

メッセージ：角を矯めて牛を殺すな

～次世代のイノベーションを自らの手で～

早稲田大学ビジネススクール(WBS)
(大学院商学研究科ビジネス専攻)
教授・商学博士 松田修一
(ウエルインベストメント会長)

FIFAワールドカップで、カメルーン・オランダ・デンマークを含む4か国中2位で、16チーム決勝戦のパラグアイ戦に臨んだ岡田武史監督。6月29日、前哨戦の4連敗が嘘のように善戦し、惜しくも0対0で、PK戦で破れはしたが、退任報道ばかりであった岡田監督が凱旋將軍になった。若い戦略中心に、ベテラン組みがアシストに回り、強い守りと一気の攻めの戦略がずばりと当たったといえる。日本企業の戦略にも見習うところが多い。

しかし、政治の世界は、2008年の9月から始まった金融危機の、第二の底割れを回避するための20カ国・地域首脳会議(サミット)が、6月27日に終了した。日本を除く、各国は2013年までに先進国の財務赤字を半減することを、数値目標に明記して終了した。日本の異常な財政赤字をふまえた異例の処置である。

民主党菅直人首相の下で、参議院選挙が行われており、取引から税を回収する消費税10%と、法人実効税率の引き下げを含む「国家成長戦略」を打ち出したが、「第三の道」選択の中で、税収の原資である法人担税力向上のために、直接金融確保の道を開く新興市場と、成功した先輩起業家が後輩を支援育成するエンジェル投資が危機に瀕している。

1. 韓国コスダックに日本のベンチャーが興味

世界の経営者、政治家、学者等を中心のダボス会議などを主催する非営利財団「世界経済フォーラム」や、スイス・ローザンヌにある有力ビジネススクールのIMD(経営開発国際研究所)が「世界の競争力」を発表している。

2008年の金融危機後に世界の競争力を牽引しているのは、米国でもなく、欧州でもなく、BRICsを中心とした新興国に移ってきた。経済成長が1~3%か、7~10%以上かの違いがある。このなかで、アジアの盟主と自他共に考えられた日本の地位低下は否めない。

世界経済フォーラムのIT進展度を評価した2008年版の国際ランキングでは、トップは、デンマーク、スウェーデンに続きスイスとなっている。この中で、日本は2007年の14位から19位に転落してしまった。一方、2007年19位からトップ9位入りした韓国が躍進し、日本を大きく逆転した。また、日本より上位につけた太平洋アジア地域は、シンガポール、香港(11位)、オーストラリア(14位)、台湾(17位)である。

スイス・ローザンヌにある有力ビジネススクールのIMD（経営開発国際研究所）が発表した「世界競争力年鑑」の2010年版の「世界のランキング」では、1位シンガポール（前年3位）、2位香港、3位米国となった。米国は、過去17年ぶりに首位の座を転落した。オーストラリア（5位）と台湾（8位）、マレーシア（10位）もトップ10入りを果たした。ちなみに、中国18位、日本27位、英国22位である。

欧米は、巨額な財政赤字の改善や高い失業率の低下の兆しは見えない。逆に、ローコスト製品の加工や豊富な資源国に追い風が吹き、さらに新興国の中産階級層の増大による消費の拡大が、経済を牽引している。この典型事例を、次の通り、各国の証券取引所のランキングに見ることができる。

証券取引所ランキング（2009年）

証券取引所	時価総額 (億US\$)	売買代金 (億US\$)	上場企業数		IPO 社数	資金調達額(億US\$)			10年間時 価伸び率
			自国	海外		総額	IPO分	比率	
ナスダック	32,390	289,510	2,569	283	31			%	%
ニューヨーク	118,380	177,850	2,669	495	35	2,184	157.6	7.2	10
上海	27,050	50,620	870	-	9	294	183.2	62.3	575
東京証券取引所	33,060	39,880	2,320	15	6	537	2.4	0.4	40
ロンドン	27,960	34,020	2,179	613		1,192	30.8	2.6	10
深セン	8,680	27,740	830	-	90	162	91.9	56.7	261
オーストラリア			1,882	84		797	65.0	8.1	
韓国	8,340	15,750	1,778	10	36	23.7			604
香港	23,050	15,020	1,308	11	66	508	320.2	63.0	499
サンパウロ	13,370					292	125.3		
スペイン	12,970	16,100	3,435	37		197	19.3	9.7	
インド			1,453	0		158	32.6	20.6	
シンガポール	4,810	2,470	459	314	22	142			
その他	ボンベイ		4,955	0	60	出典：Finan Tec(March10.2010)講演資料(World Federation of Exchanges members)より作成			
	トロント	16,080	3,624	76	132				
	ユーロネクスト	28,890	19,100						
	ワルシャワ				37				

期待される経済活力は、活発な証券市場の売買代金と新規の上場(IPO)数に表れている。株式市場の低迷はあるが、日本の上場株式時価総額は、ニューヨーク証券取引所、ナスダックに次いで、第三位である。ただし、今年中に上海証券取引所と順位が逆転しそうであり、証券市場の活発度を示す売買代金では、すでに上海に抜かれている。

「世界経済フォーラム」やIMD等の「世界の競争力」で、日本を飛び越えて順位を上げている諸国とIPO数を比較するとその相関が明確である。米国を除き、中国(深セン、香港)、韓国、シンガポール等が際立っており、東証は6社にしか過ぎない。韓国では、外国企業枠を別に設けている。日本のベンチャーでは、利益2億円、4大監査法人、有力弁護士事務所等の条件がそろえば、申請後4ヶ月でIPOができる。機動的に資金調達ができるので、

