加を図るべく、やはり啓発や投資スキルの育成の取組みが行なわれることが必要である。ノウハウの不足とは、運営ノウハウが不足していることを指し、エンジェルネットワーク運営のノウハウを集約し普及していくことが重要と考えられる。米国やカナダ等では既存のエンジェルネットワークのノウハウを集約してエンジェルネットワーク作成手引きがつくられており、我が国でもこうした活動を推進して行

く必要がある。

4-2-14 エンジェル投資家を増やすという目的の実現可能性

最後にエンジェルネットワークの取り組みがエンジェル投資家を増やすという目的を達成できるか考察する。前項で上げた、「ベンチャー企業投資への理解の浸透」と「人材・ノウハウの確保」という課題に対する対策はエンジェルネットワークの活動の普及には必要なことであるが、どちらの対策も説明会を開くなど地道な努力を長い期間かけてやっていくものであり、エンジェル投資家のボリュームを劇的に増やすための対策ではない。またエンジェルネットワークの活動が今後認知されていくと仮定してもエンジェル税制の項でも述べたようにエンジェル投資は極めてリスクが高く、その上日本の新興市場の米国ほど良くない現状を考えるとエンジェル投資に参加してもよいと考える潜在エンジェルはあまりいないのではないだろうか。アメリカでも実際にエンジェルとして活動する資本家（潜在エンジェル）は5%に過ぎず、日本にいとされる潜在エンジェルの5%がエンジェル投資に新たに参加したとしても劇的に増えたとは言えない。結論として、エンジェルネットワークを梃子にエンジェル投資家を増やすのは困難であり、エンジェル投資の低迷は新興市場のパフォーマンスの改善などの外部要因が無い限りしばらく続きそうである。

第3節 第4章まとめ

本章では、JASDAQ 活性化の支点をトップダウンによる産業政策とボトムアップによるベンチャーキャピタル・エンジェル投資家の拡充に移して考察を行った。産業政策においては、原因として能力ある企業家不足を指摘し、それらの改善策として、産学連携による高度な人的資本の早期育成を掲げた。これは、トップダウンによる政策には限界があり資金調達面などの民間ベースでサポートできるものよりも、政府のような大規模な改革が必要な教育分野の拡充をするべきという観点に基づく。同様に、ベンチャーキャピタル・エンジェル投資家においても、優秀なキャピタリスト、エンジェル投資家の不足を指摘した。しかし、これらの人材育成は政府による産業政策によって行われるべきであり、ベンチャーキャピタルやエンジェルは長期間に渡るコンスタントな資金提供・経営補助という限定

されたサポート面に特化するべきという提言を行った。こうした、政府によるトップダウンと民間ベースによるボトムアップなベンチャー振興策が連携し、多面的にベンチャー企業の経営を支援し、企業価値向上に貢献することで、より上質な企業が新興市場に上場できるようになり、資金の循環が活発になることで日本の証券市場活性化に繋がるのではないだろうか。

第5章 第1部総括

この論文では証券市場全体の活性化の手段として、新興市場、特に国内で圧倒的な大きさを持つジャスダックの活性化に着目した。また、この論文では市場の制度だけでなく、市場を取り巻く環境を広く包括的に分析した。そこでまず第1章で日本の新興市場全体の現状を述べた。その中で、現在の新興市場はライブドア事件を始めとした相次ぐ不祥事をきっかけに、上場企業の質が維持されていない事が露呈し大きく低迷している事と日本で圧倒的な規模を持つジャスダックが統合を機会に「多産多死」型で米ナスダックのような健全な市場を目指して動き出した事を説明した。

第2章では、市場の制度の改善としてジャスダックとジャスダックが目標としている米ナスダックを比較して、ジャスダックが今後取るべき行動を考えた。その中で、ジャスダックは今後、上場管理基準としての流動性確保条件とコーポレートガバナンス規定に伴うリクイディティ・プロバイダー制度の充実と独立取締役の確保、さらに金融情報ベンダーと提携したアナリスト業務やIR情報の強化といったサービスを充実させて、場管理政策とブランドイメージ戦略の両方を充実させて行く必要があると述べた。

