

第三次ベンチャーブームの検証

— ベンチャー企業は日本経済活性化、
金融資本市場の発展に貢献しうるのか —

太 原 正 裕

要 旨

近年、わが国でもベンチャービジネスについての研究が数多くなされている。これらの研究の中に、「日本では過去何度かのベンチャーブームを経験している」という内容の論述が多く見られる。しかし、この「ベンチャーブーム」という語は誰が最初に言ったのか、学術用語か経済用語が経済マスコミの慣用語かも定かではない。

「ベンチャーエコノミーが経済成長を主導する」という表現もデータや理論に裏づけされたものではなく「神話」である、としばしば表現されている（ティモンズ、パイグレイブ [1995]）。本論では、この神話から脱却するため、Fact Finding の手法により、過去のベンチャーブームについて概要を論考した後、1995 年以降長期に亘って継続したと先行研究において述べられている、「第三次ベンチャーブーム」について、検証した。第三次ベンチャーブームは、上場企業の増加などの正の評価ができる点と、正当な手段でない上場などの不祥事が増加したと言う副作用（負の評価）も多かった。さらに、不祥事の再発防止策として、慣習、倫理、企業文化の改善などの主観ではなく、客観的に検証可能な、法制面の整備の提言を行い結語とした。

キーワード：ベンチャーブーム、ネットブーム、バイオブーム、ライフドア・ショック、不祥事

はじめに

1970 年（昭和 40 年）、通商産業省の佃近雄氏が「ベンチャー・ビジネス」という語で、論考して以来、わが国でもベンチャービジネスについての研究が数多くなされている。これらの研究の中に、「日本では過去何度かのベンチャーブームを経験している」という内容の論述が多く見られる。しかし、この「ベンチャーブーム」という語は誰が最初に言ったのか、学術用語か経済

用語が経済マスコミの慣用語かも知れない⁽¹⁾。

「ベンチャーエコノミーが経済成長を主導する」という表現もデータや理論に裏づけされたものではなく「神話」である、としばしば表現されている（ティモンズ、バイグレイブ [1995]）。本論では、この神話から脱却するため、Fact Findingの手法により、過去のベンチャーブームについて概要を論考した後、1995年以降長期に亘って継続したと先行研究において述べられている、「第三次ベンチャーブーム」について、検証する。過去のベンチャーブームとの違い、この第三次ベンチャーブームが日本経済、金融資本市場にもたらしたもの、また政策の変更、規制緩和などを主に公開された情報、数値を用いて調査した。第三次ベンチャーブームは、上場企業の増加などの正の評価ができる点と、正当な手段でない上場などの不祥事が増加したと言う副作用（負の評価）も多かった。また、過去のベンチャーブームを検証するとき、困難なことに開始時期と終了時期に判定が難しいことがある。本論では、第三次ベンチャーブームの開始時期と終了時期について明確にすべく分析し、さらに、不祥事の多発を含めた悲観論を超えて、ベンチャーの将来について提言をしたい。

1. ベンチャーブームについて

1-1 ブームとは

既に周知の事実であるが「ベンチャービジネス」は、和製英語である。「ベンチャーブーム (venture boom)」も英文献では“venture boom”とQuotation Mark付で表記されるケースが多く、専門用語として定着しておらず、和製英語と言ってよい⁽²⁾。

ブーム (boom) を研究社の英和辞典で調べると「にわか景気」「急速に発展 (した町)」などと出ている。この意味からすると、ベンチャーブームの場合の「ブーム」は「流行がある程度続いている」意と考えられ、その点からしても和製英語流解釈と言ってよいだろう。

1-2 ベンチャーブームとは

「ベンチャーブーム」は坂本 [1983] が文献では始めて使ったとされているが、それ以前から、講演などでは各識者が使っていたとされている。これは「ベンチャービジネス」についても同様のことが言える。

「ベンチャーブーム」は、ある時期に特定の過去を振り返り、「この期間はベンチャーブームだった」と命名されている。ちょうど景気循環期の好景気の時期をある程度経過してから「神武景気」「いざなぎ景気」と後講釈で命名するのと類している。従って、「ベンチャーブーム」の定義は存在してない。次節以降は先行研究を元に過去の「ベンチャーブーム」を分類、検証したい。

2. 日本のベンチャーブーム⁽³⁾

2-1 明治・大正期、第二次大戦直後のベンチャーブーム

独立経営者に率いられた新興企業は、わが国には明治時代から数多く登場している。三菱財閥の創始者岩崎弥太郎（1870年（明治3年）、三菱商会の前身である九十九商会創業）、ミキモト（ミキモト真珠）の御木本幸吉（1899年（明治32年）創業）、阪神急行電鉄の小林一三（1907年（明治40年）創業）、日立製作所の小林浪平（1908年（明治41年）創業）などである。この時代は、ベンチャーと一般企業を区別するまでもなく、スタートアップした企業の多くは独立起業家によるものであった。

大正時代や昭和初期には、マツダ（1919年（大正8年）創業）、クボタ（1930年（昭和5年）創業）、ブリヂストン（1931年（昭和6年）創業）、松下電器産業（1935年（昭和10年）創業）、トヨタ自動車（1937年（昭和12年））など、世界的企業が創業している。

第二次大戦後は急速に企業が勃興した。当時は、文字どおり日本経済の再出発であり、国民全体に新規巻き直しの気運が高まっていたことに加え、ほとんどゼロから出発し、新興企業が参入するチャンスが大きい状況だったこと、加えて、ばく大な余剰労働力が生じた経済環境であり、復員兵や学生、荒廃した企業からのスピンアウト組など、むしろ独立して企業を起こしていく必要性が社会的に存在したこと、という要因が時代背景にあった。

この時代ソニー（1946年設立）、積水化学工業（47年）、パイオニア（47年）、本田技研工業（48年）、オムロン（48年）、ワコール（49年）、村田製作所（50年）のような財閥系ではない、独立系企業が続々と誕生している。

一般に「ベンチャーブーム」と呼ばれている戦後3回の時代のうち第一次ベンチャーブームと第二次ベンチャーブームを次節にて概観を述べ、第三次ベンチャーブームについては、次章以降にて検証したい。

2-2 第一次ベンチャーブーム（1970～73年）

この時期、ニクソンショックによる過剰流動性の元で、多くのベンチャーキャピタルや支援事業が立ち上げられた。いわゆる“金余り”のもと、京都財界が中心になって72年11月に正式に発足した「京都エンタープライズ・デベロップメント」（KED）を皮切りに、主に大手金融機関での子会社として、70年代前半に現在の日本の大手ベンチャーキャピタルの過半数が設立された。現在は親会社の金融機関の統廃合により、その数は減少しているが、日本のベンチャーキャピタルの黎明期であった。

このベンチャーキャピタルの資金を背景に、多くのベンチャー企業が起業したが、当時はまた高度経済成長期の頂点であり、列島改造ブーム下で各企業とも投資意欲が高かったことや、好景気下で脱サラによるサラリーマンの独立開業が増加したことも一因である。前述のベンチャービジネスという和製英語（米国ではベンチャー、あるいはスタートアップ呼ぶ）が生まれたのも当時であり、外食、流通、サービスの分野で新興企業が続々登場した。このころの企業の代表例は、アデランス（69年創業、以下同じ）、大塚家具（69年）、やまや（70年）、びあ（70年）、モスフードサービス（72年）、コナミ（73年）、コナカ（73年）、カトー電気販売（73年）などである。研究開発型の企業も多く創業したが、上場までは至らなかった会社が多かった。

しかし、73年の第一次石油ショックにより開業ブームは急速に消え去り、悲観的な経済観とリセッションのもとで、日本企業は守りの時代が数年にわたって続いた。

2-3 第二次ベンチャーブーム（1982～86年）

第二次ベンチャーブームは2度の石油ショックを経て、省エネルギーや軽薄短小を合い言葉に日本産業がそれまでの重厚長大型の製造業から、流通・サービス業を中心とした第三次産業へ産業構造がシフトしていく最中の出来事であった。産業構造転換のために更なるイノベーションを求める気運が高まったことが背景にある。当時、アメリカでも70年代末から80年代前半にかけてベンチャーブームが起っており、「シリコンバレー」という言葉が一般化したのもこの頃である。また日本の金融面でも、店頭登録市場で1983年に公開基準が緩和されるなど一連の規制緩和が実施されたのもこのブームの要因である。

このような環境下、エレクトロニクス、新素材、バイオ等の分野でベンチャーが誕生した。当時設立され、現在上場企業まで成長している成功例は、ソフトバンク（81年創業、以下同じ）、カプコン（83年）、アイフルホームテクノロジー（84年、現・住生活傘下）、スクウェア（86年、現・スクウェア・エニックス）、イマジニア（86年）がある。ベンチャー・キャピタルの設立も、82年以降再び活発化した。米国におけるNASDAQ株式市場やベンチャーキャピタル投資の活況、および日本における店頭公開市場の改革論議を背景に、大手の銀行、証券、事業会社が系列会社としてベンチャーキャピタルを設立した。

プラザ合意後に円高不況が到来し、86年にはベンチャー企業の雄と呼ばれた急成長企業において大型倒産が起こった。三和機材（86年3月倒産、負債総額100億円）、大日産業（86年4月、300億円）、勸業電気機器（86年7月、120億円）、ミロク経理（86年8月、500億円）などである。このベンチャー倒産を機に、82年以降の第二次ベンチャーブームは鎮静化した。

3. 第三次ベンチャーブームへの序章, 1980年代～バブル崩壊後の日本の経済状況

第三次については、前二つのブームと異なる面が多い。本章では、第三次ベンチャーブームに至るまでの過程を論考してみる。

3-1 日本経済を支えた中小企業と経済状況

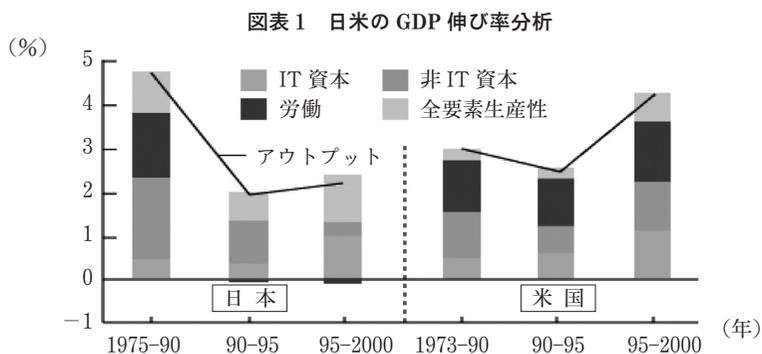
2-1で述べたように日本では「独立経営者に率いられた新興企業」、つまり中小企業でスタートし急成長し大企業となり、後の日本経済を牽引したケースが多い。そして、その大企業の下請け的存在として、中小企業が存在した。2-2, 2-3で概観を述べたベンチャーブームも、優良中堅企業、優良中小企業から20, 30年という長い時間を経て成長した会社がほとんど全てとあってよい⁽⁴⁾。

