

「イノベーションと株式市場 ― 日本の経験と教訓」

2016年5月

野村資本市場研究所  
副主任研究員  
吉川 浩史

## 1. はじめに

日本ではバブル崩壊後の 1990 年代、経済成長率が低迷し、さらにそれが長期にわたったため「失われた 20 年」とも表現されるようになった。長期の景気低迷の要因について、①少子高齢化の進行と人口成長率の低下などにより国内需要が頭打ちであること、②日本の基幹産業が新興諸国の企業との価格競争で劣勢となり外需が伸び悩んでいること、③米国のようにイノベーションが創出されず産業の新陳代謝が不活発であること、④間接金融中心の金融システムにおいて、ベンチャー企業に「リスクマネー」と言われる投資資金が十分に供給されないことなど、様々な指摘がある。

①に対しては少子高齢化対策と需要喚起のための財政・金融政策、②には企業の海外進出と製品の付加価値化の支援、③及び④に関しては現政権の推進するアベノミクスの下で、今後の日本経済の成長を牽引する新規産業やベンチャー企業の育成を促す各種政策<sup>1</sup>が講じられている。

ここで、イノベーションと金融システムの関係に着目すると、1960 年代の高度経済成長期から現在に至るまで、日本ではベンチャー企業を中心に発明・発見がなされ、間接金融中心の金融システムにおいても、そうしたベンチャー企業に対して株式市場が資金を供給してきた。しかし、日本の株式市場は順調に発展を遂げてきたのではなく、1990 年代の株価急落時には市場の機能が停止する事態に見舞われた。その時期に、政府は市場の改革と制度整備を実行し、収益の安定した大型企業から徐々に新規株式公開（IPO）と増資を再開した。この流れは、1996 年以降の金融ビッグバンに発展し、その後の証券市場を重視する各種政策につながる。現在では、日本の株式市場は個人投資家、機関投資家、海外投資間に幅広く活用されている。

本稿では、特に日本の株式市場を通じたファイナンスが機能停止状態に陥った時期に着目し、その間に進められた資本市場の制度改革の概要と、株式市場の機能が回復するまでの経緯を紹介する。

## 2. イノベーションに資金を供給してきた日本の株式市場

### 1) イノベーションの重要性

成熟した先進国では、イノベーションが成長産業・企業を生み出すと期待され、促進する政策が実行されている。近年では、インターネットと産業の融合、学習能力を備えた人工知能の活用、金融サービスへの情報技術の導入などの分野が期待され、主要国では当該分野のベンチャー企業のため、ビジネス化の環境を政策的に整える動きがみられる。

そもそも、イノベーションとは、新しいものを生産したり、既存のものでもコストや性能を劇的に改善する新しい方法で生産することを指す。イノベーションという用語自体はオーストラリアの経済学者であったシュンペーター（Joseph Alois Schumpeter）が定義し、

---

<sup>1</sup> 例えば、ベンチャー企業投資を促すため、金商法の改正を通じた投資型クラウドファンディングの制度整備や、エンジェル税制の改善等が進められている。詳しくは、日本再興戦略（各年版）を参照。

経済に大きな付加価値をもたらすことから、経済成長の源泉と考えられた。特に、既存の製品・生産工程の改善の積み重ねのような連続的な変化よりも、輸送手段が馬車から鉄道・自動車・飛行機へと発展したような非連続的なイノベーションの方が経済・社会に与える影響が大きくなる。

