



IPOビジネス

—世界動向と日本の課題

早稲田大学ビジネススクール 教授・商学博士
(日本ベンチャー学会 前会長)

松田 修一

はじめに

今ご紹介いただきました松田でございます。日本の証券市場は死んでいるのではないかと。今日はそういうお話もしたいのですが、世界から見ると日本はどんどん置いていかれている状態です。日本にもものすごくある経営資源がフルに世界のために貢献してない。日本が世界に対して貢献できる最先端だけではないものが、まだ山ほど隠されているということを含めて、最近の日本の課題とIPOとの絡みをお話したいと思います。

〈目次〉

はじめに

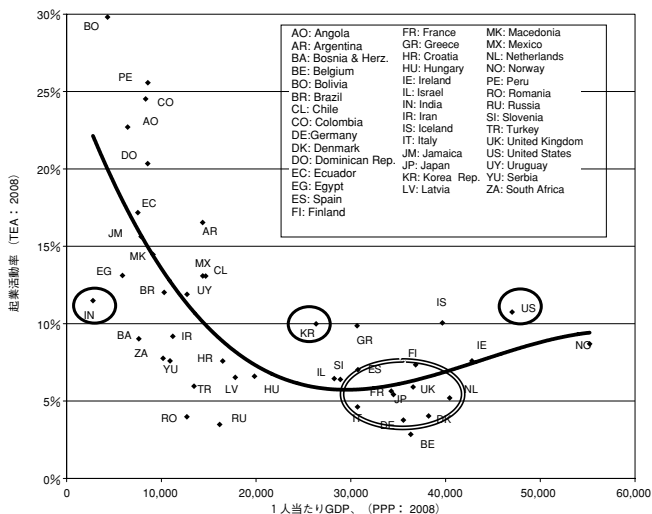
1. 日本の置かれている現状
2. 日本経済のスピード感と産業構造
3. ベンチャーにイノベーション
(第三の創業)が期待できるか
4. イノベーション・エコシステムの確立を

1. 日本の置かれている現状

日本の置かれている現状からお話します。最近日本のことを「課題先進国」という言い方をします。先進国として課題がいっぱいできたのは結果論でありまして、それだけ日本が成熟したということです。

日本の今の1人当たり所得は350~400万円、これがじわじわと減っています。この1人当たり所得とその国がどれだけ活力があるかを示すのが「(図表1)世界の1人当たりのGDPと起業活動率マップ」です。このマップには中国を除く43か国が参加しています。横軸が所得の大きさで、アメリカが一番右のほうに出ています。左のほうに行くと、成長性は高いけれども、所得が低い。上のほうは、ボリビアだとか、ほとんどが中南米で、中南米は活力がある。国が何もしてくれないのだから、必死で食わなければいけない。

(図表1) 世界の1人当たりGDPと起業活動率マップ



(出所) VEC GEM調査2008年より

この活力をどのように判断しているかというと、偏らないように都市も含めて2,000人を選び、あなたの周りで会社を起こしている人、起こそうとしている人、そういう人が何人いますかと調査することで判断します。25%ということは、4人に1人が会社を起こそうとしています。要するに自分で自活しようと思っている人、自活しているという人です。日本の場合は5%くらいです。5%といったら、100人友達がいたら5人ですから、そんなものだろうなと思っていいでしょう。アメリカはちょっと上で10%、韓国も10%。日本はその半分以下です。国が安定して、国が国民を守れば守るほどパワーがぐっと落ちてしまいます。パワーが落ちるということは、新しい産業が出ないということですから、長期トレンドでどンドン置いていかれる。これ

がコア・メッセージです。そこをどのように変えて、再成長戦略をとるのかというのが国の政策のはずです。そういう政策が何も無い。

2011年の推計でデータを組み合わせると、今、日本は65歳以上の人口が23.3%、アメリカは12%、中国は8%です。ですから、アメリカよりもっと進んだことをやらないと、本当はだめだと思います。ここを注意していただきたい。

上場会社の人件費総額が15年間下がり続けています。しかし、もっとすさまじく進んでいるのが、グローバル化による海外進出です。今回、リーマンの問題とか、震災の問題があって、日本を代表する128社の国内での所得は10%くらいでしょう。あとは全部海外です。海外は海外で所得税を納めるため、日本には入ってこない。グローバル化が進むというこ

とは、税金が入ってこなくなる。では、入ってくる仕組みは何か。ベンチャーを育てて、資本市場を国内的に活発にすることです。

今85%の中小企業が赤字だといわれています。民主党のマニフェストには、中小企業の税率を半分にするとありました。しかし、彼らがなぜやめたのか。下げたって、みんな赤字だから関係ないからです。関係ないなら、早く下げてほしい。今回、東北のほうに本社をつくると5年間法人税をとらないとしましたが、あのようなことは世界では通常やっていることです。産業育成のために日本だけがやってこなかった。

今声を出していいたいのは、本当は1980年代の日本が輝いているときに、高齢化社会が来るというのはわかっていたのですから、一番日本に余裕があるときに方針転換をやるべきだったということです。当時の経団連の動きがこうだったとか、愚痴をいうときりがないほどいろんなことがあるのですが、税制問題として、日本は根本のところから考え直さないといけないんじゃないかと思います。

私は1990年にアメリカに留学しました。そのときはベンチャーもやっていたし、大企業の海外戦略の調査もしていました。調査というのは、会計士として、カネをいくら注ぎ込むかという調査です。その当時のアジアに行っている日本の会社で、儲かっているところはほとんどなかった。そこで、アメリカへ行って調査をしました。1,000人以上従業員を抱えているグループ中核企業、ソニーア