そこで、中小企業について俯瞰してみる。戦前を含めてわが国においては中小企業の数も100年以上の間ほぼ一貫して増加している（第2次大戦中を除く）。戦後のわが国の経済成長において中小企業が果たしていた役割はきわめて多様である。製造業についてみると、1950年代から60年代にかけて輸出特化型地場産業が形成され、中小企業は輸出進行に大きく貢献した。また、1960年代から70年代にかけて組立産業が大きな伸びを示すとともに、国際競争力を強化したが、それに貢献したのは数多くの中小企業であった。組立産業における大企業と中小企業の分業の深化は、わが国の特徴である。部品・半製品の生産は、大企業から外部化され、数多くの中小企業が担当している。そして、いったん分業関係が成立すると、技術進歩の機動力は中小企業に移る。その結果、品質、価格、納期の点で、わが国の中小企業は国際的にみても抜群の専門能力を蓄積した（大企業が中小企業に精密部品の設計、製作を“丸投げ”していた結果大企業内に熟練工がいなくなるという“空洞化”減少が起きており、トヨタ自動車などは退職した熟練工を呼び戻す等して熟練工の“再生”を数年前から開始している）。

さらに、1980年代には、2-1で述べた第二次ベンチャーブームの時代、旺盛な企業家活動（起業家活動⁽⁵⁾）によって特徴づけられる自立型の新産業をになう成長力を持った中小企業、いわゆるベンチャー企業が数多く登場している。尚、この間中小企業の規模も拡大した。

しかし、1990年（平成2年）のバブル崩壊後はまるで“第二の戦後”のような状況となった。長引く不況、第3次産業への労働人口の移動、そして世界経済のグローバル化の一層の進行である。低付加価値の製造部門は東南アジア、インド等へ進出し、日本における低付加価値製造業は空洞化も急速に進んだ。

特に、第二次大戦後の日本のいわゆる高度成長を担った、大手メーカーの下請け、孫請けの廃業、倒産の続出は深刻な事態である。この間、米国経済は逆に80年代末からの不況を脱し、こ



出所：日本経済新聞 2003年7月3日「経済教室」元橋一之

の間のGDPの実質成長率の日米格差は歴然としている（図表1）。

さらに、この時代韓国、台湾、NIES各国の成長ぶりがすさまじく、単純な組立工程ばかりでなく、高付加価値部門の製造も日本国内から移転した。また、戦後の高度成長により少品種大量生産で製造されるものは既に市場飽和の状態であり、消費者の興味を引かなくなっている。今日では、携帯電話に代表されるように、単価は小さくても消費者ニーズに合った製品でないと、消費者の興味を引き付けない。多品種少量生産の時代である。大企業の業績は一時的に回復したように見えても、リストラによる経費節減効果の現われであるため、失業率の改善に結び付かなかつた。GDPの伸び率が上がっても失業率は減らない、特に中高年者の単純労働者の失業率が高とまりしている反面、若年層の一部の高度なIT技術者などは人材の取り合い、という多階層な雇用問題がこの時代以降今日まで続く日本の特徴となっている。現在の格差の要因とも言えるであろう。

3-2 1990年以降の中小企業、ベンチャーの視点から見た日米の経済差異

米国での、中小企業庁（Small Business Agency; SBA）は1953年発足であり、日本では1948年に中小企業庁が創設された。この点では日本の方が先行していたのであるが、3-1で述べたように急成長する重厚長大産業の“すき間”を埋める役割を担っていた中小企業の活動支援、救済保護するものとしてスタートしている。当初から“新規事業創設支援”をプログラムとして持っていた米国との差はそこである。また、米国はその建国の精神風土から“アメリカン・ドリーム”という「成功者をたたえる」という風土が今でも根強く残っている。ただ、風土やカルチャーの差だけではない。中小企業のスタートアップを評価する風潮は以前からあったが、1970年代に製造業が日本等他国の追い上げに会いアメリカ経済の再活性化論が活発化し、一段とスタートアップに対する評価が高まった。

そこで、1978年8月からアメリカ中小企業庁が主催し、地道ではあるがインパクトの強い活

動を開始し中小企業の振興が討議された。そして各研究レポートをホワイトハウスの中小企業委員会がとりまとめ、『アメリカの中小企業経済』という報告書を当時のカーター大統領に提出している。つまり、現実的な経済への危機感から始まった活動である。この報告書においてアメリカ経済再生のためには「誕生権経済」(BIRTH-RIGHT ECONOMY)を活用すべきことが強調されている。つまり、新たに生まれ自己主張を行う企業の誕生権を確保し、社会の刷新機能をピルトインした活力ある経済を作ろうというものである。

1980年代前半にレーガン政権によるドル高政策により、空洞化現象を早く体験したアメリカは、シリコンバレーに代表されるようにベンチャー企業、創造型中小企業が飛躍的に増加した。既に大企業となった、マイクロソフト社のようなベンチャー企業、新興企業群が次々と現れアメリカの復活につながった時代であった。創造型企業の登場と単に言っても多くの意義がある。法政大学の清成忠男教授は「ニューエントリーの自由な経済は活力をもつ。企業家活動(ENTREPRENEURSHIP)が経済を刷新するからである。」という表現で経済への新活力の投入の重要性を語っている(清成 [1996])。米国では、あたかも自然にどんどんベンチャー企業が湧き出てくるように報道されているが、実際は背後に米国政府の「国家的マクロ戦略」が存在していたのである。

ひるがえって、3-1で述べたわが国の戦後の成長をまとめてみると、主に耐久消費財の大量生産がにより支えられており、経済発展によるエンゲル係数の低下とともに消費者の耐久消費財のニーズも大きく変化し、次のようにおおまかに別ける事ができよう。

1950年代(昭和25年～)	基礎的な欲求(食べる事が第一)
1960年代(昭和35年～)	三種の神器
1970年代(昭和45年～)	3C(カラーテレビ, カー, クーラー)
1980年代(昭和55年～)	大型主役不在(多品種の時代)
1990年代(平成2年～)	(小型が主役)PC, PHS, 携帯電話
2000年代(平成12年～)	IT化による個別欲求対応型?

プロ野球球団の保有企業の変遷を見ても主役の交代が歴然としている⁽⁶⁾。円高基調の定着化により、わが国の生産コストは向上し、単純製造部門の海外移転が進行し空洞化現象が起きている。また、製品輸入の増加も著しい。従って、高い生産性を上げ、高コスト(高人件費, 高資産維持費等による)を吸収する高付加価値製品を製造する創造型企業の創出が必要とされたわけである。また、製造業ばかりでなく多様化した消費者ニーズを満足させるサービス業等もベンチャー企業と言えるであろう。

多品種少量生産においては、生産ラインが固定し小回りのきかない大企業より、中堅、中小企業が企業サイズ的には適している。また、既存の大企業は社内カルチャーが保守化しており、ルーティーンワークをこなすシステムのみ進んでおり新規分野への参入やそのための基礎研究には消極的であった。

3-3 第三次ベンチャーブームへ

現在のように BRICs の追い上げが始まる前の時代で、このような危機感のもとに、従来型の「欧米に追いつき追い越せ」、「戦後の復興」が合言葉であったキャッチ・アップ型経済とは異なり、工業立国時代に創業した重厚長大産業の隙間を埋めた中小企業、大企業協調型中小企業とはまったく異なる種類の中小企業、大企業対抗型企業による新産業の創出が必要と叫ばれた。そこで、21世紀型ともよばれる創造型中小企業、ベンチャー企業が次世紀以降の日本経済の担い手として登場を注目され期待されていたのが第三次ベンチャーブームの黎明期であった。

さて1990年以降の日米の経済成長の差を、検証してみる。1990年代、平成年間に入ってから10年は、日本では「バブル期以降」「バブル崩壊後」または「失われた10年」と言われているが、グローバルな視点から見ると、「ソ連の崩壊（1991年12月）」「冷戦の終了」という、まさに時代の大変革期であった。

米国は、レーガン政権に代表されるように冷戦下の1990年までは、軍事産業が経済をリードする「産軍複合国家」であったと言ってよい。国家予算、円ベースで45兆円の軍事費を注ぎ込んでいた。現在は約25兆円であるから、20兆円の財政支出が消えたことになる。公共事業投資などこととなり、軍事部門はきわめて裾野の大きな産業であるので実際には消えた20兆円の何十倍もの負のインパクトを米国経済に与えたと予想される。この影響は米軍基地が撤退したフィリピンの失業問題などに象徴されるように、欧州を始め世界規模での影響をもたらした。

評論家の寺島実郎氏の言葉を借りれば、欧米各先進国がまなじりを決して、冷静後の経済を含めたシステムの再設計に取り込んでいたのに、不幸にも冷戦終了時がバブルの頂点であった日本は、「金があるからなんとかなる」という風潮にながされ、中長期的なビジョンを描くことを怠ったのである。

では、米国は具体的に何をしたか？ 軍事技術を民間に開放し、経済の刺激としたのである。1993年、軍事、大学、研究所のみの情報通信ネットワークであったインターネットを民間に開放。イリノイ州立大生であったマーク・アンドレッセン氏が創業したネットスケープ社のインターネット・ホームページ閲覧ソフトにより、取り扱いが飛躍的に容易になったことにより米国内で急速に広まり、閲覧するためのパーソナルコンピューター（PC）の売上も増大した。また、ビル・ゲイツ氏創業のマイクロソフト社が専門家以外でもパソコンが容易に使用でき、さらにアップル

社製以外の PC には共通してアプリケーションソフトが使えるようになる基幹ソフトであるウィンドウズを次々とバージョンアップして発売した。ウィンドウズ 3.1 を発売した 1993 年には低迷していた NASDAQ 市場も盛り返し、ウィンドウズ 95 の発売は世界的な“事件”となり、NASDAQ のみならず、NYSE のダウ式工業平均株価は 6,000 ドルを突破した（もっとも、当初はリストラによる景気回復期待の株高であった。米国の上場企業は株高を利用して増資した資金で負債を減らし、財務内容を建て直した）。また同じく 1993 年、当時のゴア副大統領は、「情報ハイウェー計画」を発表、全米を光通信網などで通信速度、容量を飛躍的に増大するインフラ整備計画を推進し始めた。

