

経済活性化ワーキンググループ（第2回） 議事概要

1. 日時：平成24年11月5日（月）9:58～11:59
2. 場所：中央合同庁舎第4号館12階共用第2特別会議室
3. 出席者：
 - （委員）大室康一（委員長代理）、佐久間総一郎（委員会構成員）、石黒不二代、上村敏之、大崎貞和、武井一浩、鶴光太郎
 - （政務）藤本副大臣
 - （関係団体）一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会
 - （事務局）熊谷規制・制度改革担当事務局長、中原参事官、小村参事官
4. 議題：
 - （開会）
 - （1）関係者ヒアリング（「お金」の動きの活発化）
 - ・武井委員プレゼンテーション
 - ・一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会プレゼンテーション
 - （2）意見交換
 - （閉会）
5. 議事概要：
 - 中原参事官 それでは、第2回「規制・制度改革委員会経済活性化ワーキンググループ」を開催いたします。

委員の皆様方には御多用中、御出席を賜りまして誠にありがとうございます。本日は、藤本副大臣に御出席をいただいております。また、秋池委員が所要により御欠席でございます。それでは、これからの進行を大室委員長代理にお願いしたいと存じます。どうぞよろしくお願いいたします。
 - 大室委員長代理 おはようございます。

それでは、第2回経済活性化ワーキンググループを開始します。

議題に入ります前に、今日上村委員に御参加いただいておりますので、一言御挨拶お願いできればと思います。
 - 上村委員 関西学院大学の上村でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

専門は財政学ですが、財政支出を伴わない規制・制度改革によって、障害物を取り除いて経済活性化に資するということは非常に大事だと思いますので、よろしくお願いいたします。
 - 大室委員長代理 どうもありがとうございました。

それでは、議題に入りたいと思います。今日は関係者ヒアリングということで、お金の動きの活発化に関するヒアリングを行います。まず武井委員からプレゼンテーションをし

ていただき、次に一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会にプレゼンテーションをしていただきたいと思います。

早速ですが、武井委員からプレゼンテーションをしていただきます。よろしくお願いいたします。

○武井委員 武井でございます。よろしくお願いいたします。

お手元に資料1がございます。

私からは、上場会社法制における二つのテクニカルな点を申し上げたいと思っております。その前提として、最初に「第一 総論」と書きましたが、前回の場でも少し発言をしたのですが、法制度の現場にいる実務家として、日頃感じていることをいくつか一般論的に書いていますので、そこを最初に申し上げたいと思います。どの点も皆様にとっては当たり前のことかと思っておりますけれども、改めて申し上げたいと思います。

まず1つ目は、これは当たり前ですが、今回のワーキンググループも経済活性化ですが、経済活性化のためには企業の活動でいかに適正にリスクをとってもらおうということが大事だと思います。リスクを取らないところには収益もなく活性化もしないということがございます。ただでさえ、戦後60~70年経っているわけで、いろいろな慣性の法則が働きやすい、リスクアバースないろいろな思考回路が現場でも働きやすい。そこにさらに輪をかけるように法制度や規制がリスクアバースを助長しているという状態はよくないということだと思います。法制は公法であれ私法であれ現場の経済活動をされている方に対して、リスクアバースを助長しているかどうかということを常に意識しながら検証すべき時期ではないかと思っております。

高度成長期であれば、行き過ぎないようにという形でいろいろOBゾーンを広めにして止めることはありえるのですが、今の経済状況下では、日本全体にとって求められていることはリスクアバースを助長しない法制だと。そういう観点が1つ大事なのではないかと考えています。

2つ目でございますけれども、この点は別に日本に限らない話ではありますが、何か事件とかいろいろなことがあったときに、すぐに何かやしろいう形でわっと世の中が騒いで法制ができることがあるわけです。そういったときによく陥りがちなミスと言いましょるか、後で後悔されるミスは、目的論の議論はみんなで共有ができるわけですが、どういった手段を選択するのかということの選択肢の相当性の検討が不十分なままで、一気にいろいろな圧力で法制度なり規制ができていくということが今でもあるかと思っております。

そういった中で、何か事件があったときには確かにすぐに何かやらなければいけないことはあるわけですが、そういうときに日頃からの予習というか規制の在り方の備えとか、どういった選択肢があるのかということ、いろいろなことで幅広く考えておくことも大事なわけです。また加えまして、できあがった法制や規制に関して、もし行き過ぎた部分があるのであれば、それは過去のしがらみなくどんどん柔軟に見直していくことが当然大事だと思います。

御存じのとおり、企業法制、経済法制は全てバランス論でございます。1カ所だけから極端に力かけると、必ずどこかが歪むということになります。その歪みは規制を作った段階では仕方のない歪みなのかもしれませんけれども、時間が経つと、これまたその歪みがいろいろな問題を発することにもなります。常に大規模船の舵を取るようにバランスに気を配りながら、その歪みを放置していいのだろうかということを考えないといけないなと思います。

あと、一般論ながら、選択肢の相当性を判断するとき、いきなり公法に飛ぶよりは私法の選択肢がないのかということも常に考えるべきだと思います。公法ですとどうしても例外なく全ての人に、しかもそれを守ることを強制することになります。規制の効果としてもどうしても硬直的な効果を生む選択肢になります。それに対して私法は当事者間の利害調整に任せるという部分ですので規律を設けた後もいろいろと柔軟に対処できます。公法に飛びつくべきときは確かにあるにはあるのですが、基本的に私法で何かできないのかという発想も持って、選択肢の相当性の判断をすべきではないかと感じております。これが2つ目でございます。

3つ目が、これは実際にいろいろな規制・制度改革をするときには、民間の方を含めて特定の方に一定の判断権を持ってハンドリングしていただくというような規制・制度を作ることが少なくないわけでございますけれども、先ほどの1番目のリスクアバースにつながりますが、その特定の方がリスクアバースな傾向といたしまししょうか、行動原理といたしまししょうか、そういった心理を持ちがちな方なのかどうかということも考えるべきかと思えます。

そのリスクアバースな方にそういう判断を投げますと、分からないものは全て止めてしまおうとなるか、分からないから全部通すかという形で、どちらも機能しないことになるわけですね。その特定の者がどういう動機を持ってやる話なのかということを考えるべきだと思います、経済学的な話なのかもしれませんが。例えばゲートキーパー論でも一部にもあるわけですが、その方に専門性があるだろう、プロだろうという形で、この方にやらせればいいだろうという発想に安易に飛びつく前に、その方がどういった動機で動くのかということも考えて規制は設計していかなければいけないと思っております。

判断権者の方の責任領域、守備範囲といったものも明確にすべきかと思えます。外野に内野を守れみたいな、そんな議論をしても仕方がないわけであって、人間として普通の仕事としてはできないことを強制している場合さえもときにあります。

そういった規制になることを防ぐべく、そのボールを持ってもらう方についてどういった責任領域、守備範囲なのかを明確にして、何かあったときに何でもかんでもその方を責めるといふより、例えば野球で負けて外野手が悪かったとか言ってもしょうがないわけですから、そういった誰が、どういう責任領域で、どこの守備範囲を守っているのかということも明確化して、規制・制度の設計をすべきと感じることがあります。