メリカとか、こういう会社をターゲットにして、44社のうち19社の社長をインタビューして回ったのです。アメリカへ行っている会社でも95%が赤字でした。ものすごい危機感を覚えました。世界へ行ったら、収益モデルがだめだというのが、そのときわかったのですね。ですから、1993年にベンチャーの研究会をつくって、当時の証券会社、ベンチャーキャピタルに全員参加してもらいました。技術とファイナンスで、いかに収益モデルを構築するかが日本にとって緊急の課題ですし、もともと日本にある広い意味での文化をどう活かせるか、こういうことが大きな柱になるだろうと思います。

■ 2. 日本経済のスピード感と産業構造

2007年に発表された「ビジネスウィーク情報トップ25社」をみると、圧倒的多数を占めるアメリカの企業の半分以上が1975年以降にできた会社で、日本の会社は1社も挙がっていません。トヨタ、ソニー、松下の名前はあるのですが、これは戦前戦後の20年間くらいにできた会社です。ですから、その間の新しいイノベーションの方法が日本はできなかった。なぜでしょうか。

知的財産の話を少ししましょう。日本には特許庁というのがあります。特許庁は英語で「パテント・オフィス」といいます。技術というものがどんどん幅広くなっていて、商標

権まで全部入った知的資本なのです。そこまで全部入れて、国がどう保護して、世界と戦うのか。「パテント・アンド・トレードマーク・オフィス」というように世界では変わってきているのです。今、一番大変なのは、医療機器を日本で作って申請しても認可がおりないことです。認可する人がいないのですから。そうすると、海外へ行って特許をとって、海外で売って何年後かに帰ってくれば良いということになります。創業にしても同じことです。

今、中国の企業が日本の中小企業を含めて、どれだけ喉から手が出るほど欲しいか。韓国だって、まだノーベル賞学者はいないでしょう。日本は何人もいるのです。ですから、日本の強さとか、厚みはすさまじくある。垂涎的なのですね。それを活かし切るかどうかということは、経済格差がある段階で、どういうビジネスが成長しているのかということがわかって、それに飛び込めるかということです。そのような人が少ない理由は何か。これまでのストックで生きていけるからです。しかし、今の20歳の人がストックで生きているとしても、その人が60歳になったときはストックを完全に食いつぶしています。日本の多くは、アリとキリギリスのキリギリス的状况です。本当は日本はもともとアリではなかったのかと思うわけです。

長い歴史をずっと見ますと、GDPは人口と全くパラレルに相関があるといわれています。日本の人口比は全世界の3%を切る。これがどんどん下がって、将来的には2%くら

いになってしまう。そうすると、中国、インドがメジャーになる。ましてや、アジア諸国の人口はどんどん増えてくる。ということは、我々は今どこと仲よくしなければいけないのか。どこかの国や企業とアライアンスを組みながら、日本の持っている過去のものをフルに活かして、ロイヤリティーで日本に収入が入ってくる仕組みを早急につくらなければいけない。

こういうことを考えて、いろんな国が、国と国との関係性を将来に向けてどうつくっていくのかを悩んでいるのだらうと思います。

■ 3. ベンチャーにイノベーション (第三の創業) が期待できるか

「(図表2) 世界の主要新興市場のIPO数の推移：世界は待ってくれない！」をご覧ください。

右端の「IPO累積数」の欄の右側に記載している数字は、外国会社がどれだけIPOをしたかです。目立って多いのは、ロンドンAIMです。英国というのは決して成長しません。しかし、あのシティがこのAIMを入れることによって、ナスダックを食った。ナスダックは、なぜ2000年からがたがたと変になってしまったのかということ、SOX法を導入して、内部統制組織に対して、それを整備するためのコストがものすごくかかってしまったので、みんなほかの市場を求めたからです。

日本でTOKYO AIMをやろうという意思

(図表 2) 世界の主要新興市場のIPO数の推移：世界は待ってくれない！

国名	市場名	市場開設時期	年間IPO数の推移 (左側：自国企業、右側：外国企業)														IPO累積数			
			2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008				2009	
日本	東証一・二部	1949年	20	0	20	0	25	0	18	1	29	0	13	2	7	0	6	0	138	3
	JASDAQ	2004年*	68	0	62	0	71	0	65	0	56	0	46	0	18	0	6	0	392	0
	マザーズ	1999年	8	0	31	0	56	1	36	0	41	1	23	1	12	0	4	0	211	3
	ヘラクレス	2000年	24	0	7	0	16	0	22	1	37	0	25	0	9	0	1	0	141	1
韓国	KOSDAQ	2005年*	25	0	20	0	25	0	113	0	93	0	98	2	63	2	78	6	515	10
中国	香港	2000年*	117	0	73	1	70	0	67	0	62	1	84	2	49	0	73	1	595	5
	上海	1990年	70	0	67	0	61	0	3	0	13	0	25	0	6	0	9	0	254	0
	深圳	1990年	1	0	0	0	39	0	12	0	52	0	101	0	71	0	90	0	366	0
台湾	台湾	1962年	86	1	47	2	38	0	13	0	11	0	30	0	31	0	36	10	292	13
シンガポール	シンガポール	1999年*	32	4	60	1	82	0	68	44	67	49	76	56	43	28	25	10	453	192
イギリス	ロンドンAIM	1995年	160	13	162	16	355	61	519	120	462	124	284	87	114	27	15	1	2071	449
アメリカ	ナスダック	1971年	121	0	56	3	170	23	170	23	156	21	290	32	177	15	131	17	1271	134
	NYSE	1869年	151	33	107	16	152	20	146	19	128	28	126	42	71	17	94	36	975	211

