③第２分科会

起業教育ワークショップ
起業家人材輩出に向けたエコシステム構築に向けて
～資本市場の現場から見えてくる課題～



東京証券取引所・大阪取引所
金融リテラシーサポート部
課長　森元　憲介

１．はじめに

私ども東京証券取引所は、旧東京証券取引所グループと旧大阪証券取引所が2013年１月に経営統合して「株式会社日本取引所グループ（JPX）」として誕生し、グループ全体で取引所金融商品市場の開設・運営に係る事業を行っています。そして、過去、それぞれの証券取引所でCSR（企業の社会的責任）活動の一環として、資本市場に関する専門性を活かした金融経済教育プログラムに取り組んできましたが、2014年度より新たな柱として「起業教育」というテーマを加えて再スタートいたしました。キャリア教育や総合的学習などを通じて、「自ら課題を見つけ、自ら考え、主体的に判断し、よりよく問題を解決する資質や能力を育てたい」という想いで「起業教育」を実践している教職員、また、これらの活動を通じて地域活性化を図りたい地域の皆さまの声に耳を傾け、我々も一緒に「起業教育」というテーマに向き合っていきたいとの考えで、①中高生～大学生の段階から起業の意義や重要性への“気づき”を促す情報誌「OCOSO（オコソ）」の発行、②各種団体等による起業教育への協賛等を通じ、次のステージへの“橋渡し役”として側面的な支援を行うこと、そして、③模擬体験を通じた起業プロセスの学習機会を提供する「JPX起業体験プログラム」を、「起業教育の３つの柱」と位置付けて展開しています。

特に、「JPX起業体験プログラム」については、擬似的に起業・創業に関わる会社の設立・経営する体験等を通じ、株式会社の仕組みや株式投資（出資）の本源的な意味、自ら学び・自ら考える力などの「生きる力」を育み、

テップアップを図っていただくことのできる構造になっています。

こうしたなか、我が国は現在、「第４次ベンチャーブーム」と呼ばれてはいますが、まだまだ、国民の起業に関する意識が低いと言われています。米バブソン大と英ロンドン大ビジネススクールの起業研究者が1999年からプロジェクトチームにより調査している「総合起業活動指数（TEA）」を見ても、18～64歳の一般成人に占める「早期の起業家」の割合は、世界の中でも特段低い状態に置かれています。語源的に「リスク」とは、イタリア語の「リシカーレ」に由来すると言われていますが、その「リスク」言葉を生んだイタリアのTEAが世界で最も低いというのも皮肉なものですが、その次に低いのが日本という状況です。

こうした起業意識が低い状況のなかで、既に上場を果たしている企業における経営環境の変化が激しくなっています。例えば、1990年と2000年、そして現在における企業の価値である「時価総額」のトップ10ランキングを見ましても、顔ぶれが相当変わっており、この「失われた20年」と呼ばれる経済情勢のなかでも、我が国経済を支えている「企業価値」は絶えず変化しています。



また、転換期となっているのが、上場会社の株主構成でして、上場企業の所有者別持株比率の推移を見ましても、1970年代以降は金融機関の持株比率がダントツの一位でしたが、現在は海外投資家がトップに躍り出ました。リスクマネーを供給し、上場会社のガバナンスに関して大きな力を持つ海外投資家の存在が非常に大きくなっているのです。



当然ながら、海外投資家と言いましても、特定の国や地域のお金が流れ込んでいるということではなく、グローバルワイドに流れている資金が日本の中にも入ってきている訳ですが、これまでの上場企業は、株主としても、さらにはメインバンクとしての銀行など金融機関をガバナンスの中心と見据えて経営をしていた感もありました。また、90年の時価総額を見てもお分かりのように、銀行がトップ10のなかでも大きなシェアと存在感があった状態が長く続いていました。

私も、かつては都市銀行に在籍していましたので、上場会社の総務担当役員ですとか、財務担当役員などで取引先管理の観点から出向した諸先輩を見てきました。ただ、現在は、そういったガバナンス体制で企業経営が容易にできる時代ではなくなっているようです。また、ビジネスの仕入先や売先、系列などの株式持ち合いも相当解消されており、まだまだ流入が見込まれるグローバルマネーのなかで、どのようにガバナンス改革をしなければいけないのかが上場企業に問われています。

こうした現状についても、「起業教育」のなかで触れていくべきテーマだと考えています。今後、我々の子どもたちと言いますか、新たなアントレプレナーたちは、国内の投資家やベンチャーキャピタリストのみならず、グローバルワイドなリスクマネーをいかに取り込んで、グローバルスタンダートなガバナンスを理解し、自らの価値を創造していくことも必要になってくるのだと考えています。