4つ目は、これも前回申し上げましたけれども、規制を設ける場合にできるだけその規制を設けた趣旨を dictate した法律規定を、catch all の規定でもいいのですが、入れておいた方がいいのではないかと感じております。

これは実際に現場の方、現場というのは民間に限らず、実はその規制を執行される、もしくは執行の判断をされる当局の方もそうなのですけれども、そういった dictate したものがないと、文言だけで先に走ってしまって、文言にこう書いてないのだからしょうがないよねと言われることも結構ございます。もちろん、規制なんて5年も経てば世の中は変わっているわけですから、規制が時代遅れになるわけですが、それは立法論で何でもかんでもやってくれとなっても、なかなかそれはタイムリーにできないこともありますので、現場で規制を作るのであっても、その後5年、10年とその規制がある程度時間に耐えていくためには、そういった catch all 的な規定を入れて、最後の最後に現場同士で話し合っ、少なくとも当局の方を含めて、これでもう OK だと言えるボールを持ってもらうということも大事だと思います。

私の経験上も、catch all がないパターンで結構もめることがありまして、趣旨は分かるのだけれども、それはもう立法論でやってくれとか、言っていることはよく分かるが、文言がついてきていないとか、そういうこともよくあるわけですが、それは文言の書き方が悪かった、その当時の想定が違ったわけでございまして、人間は当然制度、規制を作るに当たって神様ではないわけですから、将来を全部見渡すこともできませんし、現在起きていることの全部を見渡すことも不可能なわけでございますから、そういった中で柔軟性のある部分を必ず規制・制度を作るときには入れておくといったことが大事なかなと思います。どのみち規制を設計する時点での人間が作るわけですから、将来とか全部を見渡せるはずがないという前提で、柔軟な箇所を設けておく形で規制・制度を作った方がいいと感じております。規制の穴になることなく、実質解釈で、趣旨で行けると言う意味で柔軟性も持たせておくわけです。これが4番目です。

5番目ですけれども、これは正に今の経済活性化の現代的課題かと思いますが、今、日本企業が競争しているのは海外の場が結構多いわけですが、海外の場には正にオリンピックのように他の国から企業が皆様来ているわけです。そういった企業の方はある意味その国のいろいろな特性があるとはいえ、例えば新興国であればあまり厳しい規制を持つことなく海外に来ているわけです。これに対して日本の場合は、全てが全てではないのですが、中には日本の重たい規制を背負って海外に出ていっているパターンもございます。例えて言うならば、日本の人だけ重たい精密機械をバックパックに抱えて海外で動かなければいけない。片や他の国の企業の方たちは極めて軽いリュックでぼんぼん飛び回っているということもあります。日本の国内のことも当然重要なのですが、海外で活動するときはどういった影響を与えるのか。その日本国内の規制が海外での競争で与えている影響についても考えて、規制の在り方を不断に見直していかなければならないと思います。

日本独自の規制の中には今のグローバルな経済環境下で単に日本の国力を下げているだけ、要は日本企業だけでできない。他の国の企業では普通にできている。そういった規制を受けていない海外の企業はどんどんできるわけですけども、日本企業だけができていないという規制もあります。そういったものは正に何を一体守っているのだろうかということ、今一度ガラガラポンして考えるべき時期かなだと思えます。

規制の話はいろいろなミクロのレベルの話になりがちなのですが、ミクロの話だけで終わらせるのではなく、経済活性化の中でのマクロとのチューニングを常に図った上で、ミクロの規制を考えるべき必要性が大変高いなと感じております。これが5番目です。

6番目でございますけれども、社会的付加価値を生む行為のとき、よく規制緩和とか税制とかでもあるのですが、そういった行為を行いたいということをあまり聞いたことがない、だからそういった規制緩和はやりませんと言われることがあります。私が多少関与した法律改正の中に株対価 M&A の解禁という法改正があったのですが、その税制措置について、今、真摯に議論されている最中と理解はしておりますが、二年近く経ってもまだ何も手当てされていない。その中の議論で、みんなまだそういうことはやっていないではないと言われることがあります。しかし、そうした行為を行いたいという声は多くないという話ですと、みんながやり始めて初めてそういった制度を入れるのかということ、経済活性化という今求められている政策目的からするとそれは全く逆です。正にこの厳しい経済環境下・競争関係の中で、人よりも先んじていろいろなことをやっていかなければいけないのに対して、みんながやらないとやらない。これは正にビジネスモデルの良し悪し自体を官が判断していることにもなってしまいかねませんし、先ほどの3でも書いたとおり、リスクをとらない方が、その経済活動をやるかやらないか決めるということもおかしい話なわけでございます。ですので、こういったあまり声を聞かないからやめておこうという議論自体をやめていただきたいと思うことがあるわけです。

そういった観点で、前回の御説明の中でいろいろな各論がありましたけれども、多分いろいろな横串を刺せる論点があるのかなと感じております。そういった点はいくつか現場にいる者として申し上げたというのが1ページ目でございます。

各論に入ります。1つ目は「流通市場における上場会社の損害賠償責任について」でございます。これは私に限らず、学者の方を含めいろいろな方が改正の必要性を指摘されている論点です。

現行の規律がどうなっているかと言いますと、上場会社の有価証券報告書とか、これは流通市場という言い方をするのですが、流通市場に対して上場会社が出した書類に重要なについて虚偽記載があった場合、上場会社と役員が損害賠償責任を負うわけです。これは金商法 21 条の 2 という規定ですが、テクニカルな話で申し訳ございませんけれども、この規定に関しまして以下のような見直しを行うべきではないかと思っております。私に限らず、そういった意見があるということでございます。

1つ目が現行法は無過失責任。要は、会社は重要な事項について虚偽記載があると自動的に流通市場の投資家の方にお金を払い戻さなければいけない。より厳密に言いますと、この金商法 21 条の 2 の規定の適用を受けるのは虚偽記載の事実が公表された日前 1 年以内に株を取得した者だけなのですけれども、そういった方に対して無過失責任でお金を払い戻さなければいけないという法制になっております。この点について、会社側に無過失の立証責任を転換した上で、過失責任化すべきではないかと思っています。これが 1 点目です。

2 点目が、会社役員の方の責任についてです。会社役員の方の責任に関しても、現行法は損害賠償額について重要な虚偽記載と相当因果関係がある損害について責任を負うとなっているわけですが、この点を当該各役員が行うべき虚偽記載を防ぐための作為義務の懈怠と相当因果関係がある損害について責任を負う。これは一見、何が違うのだと思われるかもしれませんが、個人に法的責任を問う法律としての合理性という観点から大きな違いです。役員ごとの作為義務に照らして、そこの因果関係がある損害についての賠償責任にすべきではないかということでございます。この 2 点について見直しをすべきではないかと思っております。