(出所) 早稲田大学商学研究科 (ビジネス専攻) 松田修一ゼミ (孫みちえ氏作成) 検討資料より

(注) ①マザーズ・ヘラクレス・JASDAQ・東証一・二部はあずさ監査法人「株式公開に関する情報」を参照。外国企業の内訳に関しては東証・ヘラクレスHPを参照

②ロンドンAIMはAIMのHPを参照 (2009の数字は2009年8月末まで)

③その他はWorld Federation of Exchangesの統計数値を参照

*：JASDAQ、KOSDAQ、香港ともに、登録市場から上場市場へ改革

決定をしたのは、与党自民党の最後で、そのときの財務大臣は額賀さんです。今の産業革新機構、当時はイノベーション創生機構という名前でしたけれども、これをどうつくるかということと、TOKYO AIMをどうつくるかの答申案の座長を私がやりました。ですから、TOKYO AIMについても、ファミリーというよりも、どうにかしなければいけないという気が相当あるのですが、TOKYO AIMにIPOした企業はたった1社だけです。

お金をどの程度調達し、IPOマーケットをどこにするかということとはある程度相関がなければいけません。マーケットであり資金調達ができないとなった途端に、みんなIPO自体をヘジテートします。今回、マザーズの運営が新しくなり、そういうセミナーを監査法人が中心になって、この春先から随分

やってきました。証券会社も含めて関係者はみんなIPOしたい会社の母集団はここ10年間変わってなく、200社ありますといいます。ということは、200社を組上にどんどん上げればいいのではないかと思うのですが、とんでもない事件が起きたりします。だれがその責任をとるのか。責任をとるといったって、それは仕組み自体の問題なので、個人の責任ではないはずなのですが、日本はどうも個人や個別企業のみに行ってしまうということがあります。

FOIという会社が2010年の5月、公開して7か月目で95%の売上げ粉飾で倒産しました。95%の粉飾をだれが見逃したのか。会計士は何をやっていたかということが問われているわけですが、今回の2つの伝統的大会社の体たらくを見ていると、さもありませんと

思ってしまう。しかし、それはワン・オブ・ゼムですから、例えばIPO100社の中の1社だったら影響は少ないのですが、IPOが10社くらいしかないときの1社というのはきついですよね。

ロンドンAIMでも過去大変な不祥事を起こしています。FOIのように、ほとんど空なるものが全部偽造されて公開されている事例もあります。でも、ロンドン AIMはこういうことも発生する市場と割り切っています。そういうことがあっても仕方がないと。これがリスクを自らとる人たちの参加集団ではないですか。プロ投資家が参加するのがロンドン AIMですから。

もう1つ注目したいのが中国深圳の新しいマーケットである中小企業板と創業板で、そこに公開している会社の業種をゼミ生に調べてもらいました。すると、中小企業板も創業板も業種的にはあまり変わりません。一番の驚きは、日本では20年前ですらもうそうではなかったのですが、製造業がこの時点でも中心だということです。日本ではIPOに占める製造業の割合が50%を割って、もう30年くらい経ちます。中国はまだモノづくりが多くて、決してITが高いわけではない。流通というのはこれからだとか。日本の流通システムというのは、すばらしく役に立つ。ラオックスをM&Aした中国企業の目的はよくわかりますよね。

実例として、2008年に中小企業板でIPOをした「深圳諾普信（ノボシン）」という会社

を紹介します。ノボシンという会社は、2,500社ある農業会社の中で、15年でトップになりました。彼らのビジネスモデルを彼ら自身は何とっているのか。「流動的ウォルマート方式」とっています。要するに店舗はつくらないけれども、開発・生産・販売の一体経営に目標を置いています。この会社ごとにかく日本と組みたがっています。なぜか。今は農業と肥料を売っているわけです。農家に何がいるか。農業機具だと。ヤンマーとか、クボタとか、井関農機とかを、紹介しなければならなかったのだと思います。ところがそのようなことはないのです。日本の噴霧器とか、ノコはなぜあんなに切れるのだろう。それをよくよく日本に来て見てみると、メイド・イン・チャイナと書いてある。つくっているのは中国なのだけれども、日本のテクノロジー、日本の生産技術でつくっている。中国独自ではつくれない。だから、日本とアライアンスしたいということをいっています。農家に対して、一番チャンネルが強いところと組ませるべく、今、社長同士を紹介して会ってもらっています。

20年、30年経ったときに、世界はエネルギーと水を含んだ食糧、この2つがなければどうしようもなくなります。豊かになった人たちが、湯水のごとく食糧をブラックホールとして飲み込んでいくわけですから、中国はどのようにしてやっていくのか。世界に輸出している国が、一切輸出しなくて国内に回る、すなわち、内需中心社会になったときに、世