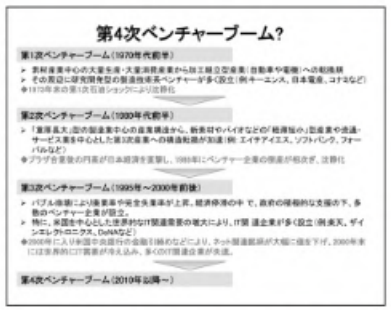
生きた「起業教育」として、模擬的な株式会社の立ち上げを行ったり、模擬店経営を行ったりしながら、決算の仕組みなどを参加してくれる生徒・学生らと学んでいるのですが、我々の特徴は、こうした「株式による資本調達」で得られる知識や課題、まさに「エクイティ文化の醸成」なのです。

事業計画書の作り方やビジネスモデルの優劣、決算書への理解など、新たなアントレプレナーシップを育成するためのテーマを盛り込んでいますが、①きちんとした「資本政策」が出来ているのか、②自分たちのビジネスモデルで得た価値を如何に早く高めていくか、③その際、どんなリスクマネーが必要となり、そうした「投資家」とはどんなリレーションシップを構築すべきなのか、というように、生徒・学生らが起業体験プログラムに取り組んでいる最中には認識できないようなことも、後からジワリと感じていける内容にしているのです。

こうした、「起業」と「投資」の関係性やつながりを確りと伝えていくことで、「起業＝スタートアップ」とか「投資＝資産運用」といった観点のみで語られ、いかにも分断されて認識されているキーワードを「資本市場」という接着剤のような役割で、つながりをもって見てもらうための触媒になりたいと常に考えています。

3．ベンチャーブームと起業教育

先にも申し上げたとおり、2010年以降の我が国は、「第４次ベンチャーブーム」と呼ばれています。その覇者は誰なのか、という点については、これからの時代のなかで定義されてくると思います。もしかしたら、時代の寵児となっているような勢いのあるベンチャー企業でも、急に失速してしまう可能性も否定はできません。



過去、戦後から遡りますと、素材産業中心の大量生産・大量消費産業から加工組立型産業（自動車や電機）への転換期であり、その周辺に研究開発型の製造技術系ベンチャーが多く設立された「第１次ベンチャーブーム」も、73年末の第１次石油ショックにより沈静化しました。その後、80年代前半に「重厚長大」型の製造業中心の産業構造から、新素材やバイオなどの「軽薄短小」型産業や流通・サービス業を中心とした第３次産業への構造転換が加速した「第２次ベンチャーブーム」。そして、バブル崩壊により廃業率や完全失業率が上昇するなど、経済停滞の中で政府の積極的な支援の下、多数のベンチャー企業が設立され、特に、米国を中心とした世界的なIT関連需要の増大により、IT関連企業が多く設立された「第３次ベンチャーブーム」というように、「起業」や「アントレプレナー」が注目されては沈静化する繰り返しのような歴史を辿っています。

この「第３次」の時代は、2000年に入り米国の金融引締め策などにより、ネット関連銘柄が大幅に値を下げ、同年末には世界的にIT需要が冷え込み、多くのIT関連企業が失速。更には「100年に一度」と言われたリーマン・ショックを経て終焉を迎えました。その間、私自身も銀行員や金融専門ライターを経て、証券界に転職しましたが、この「第３次」時代に生まれたベンチャー企業が、東証マザーズや旧ナスダック・ジャパン、そして、地方証券取引所が創設した「ベンチャー企業向け市場」に次々にIPOしていた時代でした。私は、当時、店頭売買有価証券市場であった「JASDAQ」に身を置くことになりました。そして、この、証券会社の店頭で売買できる有価証券のための市場から、IPOを中心とした証券取引所としての「ジャスダック証券取引所」に移行しましたが、こうしたベンチャー市場の世界の前線に立つことになりました。

2000年当初は、歴史的に見ると「第３次ベンチャーブーム」もほぼ終わりに近づいていたのですが、国内IPOはまだ100社以上の実績を残しており、私は資本市場プロモーションや運営規則などの改定などを手がけていました。



その後、ライブドア事件やリーマン・ショックを迎え、ベンチャー市場だけという単独ビジネスモデルで経営されていたジャスダック証券取引所は、ヘラクレス（旧ナスダック・ジャパン）を持っていた旧大阪証券取引所との経営統合を行うことになりました。そして、2009年には国内IPOが19社と極端にシュリンクすることになってしまいましたが、現在のIPOはその数を取り戻し、年間100社を超えようとしています。この間、資本調達を巡る環境もIT技術の高度な発展により過去経験したことのない変化にさらされています。