今回の場では上場の活性化を巡るいろいろな環境整備というのもあると思えますし、会社役員、社外役員の方を含めて人材の話もあるかと思えます。そういった点に絡む話でございます。上場会社ではよく株主代表訴訟リスクという言葉が意識されていますが、私の評価では、現行法の中で上場会社にとって最も過酷な責任は金融商品取引法 21 条の 2 だと思っております。早急に上記の見直しを行うべきではないかと思っております。

理由でございますけれども、まず現行法の 21 条の 2 は平成 16 年証取法改正で置かれました。これは西武鉄道の事件があった時期でございます、この事件を受けて平成 16 年改正で導入されたものでございます。

しかし平成 16 年後のいろいろな改正、例えば財務報告内部統制、いわゆる J-SOX と呼ばれる制度ですが、それを導入したり、課徴金制度を導入したり、監査法人の責任を厳格化したり、いろいろなことが行われました。流通市場における虚偽記載の防止という施策がいろいろなされたわけですが、トップバッターで行った平成 16 年改正について、その後の見直しを踏まえると修正をすべきではないか。平成 16 年改正後の諸改正と調整すべきではないかと。平成 16 年改正当時では合理性があったのだとしても、その後の改正も踏まえて見直すべき点があるのではないかということでございます。

金融商品取引法 21 条の 2 はどういう効果を生んでいる法制かと言いますと、有価証券報告書の虚偽記載の場合に、上場会社に損害賠償責任があるということは、要は、提訴をしない株主と債権者が提訴した株主に対してお金を払い戻しているわけです。そういう構図なわけでございます。そのような構造であることは平成 16 年改正以前からずっと否定的に考えられており、会社が流通市場の投資家に損害賠償責任を負う場合については慎重に取り扱うべきだということがございました。粉飾決算については昭和の時代からずっとある

わけですけれども、この点は常に議論になりながらも、今のような構造上の問題から慎重に考えようということになっていたわけでございます。

それが平成 16 年改正で、少なくとも損害賠償責任を創設しようとして大きく舵を切ったわけです。これはこれで大きなジャンプアップだったわけですけれども、ただ、無過失責任だという点に関しては本当にそれでいいのだろうか。過失責任なのか無過失責任なのかに関しては十分議論が尽くされないまま無過失責任になったという感がございまして、この無過失責任だという点はさすがにやり過ぎなのではないか、バランスを失しているのではないかという議論が出てきている次第なのです。

資料の 2 ページの 3 でございますが、無過失責任に関してはいろいろな問題点があるのですけれども、1 つ分かりやすい問題点としては、平成 16 年改正後の平成 18 年改正でいわゆる J-SOX、財務報告内部統制制度ができたわけですが、現行法の 16 年改正を維持したままでは、せっかくまじめに J-SOX を費用をかけやっても、無過失責任のままですと会社側の過失を問わないわけですから、どんなに J-SOX を入れていても、とにかく虚偽記載が発生したら結果論で自動的に投資家に会社はお金を払い戻さなければいけないわけです。もっと言いますと、提訴しない株主と債権者のお金が必ず提訴する株主に払い戻さなければならない。要は J-SOX に取り組んでいてもいなくても私法上の損害賠償責任に何ら撥ねない構造になってしまっているわけです。

ですから 18 年改正で J-SOX をどのくらいやったのか、J-SOX でもし過失があったらそれは責任をとるべきなのですけれども、J-SOX をちゃんとやっていた場合には、その点は過失かどうかの判断のスクリーニングは経るべきではないか。現行法ですと無過失ですからこういった点は全く構成要件の中に入っていないわけです。せめてその点については J-SOX の状況を勘案すべきではないかということでございます。

平成 16 年改正当時は J-SOX はなかったわけですから無過失責任もあり得ました。私の理解では無過失責任にした一つの理由は、法人に過失を問うとなると、法人内の個人の行為の特定が求められ、ポテンヒット型で法人全体で過失が生じる場合に結局どの個人の行為かが特定されないことで過失無しと判定されることを避けたいという価値判断があったと思っております。法人の過失といったときに誰が何をしたのかということが、特に損害賠償責任を問う側に立証責任を問うと、法人の中身は原告側には分からないわけで、大体こういった法人側の問題行為というのは不作為によって起きるのです。ポテンヒット型というか、誰も動かなかったから起きるといえることが多いわけです。その点で平成 16 年改正当時の判断として無過失責任をとったこと自体は一つの選択肢だったのだと思います。

しかし J-SOX もできて財務報告の形成に至る過程自体について会社が報告し監査を受ける制度が入ったわけですし、また無過失の立証責任を会社側に課せばポテンヒットの問題も避けられるわけですから、J-SOX が存在している現行法に照らすとその点をちゃんと受けて見直しをすべきではないかということでございます。

J-SOX との関係さをさらに述べますと、この論点の根幹は上場企業の財務報告の信頼性を保つことにあります。とするとむしろ J-SOX に対して真摯に継続的に取り組んでいることで損害賠償責任に差が出るという法制の方が合理性があるのではないかと考えられるわけではあります。

現に他の主要国で無過失責任としている国はないのです。アメリカも少なくとも今の日本のような重要な虚偽記載があることで何のスクリーニングもなく即損害賠償責任成立となることはないのです。イギリスに関してはもっと上場会社の責任は緩く、上場会社側に重過失までないと会社は何ら損害賠償責任を負わないとさえなっています。イギリスの重過失がないと責任を負わないという法制に比較すると、日本の無過失責任はバランスが悪いということだと思います。ですから、この点は粉飾決算の防止は大変重要なテーマですけれども、無過失はさすがにおかしいのではないかと感じている意見が学会を含めて出ているということがございます。

J-SOX ができているという点は立法では前向きに評価して、平成 16 年改正を見直すべきではないかと感じているということがございます。ただし、見直したとしても、会社側に無過失であることの立証責任の転換ということでバランスが良いのではないかと考えております。

3 ページですが、これは仮に今回見直したとしても、いくつか社会を騒がせた経営トップの方が主導的に行ったようなパターンに関しては、今述べたような見直しをしたとしても、依然として損害賠償責任が問われるという結論に変わりがないわけです。ですから、世間の方で特に重大事件となる経営トップ主導による粉飾決算に関しては、何ら投資家保護が後退するわけではない。トップ主導の粉飾では会社側の無過失の立証はほぼ不可能ですので、経営トップの方が主導した粉飾決算の摘発及び責任追及という観点から何ら後退するところがない法改正だということです。

以上が会社の責任でございます。

更に役員側の責任についてですが、役員に関しては役員が粉飾決算を相当な注意をもって知らなかったということが言えないと、役員も会社と連帯責任を負うわけでございます。その連帯責任が金商法の規定ですと先ほどの会社が無過失のまま、かつ、損害額の推定規定もありますので、ものすごい巨額の損害補償責任を問われる可能性があるわけです。時価総額の何パーセントになりますから、平気で何十億円、何百億円といったことが自動的に法律からはじき出されるという、個人では到底払えない額となる極めて過酷な法制になっているわけでございます。