なお、東京大学の月尾嘉男教授などが指摘しているように、この時に推進したハード面のインフラ整備よりも、もっと高く評価されるべきものは、NII (National Information Infrastructure) と呼ばれる、ソフト面のインフラ整備、情報公開である。当時のゴア副大統領が中心となった「情報ハイウェー計画」によるものである。この仕掛けはハードとインターネットという“道具”だけば撒いても意味が無い、という考えのもと、米国の国立公文書館、大学図書館、博物館などにある情報を可能な限りデジタル化し世界中から閲覧可能にしたのである。今や、「源氏物語」の原典の写真は、日本で探すよりスミソニアン博物館の HP に日本からアクセスした方が早い、という笑い話もある。

また、80 年代の規制緩和 (de-regulation) により、多くの銀行、証券会社が倒産したが (1990 年でも証券会社が 200 社、銀行が 100 行以上倒産、廃業)、そこから出た失業者が逆に、新規事業を起こしたり、規模の小さい創造型中小企業、いわゆるベンチャー企業へ就職する労働力となった。ビジネスの経験を積んだ高学歴者であり、かつ失業者といえども失業時点である程度の生活資金 (蓄え) があったこともベンチャー企業への転業を容易にさせたのである。また、NASA の研究者やロックウェルなどの軍事産業からはリストラにより多くの科学者が流失した。彼らは、サイエンス・エンジニアとしてハイテクノロジー、特に半導体、インターネット関連のベンチャー企業に大量に流れ込んだといわれている。

しかしながら、少なからぬ人間は金融界に転職し、デリバティブ商品の開発などで活躍したが、ロング・ターム・キャピタル・マネージメント (LTCM) 社のように大きな損失を出したヘッジファンドに代表されるように、マネーゲームを助長してしまった面も否定できない。そのマネーゲームが、「IT 革命」「ネットバブル」と呼ばれるように、米国 NASDAQ などの市場にも入り込み、いわゆる「ネット関連」銘柄が少しの報道で株価を乱高下するなど、大きな影響を与えている点は、IT 革命の負の面、影の面とも呼ぶべきものであろう。

このように、米国における 90 年代の成長の裏には、「軍事技術の民生化」によりインターネットという「場所」を提供し、人材も民生サイドにシフトし、また「情報公開」によりコンテンツ

を提供し、それを「自由に使いたい」という要望から、ソフト開発を中心とする多くのベンチャー企業が生まれ、米国経済にドライブをかけたのである。「冷戦後のシステム再設計に必要なもの」と言っていた、大競争時代に対応するソフト、ハードのインフラ整備、グローバル化、改革開放、規制緩和等をすべて真っ先に行ったのは米国であり、この時点での米国の成長と、IT革命の震源地が米国となったのは当然のことであった。

起業家企業家を支援する、エンジェル、ベンチャーキャピタルなどの資金提供者、起業家教育のためのMBAや学部でのプログラムが充実していることが後押ししたという分析がなされ⁷⁾、それが第三次ベンチャーブームが官民ではなく、官主導で始まった理由である。

4. 第三次ベンチャーブーム

4-1 特徴

前章の最後に述べたが、過去二回のベンチャーブームが結局は過剰流動性による、資金供給ブームに合わせたものであったのに対し、第三次ベンチャーブームは「官主導」のものであった。松田 [1997], [1998] の指摘にあるように今まで「縦割り行政」と揶揄されていた日本政府が各省庁の垣根を越え、日本経済活性化のため、次々と規制緩和策などの「中小企業、ベンチャー優遇政策」ともいえるものを打ち出した。たとえば1995年に、研究開発型ベンチャー企業などを支援する「中小企業創造法」が施行され、赤字でも株式公開（上場）できる「店頭登録特即銘柄市場（第二店頭市場）」（後に、本則と統合され、さらにJASDAQに統合）が開設された。また、1996年には「ベンチャー財団」が設立され、ベンチャー企業のプロモーションの場である「ベンチャープラザ」が開催された。1997年には人材の流動化を企図し、インセンティブ付与のため「ストックオプション」の導入、未公開株式売買の解禁などなどつづげざまに政策がうたれた。また新興市場と呼ばれる、ベンチャー企業の株式公開（上場）が容易な市場が次々と開設された。その点を含みこの当時の政策一覧を図表2にまとめた。

この背景にあるものは、1990年以降のバブル崩壊後、不況にあえぐ日本経済を立て直すカンフル剤として3-2で述べたような米国の成功例を手本に「創造型企業」⁸⁾を多数輩出することを企図したのである。

その裏づけの理論として、まずし続ける開業率の改善が上げられた。（図表3）に示すように開業率とGDPには正の相関があるのがその根拠である。

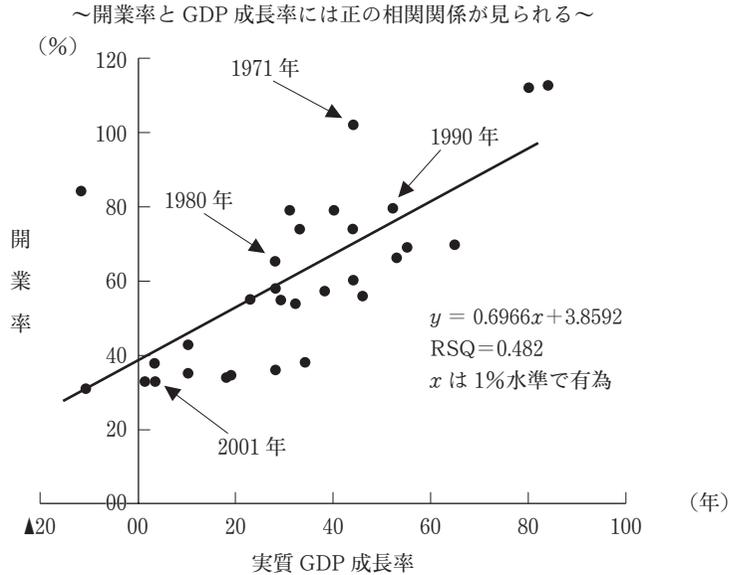
また、廃業率が開業率を上回っている状態が長年続いており、このままでは企業数自体が減少する一方である。さらに、（図表4）に示すようにもはや雇用増の担い手は中堅企業以下であり、「小さくても元気な企業を多数輩出することが、雇用増につながる。そしてその企業の中から次

図表2 第三次ベンチャーブームの頃の新政策一覧

1995（平7）年4月	「中小企業の創造的事業活動の促進に関する臨時措置法（中小創造法）」施行 ※2005（平17）年「中小企業の新たな事業活動の促進に関する法律」へ統合
1995（平7）年6月	大蔵省証券局長より「公開審査上、実質基準なるものは存在しない」という通達証券会社あてなされる。
1995（平7）年7月	店頭登録特則市場開設（現在はジャスダックに統合）
1995（平7）年11月	「科学技術基本法」施行
1995（平7）年11月	「新規事業法」改正（ストックオプション制度の創設）
1996（平8）年4月	「中小創造法」改正（ベンチャー財団制度の創設）
1997（平9）年5月	「中小創造法」改正（エンジェル税制の創設）
1998（平10）年8月	「大学等技術移転促進法（TLO法）」施行
1998（平10）年8月	「研究交流促進法」改正（産学共同研究にかかる国有地の廉価使用許可）
1998（平10）年11月	「中小企業等投資事業有限責任組合法（中小ベンチャーファンド法）」施行
1999（平11）年2月	「新事業創出促進法」施行（日本版SBIRの創設）
1999（平11）年9月	「産業活力再生特別措置法（日本版バイドール法）」施行（日本版バイドール条項、承認TLOの特許料1/2軽減）
1999（平11）年11月	「日本技術者教育認定機構（JABEE）」設立
1999（平11）年12月	「改正中小企業基本法」施行
1999（平11）年10月	名証セントレックス開設（初上場は2004（平16）年）
1999（平11）年12月	東証マザーズ開設、2社が上場
2000（平12）年3月	「新事業創出促進法」改正（新事業分野開拓大臣認定の追加）
2000（平12）年4月	「産業技術力強化法」施行（承認・認定TLOの国立大学施設無償使用許可）
2000（平12）年4月	「国立大学教員等の役員等兼業規制の緩和」
2000（平12）年4月	札証アンビシャス開設（初上場は2004（平成16）年）
2000（平12）年5月	福証Q-Bord開設（初上場は2003（平15）年）
2000（平12）年6月	ナスダック・ジャパン開設 ※2002（平14）年大証ヘラクレスとなり、2010（平22）年ジャスダックと統合
2001（平13）年4月	「大学等技術移転促進法（TLO法）」改正（承認TLOの創業支援事業円滑化）
2001（平13）年5月	「新市場・雇用創出に向けた重点プラン（平沼プラン）」発表 ※「大学発ベンチャー1000社計画」「開業・創業倍増プログラム」発表
2002（平14）年6月	「国立大学施設の有償使用許可」
2003（平15）年2月	「新事業創出促進法」改正（最低資本金規制の緩和）
2003（平15）年2月	「中小ベンチャーファンド法」改正（有限責任組合の投資手法、投資対象を拡大）
2003（平15）年2月	「中小企業等協同組合法」改正（企業組合の組合員要件、従事比率・組合員要件比率の緩和）
2003（平15）年4月	「学校教育法」改正

出所：筆者作成。

図表3 開業率とGDPの相関



出所：経済産業省「わが国経済とベンチャー」2003年

図表4 中小企業の雇用創出

企業規模別にみた雇用者数増減

	1980～90年 (10年間)			1990～95年 (5年間)			94年10月～96年9月 (2年間)		
	500人 以上	100人 未満	500人 未満	500人 以上	100人 未満	500人 未満	500人 以上	100人 未満	500人 未満
建設業	3	31	32	18	55	66	N. A.	N. A.	N. A.
製造業	59	58	112	19	-15	-17	-23	28	17
運輸・通信	-18	23	34	4	17	24	N. A.	N. A.	N. A.
卸小売・飲食店	79	93	141	31	34	60	0	53	64
金融・保険・不動産	38	19	27	-2	2	4	N. A.	N. A.	N. A.
サービス	72	171	260	44	93	137	-22	42	57
その他	-1	0	0	9	-2	-2	-23	30	44
全産業 (農林水産を除く)	232	395	606	123	184	272	-68	153	182

出所：総務省「労働力調査」

(注) 単位は1,000人

代の日本を担うリーディング産業が生まれる」という予想の本に官主導で始まったものである。

そのため従来から起業の妨げたとされていた、新規開業企業の資金調達の容易化、リスク低下のための資金調達の多様化、銀行借入よりリスクの低い直接金融市場の活性化、などの政策が次々と行われたのである（図表2）。