米国でも顕著になりはじめた現象ですが、ベンチャーの「出口（Exit）戦略」が2000年を境として大きく変化しました。ベンチャーへのリスクマネー供給で中心的役割を果たしているVC（ベンチャーキャピタル）には、そのファンドの期限というものがあり、どうしてもリターンを求めざるを得ません。当然、短期間でIPOを果たすことによって、VCはリターンを得ることも可能なのですが、ベンチャーが生み出すサービスや商品のライフサイクルがこれだけ短期化するなかで、IPOよりM&Aによる経営権の移転が主流となっているという点です。

2006年にYouTubeが設立から約２年でGoogleに買収されたり、2014年にWhatsAppが設立から約５年でFacebookに買収されたりするケースに驚いていましたが、「起業教育」を受けた側が、仮に自分たちで創業・起業し、一生懸命頑張って会社を大きくしたいとの考えを持つ反面、どこを最終的に目指しているのかという「出口」という点についても伝える必要に迫られているような気がしています。

リーマン・ショックから10年を経た今、米国は戦後最長の景気回復局面を迎え、その“力強さ”を取り戻しているかのように見えますが、所得や資産の格差問題のみならず、開業率の低下が始まり、上場企業数も新規IPO数も減少を続けています。新たなアントレプレナーたちは、GAFA（Google、Apple、Facebook、Amazonの頭文字）やFANG（Facebook、Amazon、Netflix、Googleの頭文字）といった“プラットフォーマー”と呼ばれる巨

大ベンチャーのインタフェースを熱望しているようにも見えます。

また、起業支援という観点では、ベンチャー企業の初期をサポートするインキュベーターたちが我々の「お手本」のように見えてしまいますが、Y Combinator や500Startups などの世界的に有名なプログラムが、「顧客がほしがるプロダクト（製品やサービス）」を超高速に作り上げていくなかで、日本でも「アクセラレーター」や「インキュベーター」が増えており、大手上場企業がその支援を行い、出資しているケースも数多くなってきました。確かに、こうした現状を見ると、我が国のアントレプレナーシップを支える背景として、大手上場企業が充実したサポート体制が存在することは望ましい姿になっているのかも知れません。

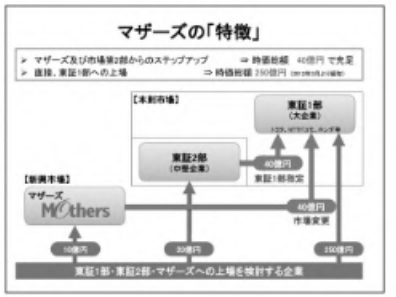
一方で、我々が手掛ける「起業教育」は最終的に、上場している会社の支援体制のなかに入っていくことを「出口」として目指すよう促すものでは決してありませんが、「起業家精神の醸成」という観点と、こうした「起業支援」の違いについても整理をしておく必要もあるかと感じています。

4．より実践的な起業体験に向けて

これからのアントレプレナーが、「起業」から「企業」になるまでの間には、もしかしたら、いい意味で過去の経験則は通用しないかも知れません。①起業家が新たなビジネスモデルの研究を行い、個人資金や助成金・補助金の支援を受け、実際にプロダクトを開発するまでに「魔の川（デビルリバー）」を渡り、②事業化するまでにはエンジェル投資家や VC からの資金をエクイティで調達して「死の谷（デスバレー）」を超え、③その事業がサステナブルなものになるために、銀行融資や社債、IPO などを経験し「ダーウィンの海」を超えていきますが、こうした川、谷、海を一気に飛び越えるアントレプレナーが誕生していく可能性もあります。

それ程、現在のプロダクトが持つライフサイクルが短縮化されており、当然ながら、そのプロダクトを生み出す側のスピードも科学され、超高速化していくことが求められています。会社設立から IPO までという、かつては「10年以上」と言われていたものが、今や、創立３年以内、かつ、30歳までに IPO という事例も出てきています。それだけ、高い成長性を早期に実現させ、ステップアップしていく仕組みが整い、資本市場の構造もそれに伴い、変化しているのです。

東証のマザーズは、企業の価値である時価総額が10億円以上でなければならない形式基準がありますが、その価値が４倍の40億円以上となれば、東証一部に市場変更が可能です。未上場企業が直接、東証一部に上場するためには時価総額が250億円以上になっていなければならないことに比べると、断然、有利な条件となっています。



まさに、早く IPO を果たし、迅速に企業価値を上げ、東証一部企業となりグローバルマネーの流れの中で更なる価値向上を目指し、我が国のトップ企業となれるチャンスを用意しているのです。実際、マザーズには、IPO した後に、約50%の企業が売上を２倍以上に伸ばし、約40%の企業が経常利益を３倍に伸ばし、約70%の企業が４年未満で東証一部にステップアップしています。このように、「起業」にはスピード感が必要だという点についても、今後の「起業教育」や、逆に起業家を応援したいと考える「投資教育」のなかで、どう伝えていくべきか課題となります。