(図表3) 日本のIPO数の業種別推移

会社数		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
製造業	食品医薬化学	5	7	9	7	7	5	5	6	3
	機械電機精密	10	16	19	9	18	15	2	0	2
	その他製造	4	7	3	16	10	10	2	5	1
	製造 (割合%)	19 28%	30 25%	31 18%	32 20%	35 19%	30 25%	9 18%	11 58%	6 27%
非製造業	卸売り	13	10	16	15	16	4	3	1	4
	小売	11	17	28	14	17	16	5	1	1
	建設不動産	10	12	21	17	18	13	5	2	0
	情報サービス	65	40	64	67	81	50	23	4	8
	その他非製造業 (割合%)	6 105 72%	6 91 75%	15 144 82%	12 125 80%	11 153 81%	8 91 75%	2 38 82%	0 8 42%	3 16 73%
IPO合計		123	121	175	158	188	121	49	19	22
市場	取引所一・二部	24	20	25	19	33	18	7	6	6
	JASDAQ	67	62	71	65	56	46	19	6	9
	新(興)市場	32	39	79	74	99	57	23	7	7

(出所) 野村アドバイザリー・サービス資料より

界が飢えていくわけです。こういうことを考えると、中国の農業政策をどうするか。中国は遅れているわけです。これは現実で、ノボシンのようにトップ企業になったといっても、日本からいうと決して大きい企業ではない。しかし、短期間にそこまで成長した。ということは、知恵を出してやれば、中国内で成長機会があるということです。今、リーダー会社になっている日本の会社が戦後やってきたことを中国は今やっているということです。

ここで「(図表3) 日本のIPO数の業種別推移」をご覧ください。先ほど申し上げましたように、製造業は大体20%くらいになってしまっているということです。既存企業としての製造業の数は多いのですが、IPOは少ない。少ないのであれば、中国のモノづくりに何か連携できないのか。そうなると言語の問題がある。同時翻訳エンジンがないか。しかしそういうベンチャーも日本でちゃんと出て

きています。今、おもしろいのです。日本の中で、いろんなところと連携する方法の提供は、全部新しい会社、ベンチャーが担いつつあります。

そういうことをサポートするのがベンチャーキャピタルですが、ベンチャーキャピタルにお世話になろうとする会社は、IPOを必ずしも考えているわけではありません。IPOを考えた会社は、少なくとも監査法人の門をたたきます。一時、100社、200社公開しているところは、ベンチャーの支援の人数がものすごく多かったです。そして、多くの監査法人や多くの証券会社があった。HSやSBI、GS等が結構多く主幹事をやっていた。トーマツや新日本といったいわゆる4大監査法人以外の監査法人も結構多く監査していた。監査法人の不祥事もありまして、統廃合がどんどん進んだわけです。専門監査法人や専門の証券会社というか、ベンチャーのIPOを支援する団体が、

少なくともここ5年間にすうっと減ってしまった。いきなりここで100社以上株式公開するといったときに支援現場が混乱するということをやっぱり考えておかなければいけません。

今、会計士が余っています。アカウンティング・スクールに入ったけれども、会計士は受けないという人が過半になってしまって、アカウンティング・スクールは困っています。受けるためのカリキュラムを組んでありますからね。世の中というのは、短期間にそんなに揺さぶられるわけではないのですが、若い人はそのように呼応していくということです。

いずれにしても、リスクマネーがマーケットから確保できるようにならないと、デッドマネーで経済成長というのはあり得ません。なぜでしょうか。銀行が一番うれしい会社とはどんな会社ですか。金利を払って、少し利益が出て、成長はせいぜい2~3%の会社です。経常利益率が15%あって、2割の成長がある。銀行はそんなのは大嫌いです。なぜか。銀行の借金を全部返しますから。

ということは、日本の戦後、ステディに成長して、倒産をしないレベルで持続していくのをずっと支援するのが銀行のガバナンス上はよかった。しかし、世界は待ってくれません。2桁成長が当たり前の世界。経常利益率は最低15%ないと世界では戦えません。

日本の化学関係の会社にはすごい技術があります。でも、化学関係の会社で、経常利益率が10%ある会社はありません。世界のトップ

レベルは15%あります。事業の利益率が7%まで落ちたら売却されます。日本は会社全体でも7%いかないという情けない状況で、護送船団といますか、あまり1つの会社が突き抜けて巨大になることを排除してきたものですから、世界との競争上、非常に問題が起きています。

今の新興勢力は、そういう業界の秩序を無視してやっている。批判もあるかもしれませんが、そうでないと世界では生きていけないということなのだろうと思います。

日本のベンチャーキャピタルも含めて、IPO市場で最悪の事件は、公開して7か月で、10年前から粉飾をやっているのを見逃し、売上高の95%も粉飾していたというFOIです。東証が縮み上がったわけです。それはそうでしょう。数少ない審査をしていて、そうってしまったということですから。

どのようなプロセスで、どういうふうにガバナンスが効かなかったのか、どうして粉飾ができたのか、どうして海外戦略がうまくいっていると仮想してしまったのかとか、全部調べて書きました。予測記事ですがほとんど間違いはありません。まだ詳しく新聞報道されていない段階で、ベンチャー学会の機関誌に20ページにわたって、個人名まで全部入れて書きました。新聞発表とか、公表されたデータの範囲内でしかわかりませんが、私もこういうことを専門に仕事をやっているものですから、ちょっとしたヒントで推測記事を書いてあまり間違いないだろうと。

(図表4) FOIの異常な決算数値(監査済み2009年)