4-2 第三次ベンチャーブームの期間（1994～2000 前期，2000～2006 年後期）

学会論文，経済紙誌などでは，1994 年が第三次ベンチャーブームのスタート年としている⁹⁾。図表 9 に見られるようにこの年に新規上場・公開企業数（以下，IPO 数）が 150 社と前年の 90 社から約 1.7 倍となったためである。従って，本論でも 1994 年を第三次ベンチャーブームの開始年とする。

また，1993 年，郵政省から日本でもネットの商用利用が解禁され，3-3 で述べたように，インターネットの利用がアメリカ並に爆発的に伸びると予感された時代であった。1996 年に第二次橋本龍太郎内閣のもと「金融ビックバン」政策が開始され，前節で述べた規制緩和とともにストックオプションの解禁など，ベンチャー企業の資金調達の間口が広がった（図表 2）。さらに 2000 年以降は「バイオベンチャーブーム」，「ゲノムブーム」と呼ばれる，創薬，治療など医療関係のベンチャー企業の設立・上場が続いた時期があった。

特に，1999 年，アメリカにつられる形で日本でも「ドットコムバブル」「IT バブル」と呼ばれるインターネットバブル（以下ネットバブル）と呼ばれる，IT 関連企業の開業，上場が相次ぎ株式市況も活況を呈した。本論では，1994 年からネットバブルが崩壊した 2000 年上半期までを「第三次ベンチャーブーム前期」とし，それ以降，2006 年ライブドア事件，村上ファンド事件でブームが沈静化するまでを「第三次ベンチャーブーム後期」として論考を進めることにする。

4-3 第三次ベンチャーブーム前期（1994～2000 年）

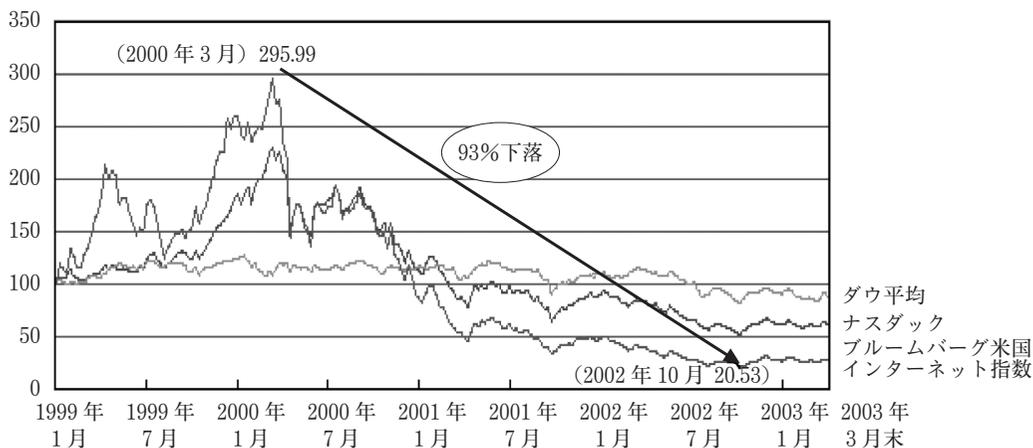
米国で 1994 年に 3-3 で述べたマーク・アンドリッセンのネットスケープ (Net scape) が創業，その後，アマゾン (Amazon.com) (1994 年創業，97 年上場)，eBay (1995 年創業，98 年上場)，Yahoo! (1994 年創業，96 年上場)，Google (1998 年創業，2004 年上場)，Webvan (1999 年，2001 年倒産) とネット系企業の創業が相次いだ。通信関連銘柄が多い NASDAQ のナスダック総合指数は 1996 年には 1000 前後で推移していたが，1999 年には 2000 を突破し，2000 年 3 月 10 日には絶頂の 5048 に達した（図表 5）。また，マイクロソフトがあらたなインターネットブラウザ，Windows 3.1 を 1993 年，Windows 95 を 1995 年発売。特に，Windows 95 は日本を含む世界中で爆発的に売れ社会現象となった。

このような環境下，日本でもベンチャー企業の株価が上昇，また図表 2 にあるように，起業促進の一環として規制緩和が進んだのもブームに拍車をかけた。1999 年 6 月，ソフトバンクの孫正義氏によるナスダックジャパン構想の発表，1999 年 12 月には，新興市場である東証マザーズがスタートした。

さらに，自動車のオンライン見積もりサービス部門をソフトバンクに売却し，一躍有名になっ

図表5 米国の主要株価指数の変動

(1999年1月を100として指数化)



- ※1 ブルームバーグ米国インターネット指数 (Bloomberg U.S. Internet Index)：米国における上場・公開企業のうち、インターネット関連事業を主な事業とする企業の株価動向を指数化したもの
 ※2 ナスダック (ナスダック総合株価指数)：ナスダック (NASDAQ) 及び全米市場システムの全上場銘柄を時価総額加重平均し指数化したもの
 ※3 ダウ平均 (ダウ工業株 30 種平均)：ニューヨーク証券取引所、NASDAQ に上場された各セクターの代表的な 30 の優良銘柄を単純平均し指数化したもの
 出所：ブルンバーグより

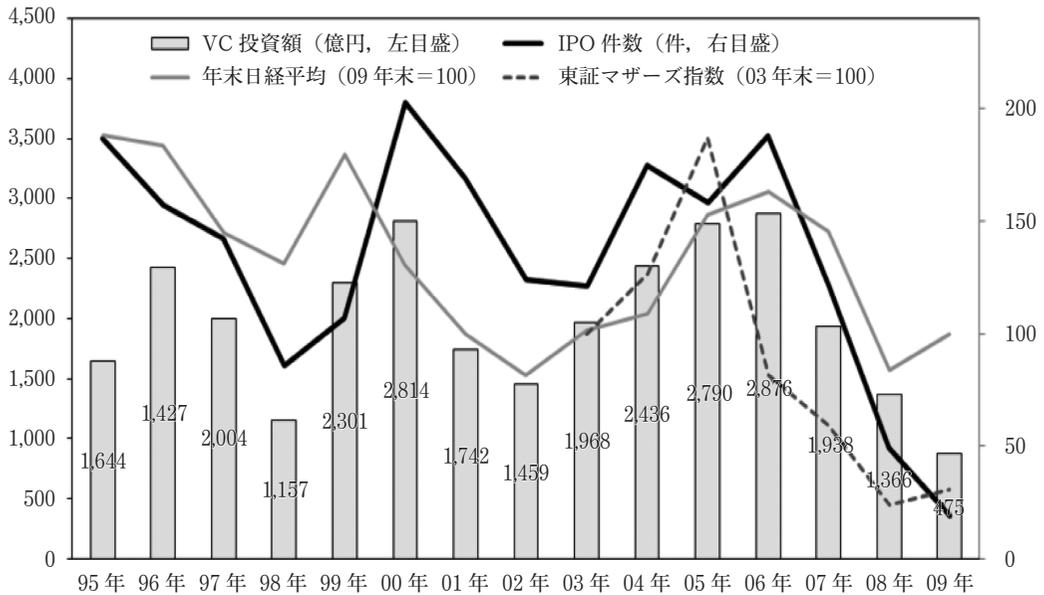
た株式会社ネットエイジの西川潔社長を中心に渋谷に若手起業家が集い、アメリカのシリコンバレーを模して「Bitter Valley (渋い谷)」という若手ベンチャーのコンソーシアムが立ち上がった。後に「Bit Valley」と改称され、1999年3月から開始された「Bit な飲み会」が後「ビットスタイル」という月一度の会合となり、多くの若手起業家、起業を志す学生などが多く集まった。2002年2月2日六本木のディスコ「ヴェルファーレ」で行われたビットスタイルには、スイスでダボス会議に出席していたソフトバンクの孫正義社長がチャーター機でかけつけ参加するなど1,000人以上を集めた（この会を最後に、ビットスタイルは休止している）。ベンチャーキャピタル (VC) も IT 業界に積極的に投資し、また後述の光通信、ソフトバンクなども多くの IT 企業へ投資し豊富な資金がネットベンチャーに流れ込んだ（図表6）。

「バスに乗り遅れるな」とばかりに、ヒト・モノ・カネ・情報がネットベンチャー界に流れ込み、小野 [1997] の指摘する、完全な『ミー・ツー・ビヘイビア』(バンド・ワゴン効果) の状態となった。

この時代の代表的なベンチャー企業の足跡を追ってみる。

- ・株式会社ソフトバンク 創業者孫正義 1980年前身のユニゾン・ワールド創業、90年株式会社ソフトバンクに社名変更、94年株式を店頭公開、96年米国 Yahoo に多額の出資をし

図表6 ベンチャーキャピタル投資額



出所：ベンチャーエンタープライズセンター調査2010年

Yahoo! Japan 設立, 98年東証一部上場, 99年6月ナスダックジャパン構想発表

- ・株式会社光通信 創業者重田康光 1988年創業, 94年携帯電話販売へ進出, 96年株式を店頭登録(現: Jasdac, 当時最年少), 99年東証一部上場(当時最年少), 2000年3月不正発覚で株式急落
- ・株式会社ハイパーネット 創業者板倉雄一郎 1991年創業, 95年ハイパーシステム発表, 96年12月ニュービジネス協議会より「ニュービジネス大賞」および「通商産業大臣賞」を受賞, 97年12月倒産
- ・インターキュー株式会社 創業者熊谷正寿 1991年, 株式会社ボイスメディアとして創業, ダイヤルQ2サービスを開始。1996年 社名をインターキュー株式会社へ変更し, インターネット接続サービスを開始。1999年店頭公開(現ジャスダック), 2001年株式会社グローバルメディアオンラインへ社名変更 2005年 株式会社GMO インターネットへ社名変更 上記の板倉雄一郎氏と親しく, Bit Valley の中心人物であった。
- ・株式会社クレイフィッシュ 創業者松島庸 1995年, 創業。99年光通信の子会社となる 2000年株式を米国 Nasdaq と東証マザーズに同時上場。同年株式の行方不明など不祥事発覚, 創業社長退任(現社名 eまちタウン)
- ・株式会社グッドウィル 創業者折口雅博 1995年創業, 99年店頭上場, 2004年東証一部上場, 不祥事により社長退任, 08年主事業譲渡の上事実上清算。