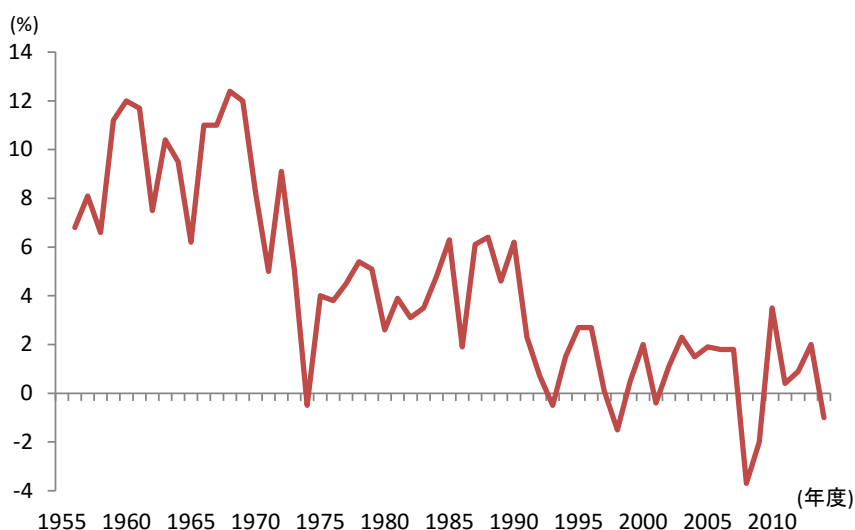
## 2) 日本企業のイノベーションを支えた株式市場（バブル期まで）

日本は1950年代末から1970年頃まで実質経済成長率が年間10%前後で推移する高度経済成長期であった（図表1）。企業、産業そして経済全体が欧米先進国へのキャッチアップのため、国内で工業復興を図り、そして先進国企業の製品と同等のものをより安価に大量に生産・輸出することを目指して邁進していた。基幹産業には銀行経由で投資資金が供給された。

他方、当時は、自動車やエレクトロニクス分野などにおいて現在の日本経済を支える大企業がベンチャー企業として成長しようとした時期でもあった。ソニー、キヤノン、本田技研工業などは、急速に進む技術進歩を先導するため、研究開発・製造・販売に多額の投資を行う必要があった。しかし、ベンチャー企業は大企業のように融資の担保となる資産を多く持たず、また銀行もすべての企業の需要に応えられる程の長期資金を供給できる状態ではなかった。そこで、事業アイデアや技術があっても、銀行から融資を受けることができなかった多くのベンチャー企業は証券取引所への上場を図り、市場から必要な投資資金を集めた（図表2）。

特に、1960年代はベンチャー企業のIPOが活発化し、10年間に約800社が上場した。上場廃止企業を差し引いても、上場企業数は同年代に約600社から約1,250社まで倍増した。1961年に東京証券取引所に第二部市場が創設され、基幹産業の大手企業以外の企業で

図表1 日本の実質経済成長率の推移



(出所) 内閣府より野村資本市場研究所作成

も上場しやすい環境が整備されたことも背景にあった。

1970年代の日本経済は、欧米先進国との差が縮まり、また2度の石油危機を経験し、高度成長から経済成長率が年間4～5%台で推移する安定成長へと移行した。IPO企業の顔触れは、工業セクター中心から小売や食品セクターへと広がり、相対的に設備投資の規模、すなわち必要な投資資金の規模が小さい企業も株式市場を活用して調達を行うようになった（図表3）。

上場後に株式を追加発行・売却して資金を調達するエクイティ・ファイナンスは、1975年頃まで株主割当増資が中心となっていた（図表4）。企業は、資金力のある株主に株式を追加で引き受けてもらい、投資資金等を調達していたと考えられる。1980年頃になると、より多くの投資家と企業によって株式市場が活用されるようになり、その形態も公募増資が中心となった。企業が幅広い投資家から資金を調達するようになったといえる。

図表2 1950～1960年代頃に上場した主な企業

企業名	設立	株式公開	時価総額	資金需要
ブリジストン	1931年	1961年	3.4兆円	• 高度経済成長の下で自動車の普及が進む中、高性能タイヤの研究・開発・製造・販売において多額の投資
キヤノン	1937年	1949年	4.4兆円	• カメラの研究・開発・製造において多額の投資。1947年から輸出再開。1949年には全米カメラ展示会で1等賞を受賞
ソニー	1946年	1958年	3.6兆円	• 新製品の研究・開発・製造において多額の投資
本田技研工業	1948年	1957年	5.5兆円	• 二輪車の研究・開発・製造・販売において多額の投資。1959年に米国現地法人設立。1961年にドイツに販売会社設立。同年マン島レースで優勝
オムロン	1948年	1962年	0.7兆円	• 自動化を実現する各種機器（自動改札機や現金自動支払機など）の研究・開発・製造に多額の投資