企業名	ザイン(優良)	NPC(優良)	FOI(粉飾倒産)	
起業者	飯塚哲也	隣 良郎	奥村 裕	
業種特性	特定用途向けIC	太陽光製造装置	半導体製造装置	
設立年月:IPO年	1992:2001	1992:2007	1994:2009	
計算書 損益	売上高	11,967	14,164	11,855
	営業利益	1,964	2,627	2,466
	当期純利益	1,306	1,575	523
対照表 貸借	総資産	13,556	15,000	29,261
	純資産	11,566	7,662	13,879
	有利子負債	0	0	12,810
計算書 CF	営業活動	1,346	1,585	△3,650
	投資活動	1,386	△4,146	△92
	財務活動	△65	△36	4,869
	期末現金同等物	9,935	2,256	2,546
営業運転資金	1,263	△870	25,621	
(うち売掛金)	(1,063)	(△1,319)	(22,895)	
同上回転期間	38日	△22日	789日	

(出所) 各社有価証券報告書より

「(図表4) FOIの異常な決算数値(監査済み2009年)」をご覧ください。優良な他の2社と損益計算書、貸借対照表、キャッシュフロー計算書の一番大きな科目だけを比べています。優良会社ザインは、東芝から出られた飯塚さんの会社です。それからNPC。これは全部、日本でつくって輸出していますから、今はちょっときついのですが、隣さんの太陽光発電装置をつくっている会社。この3会社は、P/Lで見るとほぼ同じで、利益率も同じです。ところが、有利子負債を見ると、一方は売上げ以上に借金があり、一方はゼロです。経常利益率が10%を超えると、2桁成長しても借金はしなくていいのです。こういう会社でないと残れないのです。だから成長初期のリスクマネーは、IPOで市場からのお金を入れる。市場から十分な費用対効果で入ってこない限りにおいては入れる価値がない。これを見ていただきますと、どんなことが行われ

たかわかると思います。粉飾企業のほうを見ていきます。営業運転資金をどのように考えているかです。簡単です。売上債権に在庫を足して、仕入れ債務を引くのです。「売掛金+在庫-買掛金」で残った金額が営業活動に直接かかる金額。これが売上高の何日分あるか。大体2~3か月でマックスです。何と倒産した会社は789日ですよ。売っても2年以上回収できないのです。100億円ちょっとの売上高で、営業活動キャッシュフローが36億円の赤字の会社が、上場したら資金的に問題がなくなるなんて、だれが思いますか。普通は思わないですよ。ところが支持者はそう思ったのです。だから公開できたのです。

これはどういうことなのだろう。市場を見ている人が、チャートではなくて会社のビジネスの内容から、この会社だったら、どういうP/Lで、どういうB/Sだろうという仮説を基に数値をつくれる能力がなければいけませ

(図表 5) 支援者団体のFOI粉飾の見落とし要因と支援者のビジネスアンダースタANDING力

団体	支援団体の役割からくる課題と対応
ベンチャーキャピタル	<ul style="list-style-type: none"> ・ハンズオンを行うリードインベスターとその他投資家の役割の不明確 ・自ら判断し投資をするベンチャー投資基準の不明確
銀行等金融機関	<ul style="list-style-type: none"> ・有担保主義から成長可能性融資に切り替えた融資判断審査能力の欠如 ・売掛金の担保としての製品価値や売上計上基準の妥当性の判断不十分
会計監査人	<ul style="list-style-type: none"> ・形式的内部統制システムに依存した大型粉飾発見の限界 ・実査・立会・確認の監査基本手続の実行や売上基準の適用の不適切 ・監査人の精神的独立性を含む監査団体内の監査品質チェックの不十分
主幹事証券会社	<ul style="list-style-type: none"> ・上場審査時点の数百を超える質問項目の形式化と実態チェックの限界 ・収益・資金モデルの継続性に関する総合的判断の欠如
証券取引所	<ul style="list-style-type: none"> ・粉飾という故意の違法行為に対する責任の明確化 ・ガバナンス体制に違反した場合の罰則強化の必要性 ・世界競争下における市場活性化と特殊事例の明確な区分

(出所) 松田「ベンチャーの粉飾と関係団体の課題～半導体製造装置ベンチャーFOIのIPO直後の粉飾発覚～」日本ベンチャー学会誌、2010.10号

ん。企業を理解する力、ビジネスアンダースタANDING、この能力がないと、市場にかかわることができないはず。そうはいつだって、そんなことは教育もされていません。市場関係者みながこれをパスさせてしまったのです。

パスした後、FOIの会長、社長、営業担当が逮捕されただけで、あとはだれも逮捕されていません。会計士も事情は聞かれたでしょうが、それ以上のことはないです。かかわった方々は、「(図表 5) 支援者団体のFOI粉飾の見落とし要因と支援者のビジネスアンダースタANDING力」にある方々。東証も含めて、かかわっています。(図表 5) では何が問題だったかを整理しています。このFOIは神奈川サイエンスパーク発なのです。すばらしい会社が過去 2 社倒産しています。FOIとインクス。すばらしい会社がインキュベーションから巣立って、無理な夢を追いかけて、多くの人がサポートして、現実とのギャップに社

長が後ろへ引くということができなくなってしまった。それで失敗しています。

失敗した途端に、過去あれだけ持ち上げてホームページに載せていたものが、直後に消されています。失敗は全部消すということでもいいのか。過去からの学びがないと、同じ失敗を何回もやることになります。創業100年の大会社を見ると、30年ごとに会社が倒れるのではないかという公害事件を起こしているような会社もあります。最近の例では雪印だって同じことをやっていた。ああいうことは過去にあった。二度と起こさないようにやろうとして、30年後にまた起こしている。忘れてはいけません。