第3章では、2章と同じく市場の制度の改善として、従来日本には無かったタイプの制度を持つ TOKYO-AIM を分析した。そして TOKYO-AIM 自体の成功は厳しいと考えられる一方で、企業の上場後の管理など参考になる部分もあると考えた。そこで私たちは TOKYO-AIM を参考にし、リクイディティ・プロバイダーに、担当企業が上場後の情報開示を維持できるようアドバイスすることを義務付ける事を提案した。

第4章では、新興市場を活性化するためには市場の制度改革だけでなく、質の良いベンチャー企業を多数生み出す社会システムを作り上げて行く必要があるとの考えから、国と民間に存在する現在のシステムを分析した。国に関しては、国が行っている産業クラスター政策や人材育成を分析した。民間に関しては、ベンチャー企業を育てる役割を持つベン

チャーキャピタルとエンジェルの分析を行った。そして、産業クラスター政策と近年のベンチャーキャピタルの変化は共に新興市場の活性化にプラスの側面を持つものの、決して十分な水準ではない事が分かった。またエンジェルに関しては、エンジェルを増やすのは新興市場が低迷している日本では容易では難しいと分かった。

以上のように新興市場では、新興市場側の努力、質の良いベンチャー企業を生み出す社会システムの改善によって良い方向には向かっていると考えられる。しかし、新興市場の低迷が元々極めて深刻である事や、質の良いベンチャー企業を生み出す社会システムの改善がパワー不足である事を考えると、新興市場が短時間で劇的に活性化するとは言えない。そして新興市場が遠い将来に活性化するためには、新興市場、政府、ベンチャーキャピタルなどの市場を取り巻く関係者の長く辛抱強い努力が必要であると考えられる。

参考文献

- ・杉浦章介『経済地理』岩波書店 2003年
 - ・池尾和人『現代の金融入門』筑摩書房 2010年
 - ・川北英隆『テキスト株式・債券投資』中央経済社 2010年
 - ・長谷川博和『決定版 ベンチャーキャピタリストの実務』東洋経済新報社 2007年
 - ・宮脇敏哉『ベンチャービジネス総論－イノベーションによる成長経営戦略』税務経理協会 2010年
 - ・大崎貞和『金融構造改革の誤算』東洋経済新報社 2003年
 - ・東京新聞『新興市場 10月統合 上場後の監視に力点』2010年4月20日
 - ・週刊ダイヤモンド『新興市場の断末魔』ダイヤモンド社 2009年1月31日号
-
- ・経済産業省
<http://www.meti.go.jp/>
 - ・日本公認会計士協会
<http://www.hp.jicpa.or.jp/index.html>
 - ・日本証券業協会
<http://www.jsda.or.jp/>
 - ・大阪証券取引所
<http://www.ose.or.jp/>
 - ・東京証券取引所
<http://www.tse.or.jp/index.html>
 - ・TOKYO-AIM
<http://www.tokyo-aim.com/>

・ JASDAQ

<http://www.ose.or.jp/jasdaq>

・ あずさ監査法人

<http://www.azsa.or.jp/>

・ 経済産業省経済産業政策局地域経済産業グループ『クラスターWEB、産業クラスター研究会報告書』2005年5月

<http://www.cluster.gr.jp/relation/data/index.html>

・ 経済産業省経済産業政策局地域経済産業グループ『クラスターWEB、産業クラスター計画のこれまでの成果』

<http://www.cluster.gr.jp/plan/result.html>

http://www.cluster.gr.jp/relation/data/pdf/09_pamph/Cluster2009_06-09.pdf

・ 経済産業省『エンジェル税制（ベンチャー企業投資促進税制）のご案内』

<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/index.html>

・ 経済産業省『「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会」中間報告』

<http://www.meti.go.jp/press/20071130006/tyukanhoukokuj.pdf>

・ 経済産業省『平成20年度 エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書』

<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angelnetworkhoukokusyo.pdf>