（注） 時価総額は2016年3月末時点。

（出所） 各社公表資料等より野村資本市場研究所作成

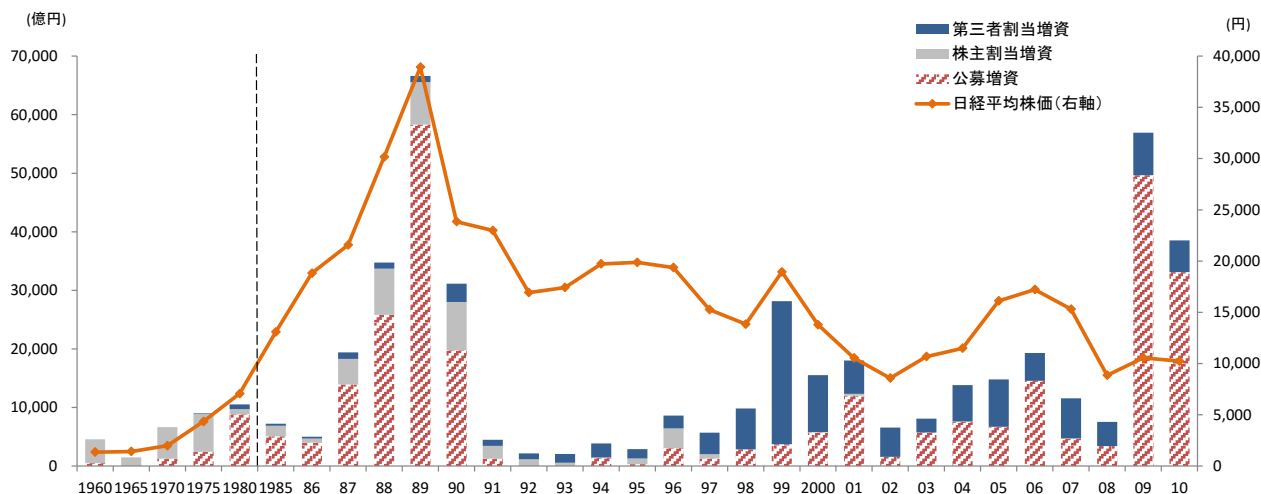
図表3 1970年代に上場した主な企業

企業名	設立	株式公開	時価総額	資金需要
ハウス食品	1913年	1971年	0.2兆円	• 新商品の研究開発に投資
キューピー	1919年	1970年	0.4兆円	• 調味料の研究開発、海外展開を推進
イオン	1926年	1974年	1.4兆円	• アジア、オセアニア地域への海外展開を推進
カシオ計算機	1957年	1970年	0.6兆円	• 研究開発および米国販売会社設立に投資。世界初のインクジェットプリンタ、パーソナル電卓の開発・製造・販売に成功
京セラ	1959年	1971年	1.9兆円	• 1966年にIBMからIC用セラミックパーツの大量受注に成功し、多額の設備投資
ユニチャーム	1961年	1976年	1.5兆円	• 各種衛生用品の研究開発・製造・販売に投資

（注） 時価総額は、2016年3月末時点。

（出所） 各社公表資料より、野村資本市場研究所作成

図表4 エクイティ・ファイナンスの推移



(注) エクイティ・ファイナンスの金額は暦年ベースで集計。日経平均株価は年末時点。

(出所)「東証要覧」等より野村資本市場研究所作成

### 3. 株式市場の機能停止と制度改革

#### 1) 株式市場の過熱

1980年代後半になると個人投資家や企業の投資資金が株式市場に大量に流入し、株価は変動しながら上昇局面に入った。当時の日本経済は、1985年9月のプラザ合意後の円高が輸出産業に打撃を与えたが、円高・原油価格下落<sup>2</sup>、日銀による公定歩合の引き下げ<sup>3</sup>、1987年の緊急経済対策<sup>4</sup>を受け、1986年11月を景気の谷として景気回復期に入り、株価と地価を中心に資産価格が上昇し、バブル景気が醸成されていた。日本企業は投資需要を上回るエクイティ・ファイナンスを行い、多額の転換社債・ワラント債も発行したが、株価の更なる上昇を予想する個人投資家と、過大な資金調達を行った企業の資金が大量に株式市場と不動産市場に流入したため、株式市場の需給は崩れなかった。