本当はこういうケーススタディを学校の教育として幹部教育でずっとやるべきなのでしょうけれども、そういうことを追っかけている教員はいないということなのでしょう。

会計士が何をやってたのだろうと思うんですが、私も現在公認会計士です。ですから、

(図表 6) 日本の証券市場改革のポイント

	ポイント	JASDAQ (標準)	JASDAQ (成長)	マザーズ
審査対象	対象企業	一定の事業規模と実績を有し、事業の拡大が見込み	特色技術やBMを有し、将来の成長可能性に富む企業	新興企業を中心に将来の高い成長が期待される企業
	審査期間		1 か月	2 か月
形式基準	純資産額	2 億円以上	正	—
	税前利益	1 億円以上	—	—
	株主：流動比率	公開株式割合10%以上、株主300人以上		25%以上、300人以上
	時価総額	浮動株 5 億円以上		流通 5 億円、10 億円
	監査意見	前々期：適正、前期：無限定適正		同左：遡及監査可能
実質基準	企業内容開示	適正に行うことができる状況にあること		企業内容・リスク開示の適切性
	ガバナンスと内部管理体制	企業規模に応じた体制	企業の成長に応じた体制	相応に整備され、適切に運用されている
	行動信頼性	上場後市場を混乱させる行動を起こす見込みなし		企業経営の健全性
	審査視点	事業活動の存続性	企業の成長可能性	事業計画の合理性

(出所) 各市場のHP等から作成

個別の話よりも制度の話として、ビジネスアンダースタンディング力、企業を理解する力、会社がわかれば決算書が大体イメージできる力、それがないと、大きな粉飾を見逃してしまうのではないかというのがこのメッセージです。

ちなみに証券市場は「(図表 6) 日本の証券市場改革のポイント」のように変更になりました。この中で特に「遡及監査可能」と「事業計画の合理性」は、昔に戻ったという話です。マザーズが遡及監査可能になりました。マザーズができたところに公開した人は、会社をつくって1年以内で公開するのを競争していました。そのときに監査の適正意見は2事業年度必要といわれた。2事業年度の適正意見をなぜ1年以内で出せるのか。それは決算期は1日やっても決算期であると。商法上、1年以内ですから、3か月決算を2回やって上場した会社もありました。

短期IPOをめざすベンチャーが、直前事業

年度末に監査契約します。設立時以降監査していなくとも、スタートのときの書類は全部あるから見てください、今契約して過去まで見てください、これが遡及監査で、その当時はそれをみんなやっていた。

今回は「遡及監査」が可能になりました。最初のルールからあったはずじゃないのか、なぜ今さらマザーズはこれをやっているのか。ということは、実際につくったルールと運用があまりにも乖離して、2年前から監査契約をすることで、IPOスピードが、世界からどんどん置いていかれてしまった。今回は、実質的に変更したルールを元に戻すということ、もう1回確認しましょうということにしかすぎません。

一番大変なのは、審査視点の「事業計画の合理性」です。過去の業績は問わない、来期も問わない、将来の事業計画が合理的かどうかを問う。こういうことになっています。

東証、野村証券、監査法人、ベンチャーの

弁護士、そういう方々が集まってパネルディスカッションをした折、この「事業計画の合理性」を誰が判断するのかという話になりました。会計士には絶対にこれを判断する能力はありません。会計の専門家ですから。事業の専門家ではありません。その事業が初めての業界のスタートだったら、ますます判断は難しい。初の事業は例がないのですから、比較ができません。世界にもない。日本初、世界でも初だということについてだれが判断するのですか。

東証の意見は、証券会社が決めますということでしたが、証券会社に決める能力があるのでしょうか。証券会社にあるとすれば、リサーチ会社をどこも持っているので、リサーチ会社の判断に依存できます。しかしながら、パネルディスカッションでは、証券会社は判断しますとはいわなかった。事業計画の合理性はこれを実行する会社のシステムが整備されつつあるということで判断しますと、証券会社は知っているわけです。難しいですね。整備されているかどうかといたって、1年後には不可能ということだってあるわけです。

新ルールはできたのですが、本当に今後運用されるかどうか。3年後には100社くらいまでIPOが年間あってほしいですね。3年後には60社くらいと取引所はっています。最近期待が高くなっています。現実にIPO可能性の母集団が増え、よくよく見ると、結構しっかりした経営システムを持っているベンチャーが増えているということだろうと思いま

す。

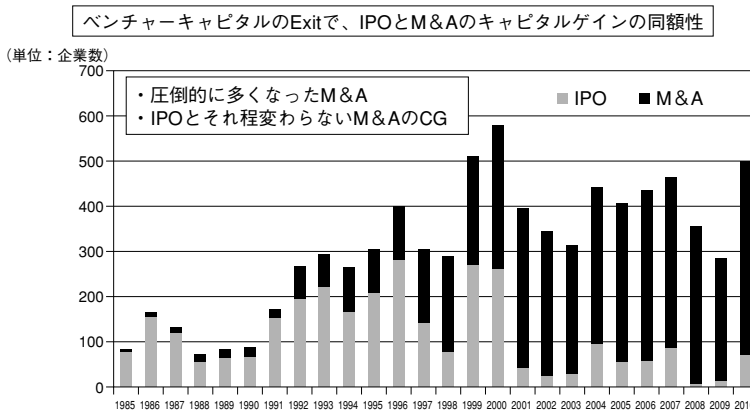
市場からのリスクマネー確保のために、関係者がもっともっとお互いのコミュニケーションをとりながら、日本の経済活性化に貢献し、同時に、専門的な役割分担をしっかりと果たすことが重要です。