その観点で役員に関しましては、少なくとも個人の責任を問うのであれば、その方が何をすべきであったというものがまずあって、その方がすべきであったことをやらなかった。そのやらなかったことからの相当因果関係による損害を問うというのが個人に対する責任法制の基本だと思っています。その点が現行法のままですと、損害賠償額が虚偽記載との因果関係となりまして、各人の行為、何をすべきだったという点が全く個別に見

られないという問題があります。これはさすがに損害賠償法としていろいろな問題があるかと思しますので、少なくともこの点は会社法の規律にあわせて役員ごとの作為義務をちゃんと見て、どういった行為をその役員の方がしなかったから、それに関していくらの責任があるということの因果関係に関しても、きちんと役員ごとに個別に見るというふうにするべきだと思います。

今のままですとどんな方であっても、主導した方であれ、社外役員の方であれ、関与の度合いは問わず、巨額の何百億という責任が連帯になり得ます。この現行法制の内実を知ると、上場会社の社外役員のなり手を見つけるのはかなり厳しくなるといっても良いと思います。良い社外役員のなり手を無くすという法制ですから、逆に意味がないのだと思います。ですので、この点に関しましてもこの個別の役員のところについても因果関係の見直しという点もパッケージで行うべきだと思います。ですので、この点に関しましても見直しをということでございます。

最後、6に書いていますけれども、これはあくまで流通市場の話でございまして、発行市場における責任、要は投資家をだましてお金を調達しているようなパターンと言える場合につきまして、現行法の18条のまま無過失責任のままでもいいし、金商法18条の規定ですけれども、こちらの方は現行のままでもいいと思います。流通市場だけ直せば良いと思っています。

もっと言いますと、18条のいろいろな規律をそのまま21条の2で使い過ぎているという点で、いろいろな不合理な点があるのではないかと感じています。21条の2に関しましては、私が今申し上げたような意見が学会を含めて出ておりますので、見直しをすべきではないかと感じるということです。テクニカルな話ですけれども、企業側の上場の環境という観点から1つ、責任法制という観点から重要かと思しますので、述べさせていただきます。

最後、各論の二つ目でございますけれども、三に課徴金におけるDue Processということが書いてございます。こちらは軽めにと考えております。課徴金というのは行政制裁でございまして、刑事制裁ではないわけでございますけれども、行政制裁の重みは社会的に日に日に増しております、いろいろな社会における秩序付けという観点から大変大事な点があると思います。

そういう中で課徴金というのは独占禁止法もあれば金融商品取引法もあるわけでございますけれども、そういったものの中で制裁的な効果を求めるという社会の声もあり、もっと引き上げをすべきではないかというのが常にいろいろ出てくるわけでございます。そういった中で、もし課徴金に対する制裁的な効果をさらに強めるということであれば、当然パッケージとして、表裏の関係としてDue Process、要は適正手続の保障の議論も避けて通れないのだと思っています。刑事で普通に考えられている、その人に制裁を科すのであれば、きちんとしたDue Processを経てサンクションを科すという点に関しましてもきち

んと整備していく。この点も喫緊の課題として急いでいかないと、課徴金の制裁的効果を含めてなかなか前に進んでいかないのではないかと考えているところでございます。

ちなみに、私の個人的経験ながら、金商法の課徴金含めて現在何か運用面で特定の問題があると認識しているわけではありません。当局の方は極めて適正かつ厳正に行っていると思っております。それは彼らの適正手続に対する意識の高さから来ているものでございますけれども、法律上 Due Process の適正な保障は明文上はないわけでございます。他の欧米諸国にあるレベルの、少なくとも行政制裁の Due Process といったものは正面から整備していくべきではないかと思っております。具体例は平成 19 年の日本経済団体連合会の「課徴金の Due Process に関する指摘」でも明確に述べられているところです。例示すると、弁護士立会権、弁護士顧客秘匿特権、提出命令拒否権の確保といった Attorney-client privilege です。あとは黙秘権、事故負罪拒否特権の創設、課徴金減免制度における事業者・従業員間の利益相反の調整などです。

ただ、この点は今どうなっているかといいますと、独占禁止法の平成 21 年改正法案というものが、誰のせいというわけでもなく 6～7 回国会で議論されては継続審議になっているわけでございます。そういった何年も国会でスタックしている状態をどのようにするか。少なくとも欧米の方も行政制裁についてはいろいろな利用価値を感じて使っているわけですが、当然その表裏の中で Due Process といったものが欧米並みのものがないという点は、今の独占禁止法改正のスタックにどこまで待って行うのかという点に関して、今後考えていかなければいけないのかなと感じている次第です。その辺は佐久間委員の方がもしかしらお詳しいのかもしれませんが、こういった論点があるということでございます。

長々と申し上げましたが、一国民の声としての意見を申し上げました。どうもありがとうございました。

○大室委員長代理 どうもありがとうございました。

それでは、ただいまのプレゼンに対するそれぞれの皆様からの御意見をいただきたいと思っております。大崎委員、どうぞ。

○大崎委員 ありがとうございます。

武井委員から非常に詳細な御説明をいただきました。ありがとうございました。

私は武井委員の総論部分については全く賛成でございます、本当にそのとおりだと思います。ただ、若干皮肉な言い方に聞こえてしまったら申し訳ないのですが、武井委員の総論を踏まえれば踏まえるほど、若干各論にはややそのまま諸手を挙げて賛成とは言えない点がございまして、その点について私の意見を申し上げたいと思っております。

まず 2 点、御主張があったわけですが、上場会社の損害賠償責任についての見直しという話ですけれども、この問題は確かに学界でいろいろ指摘があるということは、私も金融商品取引法の研究調査をやっている者として十分認識をしておりますし、比較法的にどうかいろいろな観点があるというのもよく承知しております。

ただ、これは武井委員のお話にもあったところですが、法律のエンフォースメント、執行を確保していく上で公的な執行、要するに公法的なやり方と私法的な民事訴訟などを通じた執行をするやり方と、どちらが重きを置かれるべきかという、いろいろなバランス感覚があると思うのですが、私は日本の場合は若干公的な方に偏り過ぎているのではないか。つまり、当局が取り締まるという方にです。もう少し民事的な解決、私法的な解決を増やしていかなければいけないのではないかという問題意識をずっと持っています。

それで言うと、金融商品取引法の虚偽記載という問題について、どちらが活発に行われているかという、これは明らかに当局による摘発を通じた公的な執行の方なのです。西武鉄道の事件とか御紹介がありました、それ以前の状態を言えば例の山一証券の虚偽記載ですら、因果関係なしということで賠償が認められなかったというのが日本の司法の状況だったわけで、この21条の2の詳しい中身はともかくとして、これは1つそういう状態に風穴をあけると申しますか、より私法的な解決を容易にしていく方向での改革として、少なくとも投資家、市場参加者の多くから結構ポジティブに受け止められておったのではないかと思うのです。

その意味で、確かに厳密に議論したときにこれが本当に投資家保護の後退になるのかという点は武井委員のおっしゃるとおりで、私もこれを変えたら投資家が訴訟しにくくなるということまでは短絡しないのですが、ただ、今これがあるから経済が活性化しない、これを変えれば経済活性化につながるのだという、逆に投資家からすると経済活性化に名を借りて、自分たちの権利を奪おうとしているのかというふうに受け止められやしないかと懸念するところです。