- ・株式会社メンバーズ 創業者剣持忠 1995年6月創業，2006年11月名証セントレックス上場，Bit Valley 関連
- ・株式会社ライブドア 創業者堀江貴文 96年4月，オン・ザ・エッジとして創業，97年株式会社化。2000年東証マザーズ上場，エッジ株式会社を経て04年株式会社ライブドアに社名変更。05年，経団連入会，06年1月 証券取引法違反の容疑で創業者・堀江貴文逮捕 06年4月上場廃止
- ・フューチャーシステムコンサルティング株式会社 創業者金丸恭文（現社名：フューチャーアーキテクト株式会社） 1989年創業 99年6月株式を店頭公開（現：ジャスダック）
- ・株式会社インターネット総合研究所 創業者藤原洋 1996年創業，1999年12月22日東証マザーズ第一号銘柄として上場，2007年6月子会社の不正発覚に連鎖し上場廃止
- ・株式会社リキッドオーディオ・ジャパン 創業者大神田正文 1998年創業，1999年12月22日東証マザーズ第一号銘柄として上場，2000年社長が逮捕，実刑判決を受ける。その後，社名，親企業が度々変わるなどし2009年上場廃止
- ・楽天株式会社 創業者三木谷浩史 1997年 株式会社エム・ディー・エムとして創業，99年社名を楽天に変更 2000年4月，株式を店頭公開（現：ジャスダック），公募価格3300万円。
- ・株式会社ガイアックス 創業者上田祐司 1999年創業，2005年名証セントレックスへ上場 Bit Valley 関連

一見してわかる通り，短命の会社も多く，現存している会社でも業績の触れ幅が大きい。不祥事については別章で詳述するが，94年からのITを原動力としたネットバブルはわずか6年で沈静化した。2000年3月に文藝春秋が光通信の携帯電話売買を巡る不正を報じたことをきっかけに同社の株は20日間ストップ安で最高値の100分の1近くまで下落，他のネット関連銘柄も大幅に値を下げ日本のネットバブルはあっけなく崩壊した。

米国でも，連邦準備制度理事会の利上げを契機に株価は急速に崩壊し，2001年9月11日のテロ事件もあって，2002年には1000台まで下落した（図表5）。しかし，日本経済はバブル崩壊後からの長引く不景気により経済が低調であり，IT関連投資が部分的だったため，また日本のIT企業の規模が当時は比較的小さく，米国を中心としたITバブル崩壊の日本への影響は極めて限定的だった。

4-4 第三次ベンチャーブーム後期（2000～2006年）

ネットバブルの後を受けたのが，ゲノムブーム，バイオベンチャーブームである。1990年にヒトの遺伝子を構成する塩基配列を解析する「ヒトゲノム計画」が日米などの共同研究で開始。2000

年頃からその成果が徐々に発表された。1999年から2000年にかけてアメリカでバイオテクノロジーのベンチャー企業が次々と株式を上場、また既存のバイオ企業の株価も急騰した。2000年1月には、ヒトゲノム計画が大まかに終了と発表された（2003年4月14日ヒトゲノム解読終了宣言）。

これを受けてゲノム関連技術への期待感を追い風に日本でも、バイオベンチャーの設立がブームとなった。規制緩和により、2000年4月に国公立大学の教員が企業の役員就任が可能となり、また2001年からの経済産業省による「大学発ベンチャー1000社計画」の追い風もあり（図表2）、大学にあるバイオテクノロジーを使い起業する例も増えた。また、IT技術の発達によりそれまで時間のかかっていた実験時間や試験時間が大幅に短縮されたことも追い風となった。

さらに2001年4月に発足した小泉純一郎内閣がかかげた「改革なくして成長なし」という政策が「構造改革ブーム」とも呼ばれる現象を起し、竹中平蔵・経済財政担当大臣の下「官から民へ」を標語にさまざまな改革が行われた。小泉首相（当時）の信念である「郵政民営化」を中心に、竹中平蔵氏の信念である「市場に任せる」という方針の下、銀行融資を中心とする間接金融から直接金融へのシフトが促された。このため銀行の資産内容を厳密に査定し、不良債権処理を促し、資本市場を活性化する政策が取られた。「自己責任」と言う言葉が流行語にまでなった。こうした風潮の中、投資家から集めた多額の資金をバックに、「モノを言う株主」として株式会社東京スタイルの筆頭株主となり、「資金運用が株主のためになっていない」と追及した村上世彰氏は直接金融の時代を象徴する“寵児”として脚光を浴びた。また、4-3で述べた堀江貴文氏も近鉄パッファローズの買収や、ニッポン放送の買収に新たな金融手法を駆使して名乗りを上げ連日のように報道されていた。堀江氏は2005年8月に、衆議院選挙に自民党公認で立候補している（落選）。

このような時代背景の中、登場した代表的なバイオベンチャーの足跡を追ってみると、

- ・アンジェス MG 株式会社 1999年創業 2002年10月東証マザーズ上場、 阪大医学部助教授（当時）森下龍一氏創業、遺伝子治療薬の開発 創薬（遺伝子治療）
- ・株式会社トランスジェニック 1998年創業、2002年12月東証マザーズ上場 山村前社長（熊大教授）の技術を基にしたVB。医薬品開発を促進するマウス作製技術で優位性
- ・株式会社新日本科学 1973年創業 2003年3月東証マザーズ上場 前臨床試験受託最大手・臨床治験支援 創薬支援（CRO）
- ・オンコセラピー・サイエンス株式会社 2003年12月東証マザーズ上場 がん治療薬の候補物質を製薬企業等に販売。医薬品自社開発にも着手。
- ・株式会社総合医科学研究所（現社名：株式会社総医研ホールディングス）
2001年創業 2003年12月東証マザーズ上場創薬支援

特定保健用食品（トクホ）評価試験受託から自社開発へ。化粧品進出。

- 株式会社ソーせい（現社名：そうせいグループ株式会社 1990年創業 2004年7月東証マザーズ上場 米系有名バイオベンチャー元ジェネンテック社長の田村眞一氏が創設 創薬ベンチャー、ライセンス導入化合物の開発 創薬（化合物）
- 株式会社LTT バイオフィーマ 2003年創業 2004年11月東証マザーズ上場 DDS（薬物送達システム）製剤の開発ベンチャー。赤字体質。製剤用打錠杵（EIP）を育成開発 その後、子会社買収、資金調達に関する不祥事発覚し2011年3月末まで上場廃止猶予期間入りしている。
- 株式会社エフェクター細胞研究所（現社名：ECI） 1999年6月創業、2005年名証セントレックス上場 東京大学発のバイオベンチャー。総合美容事業は撤退し、創薬事業で再建中。主幹事：ライブドア証券

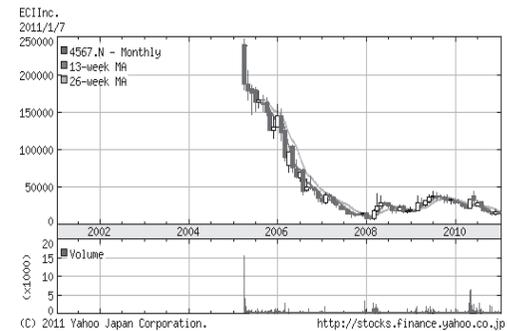
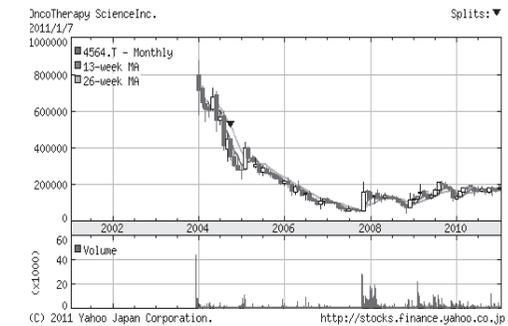
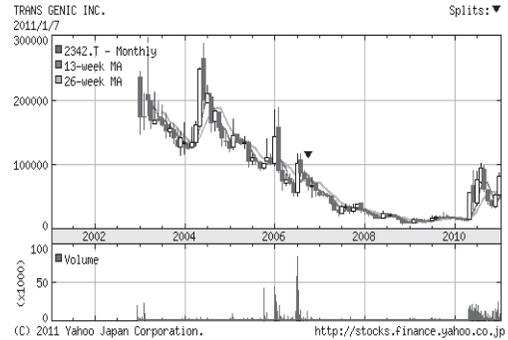
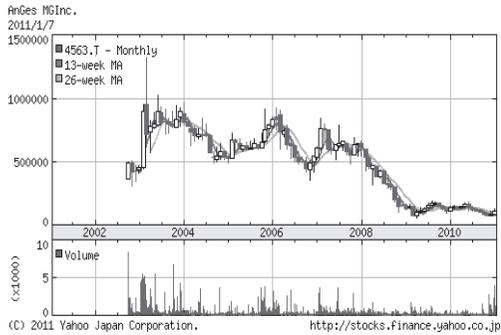
2010年末現在上場しているバイオベンチャーは28社を数えるが、いずれも株価は低迷している。上記8社の株価のグラフを図表7に示す。

米国ではアムジェンやジェネンテックなどの医薬品開発の成功で株式時価総額が10兆円規模に達した企業もあるが、日本ではそのような例がまだない。しかも、バイオベンチャーは、特に創薬系の場合上場後もさらに数十億円単位の開発費用を必要とする。最も成功しているといわれている、アンジェスMGでも「上場後3年で新薬を製品化する」と公言したが、現在、ほとんど患者がいらない難病用の薬が製品化されたのみで、他の薬はまだ製品化の目途が経っていない。当初の事業計画から数年～10年の単位で製品化が送れ、また、予想以上の多額に資金がかかることから投資家から敬遠されるようになった。そのようなバイオベンチャーへ投資家の不信感が決定的になったのは、上記、株式会社エフェクター細胞研究所が2005年6月名証セントレックス上場にライブドア証券初幹事案件として話題になったことである。新しい薬を作る「創薬ベンチャー」を自称していたが、バイオ業界では技術的に眉唾として知られていた会社である。がんの免疫増強剤の開発がまだ臨床試験前にもかかわらず、あたかも「臨床試験に入っている」と受け取れる表現を目論見書に記載したがその後まったく創薬が進んだという発表は無い（現時点においても進んでいない）。主幹事であったライブドア証券に、投資家から非難と疑惑の目が集まったが、後述のようにライブドアショックが起これば投資家離れが決定的となった。

4-5 第三次ベンチャーブームの終焉

本論で第三次ベンチャーブームの後期に分類した2005年には、株式会社ディーエヌエー（1999年創業）、2006年にも株式会社ミクシー（2004年創業）が東証マザーズに上場した。い

図表7 各バイオベンチャーの株価の動き
 (左上から、アンジェス MG, トランスジェニック, 新日本科学,
 オンコセラピー, 総合医科学, そーせい, LTT, ECI