■ 4. イノベーション・エコシステムの確立を

まとめになりますが、「イノベーション・エコシステムの確立を」に入ります。エコシステムということが盛んにいわれています。シリコンバレーで活躍した日本人に来ていただいて、経済産業省で種類株を日本で普及させようという委員会が終わりました。2012年12月いっぱいまでに、種類株の流通を日本で活発にするための答申案が公表されます。この委員会でアメリカで大成功された3人の事業家、キャピタリスト、コンサルティング担当者などをお呼びして意見を聞きました。

そのときに、必ず出てくる言葉がエコシステムです。日本はエコシステムがないとよくいわれます。エコシステムとは入口から入って、出口になって、出口の方がまた入口に参入していく循環型システムです。入口の構成は、技術、リスクマネー、IPOを支えている監査法人など支援産業を全部含めて「入口」と表現しています。この方々が志の高いベンチャーを支えて、投資をしていく。回収は決してIPOだけではありません。M&Aがある。

(図表7) 米国におけるベンチャー投資のExit



(出所) 経済産業省「種類株勉強会」AZCA説明資料2011.8より。原出典：NVCA

現在アメリカの場合はM&Aが出口の90%を占めています。その事業の継続性を考えるともっとシナジーで拡大できる企業に売却をするわけです。

M&Aでも、IPOと全く同じくらいのシステム化された会社をつくっていないと、実行できません。おれは死ぬまでこの会社をやるのだという発想はM&A案件ではないということです。しかし、だんだんと海外を含む大学でMBAを取得したり、海外の仕事も経験した人たちが日本でベンチャーを多く起業するようになってきました。一時代からすると、ものすごく変わっています。

産官学一体となったベンチャー支援が1995年くらいから始まっているわけです。そのころから比べると、様変わりするくらい、起業家の全体のレベルが高くなっています。というようなことは、このエコシステムにおいて、ロールモデルとして成功した人が、また入口

から入ってくるというサイクルになりつつあります。昔、日本でもエコシステムがないという時代があったね、というような時代になりつつあると理解しています。

今、70歳を過ぎている成功した会社のオーナーには、エコシステムを必死で考えている人が何人かいます。その人たちは大体100社くらいに投資しています。回収はほとんどなしでも投資しています。これは自分を支えてくれた日本に対する恩返しだという気持ちでやっておられる。でも、個人の好意に頼るのではなくて、国全体のシステムとして動かなければいけないということになると、ストックのフロー化が大事になってくるのだらうと思います。

「(図表7) 米国におけるベンチャー投資のExit」をご覧ください。下がIPOで、上がM&Aですから、どれだけM&Aが中心になっているかおわかりいただけると思います。

(図表 8) 日本の経営資源の再認識
世界を牽引する日本の利、必要な総合人材と規制緩和を

全体	4区分	経営資源	ビジネス対象	スピード人材を
日本ブランドの構築	海洋立地 (地の利)	海洋資源	海洋・水産、海底・資源	○総合的的事业構想力のある人材 ○バリューチェーンの統合 ○横串刺し一体行政・産業 ○クローズとオープン加速 ○グローバル顧客視点
		物流(人と物)	海・空	
		水(上下水)	活水、創水	
		農業・食料	養殖、農・水工商連携(6次産業)	
	日本人 (人の利)	エネルギー	新エネルギー風車、太陽光	
		超高齢化	健康・生命	
		金融資産	個人金融資産の活用	
	歴史文化 (時の利)	年間120の若者	自律教育	
		アニメ・芸能	ゲーム、パチンコ、映像	
		食・料理	安心・品質・健康	
	技術開発 (技の利)	観光・工芸	循環型社会	
		先端医学	医学・工学連携	
技術者		技術伝承とネットワーク化		
	知的資産	インタンジブル価値の見える化		

ハンズオンの重要性がいわれませんが、本当にハンズオンをしているのですかということもあります。日本では中々リード・インベスターがないので、真のハンズオンは難しいのは確かです。

アメリカ型の社長のクビも切るというキャピタルは、少なくともマジョリティに近い投資を自ら投資し育てているということです。そのようなことが日本でも起きてこなければいけない。そして、海外の最大の資金の出し手は年金資金です。キャピタルへの出し手としての長期資金が出てくるような仕組みをつくっておかなければいけない。つくっておかなければいけないといっても、年金資金の運用をする人たちは決して本当の投資のプロ集団ではありません。経理課長、部長だった方がファンド運用者です。ファンド運用と、運用ルールという制度をきちっと守っていくという仕事は全然違いますよね。日本の現実と

しては、運用のプロの人に頼らなければいけない。プロは外資系のトリプルAを運用している人たちです。リーマンショック等で、500億円の穴をあけちゃったと、こういうようなことが日常的に起きてくるわけで、そういう意味では、日本は資金運用のプロ集団を育ててくるということにあまり成功しなかった。米国のようにリスクマネー運用割合のルールをつくるようなことをしなかったといったほうがよろしいのでしょうかね。

「(図表 8) 日本の経営資源の再認識」では、日本のすばらしい資源を俯瞰的に見ています。日本のブランド構築に対する意識構造は全くないですね。これは民間が一生懸命やっている。でも、これをつくるのは国の役割ですね。ですから、特許庁自身の名前も変えてほしいということもあるわけです。