これは例のクラスアクションというものがないから、日本は投資家の権利が守られないのだという主張が一部にあって、これには私はあまり同意できないのですが、アメリカでもクラスアクションが流行り過ぎてひどいことになったというのを知っていますので同意できないのですけれども、そういった主張に逆に勢いをつけてしまいはしないかなと心配しております。

それから、J-SOX との関連で言うと、確かに J-SOX がこの改正の後で入ったのですが、大変残念なことに J-SOX 導入後も内部統制はきちんとしていてと開示していた会社が、その後で虚偽記載がありましたと言って、実は内部統制もしっかりしていませんでしたというふうな後で訂正報告するという例が後を絶たないと言ってしまう言い過ぎですけれども、年に少なくとも数件から10件ぐらいあるのです。これは非常に残念なことで、J-SOX が実は形式的にしか機能していないのではないか。要するにきちんとしていないのではないかという強い疑いを抱かせる現象で、そうすると J-SOX をきちんとしている人まで賠償させるのはおかしいという議論がどこまで納得性をその状況のもとで持てるのか。そういった疑問を持っております。ただ、私は武井委員の御指摘に全部反対とか、そんなことやるべきではないと言っているのではなくて、そういった問題を経済活性化のために情報開示制度はどうあるべきかという観点から、議論すべきだという問題提起はこの場でやっていく

べきではないか。ただ、この無過失責任を過失責任にしましうと決め打ちしてしまうと、逆に何か変な意図があるのではないかという勘繰りを招きかねないなと懸念いたします。

長くなって申し訳ないのですが、課徴金の Due Process について、これも武井委員のおっしゃることに私は基本的に全く賛成でございます。

ただ、これも経済活性化との絡みでどううまく入れていくのかというのが悩みどころで、もう一つは、是非その Due Process の整備とあわせて、課徴金を付加するときの情報開示と言うのでしょうか、例えば今、証券取引等監視委員会の発表文を読んでも、インサイダー取引が最近相次ぎましたけれども、例えば証券会社社員から職務上、内部情報を得て取引をしたとか書いてあって、具体的に何をどうやったのかというのは分からないのです。これは別にだからけしからんとか言っているのではなくて、後々のコンプライアンス上、非常に支障がありまして、つまり証券会社あるいは上場会社の人からすれば、問題事案が出てきたら、それに学んで自分たちはよりよくしていこうと思うはずなのに、何が起きたのだから分からない。どういう人が罰せられるのか分からないということで、是非そこは Due Process の整備と併せて証券取引等監視委員会が何を問題と考えた、どういう事実認識をしたのかということ、是非詳細に明らかにするというふうになっていって欲しいなと思った次第です。

○大室委員長代理 ありがとうございます。

では、武井委員から。

○武井委員 おっしゃるとおりだと思います。大崎委員がおっしゃっていること、全て私も異論なく伺っておりました。

最初の流通市場につきましてはおっしゃるとおりで、平成 16 年改正は極めて大きな改正でございまして、何回もこういった会社による投資家への払い戻しは入れないとやっていたところを入れたわけですので、大崎委員のおっしゃるとおり、民事的執行をもっと使わないといけない、アンダー・エンフォースメントになるという議論がずっとあって導入されたものでございます。ですので、この 21 条の 2 の規定自体を無くす必要はないと思っております。

ただ、改正後の諸状況まで踏まえたバランス論の中で、そういう意味で全体の中で少しバランスを変えるかしれませんが、その意義は大きいと思っています。過失のところが全く司法審査がないということ自体が、各事案における解決の適正さを奪うといいましょうか、カードがなさ過ぎるといいましょうか、各事案における適正解決を図るためのカードが少ないという問題をひきおこしているのだと思います。少なくとも立証責任を会社側に転換し、先ほどおっしゃった J-SOX に問題があったのであれば、その会社は無過失の立証に失敗するという事だと思っております。

そういった観点で、解釈論の中できちんと個別事案に即した解決をする柔軟性を持たせるためにも、この過失というカードがないという点が民事的執行、司法的な解決の中でも

硬直性を生んでいると私は思っております。ですから、過失のカードを入れることは硬直性を柔らかくする大きな工夫かと思っております。

あと、大崎委員がおっしゃった活性化の仕組みがどうなるかというのは、いろいろな議論がありますので、上場会社側からしますと、特に役員の方、雇用されている方含めて、自分として本当にこれを防ぎようがあるというか、どこまで人間としてできるのかということに絡んでくる話になってきます。今はまだ判決になって公表された事例が少ない状況ですが、訴訟はいろいろ起きておりますので、判決が出て犠牲になる人が出ないと変わらないというのは、そこまで待たないといけないというのはどうなのかと思います。こういう問題点が論理的にある以上は、これは今すぐ何らかの手当てすべき事項であると認識しておくべきかと思っております。

Due Process もおっしゃるとおりでございまして、情報開示もあると思いますし、これは極めて深い話になってしまうのですが、今、課徴金が裁量なしという形でやっている部分にももしかしたらつながるかもしれません。裁量とまで言えるのかどうか深い議論がありますけれども、少なくとも現場でも一部やられている Due Process をきちんと明文化して、きちんと執行されていることを対外的に示していただくことも、規制が本来果たそうとしている目的に照らしてもプラスの効果があると思っております。

○大室委員長代理 石黒委員、どうぞ。

○石黒委員 私は法律の細かいところまではよく分からないのですが、武井委員がプレゼンされました内容には賛同するところです。現在の企業をとりまく環境は公法がちがちに決められている気がします。先日、新聞にも書いたのですが、アメリカ企業はナイキのシューズで走っているのに、私は下駄を履いて走れと言われているようだというような感じがして、いわゆる立法を若干緩くしていただいて、司法の方で個別解決をするという形に持って行っていただく方がよく、今の法律の下ですと、日本では本当に競争原理が働いていないと企業経営者として思っております。

例えばアメリカルース大使ですが、もともとウィルソン・ソンシーニというシリコンバレーで一番大きなベンチャー向けの法律事務所の CEO だったわけですが、その法律事務所は、シリコンバレーの原動力となったストックオプションの原理を標準化した法律事務所として有名です。彼とパネルディスカッションをしたことがあり、ストックオプションを作ってくれてありがとうございましたと言ったら、うちは作ってないよ、と言われた。それはそうですね。弁護士事務所ですから立法機関ではないとルース大使はおっしゃったわけですが、実際には、判例をもとに優先株と普通株との価格差が 1 対 10 ぐらいは違法ではないということを司法側が決めていくという作業をしていたわけです。この前お話ししましたアマゾンの例でも、法律では十何年間ほったらかしにしておいて、今やっと動き出すとか、Google が eBook みたいなものを出したときも、法律では全く規制せず、訴訟はばんばん起こっているわけですが、この場合も、法律では決めず、司法側で解決していくというようなところが日本とアメリカで大分違うなという気がしております。企業