・ DCP事務局『DCPについて』

<http://www.kiis.or.jp/DCP/index.html>

・ JASDAQ『リクイディティ・プロバイダー（LP）制度について』

http://www.ose.or.jp/f/general cms_pages/4183/wysiwyg/lp_summary.pdf

・ 金融庁『平成21年度における地域密着型金融の取り組み状況について』2009年7月23日

<http://www.fsa.go.jp/news/22/ginkou/20100723-1.html>

・ 金融庁『利用者等の評価に対するアンケート調査結果の概要』2009年

<http://www.fsa.go.jp/news/22/ginkou/20100723-1/03.pdf>

・ 芦原一弥『郵政研究所月報 米国シリコンバレーの発展』2002年6月

<http://www.yu-cho-f.jp/research/old/pri/reserch/monthly/2002/165-h14.06/165-topics2.pdf>

・ あずさ監査法人『東証のプロ投資家向け市場「TOKYO AIM」の制度要綱について』

http://www.azsa.or.jp/b_info/ipo/200902/ipo_200902_02.html

・ 大和総研『楽天に刺激され起業家を目指す学生が増加』2005年4月20日

<http://www.dir.co.jp/publicity/column/050420.html>

・ 大和総研『エンジェル税制拡充へ』

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/tax/06103101tax.pdf>

・ 野村総合研究所『動き出す TOKYO-AIM』

http://www.nri.co.jp/opinion/kinyu_itf/2009/pdf/itf20090703.pdf

・オリックスキャピタル株式会社『AIMの概要～ロンドン証券取引所上場という選択～』

http://www.orixcapital.co.jp/member/focus/mem_focus_aim01.html

・文部科学省『国際学力調査』2006年

http://www.mext.go.jp/a_menu/shotou/gakuryoku-chousa/sonota/07032813.htm

・文部科学省『習熟度別・少人数指導について』2008年8月

http://www.mext.go.jp/a_menu/shotou/gakuryoku-chousa/zenkoku/08020513/001/003.htm