日本企業が金融取引から得た収益は本業の利益と同等以上の規模となり、例えば松下電器（現在のパナソニック）では金融収支の黒字額が営業利益を上回るまでになった<sup>5</sup>。1989年末に日経平均株価は史上最高値である38,915円を記録し、同年の東証上場企業による公募増資は過去最大の5.8兆円に達した。しかし、大量の株式・転換社債の発行で株式市場では需給が次第に崩れ、日銀による1989年5月以降の段階的な公定歩合の引き上げなどもあり、1990年に入ると一転して株価は急落した。

<sup>2</sup> プラザ合意の前日（1985年9月21日）に1ドル241円であった円ドル為替レートが、1986年7月末に同154円、1988年初には121円まで上昇。各国通貨当局による為替市場への協調介入に加え、日銀による1985年10月から同年末までのインフレ対策を目的とする金融引き締め（コールレートの高め誘導）も主因と言われている。原油価格は1986年に急落し、前年平均の1バレル26.5ドルから、1986年7月に同8.5ドルまで下落。円高と原油価格下落によって国内需要が拡大し、内需主導の経済成長を実現。

<sup>3</sup> プラザ合意時の5%から1986年1月以降に段階的に引き下げられ、1987年2月には2.5%まで低下。

<sup>4</sup> 総額6兆円に上る公共投資などが盛り込まれた。

<sup>5</sup> 内閣府「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」を参照。

## 2) 株式市場の機能停止と再開

1990年2月から株価は急速に下落し、それを受けて複数の企業が公募増資計画を中止した。株式発行が市場の需給をさらに悪化させると懸念され、同年3月末にはエクイティ・ファイナンスがほぼ停止する事態となった<sup>6</sup>。IPOも1991年に停止し、JR東日本などの民営化企業によるIPOや政府保有株の売却の計画も延期されざるをえない状況となった。

市場参加者からは、発行済み株式数の増加が利益成長を伴わず、自己資本収益率(ROE)や一株あたり利益(EPS)を考慮しない株式発行や、株主への利益配分割合に対し株主の納得を得られなかったことが問題と指摘された<sup>7</sup>。

また、企業が発行した多額の転換社債は株価の急落で転換されることなく償還期限を迎え始め、企業には返済原資または借換手段の確保が求められた。銀行は不良債権やバーゼル規制への対応から企業の借換需要に十分な資金を供給できず、従来は日本電信電話(NTT)と電力会社が主な利用者であった社債市場に多くの企業が参加するようになった。

そうした中、株式市場の混乱を鎮静化させ、安定的に高収益が見込まれる企業から徐々にエクイティ・ファイナンスを再開させるため、1993年12月に大蔵省(現在の財務省)は公募増資の再開に向けたガイドライン「時価発行公募増資の再開について」を公表した(経緯は後述)。公募増資を実施する企業を規律付け、市場参加者の株式市場への信頼回復を図るものである。下記は、ガイドラインに示されたエクイティ・ファイナンスを実施するための主な条件である。

- ①株主資本利益率(ROE)10%以上
- ②公募増資後に20%以上の増配を確約
- ③潜在株式数の発行済み株式数に対する比率が10%未満

本ガイドラインの下で1994年3月から上場企業による公募増資が再開されるが、限定的な再開と言える。バブル時の反省から、上場企業のうち、利益率が高く、公募増資後に一定以上の1株当たり配当を確保でき、公募増資による発行済み株式数の増加を抑えた場合にのみ認められた。いわゆる優良企業から公募増資を認めることで、投資家が投資しやすくなり、株式市場の活性化につながると考えられた。

本ガイドラインで示されたROE10%以上という基準について、満たすことができる企業は多くても100社程度で厳しいとの声の一部の市場参加者から上がった。他方で、基準を満たせる企業が少ないのは、そもそも米国企業に比してROEが低いからであるとの指摘もあった<sup>8</sup>。