経営をしているともちろん弁護士費用はかかるわけですが、法律で完全にシャットアウトという方がやはり困るなど思っております。

今のお話で、それは総論の方なのですけれども、一方、お話の中で大企業とベンチャー企業を何となく全体的に十把一絡げみたいな形で議論が進むことも気になっており、ベンチャーの話に戻すために、J-SOX の話をします。私どもは 2008 年に上場をしましたが、これは、J-SOX 導入のちょっと前だったのです。恐らくあの法律が上場前にできたら 100% 上場はできていなかったと思います。しかしながら、私どもが J-SOX をやっていないかというところ、今きちんとやっております。J-SOX は、導入時に多大なコストがかかり、一旦入れてしまうと、コスト負担はそれほどでもないため、上場時に導入コストがかかることが上場の足かせになると思います。全体的に言えるのは上場コストがベンチャー企業にとっては高過ぎるような法律になっているということなのです。J-SOX も含めてです。議論ときちんとかみ合っていないかもしれないのですけれども、私は全体的には武井委員のおっしゃった各論というものを、ベンチャー企業側からすると支持をしたいと考えております。

○大室委員長代理 ありがとうございます。

大崎委員、どうぞ。

○大崎委員 話が全くそれてしまうかもしれないのですけれども、今、石黒委員のおっしゃったことに触発されて 1 つ申し上げたいなと思ったのですが、私も石黒委員がおっしゃるとおり、あまり法規制でがんじがらめにせずに自由にやって、問題が起きていると言われたら私法的に解決するというやり方がいいと思っているのですが、その 1 つ障害になっているものが、意外と企業の方の方から予測可能性を上げるために、事前の規制をきっちりして欲しいという要望が、こと各論になるとたくさん出てきてしまうという現実もあるということです。

これには私いつも非常に困惑しております、もっとばくつとした、例えばこういう不正はやってはいけないみたいなものでどうですかみたいな議論になると、それだと実際にやっていいこととやって悪いことがよく分からないみたいな話になって、どんどん細かく決めていくと当然やってもいいはずのことができなくなってしまったというオチになるというのが多いのです。これをどうしたらいいかというのも是非、この場ですぐに分かるものではないのですけれども、観点として入れたいなと思いました。

○石黒委員 そういう意見が出てくる背景というのはよく分かるのですが、各論を決めて欲しいというのは明らかに経営者としての責任逃れだと私は思います。

アメリカでは、日本の経営者の視点から考えるととんでもないことが起こっている。例えば Google が本を全部コピーして、著作権があるにもかかわらず、ではそれを電子化しましょう、と言う。Google は、法律は知っているが、それは、最終消費者のためになるから、それも大きな意味での法律なので、責任はとりましょうというふうには決断します。これが経済を活性化するし、これがデジタルな社会を進めていくという、企業のトップの責任というか意志だと思うのです。ですから、私はいつも経営をしていて、法律を遵守するため

に、財務のこともたくさんやっているし、人事のこともやっているのですけれども、本当は、もっと戦略のことをやらせて欲しいと思っています。

ということを考えて、やはり法律はなるべく許容範囲を広くしておいて、経営者が進むなら進むという結論をした後に、いろいろな解決をしていくという方に振れた方がいい。現状の日本の制度は、あまりに極端な例であると考えます。

○大室委員長代理 では、鶴委員、どうぞ。

○鶴委員 武井委員、どうもありがとうございます。総論、各論とも非常に説得的な議論として聞かせていただきました。

今、大崎委員の提起された問題も含めて、私なりのアプローチでお話したいのですけれども、先ほど私法的規律か何かできないかとか、現場の判断者がいろいろ議論できる余地を残すという話ができました。私は比較制度分析というアプローチでいろいろ制度を分析しているのですが、制度というのはそもそも民の最適な、合理的な戦略の結果としてできてくる安定的な1つの行動パターンとか秩序といったものとして考えています。だから最初に法律ありきではないのです。民が素朴に、自分たちがよかれと思ってやっていることが、だんだんそれが非常にきっちりしたものになってくると、政府は法律で行動をさらにしっかり固めるようにします。

民の中でこれでいいよね、規則正しくやっているよねと言っても、実は違う行動をする人が必ず出てくるのです。だからそういう人たちが出ないように、そういうことをやったら罰則を設けますよとか、駄目ですよということで法律を作るとというのが多分自然な流れということだと思うのです。大崎委員の予測可能性というお話も、やはり中にはそういう変な人たちがいるから何とかしてよという話として、受け取っております。

ですから、これまで何回も出ているように、法律はどうしても杓子定規になるので、民でうまく仕組みが作れるのであったら、その方がベターであるというのは間違いのない議論だと思います。

私は総論の中で1つのリスクアバースが出ましたが、これは経済活性化の話と非常につながっている話だと思うのです。それでリスクアバースが駄目なのかということになると、実はリーマンショックの世界的な大不況、金融危機のときに非常に言われたのは、アメリカでは逆に金融機関で働いているそのディーラーも含めて、むしろ過剰なリスクテイキングが行われるような彼らのインセンティブシステム、報酬システムが問題であるということが非常に指摘されたわけです。

日本の場合リスクアバースということがあるのであれば、根底的にそれは非常に日本的な特徴なのか、こういうこともしばしば言われます。ただ、私が非常に重要だと思うのは、いわゆる雇用システムから見ると日本の人事評価というのが減点システムであるということは、例えばアメリカと比べると割とはっきり出ています。日本でもベンチャー企業などでは結構加点システムで評価するというのももちろんあるのですが、どうしてもそうなりがちです。役人の場合もそうです。そうすると、どうしてもこういう傾向が出てくる。

この問題は、やはりどういうふうにも人を組織の中で評価するのかという問題と非常に根本的にかかわっているということについて、少し認識をしておく必要があるのかなという感じがします。

6番目の話も、私は総論の中で重要だなと思います。関係者、当事者たちが分からないようなボトルネックというのは必ずあるのです。それをうまく外すと非常に経済活性化していく。そういうところも単に当事者たちの要望だけを聞いているのではなくて、いろいろ周りからどこかに経済活性化を阻害しているものは何かないかというのを、潜在的に阻害しているものを見つけていくという努力も非常に重要なのかなと思います。

各論についても私はお話を聞いていて、非常に説得力のあるなるほどと聞いていたのですが、この2つの話に共通しているのは、手続を重視しようという1つの考え方があるのだと思います。例えば企業の中でいろいろなことが起こっているということ、外からそれが正しいのか間違っているのか何なのか、いろいろグレーな問題があるわけです。そうしたときに、いろいろな手続を踏んでいる、いろいろな問題のプロセス、それは官と民の間でもそうですけれども、きちんとそのプロセスが踏まれるということについて、もっと日本の場合には着目しなければいけないのではないですかというのは、多分この分野だけではなくて、実は労働の分野もそういう問題がいろいろあります。1つの考え方、潮流ということで、手続重視という視点から私は今のお話を聞いておりました。