日本のよさというのは、海洋立地だということと、日本人そのもののよさと、長い歴史

があるということと、技術の技の歴史があるということ。この「4つの利」がある。しかし、この4つの利をコンバインして、すばらしいビジネスをつくり上げるという事業構想力がない。ぶつぶつ細かく切る規制がある。大学が一番動けないかもしれません。大学が横串刺しで統一的に社会に向けて発信している情報を整備したのは最近です。大学自治というのは、言葉はいいのですが、考えてみると、学部自治です。勝手に学部が動いている。この横串刺しをやらなければいけないということをもっと早く考えて、実行したのが、東大の総長だった小宮山先生だと私は理解しています。相当に努力されて、今の仕組みができあがった。

スピードを上げて人材を活かすということで、総合的事業構想力が重要です。よく挙げる例が、オリエンタルランドです。ディズニーランドはもともと何の事業をしていたのでしょうか。マンガじゃなかったですか。でも、エンターテインメントの総合事業までやっていますね。日本のオリエンタルランドに勤めている人たちはすばらしいのですが、そのすばらしさ全体を享受できない。なぜか。世界の中へ圧倒的に日本からのサービスや工夫の知恵が出ている。でも、その知恵を彼らの知財として世界に売ることは契約上全くできない。全部本社の知恵になって、世界のオリエンタルランドのイノベーション、ディズニーランドのイノベーションに使われているのです。

例えば日本にあるマンガやキャラクターを

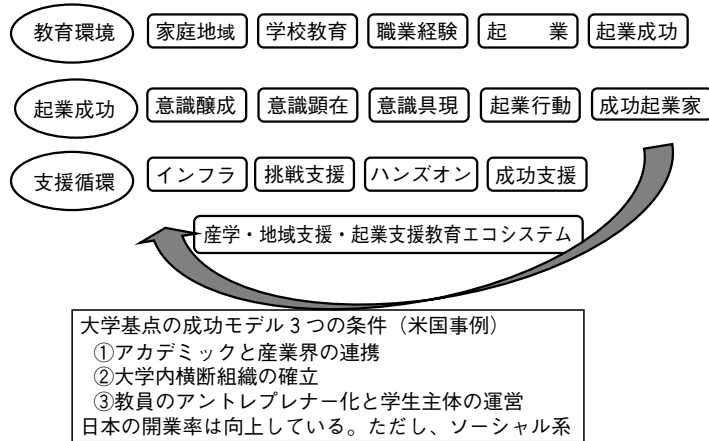
俯瞰してみると、いろんなビジネスの展開がある。キティちゃんのサンリオがそれに近いことを1社でやってきたかもしれません。

そういうことを考えてみますと、高齢者というのは負担ではなくて、宝の山かもしれません。世界はみんな高齢化社会になっていくのですから、そこで安心・快適な介護、90歳になっても安心して過ごせる社会システムをどのようにつくっていくのかということをもつ考えただけでも、日本で行うべきことは多くあります。

私は学校にいます。教育システムも全体がエコシステムになっていかなければいけないわけです。「(図表9 グローバル起業人材のエコシステム)」で紹介する米国の事例は、スタンフォードの話です。①アカデミックと産業界の完全連携ですね。日本でも連携、連携と言葉ではいっています。②大学内の横断組織の確立。本当にこれができているところは、日本の中ではありません。スタンフォード、MITを含めて、世界の有力大学はこれで動いています。そして③教員のアントレプレナー化。こんなことをいおうものなら、つるし上げを食らいますね。研究と教育と財政の3つがうまくバランスがとれていないと、学の独立というのはないのですが、財政は全部国依存ですから、無責任になりがちです。戦略論をやっている人はビジネス・プランを全く書けません。なぜか。財務が念頭にないからです。

財政も含めて、横串刺しで多くの先生方が

(図表9) グローバル起業人材のエコシステム



その事業を研究し完結型で社会貢献するのはどのスキームなのかを考える人が出れば、大きく変わってきます。国が支援している事業に調査に行きますと、「世界最高レベル」という案件は多くあります。それが10年経って世界のビジネスが成長期に入ると、市場を取って代わられます。何かがおかしくなっています。

いずれにしても、存在感ある国づくりをまだやれると思います。でも、そのパワーがあると5年くらいで方向性が見えて、10年では完成版になっていないと、日本全体の高齢化がものすごい勢いで進みますので、非常に難しくなってくるのではないのでしょうか。ここにありますように、社会風土というのが一番大きいかもしれません。失敗したら、二度と立ち上がれないようにたたく。でも、失敗という過去の経験があれば、もう二度と失敗しないというよさがある。そこをなかなかみん

なが認めない。特に重要なのが、競争力としての法人税制の改革。グローバル化と中小企業の赤字化で法人税は減少しますので、せめて中国並み、韓国並みに実質税率25%にしてほしい。5%下げるなんてことはやめてほしい。手間暇かかるだけで効果はありません。今シンガポールと台湾は17%です。

多くの国々が世界から活力ある人を呼び込むべく動いているのですが、日本の場合、有能な人材は日本の国からも出ていけということを一生涯懸命やっている。改革の痛みをいつにするかです。今苦勞して、将来の若者のために何かをしなければならぬのですが、みんなをうまくという八方美人はなかなか将来の方向性を示せないと思っています。

どうもご清聴ありがとうございました。

(本稿は当研究会主催による講演会における講演の要旨である。構成：桜木 康雄)