<sup>6</sup> 上場廃止基準に抵触する可能性の高まった企業による、上場維持のための株主数の増加を目的とする増資は例外的に実施された。

<sup>7</sup> 日経金融新聞1995年12月15日付記事「規制見直し道険し ― 時価発行増資」。

<sup>8</sup> 1993年度で日米企業のROEを比較すると、米国の14%に対して、日本は3%未満と指摘する分析もあった。日経金融新聞1993年12月17日付記事「スクランブル ― 『増資基準』高いハードル」。

最終的にエクイティ・ファイナンスが全面的に解禁されるのは、1996年4月に大蔵省が本ガイドラインを廃止し、日本証券業協会が上場企業に対する情報開示の強化を図って「エクイティ・ファイナンスの自由化とそれに伴うディスクロージャーの充実について」を公表してからとなった。

株式市場を投資資金の調達に積極的に活用してきた企業から「情報開示を通じて適正な価格形成に努めているのに機動的な資金調達をできない市場はいびつ」といった指摘<sup>9</sup>があり、さらに証券会社と機関投資家を対象としたアンケート（1996年実施）で回答者の8割が時価発行公募増資ガイドラインの撤廃に賛成したこと<sup>10</sup>も、公募増資解禁を後押ししたと思われる。約6年間にわたり、エクイティ・ファイナンスが停止・制限された状態が継続したが、政府及び業界ではその間、株式市場の制度改革を進めた。

### 3) 株式市場の制度改革

#### ① 株式市場の制度改革

エクイティ・ファイナンスが停止している間、バブル期の大量の株式・転換社債・ワラント債の発行が需給の悪化と値崩れにつながったことから、株式市場の過熱・需給のゆがみ・不透明性を改善するための各種改革が進められた。大蔵省は、1992年7月に証券局証券市場課（現在の金融庁総務企画局市場課）において発行市場と流通市場を統合的に規制監督し、環境整備を進めることを目的とする組織再編を実施し、制度改革に本腰を入れた<sup>11</sup>。

IPOに関しては、1992年に東京証券取引所と日本証券業協会が「株式公開制度の改善要綱」の取りまとめを行い、例えばIPO時の公開価格の決定方法のあり方や、短い期間におけるIPOの集中の回避、IPOプロセスの短縮化などが論点として挙げられた。価格決定方式については、ブックビルディング方式の導入が議論された。

ブックビルディング方式とは、IPOや公募増資における価格決定方式の一種で、仮条件に対する機関投資家の需要を事前に積み上げ、それに基づいて価格を決定する方式である。それまでは入札方式を採用していたため、特に市場の過熱時に価格が高騰しやすいと指摘されていた。ブックビルディング方式のメリットとして、下記の点があると言われている。

- ① 事前勧誘に仮目論見書を使用するため、情報開示が透明化・徹底される
- ② 仮条件に基づいて需要を的確に把握できる
- ③ 需要予測に基づき、各証券会社に販売額を適切に配分できる
- ④ 募集を短期間で円滑に実施できる

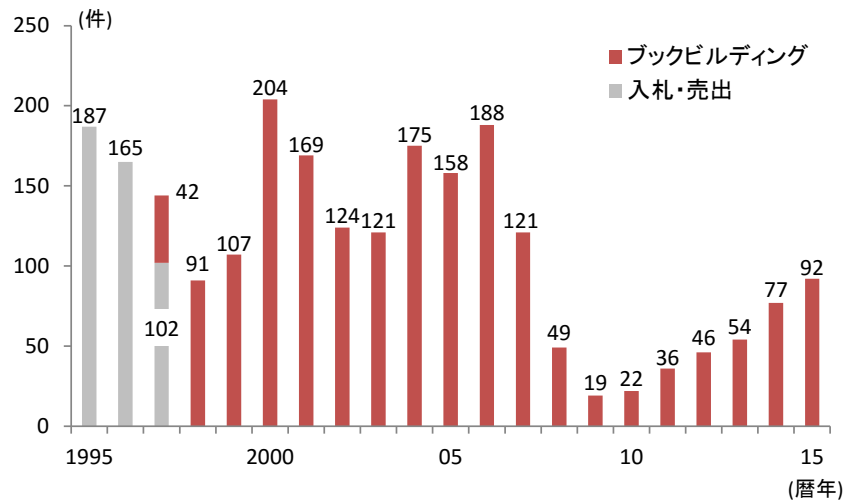
同方式については、1993年6月に日本証券業協会が「時価発行公募増資に関する研究会」を立ち上げて議論を開始し、同年12月に同方式を提案し、その後に日本証券業協会の諸規則の改正を経て導入された。1994年以降の公募増資はブックビルディング方式が中心とな