もっと個別でお伺いしたいのですけれども、無過失責任というのは重過ぎるという点です。ただ、金融商品取引法を決めたときに海外のことも多分検討されて、他にはなかなか例がないのにここに行ってしまった。それはポテンヒットみたいなケースもあるので、そういうことをやりましょうという流れ、趣旨は分かるのですが、何かそのときに最初に武井委員がお話になった、要はいろいろ議論が盛り上がると何か問題はあったとしても、ここで行くというように非常に極端な議論の中でこれが決ってしまったのか、金融商品取引法の決め方、プロセスなどに問題がなかったのかどうなのか、これは当事者の方でしか分からないのですけれども、差し支えない範囲で教えていただければと思います。

○武井委員 最後の点につきましては、私の理解では無過失にすべきなのか、今回の見直し案のような立証責任の転換された過失責任にするのかに関しては、当時は公表された詰めた議論があったわけではないと理解しています。

○大室委員長代理 では、上村委員、どうぞ。

○上村委員 武井委員の御報告ですけれども、全体的には非常にクリアにまとめられていて、賛成いたします。

いくつか感想を述べさせていただきたいのですが、国際的な比較をしながらイコールフットディングを図っていくことが極めて大事かなと思いました。

2つ目ですけれども、規制がかかっているということは、先ほど石黒委員の方から非常に上場のコストが高いということを言われましたが、何らかの現状犠牲を払っているということで、それを緩和するとその犠牲が低くなっていくということになりますけれども、

一方で、また別の犠牲が出てくるということが、大崎委員が言われていることだと思います。

ただ、全体的な犠牲が低くなっていくことと、経済活性化によってベネフィットが上がってくるということをどのように捉えて、政策的な判断をするのかというところがここで問われているのではないかと思います。

武井委員が言われた改革案によって、どれだけの経済活性化を見込めるのかというところが1つのポイントかなということで、聞いているとリスクテイクする人間を増やそうというところにポイントが置かれていると思います。

もう一つ、今日の議題はお金の動きの活性化ということなので、人間はリスクテイクするけれども、そこにお金がついてくるかというところが1つ大きな論点かなと思いました。そこは今後議論すべきところかなと思いました。

○大室委員長代理 ありがとうございます。

佐久間委員、どうぞ。

○佐久間委員 ありがとうございます。

武井委員のお話、もっともなお話だったと思います。もう一つ言うと、大きい問題が生じて社会に非常に悪影響を及ぼすような流通市場の問題にしても、発行市場の問題にしても、そういう場合というのは多分過失とか軽過失とかそういう問題ではなくて、ほとんど故意というか組織ぐるみというか、そういうケースだと思いますので、この点が過失、無過失によって保護が図れるか図られないかということへの影響はほとんどないと思います。ですから、結論としては武井委員の言われていることがもっともだと思います。

これは国際競争力、このグローバル化進展の中で、先ほど武井委員がおっしゃったように身軽に動いている人たちとそうでない人たちという点で、明らかにこれはレベル・プレイング・フィールドができていない分野の1つだと思いますし、そういう点ではこれは当然無過失ということは、ある意味ではやってもやらなくても結果は同じというのは、社会として考え方としてやはりおかしいのではないかということからしても、これは過失責任で、逆にそれによって、繰り返しになりますけれども、投資家の保護が損なわれるようなケースももちろん非常にニッチなところであるのかもしれませんが、世の中で言っているようなケースというのはそんな問題ではないと思います。

もう一つは、やはり規制というのは当然少なければ少ないほうがいい。ただ、当然弊害がありますから、具体的に何か問題が起きたときは、それは厳罰をもって処すということが原則だと思います。

そういう面で見ると、日本の法制というのは比較的何か起きると制度の方に走って、実際に厳罰を科すという方向になかなかならない場合もあるので、そのバランスというのはこれから考えなければいけない。つまり、規制・制度というのはなるべく少なくする方向。ただ、実際に問題が起きたときに社会に大変大きい影響を与えれば、それは重い処罰が待っている。こういう仕組みにしていかなければいけないと思います。それが委縮だと

ということになるかと言えば、それは明らかにそういうケースというのは故意でやっているということなので、委縮とかそういう問題以前の問題だと思いますから、普通のまともな人がちょっと過失で失敗しましたというときに厳罰があるというのは、これは当然あってはならないことだと思いますけれども、そういう点で正に今、武井委員のおっしゃった総論のところも非常になるほどと思うところが多かったということです。

以上です。

○大室委員長代理 ありがとうございます。

大崎委員、どうぞ。

○大崎委員 私が心配しているのは、現状、客観的にどうかということは置いて、一般的な受け止め方として日本の株式市場、証券市場というものが投資家を非常に大事にするいい環境が整えられているというふうには、一般の人はさほど思っていないという現実があることを忘れて議論してはいけないと思うのです。ですから、例えば過失責任、無過失責任についても、理論的に私は武井委員のおっしゃっていることに反対しているわけでも全くないのですが、逆にちょっとした過失でとんでもない賠償をさせられる会社が続出しているという現実も全然ないわけでありまして、あるいは上場会社がそういうリスクがあるからというので上場を廃止しようとしているという話も全く聞かないわけです。

その中でこういうところだけを、これが問題だというふうに言うと、ごくごく素朴な投資家からすると、結局貯蓄から投資へとか言ってリスクをどンドンとりなさいと言っているのに、リスクをとって事故に遭ってしまったときは損害賠償してもらえないという話にしようとしているのかねというふうに誤解されるという、そこを私は注意しないといけないと思うのです。

○武井委員 大崎委員のおっしゃるとおりのところがあって、先ほどはあまりテクニカルなところまで話さなかったわけですがけれども、こちらの法改正を議論していくと派生して出てくる論点として、原告適格の問題があります。現行法ですと、虚偽記載の判明の1年以内に株を買った人でないと原告適格がないとなっております、長期保有の株主の方が払う側に回るわけです。長期保有の株主も投資家であっていろいろと大切な投資家なのに、長期安定保有をした株主の方が犠牲になるという、これまた奇異な法制になっているわけです。これはさすがに海外でも例を見ない内容です。投資家の中で泣き別れになってしまっている現状なわけですから、投資家保護に戻る改正をしようとしているわけではないと。今、大崎委員がおっしゃったような点に答える形になるかなと思っています。

○大室委員長代理 武井委員のプレゼンの総論については、皆様からは、ほぼ御異論もないというように私は受け止めておりますし、私自身も全くそのとおりでという感じを受けております。したがって、当会としては是非この総論のような、がちがちの規律だけではなくて、経済的には私法的な解決で新しい資金が入ってくる、リスク性の資金が入ってくるような流れに変えていく必要があるのではないかということをご提案させていただきたいと思っております。また、大崎委員から無過失責任、過失責任の問題のお話がありました。この

点について私も慎重に取り扱う必要があると思うのですが、今の武井委員のお話のように、実際に私も経営に携わっていた経験からは、1年以内に売買を繰り返す投資家のような方々たちだけの利益のために改正していいのかという感じは私も強く持っております。