出所：ヤフーファイナンス

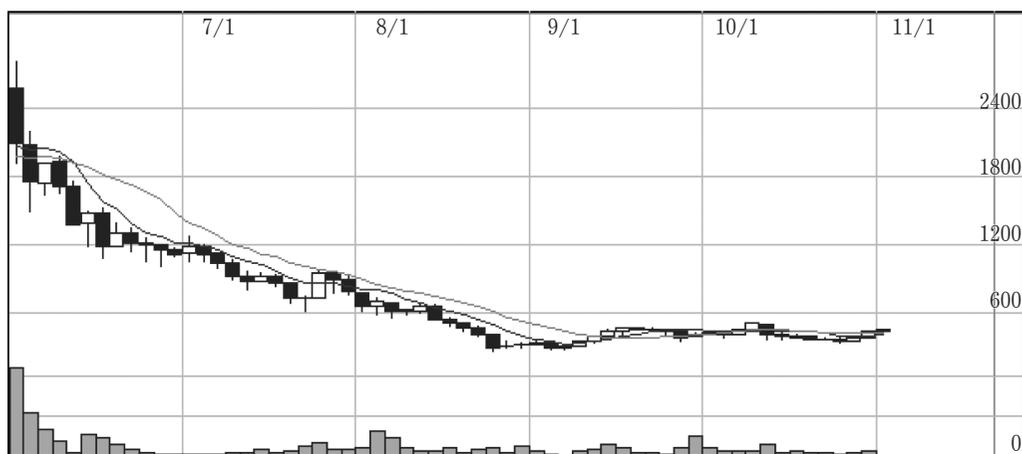
いずれも携帯ネット系のエンターテインメント系ベンチャーである。また2004年に創業したグリーン株式会社は2008年12月に同じく東証マザーズ上場している。これも携帯向け交流サイトである。このように単発的には優良なベンチャーが登場しているが、いずれも限定的な規模であり雇用促進などにはあまり貢献しているとは言いがたい。かつ、新たな起業を促す起爆剤にもなりえていない。2007年には新規上場会社数は121社とされているが、2006年の188社から4割近く減少した。2007年に上場した企業は第三次ベンチャーブーム後期が続いていた2006年以前に設立かつファイナンス（資金調達）をした企業であり、その後の新規上場会社数は2008年49社、2009年19社、2010年22社という惨状を呈している（図表9）。

この第三次ベンチャーブーム終焉は、2006年に起こった二つの経済事件を代表とする数々の不祥事が、新興市場、ベンチャー企業の信用を失墜させたことによる。

まず2006年1月16日、株式会社ライブドアに証券取引法違反容疑で東京地検の捜査が入った。翌17日から、ネットベンチャーを中心に株式の暴落が始まった（ライブドアショック）。社長の堀江貴文氏同月23日に同容疑で逮捕。結局ライブドアは同年4月14日上場廃止。また同年6月5日経済産業省出身で、多額の資金を集めたファンドで企業買収を仕掛けていた村上世彰氏もインサイダー取引容疑で東京地検特捜部に逮捕された。この第三次ベンチャーブームを代表する兩名の逮捕に、市場は大変なショックを受け、年初2,600近辺であった東証マザーズ指数は2006年末には1,181まで6割近く下落した。なお、同指数は2010年末現在433と低迷している（図表8）。

その他、次章で論考するようにベンチャー企業の不祥事が続発し、投資家はベンチャー企業が多く上場する新興市場から離れ、その後も現在まで新興市場は低迷が続いている。

図表8 1996年以降の東証マザーズ指数



出所：東証HPより

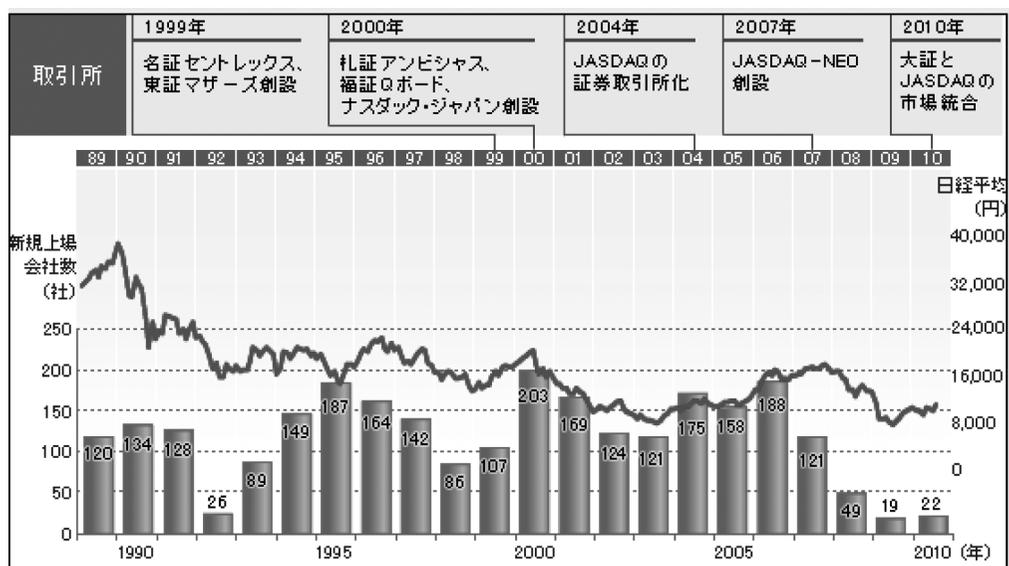
5. 第三次ベンチャーブームの評価

5-1 新規上場（公開）企業数⁽¹⁰⁾

1994年以降、前年の1997年の金融不況を受けた1998年の除き新規上場会社数は100社を超え、「大公開時代」と言われた（図表9）。

1994年～2006年の間、1973社が新規に株式を上場し、ベンチャー企業の資金調達が多様化、という目標は達成されたと言えるであろう。

図表9 取引所公開データ及び野村証券HPから作成



5-2 「ベンチャー」「起業」に対する意識変化

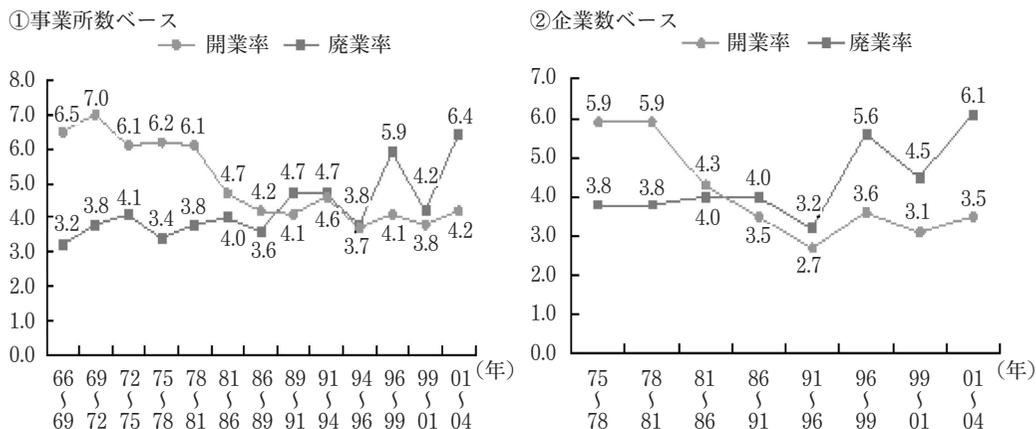
また、第三次ベンチャーブームの期間、図表10に見られるように、ベンチャーブームという言葉が経済紙誌に頻繁に登場し、金融機関、学会の専門用語ではなく普遍的な語となった。ストックオプションなどの用語も定着した。

さらに図表11に見られるように、大手企業の業績悪化の反動という面もあるが起業（独立）志向が増えた。

5-3 開業率、雇用

既に第三次ベンチャーブーム前期の1997年に小野 [1997] が指摘している通り、ブーム当初

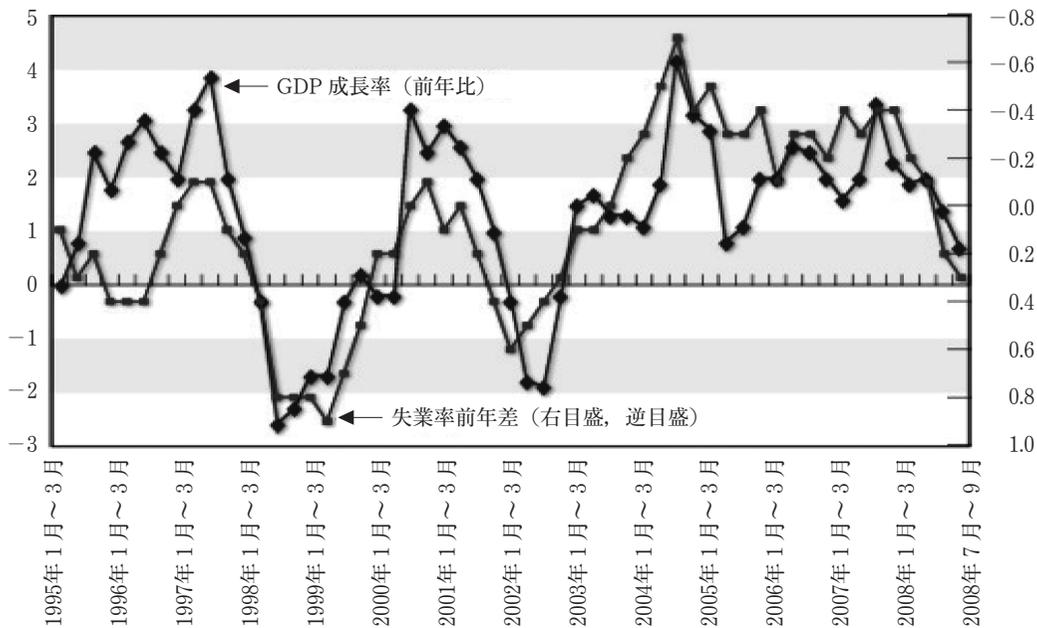
図表 12 開業率と廃業率



(注) 1. 図①については、事業所を対象としており、支所や工場の開設・閉鎖、移転による開設・閉鎖を含む。
 2. 1991年までは「事業所統計調査」、1989年及び1994年は「事業所名簿整備調査」として行われた。
 3. 開業率・廃業率の計算方法については、付属統計資料の4表を参照。

出所：総務省「事業所・企業統計調査」

図表 13 GDP伸び率と失業率



5-4 不祥事の多発と市場の逆選択

4-4で述べたように、日本では新興市場に上場したベンチャー企業の不祥事が多発した。

いろいろな面で日本の先を行く、アメリカでも2001年から2002年にかけてエンロンとワール

ドコムという多国籍企業による巨大な粉飾決算の事件が起こった。エンロンの CEO であったケネス・レイとワールドコムの CEO バーナード・エバースは、事件発生前までは時代を先取りする先端的な経営者として圧倒的な賛辞を浴びていた。しかし、事件発覚で立場は一変し、二人は逮捕・収監され、レイは有罪評決を受けた二カ月後の 2006 年 7 月に心臓発作で死去（この結果、裁判は途中で中止）、エバースは禁固 25 年の実刑判決と 10 億ドルの罰金という終身刑に近い極刑を言い渡されている。