<sup>9</sup> 日経金融新聞 1995年12月15日付記事「規制見直し道険し ― 時価発行増資」。

<sup>10</sup> 日経金融新聞 1996年4月10日付記事「公募増資規制撤廃条件付き8割賛成」。

<sup>11</sup> 日経金融新聞 1994年3月17日付記事「金融当局の素顔」。

図表 5 価格決定方式別の IPO 件数推移



(注) 件数は上場日ベースで集計。

(出所) 日本取引所、鉄道・運輸機構より野村資本市場研究所作成

った(図表 5)。1997 年には東証が IPO 時にブックビルディング方式を入札方式との選択制で認めたため、以後はブックビルディング方式中心となった。

また、流通市場においては、株式市場の需給の改善を目的に企業の自社株買いの促進が図られた。一方、公募増資の規制ガイドラインは株式市場における企業の資金調達手段の多様化に資するとして、証券業界などからガイドライン撤廃を繰り返し求められていたが、上述のように 1996 年までガイドラインは機能し、撤廃は見送られたという経緯があった。

他にも、株式市場を再び活性化するため、増資を行う企業に株主還元の重視を求めるなど、投資家の立場に立った制度改革が検討された。例えば、日本証券業協会は 1992 年に、公募時価発行増資が認められる企業の条件として、一定程度以上の収益性と株主に対して利益を還元していることを示す基準を策定した。その結果、①ROE が 8%以上かつ増資後 3 年間の平均株主資本配当率 (DOE: 年間配当総額/株主資本) が 2.4%以上、または②配当性向 30%以上を満たす企業にのみ公募時価発行増資が認められ、バブル期の過熱した株式発行の再発防止が図られた (1996 年にガイドラインとともに撤廃)。

## ②債券市場の制度改革

1990 年代前半には株式市場の制度改革と並行して社債市場の制度改革も進められた。1980 年代後半に大量に発行された転換社債・ワラント債の償還時期が近づく中、株価が下落して転換社債・ワラント債は株式に転換されず、銀行融資による借り換えでも十分に対応できなかったため、社債発行ニーズが急速に高まっていた。実際、普通社債の年間発行額は、エクイティ・ファイナンスが活発だった 1989 年度は約 7,300 億円程度であったが、1990 年度になると一転して多くの企業で借換需要が高まり約 2 兆円に急拡大した。一方、それまでの日本の社債市場は電力会社など、信用リスクの小さい限られた企業に発行を認



め、基本的にデフォルトを発生させない状況となっていた。そこで、多くの企業にとって使い勝手の良い社債市場を整備すべく、多くの制度改革が進んだ。

重要な改革として、第一に、社債を迅速かつ円滑に発行するための発行登録制度の要件（時価総額基準など）の緩和が挙げられる。社債市場において企業は継続的に起債することにより、クレジット・アナリストに自社の発行社債がカバーされ、機関投資家にも認識されることから、発行登録制度によって事務負担を軽減して継続的に発行することが重要である。

また、当時、利益水準、自己資本比率、時価総額などの適債基準<sup>12</sup>により、社債発行を認められる企業が厳格に制限され、社債発行時にも契約に各種の財務制限条項（純資産額維持など）を盛り込むことが求められていた。しかし、1990年代に段階的に緩和され、1996年には適債基準・財務制限条項の設置義務が撤廃され、幅広い企業が社債市場を活用できるようになった。さらに、1993～1995年にかけて、コマーシャル・ペーパー市場がノンバンクなど多くのセクターに解禁されたことから、短期の債券市場の環境も整備された。

こうした規制緩和を受け、1992年以降、社債市場では発行年限などが多様化し、1993年には野村証券が国内普通社債市場のマーケットメイクを開始するなど、社債市場の発展が進んだといえる。