・21世紀政策研究所『貸出金利の適正化を目指して』

http://www.keidanren.or.jp/21ppi/thesis/990630_2_04.html

・nikkei BPnet『時評コラム マザーズの新たな上場廃止基準は何をもたらすのか』2009年10月28日

<http://www.nikkeibp.co.jp/article/column/20091028/191940/>

・Yahoo!ニュース『閑散続く新興市場は復活できるのか 新生ジャスダックに注がれる熱視線』2010年9月15日

http://headlines.yahoo.co.jp/hl?a=20100915-00000000-sh_mon-bus_all

・産経ニュース『【新生ジャスダック始動】(上)「脱予備校」へ、米ナスダック目指せ』2010年10月12日

<http://sankei.jp.msn.com/economy/finance/101012/fnc1010122237020-n1.htm>

・産経ニュース『大証「米ナスダック上場も支援」新ジャスダック 0・27ポイント高』

<http://sankei.jp.msn.com/economy/finance/101012/fnc1010121133010-n1.htm>

・asahi.com(朝日新聞社)『新ジャスダック誕生「アジア最大」新興市場、再生狙う』2010年10月13日

<http://www.asahi.com/business/topics/economy/TKY201010120377.html>

asahi.com(朝日新聞社)『新興市場、不正報告相次ぐ 上場前からの粉飾決算も』2010年7月5日

<http://www.asahi.com/business/update/0705/TKY201007050191.html>

・YOMIURI ONLINE 読売新聞社『基礎からわかるライブドア事件 Q 決算どう粉飾?』2006年2月14日

<http://www.yomiuri.co.jp/atmoney/special/96/livedoor003.htm>

・YOMIURI ONLINE『基礎からわかるライブドア事件 Q 事件の構図は?』2006年2月14日

<http://www.yomiuri.co.jp/atmoney/special/96/livedoor001.htm>

・YOMIURI ONLINE(読売新聞社)『ジャスダックマザーズヘラクレス…新興市場 株安

続く』 2007年5月21日

<http://www.yomiuri.co.jp/atmoney/mnews/20070521mh15.htm>

・REUTERS ロイター『東証がマザーズ銘柄の上場廃止で新規則、ブランド力回復へ』

<http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPJAPAN-11171620090825>

・富士通総研『高齢化社会における家計の資産選択行動の変化と含意』

<http://jp.fujitsu.com/group/fri/report/economic-review/200801/page8.html>

・NSJ 日本証券新聞『NSJ コラム 悪者はエフオーアイのみ？ 一部株主に損害賠償請求権あり 上場廃止日前倒しも』 2010年5月25日

<http://www.nsjournal.jp/column/detail.php?id=210840&dt=2010-05-25>

・SMBC コンサルティング『解決情報 特集 【Q】上場する際の証券会社の役割とはどのようなことでしょうか？』

http://www.smbc-consulting.co.jp/company/solution/special/special_02/special_907.html

・東洋経済オンライン『(第5回)株式の収益率は、本当に債券より高いのか？横綱に匹敵する株式投資の勝率』

http://www.toyokeizai.net/money/investment/detail_column3/AC/0bd19c850bb8a559682784dfc3a179f9/page/1/

・太陽 ASG 有限責任監査法人『TOKYO-AIM について』

http://www.gtjapan.or.jp/monthly_report/2010-06-vol-17.html

・横山明『コーポレートガバナンスーナスダックのルールに見るコーポレートガバナンス』

<http://www.hi-ho.ne.jp/yokoyama-a/corporategovernance.htm#mokuji>

・オープンコム『ベンチャー想像の理論と戦略』

<http://www.voice-com.net/news/venture/13th.html>

・ベンチャーエンタープライズセンター『2009年ベンチャービジネスの回顧と展望(要約版)』 2010年1月20日

<http://www.vec.or.jp/2010/01/20/001-27/>

・ベンチャーエンタープライズセンター『資本政策実務ガイド 第2章日本のファイナンス環境・第5章米国のファイナンス環境』

http://www.vec.or.jp/items/vec_content/guide/frame_2.html

http://www.vec.or.jp/items/vec_content/guide/frame_5.html

・テックベンチャー『米国のベンチャーキャピタルー通説と本質ー』 1998年11月25日

<http://www.geocities.co.jp/SiliconValley-PaloAlto/8285/usvc3.htm>

・東京経営短期大学紀要『ベンチャー・ファイナンスとエンジェル税制』

<http://ci.nii.ac.jp/naid/110004866050> (13, 95-105, 2005-03-15)

・野村資本市場研究所『収益基盤の多様化を図るナスダック』 2007年

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2007/2007win12.pdf>

・野村資本市場研究所『わが国におけるエンジェル税制の課題』

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2002/2002aut16.html>

・野村資本市場研究所『市場区分を導入した米国ピンクシートー英国 AIM をモデルとした制度改革ー』

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2007/2007spr03.html>

・野村資本市場研究所『東証の新市場構想と実現へ向けた制度改革の動き』

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2008/2008win04.html>

・その他ニュース記事

『インタビュー：具体的な上場予定ない=TOKYO-AIM 社長』

<http://jp.reuters.com/article/JPInterview/idJPJAPAN-15442220100521?pageNumber=1&virtualBrandChannel=0>

『東京 A I M、開業 1 年で上場ゼロ やまぬ逆風 市場存続の正念場』

<http://www.sankeibiz.jp/econome/news/100602/eca1006020500000-n1.htm>

・日本経済新聞朝刊 『エンジェル税制利用最多、対象企業 3. 3 倍、昨年度、新制度導入契機に。』(2009/04/20, 3 ページ)

・日本経済新聞朝刊 『エンジェル税制 (きょうのことば)』(2008/06/04, 3 ページ)

・日本経済新聞朝刊 『エンジェル税制活用加速、ベンチャー出資個人の税負担軽く、ファンド創設や企業紹介 (2008/06/04, 1 ページ)