アメリカをキャッチアップしてきた日本は、不祥事まで後追いしてしまった。4-4 で述べたように、2006 年、ライブドアのホリエモンこと堀江貴文社長と村上ファンドの村上世彰氏の逮捕は連日にわたって動向が報じられ、時代をリードする若手経営者として賛辞を惜しまなかった世間は掌を返した。二人が時代の寵児から犯罪人に至るまでの道のりは短いものであった。

このライブドアと村上ファンドの影響は大きく、両事件以降は起業家やベンチャー企業に対する世間の目が極めて厳しくなった。これに輪をかけて、新規株式公開を実現した新興企業において不祥事が続発した。東京証券取引所マザーズへの最初の IPO 企業となったリキッド・オーディオ・ジャパンの事件（2000 年 10 月に元社長が暴力行為容疑で逮捕）に始まり、アドテックス（2006 年 4 月民事再生法申請、2006 年 5 月上場廃止、元暴力団組長が経営陣に加わる）、ペイントハウス（2006 年 7 月上場廃止、2009 年 6 月コンサルタント会社社長が同社の架空増資容疑で逮捕）、プロデュース（2008 年 10 月上場廃止、粉飾）、また 2009 年以降もシニアコミュニケーションやエフオーアイの粉飾事件（2010 年）など、いわゆる不祥事を起こした企業は図表 14 に掲げたように 49 社あり、うち第三次ベンチャーブームの期間に上場した企業は実に 40 社である。

このような事件が数年にわたって続き、昨年も株式会社エフオーアイのように上場後 1 年未満で粉飾発覚により上場廃止などの状態がなおも続いているために、投資家の新興企業への視線は冷え切ってしまった。数字を上げると、マザーズ指数は 2006 年 1 月 16 日終値の 2799.06 を直近のピークに下落し、1 年 9 ヶ月後の 2007 年 9 月 18 日の 620.42 までの下落率は 78% と、市場の企業価値は 22% まで減ってしまった計算になる（図表 5）。東証マザーズ指数は、世界の株価インデックスの中でワーストになっている。

この東証マザーズ指数がピークをつけた 2006 年 1 月 16 日は、くしくもライブドアが証券取引法違反容疑で東京地検特捜部から家宅捜索を受けた日だった。これを契機に新興株式市場は総崩れになり、マザーズ指数は 2 月末までに 37% 下落した。その後も、村上ファンドの村上代表が証券取引法違反容疑で逮捕（2006 年 6 月 5 日）、堀江貴文氏の東京地裁・初公判（2006 年 9 月 4 日）というダウンサイドの出来事が続いた。さらに前述のように新興企業の不祥事が相次いだために、指数の回復は実現せず現在に至っている。

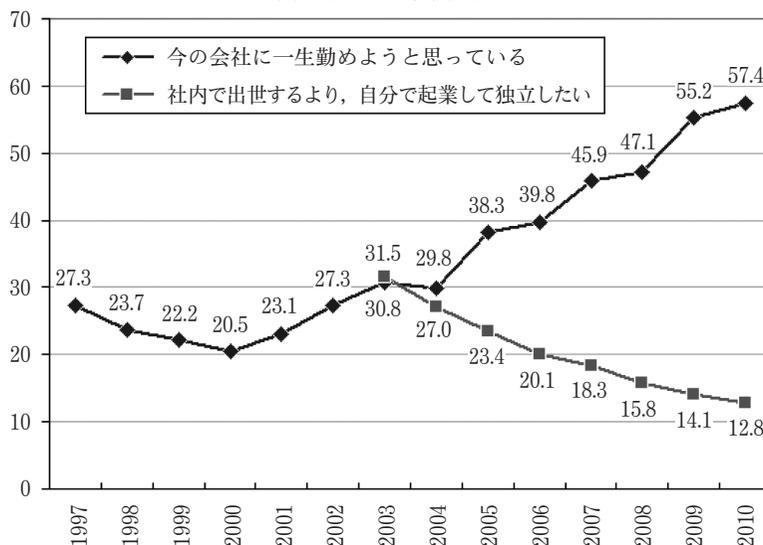
この新興株式市場においては、経済学の基本用語である「逆選択（逆選抜）」が教科書のよう

にはっきりと現れている。

つまりこのケースでの情報優位者は、新興市場に上場しようとしているベンチャー企業、もしくは上場間もないベンチャー企業であり、情報劣位者は、ベンチャーキャピタルを含めたプロ投資家と、一般の優良な投資家を含めた投資家すべてである。プロ投資家が、経済学の教科書でいう「無知」というのは不自然であるが、情報を操作し、粗悪な財（技術）やサービスを良質な財（技術）やサービスと称して提供したり、都合の悪い情報を隠したりして投資を受けようというインセンティブが働いたのである。そのため、情報劣位者である投資家は、新興市場に上場しようとしているベンチャー企業、もしくは上場間もないベンチャー企業に対して、本来の価値より過度に悲観的な予想を抱くことになり、もし情報の非対称性が無ければ売買が行われていたはずの取引でさえも行われなくなる。そして、市場で取引されるものは、悲観的な予想に見合った粗悪な財やサービスばかりとなる。これを、通常は良いもの（良い企業）が選ばれ生き残るという『選抜』、『淘汰』の逆の現象が起っている。具体的には、投資家は新興企業が引き起こす不祥事にはこりごりであり、IPO企業にはインチキが多いと疑念を持ちはじめた。このため、ベンチャー企業が晴れてIPOによって公募増資を行っても、投資家は買おうとしない。こうした結果、日本国内での新規株式公開件数は2006年の年間188件から急減し、2009年はわずか19件と史上最低のIPO件数を記録、2010年も22件にとどまっている。

さらに就業者の意識も、ふたたび「大企業終身雇用志向」へ転じてしまっている（図表14）

図表14 一生社員か独立か



(注) 2000人の新入社員を対象とするアンケート調査。各々の間に「そう思う」と答えた割合。

出所：日本生産性本部「新入社員意識調査」

こうした IPO 市場におけるクレジット・クラッチ (Credit Crunch, 信用収縮) の問題は、ベンチャーに資金を供給し育成すべきベンチャーキャピタルに深刻な打撃を与えて続けた。日本国内におけるベンチャーキャピタルの投資額は 2007 年度から 3 年連続で減少し、2009 年度は直近のピークである 2006 年度の 7 割減の 875 億円と、年間千億円を切る水準にまで落ち込んでいる。

また、ベンチャーキャピタルの資金調達額もここ数年で一貫して減少しており、国内のベンチャーキャピタルの多くはファンドの満期が近付いて資金回収期にある。現在の資金調達水準が続けば、ベンチャーキャピタル投資の減少はこれからも続くことは間違いない。今後は、多くの国内ベンチャーキャピタルがこの氷河期が続くものと想定し、新規大型投資からの撤退、経営のダウンサイジング、親会社や関連会社からの協力・支援、あるいは他業態への転化やブティック化による活動分野の絞り込みによって、多くのベンチャーキャピタルが経営規模を小さく絞っていく方向に対応していくであろう。

論考してきたように、過去三次にわたるベンチャーブームがいずれもある期間の後、「沈静化してしまっている」。これは、「そもそも日本の企業文化が手本としたアメリカの企業文化と大きく異なる」「起業家の倫理観も低く、またそれを注意・監視する機能も不備である」という主観的な精神論を語っていたのでは永遠にブームと沈静化を繰り返すであろう。特に第三次ベンチャーブームは不祥事多発により沈静化してしまった。どのような日本企業がどのような文化、土壌であろうとも、守らなくてはならないのは法制面である。特に 4-1 で述べたように、第三次ベンチャーブームは「官主導」で起きたのであるから、「客観」を重視し、「官主導」の不備の是正、特に法制面における整備を結語において提言したい。

6. おわりに

6-1 踏み込んだ探求の必要性

各章で分析したように第一次、第二次ベンチャーブームは、「ベンチャー資金供給ブーム」「ベンチャー支援ブーム」であったとよい。さらに第三次ベンチャーブームは前期・後期とも官による規制緩和の中に、アメリカから吹いてきた「ネットバブル」「ゲノムバブル」という風にあおられてのものであった。

「ベンチャー」という語が市民権を得、起業意識が一時的に高まったが、当初政府が企図した、雇用増、景気回復にはつながっていない。それどころか、規制緩和を悪用した、新規上場企業による不祥事が増大してしまった。

今の日本に将来の明るさを感じる情報は少ない。しかしながら、こうやって話を総べまとめては事実を見誤るかもしれない。日本各地でベンチャー企業やベンチャーキャピタルが異なる多様

な特徴と持ち味によって活動しているはずであり、総論だけに留まって個別の現実を見落としている可能性もある。

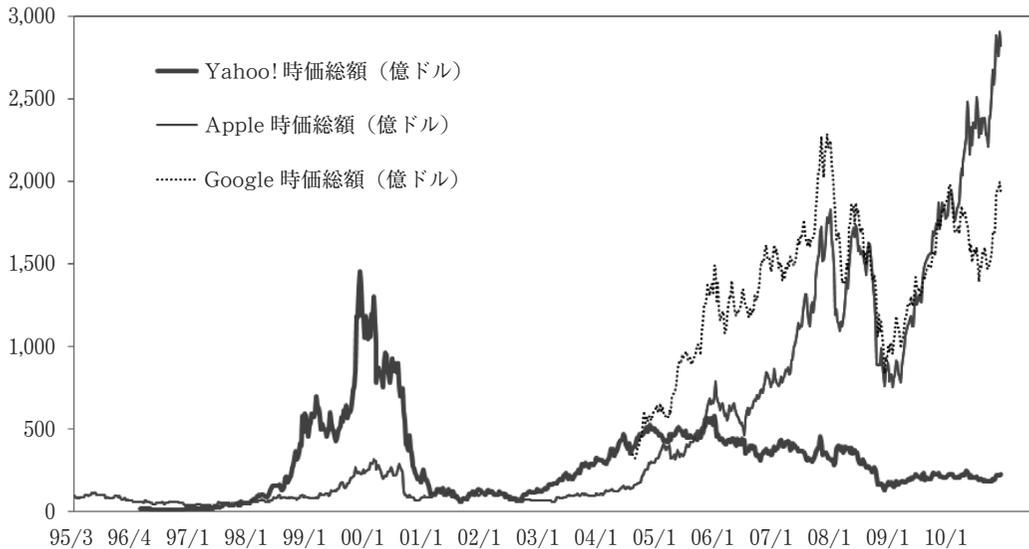
単純性で言い表すのは、踏み込んだ探求が不足しているからでもある。4-4 で述べたように、SNS（コミュニティ型の Web サイト）を核としたベンチャー企業や、成功例は少ないがバイオベンチャーが増えたのは第三次ベンチャーブームの成果である。また、上場間もないベンチャー企業に不祥事が多発したのは事実であるが、新参者のベンチャー企業には厳しいが、大企業の不祥事には甘いという市場の風土もある。例えば三菱東京 UFJ 銀行は関連の証券会社を含め、2003 年以降不祥事が多発しているが市場の厳しい評価は一時的なものであった。小野 [1997] が指摘するように、かつて日本は、日本でシリコンバレーのシステムを持ち込もうとする運動は過去十数年にわたって行われてきたが、我々はベンチャーを踏み込んで考察し、彼らの行動とそのアドバンテージを十分に理解しているとはいえない。単なる日米比較や漠然とした憧憬よりも、米国の先端的手法とインフラストラクチャーを具体的に探求する行動が必要である。もちろん、米国流の導入が日本のベンチャー企業やベンチャー投資にとって真に効率的かどうかは検証されているものではないが。