なお、株式市場・社債市場の制度改革と並行し、1993年に定期預金の金利自由化、1994年には普通預金の金利自由化が実現し、金利市場の制度改革も実行された。

### ③IPO/エクイティ・ファイナンスの再開とその後の市場整備

株式市場・債券市場の制度整備が進む中、IPOと公募増資の再開も模索された。株式市場の規制監督を担う大蔵省証券局としては、収益の安定した大企業によるIPOや公募増資の実施が有力と考え、その一方で日本政府や大蔵省主計局（予算策定を担い財政再建に関わる部局）・理財局（国有資産の管理に関わる部局）は財政赤字圧縮のために国有企業の民営化（IPO）を進めたいと考えていた。そこで、株式市場全体の価格（日経平均株価や時価総額）や売買代金が安定した段階で、順次、民営化企業の上場を進めることとなった。

まず、JR東日本を上場させ、株価と売買高が堅調に推移すれば、大蔵省や市場参加者の間で公募増資の再開に向けた機運が高まると考えられた<sup>13</sup>。ただし、JR東日本のIPOに伴い売却される株式の規模は1兆円を超え、当時の東証月間売買代金の20.9%を占める程であったため<sup>14</sup>、株式市場から投資資金を吸い上げてしまうことが懸念され、IPO直前に大蔵省は公的資金による株式市場での買入れや、当時もっとも年限の短かった2年物の転換社債の発行停止などを非公式に行いつつ、株式市場における需給調整を行ったと言われて

<sup>12</sup> 当時、企業が社債を発行する際には日本銀行、社債の受託銀行、大手証券会社で構成される起債会で認められる必要があった。起債会において適債基準が設定・運用され、実質的に起債の統制が行われていた。

<sup>13</sup> 日経金融新聞 1993年10月21日付記事「JR東日本株の上場 公募増資再開のカギ」。

<sup>14</sup> 日経金融新聞 1995年4月25日付記事「あすNTTデータ上場 需給悪化なさそう」。

いる<sup>15</sup>。

JR 東日本の株式が一定程度順調に市場で消化されたのを受け、前述のように 1993 年 12 月に大蔵省はガイドラインを公表し、翌 1994 年から「優良企業」による公募増資が再開された。民営化企業の IPO に関しては、同年 9 月に日本テレコムが上場した。しかし、1993 年度中に予定されていた日本たばこの IPO は規模が大きいことから 1994 年の 10 月に延期されるなど、安定的に株式発行を消化できる状況にはなっていなかった。

その後、民営化企業の IPO が順次行われるのと並行し（図表 6）、限られた民間企業の IPO や増資が少しずつ行われ、株式市場は徐々に機能を回復させていった。

#### ④IPO／エクイティ・ファイナンスの一部回復と顔ぶれの変化

1990 年代半ば以降は日本経済のサービス化が進展し、情報技術の発展・普及もあり、小売り・通信セクターなどが台頭し、IPO でも存在感が高まってきた。代表的な事例としては、1994 年にユニクロで知られているファーストリテイリングが、1998 年にはソフトバンクが上場した（図表 7）。前者は歴史ある小売業企業が新市場開拓・事業拡大のために、後者は新興 IT 企業が事業拡大・買収のために投資資金を調達した事例である。

図表 6 主な民営化企業の IPO

企業名	株式公開	上場時の株式売却金額
JR東日本	1993年	・ 約1.1兆円の売却収入
日本テレコム	1994年	・ 約1,700億円の売却収入
日本たばこ	1994年	・ 約5,700億円の売却収入
JR西日本	1996年	・ 約4,900億円の売却収入
JR東海	1997年	・ 約4,900億円の売却収入

（出所）鉄道・運輸機構より野村資本市場研究所作成

図表 7 1990 年代に上場した大型案件の例

企業名	設立	株式公開	時価総額	資金需要
ファーストリテイリング	1963年	1994年	3.8兆円	・ 自社企画商品の開発体制の充実、出店などで多額の設備投資
ソフトバンク	1981年	1998年	6.7兆円	・ 携帯電話通信モノ整備や、国内外のインターネット／コンピュータ関連企業の買収で多額の投資
楽天	1997年	2000年	1.5兆円	・ インターネット上でのショッピングモールの展開や、ポータルサイト運営会社など複数の企業の買収で多額の投資