すでに、日本企業も 10 社興味を示し、1 社は IPO 承認を採っている。新興国が先進国の経済を牽引し、国と国との競争が始まっている 21 世紀の初頭、日本が証券市場の入り口を狭めている間に、資金市場から見放される可能性がある。

2. 日本のイノベーションのための個人投資家を排除か？

日本に 4000 社近くの上場企業があるが、低収益と低企業価値に悩んでいる。一時の名門企業であったレナウンが、ブランド構築を狙う中国の繊維メーカー大手、山東如意科技集団に買収されたような案件が、今後日常的になるであろう。

特に、新エネルギーのスマートグリッドや電気自動車、さらに情報プロセスをかえるクラウドコンピューティングという新たな技術革新が進む中、世界のリーディング・カンパニーは、新たに設立されたベンチャー企業が躍進している。日本では、停滞する証券市場という投資出口を絞られたベンチャーキャピタルに、リスクマネーが集まらず、急成長するベンチャーは見当たらない。

先行的な成功起業家が、リスク覚悟で後輩に投資する日本のエンジェル(個人投資家)投資は、欧米の累計総額 20~30 兆円と比較して、2~3 千億円と百分の一である。志が高いベンチャーのハイリスク段階は、エンジェルが投資し、ある程度事業化が明確になり、さらに大型資金調達が必要になるとベンチャーキャピタルに引き継ぐという役割分担がないまま、日本では、エンジェルが育っていない。2008 年から新エンジェル税制がスタートしたが、現実に浸透していない。

このような中、日本の将来にリスクをかける個人投資家を排除しようとする規制が、日本証券業協会エクイティー委員会で策定され、業界自主規制ルールとして、7 月から実施されようとしている。日本のイノベーションを担う、健全な個人投資家を育成するために、日本ベンチャー学会挙げて反対している。

7 月 1 日締め切りのパブリックコメント(パブコメ)に、次のような内容を送付した。

(1) パブコメ先

日本証券業協会(日証協)

(2) パブコメ対象

新規公開前に行われる不適切な自己募集を規制するための「有価証券の引受け等に関する規制」等の一部改正(第 3 条の 2 及びその細則)について(案)

(2) 改正案:「第 3 条の 2」とその「細則」の内容

引受会員(証券会社)は、上場発行者以外の発行者が新規公開前に自己の株券、新株予約権証券、新株予約権付社債券について個人投資家に対して募集又は私募を行っていた場合には、細則に定める場合を除き、当該発行者が新規公開において行う株券の募集又は売出しの引受けを行ってはならない。細則では、個人投資家からの資金調達であっても、有価証券届出書(会計監査人の監査報告が 2 期間必要)が提出される場合は、除外されている。

(4) 改正案及び細則への反対理由

本条は、スタートアップの未上場会社が、個人投資家が株主となっている場合、証券会

社は IPO 時の新規引き受けを禁止するという内容になっている。次の 5 つのポイントで反対する。

①成長意欲の高い未上場会社のスタートアップ資金の確保阻害

未上場会社で IPO を目指し、雇用と担税力向上に貢献しようとする会社のスタートを阻害する。友人や親戚、さらに個人投資家（エンジェル）の支援を受けて、まず事業をスタートする未上場企業は、IPO を目指すなということになる。

②スタート時に有価証券届出書の作成余裕なし

未上場会社が、個人投資家から例えば 1000～5000 万円の資金をスタート時に数人の個人投資家から募集するために、有価証券届出書を CPA の監査つきで作成・提出するには、費用対効果上困難である。これを乗り越えることができるのは、スタート時の自己資金を多額に確保できる起業家のみで、知を事業化しようとする起業家は、育成できない。

③ソーシャルアントレプレナー（社会貢献型ベンチャー企業）の飛躍阻害

今後ソーシャルアントレプレナーも多くなる。彼らの資金は、個人投資家からの投資となる。このルールが実行されると、彼らに、その後の IPO 選択の道が閉ざされる。彼らのなかからも、地域から国内、さらに海外に飛躍する会社に育つことを期待している。

④成功起業家の後進育成の意欲阻害

このようなエンジェル投資が、欧米では 20～30 兆円もあり、ベンチャーキャピタルとほぼ同額と言われている。日本の正確な統計はないが、2000 億円もないといわれている。日本の成長戦略を実行に移すために、むしろ先輩起業家が個人的に、成長意欲の高い起業家を支援する道を閉ざしてはならない。

IPO を成功させた起業家が、キャピタルゲインを次なる後進の育成に個人として投資することを禁止するに等しい。ビジネスのプロが、最もリスクの高い段階でスタート時に投資し、事業支援を行うことを禁止することになり、欧米の産業育成策とは全く逆行する。

⑤反社会的勢力等の排除のために貢献しない

個人投資家を排除することによって、未上場株が反社会的勢力等に活用されることを阻止する意図があると推測されるが、個人総背番号制の導入による、全ての取引をチェックする方が先決である。

経済活力向上のために、角(後進育成意欲)を矯めて、牛(成長意欲の高い未上場会社の創業)を殺さないことが重要である。また、2008 年から導入されたエンジェル税制の効果が出ていないが、普及の方法や制度運用に工夫する方が先決であり、この普及と努力を阻害してはならない。超少子高齢化・超成熟社会によるハイコスト国家である実験国日本が、存在感を取り戻すあらゆる制度変革を後退させてはならない。

以上