6-2 アメリカの現状

日本が手本にしたアメリカでも、すさまじい変化が起こっている。2000 年当時は飛ぶ鳥を落とす勢いだったヤフー（USA）が 2008 年以降は一転して低迷し身売り話まで出ている。現在は時価総額 3,000 億ドルと世界一に近づくほどの大復活を遂げたアップルであるが、1996 年頃の同社はサン・マイクロシステムズと合併交渉をしており、当時の交渉段階での時価総額は 4~50 億ドルと 2010 年 12 月現在の 2,900 億ドル超に比べれば 50 分の 1 にすぎなかった。しかも、交渉相手だったサンは今年 2010 年 1 月にオラクルに買収され現在は残っていない。このように、すさまじい盛者盛衰を地で行っているのが 21 世紀におけるアメリカのベンチャー・エコノミーなのである。

シンプルなグラフでこの動きを示すことができる。図表 16 はインターネット業界をリードしてきた企業の株価である。ヤフーは 1996 年 4 月に会社設立からわずか 1 年 1 ヶ月で NASDAQ に IPO を実現したが、その 3 年後の 2000 年初めには時価総額が 1,500 億ドルにも達した。一方、グーグルは 1998 年に設立され、ロボット型検索エンジンに特化して事業を行っていたが、グーグルは 2000 年 6 月にヤフーのサーチエンジンに採用されてその傘下で事業を展開していたように、当時はヤフーの下請け的な存在にすぎなかった。しかし、その後のヤフーは、グーグルやマイクロソフト等との競合によりネット内でのポータルとしての閲覧シェアは次第に低下し、2008 年には大幅な人員削減が断行され、マイクロソフトから買収が提案された。提案は破断になったが、

図表 15 米国のネットベンチャーの時価総額の推移



最近でも2010年10月に20%の人員削減が報道される（同社は報道を否定）など業績の停滞は続いている。当然、同社の時価総額は往時から大きく減少した200億ドル前後で一進一退である。

さらには、イーベイやこの2年で台頭してきたフェイスブックを含めた巨大企業達の主導権争いには目が離せなくなっている。このように、1990年代後半の「サーチ・エンジン、2000年代前半の「ポータルから次なるインターネット・メジャーに移行する中で、巨大企業といえども旧来の構造から迅速に脱皮を遂げないと逆に買収の憂き目に遭うビジネスに「進化」しているのである。

さらに、本論の目的とは少しずれるので詳述はしないが、2001年9月11日の同時以降多発テロ以降アメリカ社会が変質してしまい、軍需産業に多額の資金が流れ込んだ。これ以降のアメリカの経済成長は軍需産業とサブ・プライムローンの特徴とする「金融バブル」に支えられたものであり、ベンチャー・エコノミーに主導されたものではなかった。

アップル社のiPadの爆発的な売れ行きを見ても、アメリカ経済の活力はベンチャーにあるということは否定はできない。しかしながら、日本がアメリカの何を手本とし、目標とするかは再考すべき重要な点である。

6-3 結語（提言）

近い将来第4次ベンチャーブームが来るのか、もしくはブームではなく、一定年月働いたら起業するのが当たり前となる時代が来るかは定かでない。しかしながら、第三次ベンチャーブームが終焉してしまったような、不祥事が再発し、ベンチャーエコノミーへの信用が低下するのを回避するため、可能なのはやはり法制面の整備である。そのための提言を結語とし、本論をおわりたい⁽¹¹⁾。

6-3-1 金融庁、検察庁への提言

(1) 経済犯罪に対する罰則は厳罰（執行猶予を付けず、懲役で）にすべきである

厳罰にすることで緊張感が生まれ、犯罪が少なくなる効果が期待できる。粉飾すべきかどうか迷った時、罰則が厳しい（5年～10年の実刑）と、割りに合わないとして、粉飾を思い止まる効果が生まれるはずである。ところが日本においては、粉飾等に対する判決には、ほとんど執行猶予が付いていて軽すぎる。

5-4で述べたようにアメリカのエンロンとワールドコム（WorldCom）のCEOは終身刑に近い判決を受けている。

(2) 粉飾によって投資家が蒙った損失額を関係者に負担させるべきである

経済犯罪に対する罰金額は少なすぎる。プロデュース（図表14の19）の佐藤前社長に対する罰金刑は1,000万円。彼の粉飾によって投資家に対して与えた損害を考えると、一生かけても償うことが出来ない損害額のはずなのに、1,000万円は軽すぎて抑止効果には程遠い。

エフオーアイ（図表14-21）の株主約140人が奥村前社長のほか、粉飾を見抜けなかった公認会計士（桜友共同事務所）や主幹事証券のみずほインベスターズ証券、さらに東京証券取引所を相手取り、2億8,300万円の支払いを求める損害賠償の集団訴訟を起こしたケースは、株主が引受証券会社を提訴する初めてのケースである。上場時に虚偽記載による有価証券届出書を使って投資家に対して与えた損害額は、IPO関係者は全て連帯責任があるわけだから、関係者に連帯して負担させるべきである。

6-3-2 証券取引所への提言

(1) 取引所が上場審査をするのは、利益相反になるので止めるべきである

証券取引所は株式会社で利益追求機関である。例え、自主規制部門を設置しても、利益相反を回避することはできない。上場企業を増やそうと競争をしている取引所が、上場審査を厳しくすると上場企業が少なくなり、利益が少なくなり、自分の首をしめることになる。利益相反にある以上、本当に中立的な審査を期待し難い。

最近のIPO数の減少に対して、上場審査を現在ある6つの取引所で個々にするのは、人員的にもコスト的にも無駄が多く、非効率的である。審査のレベルも取引所間でばらばらのはずである。4-4で述べたライブドア証券が悪例である。

(2) 上場廃止基準は、取引所による「裁量」による運用ではなく、誰が見ても分かる基準にすべきである。

同じ粉飾決算でも、大企業が粉飾した場合、上場廃止になった事例はベンチャー企業に比べ少ない。基準が曖昧で大企業に有利である。

6-3-3 証券取引等監視委員会への提言

上場審査は証券取引所ではなく、監視委員会が担うべきである。

取引所が上場審査をするのは利益相反になるので、好ましくない米国では、SEC（証券取引委員会）が上場審査を担当しているの、日本でも証券取引等監視委員会が上場審査を担当すべきである。日本の各証券取引所が、米国のSEC並みの審査をしているとは到底思えない。

6-3-4 日本公認会計士協会への提言

監査法人が決算期中で監査を投げ出し、辞任するという慣行を認めるべきではない。中間期末もしくは決算期末まで責任を持って決算の監査を終了してから辞任、交代するべきである。

6-3-5 主幹事証券会社への提言

主幹事証券会社は、以下の場合に生じた損害額を補填する覚悟を持つこと。

- (1) 上場以前から粉飾をしている会社が、虚偽記載の有価証券届出書で、上場時に資金調達した場合。4-4のライブドア証券がこれに該当する。
- (2) 上場後に会社が、虚偽記載の有価証券届出書で、資金調達した場合。

6-3-6 起業家への提言

(1) ベンチャー企業の起業家は、会社が儲かった時は業績変動型の「配当」をすべきである。日本では配当は、「安定配当」との考えがあるが、そうではなくベンチャー企業は、業績変動に応じて配当すべきである。業績が良くなれば配当し、業績が悪くなれば減配すべきである。

「ベンチャー企業は、儲けは配当せず内部留保して、将来の成長資金に使うべきだ」との意見があったが、それはもはや「神話」となってしまった。急成長ベンチャー企業は少なくなり、投資家は株価上昇による儲けることが出来なくなっている。最近では、高利回り外国債が人気を博し、株式から投資資金が逃げている状況にある。

特に新興市場では、不祥事が多く株価低迷により、投資家は離散してしまった。それらの投資家を呼び戻す方策として、筆者はベンチャー企業に「配当」を提言したい。配当は株価の下支え効果もある。

- (2) ベンチャー企業の起業家は、60歳を過ぎた元気なシニアを活用する

60歳を過ぎた定年退職者は、元気である。彼らは活躍する場を求めている。ボランティア感覚で、小額の礼金で喜んで働いてくれよう。ベンチャー企業に勤めている人達は、イエスマンが多く、社長に正しい忠告をしてくれる社員が少ない傾向がある。元気な定年退職者は、生活には困らないから、社長に対し厳しい忠告も厭わない。その点で、使い様によってはかなりの戦力になるはずである。

Verification of the Third Venture Boom

Masahiro Tahara

Abstract

Recently, a lot of researches of the venture business are being performed by our country. A lot of statements of the content “Several-time venture booms are experienced about the past in Japan” are seen in these researches. However, who said this word “Venture boom” first, and the idiom of an economic mass communication is not certain either scientific terms or the economic terminology.

The expression “The venture economy initiates economic growth” is often expressed, not the proven one but “Myth” in data and the theory (Timmons and Bygrave “Venture capital at the crossroads” 1995). It was described that it had continued for a long term by the technique of Fact Finding to get rid of this myth in the main discourse after 1995 after the outline of a past venture boom was thought in the previous work, and verified “The third venture boom”. The side effect of the third venture boom (negative evaluation) said that scandals such as the points that a positive evaluation of an increase of the number of listed companies etc. was able to be done and listing that were not a right means increased was abundant. In addition, it was neither a custom, ethics, nor the subjectivity of the improvement of a corporate culture etc., and the proposal of maintenance on a verifiable legislation side was objectively assumed to be a doing peroration as a relapse prevention plan of the scandal.

Keywords: Venture boom, net-boom, vaio-boom, livedoor-shock, scandal