一方、このスピード感には、当然ながらリスクも伴います。成長とキャッシュフローという話になりますが、高校生までですと難しい話なのですが、大学生の「起業教育」では、ここは確りと理解してもらいたい。キャッシュフロー計算書は、2000年３月期から作成が義務付けられ開示事項になりました。「財務三表」としても定着してきた感がありますが、やはり、起業にとっては、「資金繰り」という問題が切っても切れない問題となるのです。

予てより「勘定合って銭足らず」という世界があることを起業家や投資家だけでなく、就職活動をしている学生たちにも、キャリアセンター主催の就活講座などで伝えています。つまり、売上がキチンと上がって利益も計上しているけど、お金が足りなくて倒産することもあるという仕組みを学ばせたい。ただ、なかなか模擬店展開を疑似的に一事業年度として取り組む起業体験では、損益分岐点分析までは対応できるのですが、キャッシュフロー経営までフォローアップできません。ここは、座学で補う必要もあると思います。

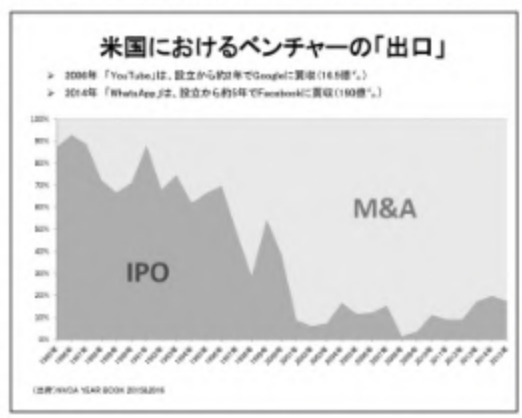
あとは、自分たちの価値が、これが何年続くとしたら、それを割り戻して「現在価値」を知るというファイナンスにつなげていければ、非常に充実したプログラムになるかと思います。現在は、まだ、事業計画書の内容やプレゼンテーションの結果で、事前に株価のバリュエーションを想定し、創業者と出資者（VC）の持ち株比率を決めたなかで起業体験を行う商業高校や大学などのケースはありますが、あくまでも、これは模擬的な株主総会を実施する際に、議決権行使の内容を教えるだけに活用しています。こうした観点からも、継続して受け継がれていく起業体験プログラムの事例があると面白

くなってくるのではないでしょうか。

5．最後に

2000年代のはじめ、何度か中国で中小企業向け市場「SME ボード」（中小企業板）や新興企業向け市場（創業板）についての研究会に出席し、ベンチャー市場運営について説明をしたことがありますが、現在、年間の売買代金については上海や深センの証券取引所に超されています。ただ、上場企業の企業価値の総和である「市場時価総額」では、ニューヨーク証券取引所やNASDAQに次いで第３位です。我が国の資本市場には、それだけの価値があり、中国に GDP は抜かれていますが、世界第２位の時価総額を持った資本市場が存在する国なのです。

最近は上場企業の業績も非常に良く、配当性向や ROE（自己資本利益率）も高くなってきました。また、上場企業の内部留保も過去最大規模になっています。世界の先進国では、リーマン・ショックから10年を経て、テーパリング（量的緩和策の段階的な縮小）に動いていますが、日本銀行は強力な金融緩和継続のための枠組みを強化しており、非常にお金がダブついています。そんななか、①創業から10年以内で、②企業価値の評価額が1,000億円以上という「ユニコーン」と呼ばれる企業であるメルカリが６月に上場しました。次のメルカリを誕生させようと、官民一体となった取り組みも進んでいます。



プレーヤー（起業家）サイドでは、先に触れた GAFA などのプラットフォーマーたちのビジネスに入りたいというアントレプレナーもいますが、FinTech の進展やビットコインなどの仮想通貨、さらには、「ICO（Initial Coin Offering）」といった、イベントに参加する権利などを表象するトークン（証票）を電子的に発行して、資金調達や仮想通貨の調達を行う若いアントレプレナーも出はじめています。

今後も、価値とは何か、起業して働くこととは何か、報酬を得るとは何かなど、これまでの既存概念を覆すような新たなスキームが登場してくると思います。そんな混沌とした社会のなかで、「起業教育」を再定義することも求められるかも知れません。そういった際に、真に付加価値を創造できる手段やその意義・意味を常に考えていかなければ、起業家人材輩出に向けたエコシステム構築につながらない時代に遭遇しているようでもあります。