（注）時価総額は 2016 年 3 月末時点。

（出所）各社公表資料等より野村資本市場研究所作成

<sup>15</sup> 日経金融新聞 1993 年 6 月 23 日付記事「2 年物 CB 発行を打ち止め」。同 1993 年 10 月 27 日付記事「官主導のおぜん立て」。

図表 8 ベンチャー企業向け市場整備の経緯とマザーズ/ジャスダックの上場基準

項目	マザーズ	ジャスダック	
		スタンダード	グロース
✓ 1999年10月 セントレックス開設(名古屋証取の傘下) 11月 マザーズ開設(東証傘下) 12月 ナスダック・ジャパン開設(大証傘下) (2002年12月～ ヘラクレス)	株主数 200人以上	200人以上	200人以上
	流通株式数 2,000単位以上	—	—
✓ 2000年4月 アンビシャス開設(札幌証取傘下) 5月 Qボード開設(福岡証取傘下)	流通株式比率 25%以上	—	—
	公募・売出 公募500単位以上	1000単位以上、かつ、上場株数の10%以上	
✓ 2004年12月 店頭市場ジャスダックの取引所化 (2010年4月に大証が吸収)	事業継続年数 1年以上	—	—
	純資産額 —	2億円以上	プラスの値
✓ 2010年10月 大証傘下の新興市場を再編 (ジャスダックに統合)	利益額 —	「利益額1億円、又は、 時価総額50億円」、 かつ、 流通株で5億円以上	—
✓ 2013年1月 東証、大証の経営統合	時価総額 流通株で5億円以上	流通株で5億円以上	流通株で5億円以上

(注) 上場基準は2016年3月末時点。

(出所) 日本取引所等より野村資本市場研究所作成

#### ⑤ベンチャー企業向けの株式市場の整備

一方で1990年代後半以降、ベンチャー企業向けの株式市場を創設・整備する動きが活発化した(図表8)。従来よりも、上場基準において企業の将来性・成長可能性を重視し、規模や利益水準の基準が緩和された。ベンチャー企業に投資するファンド(VC:ベンチャー・キャピタル)としては、投資先企業の上場・株式売却・投資資金回収が行いやすくなることを意味し、VCによるベンチャー企業投資が促されるとともに、VC自体への関心も高まった。ただし、複数のベンチャー企業向け市場が創設されたが、地方市場ではIPO件数が増加せず、現在はマザーズとジャスダックが中心となっている。また、複数の多様なベンチャー企業がIPOを目指し、そしてIPO後に市場で評価されており、こうしたイノベーションの流れをさらに後押しすることが株式市場に求められていると言える。

#### 4. 日本の経験と教訓

日本の株式市場は、各年代においてベンチャー企業に投資資金を供給し、イノベーションを支えてきた。1980年代には株式市場が幅広い企業と投資家に活用されるようになったが、バブル期に株価と株式・転換社債の発行が過度に加熱し、1990年代前半にはエクイティ・ファイナンスが停止する事態となった。

しかし、その1990年代前半に市場の制度改革を進め、より多くの企業と投資家が活用しやすい環境を構築し、証券市場を発展させることで経済の資金循環や成長を促す方向に舵を切ったことが、1990年代後半以降の金融ビッグバンと言われる改革につながり、日本の証券市場の発展・拡大につながったと言える。また、制度改革だけでなく、エクイティ・ファイナンスの再開に至る過程で、資金調達を認める企業を制限したり、株価や売買代金

の推移に応じて計画を修正するなど、様々な特例的な対応も必要とされたことは否定できない。そうした道を経た後、再び市場が活用されるようになり、引き続き証券市場を重視する政策が講じられている。

現在の課題としては、米国に比してベンチャー企業の創出・育成が不活発で成熟した経済の牽引役として十分でないことが挙げられる。そのため、アベノミクスの下で、投資型クラウドファンディングの制度整備や、投資家・起業家をマッチングしてイノベーションのビジネス化を促す環境（エコシステム）形成に向けた取り組みが進められている。今後、イノベーションが日本経済をけん引するまでに活発化することが期待される。

以上