多分、次の説明に出てくるかもしれませんが、石黒委員の話にもありましたが、J-SOXのときには企業では初期対応として相当なお金をかけて制度を作ると、あとはかからない。要するに先に前回の規制改革のときにも出ていたのですが、規制があったときに先にクリアしてしまうと、今度クリアした方が抑制に回るみたいな話というのは、よくこの業界ではどうしても出てくる議題なので、新規に参入する人達に対してどういう形をとるかというの、大きなお金の流れあるいはこの経済活性化のためには、必要なことなのではないのかというのが、私が特に日頃感じているところです。是非また、最終的なまとめのときにいろいろ議論をさせていただければと思っております。

他に御意見がなければ、武井委員、本当にありがとうございました。短時間でしたが大変いい議論でした。

それでは、続きまして本日の第2番目のプレゼンテーションになりますが、一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会から、ベンチャーキャピタル企業の重要性を中心としたプレゼンを行っていただきたいと思っております。

それでは、よろしくお祈りいたします。

○日本ベンチャーキャピタル協会 ありがとうございます。今、御紹介がありました一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会の会長をしております、安達と申します。よろしくお祈りいたします。本日はこういう機会をいただきまして、本当にありがとうございます。

それでは、お手元の資料を準備しましたので、これに則って御説明申し上げます。まず全体のベンチャー業界の置かれている状況、環境、課題等を御説明して、次に要望事項という2つのセクションで進めたいと思っております。

まず、全体的なベンチャー業界、そのベンチャー業界を支える私どもベンチャーキャピタルも含めてなのですけれども、この2000年代に入りまして非常に苦労しております。成長マネーが少ないとか、IPOが少ないとか、いろいろなことが現象面ではあるのですけれども、景況感から申し上げますと2008年のリーマンショック、昨今のEUの問題、日本固有で昨年震災等ありましたが、実はベンチャー業界はそれよりもっと前から変調をきたしておりました。

この一番大きな理由は、90年代非常にインターネット等のおかげもあってかなり新しいビジネスもたくさん出たのですけれども、残念ながら2000年初頭にITバブル、ネットバブルが崩壊しました。その後どういうことになったかといいますと、起業家が減ってきた。それに伴ってIPO市場、株式市場、特に新興市場が非常に厳しい状況に陥ったということです。

しかしながら、いつの時代にも新しい有為な起業家は出てくるということで、我々はこの数年非常に期待しております。ただ、いくつかの問題がありますので、是非

その問題、課題に関しては今日皆様方で共有させていただいて、それに対する皆様方の御意見をいただければと思っております。

まず、委員の方々にあえて釈迦に説法のような話をしますが、日本の置かれた現状は3つの挑戦にあると思います。震災からの復興への挑戦、グローバル化への挑戦、そして世界最速の高齢化への挑戦ということです。これらの課題をどうやって改革するかということですけれども、もちろんベンチャー1人ではできません。ただ、社会全体がベンチャーを支える仕組みをしないと新陳代謝が起こらないということです。ベンチャーが得意とする1点突破型の技術なりビジネスモデルなりで新しいビジネスを起こす、そのきっかけを作るものがベンチャーであるということでもあります。社会全体がそれを支えることをしないと、産業の新陳代謝と活性化、新産業の育成、結果的には新規雇用を生むという経済の一番大きな活力に関して、日本は残念ながら非常に不足しているというのが現状でございます。

ちなみに、日本とアメリカの比較を申し上げますと、アメリカはシリコンバレーという非常に独特なエコシステムを抱えていますので、ちょっと割り引いて考える必要があり、日本が1とするとアメリカは20ぐらいのベンチャー投資額でございます。御案内のとおりGDPは1対3ですから、これを見ても日本は1桁少ないということは間違いのないと思います。

今起こっていることは、先ほども言いましたとおり非常に今の苦しい時代でも若い起業家は輩出しておりますが、彼らは日本で起業することによるメリットは感じないということです。もちろん我々ベンチャーキャピタル業界の責任もあります。なかなか成長マネーをきちんと手当できないということが1つ、それから、成長しない市場ですから、高い成長を求めると海外市場に行きたい。それから、上場等をする場合の市場が日本は厳しいところで、海外市場を狙うということで、私の言葉を使いますとベンチャー業界の日本空洞化。昔からの言葉で言うとブレインドレインと言うのでしょうか、頭脳流出。起業家のブレインが流出するというのは昨今非常に顕著に言われております。したがって、もちろん海外にチャレンジしてメガベンチャーになって日本に帰ってくると日本に貢献することになりますので、一概にいけないとは思いませんけれども、やはり足元はそういう状況が起こっているということでございます。

4ページ、これはあくまで1つの指標でありますけれども、IPO社数です。縦の棒グラフが年度ごとに、1990年からプロットしておりますが、この22年間のIPO社数はいくつかイベントがありまして、1995年、1996年が多いのはインターネットのおかげです。2000年が実は一番多くて204社です。これはまさしくITバブルの頂点です。ちなみにその前年1999年に東証マザーズができました。2000年には当時のNASDAQジャパンができた年であります。この年がピークでした。その後、ITバブル崩壊とともに、減少ぎみになりましたけれども、2004～2006年で持ち直しました。これは小泉政権下の私の言葉で言うと小春日和です。小泉政権下でいろいろ手当があつて少し持ち直した感がありました。

ただ、これは私どもベンチャーキャピタルから見ますと、結果論から言いますけれども、よくなかった。やはりベンチャーキャピタルが上場数を持ち直したこともあって、やや安心したということは否めないですが、実はこれは本当の実力ではなかった。たまたま4～6年少しだけ下支えがあって持ち直ただけであって、結果は2007年以降つるべ落としのように数字が落ちて、一番低いところで2009年の19社です。昨年若干持ち直して、今年も50社弱と言われてはいますが、それにはまだほど遠い状況であります。

いくつかポイントはありますけれども、一番大きいのは実力のないIPOが多かったということは否めない事実だと思います。もう一つ、現象面で見ますと2006年1月に起こったライブドア事件が特にITベンチャーという意味では非常に重く、社会の信頼を失ったということがございました。

5ページ、一方アメリカはどうか。今日JOBS法という言葉を出しましてアメリカと対比したいのですけれども、同じく棒グラフを御参照いただけたらと思います。1999年、2000年辺りがピークです。これはITバブルの絶頂期です。それから、2001年以降ずっと落ちて、2008年というのはリーマンショックの一番ボトムです。その後、若干持ち直していましたが、2010年で約八十数社、2011年で50社前後となっています。

ただ、1つ忘れてはいけないのは、アメリカではIPOが全てではない。大体1対9ぐらいでM&Aの方が多いということですから、これの約9～10倍のM&Aがあると思います。特に最近は大手のIBM、Google、Facebook等が比較的若い会社の買収を積極的に行っている。いわゆる青田買いと言うのですか、必ずしも大きく成長する前に人より先に取り込むとか、自分たちのシナジーを出すような仕掛けをするということで、この約10倍のM&Aが起こっているということがございます。

ちなみに、アメリカでできたSOX法は2004年ですね。このグラフでいきますと右から8番目、2003年からちょっと増えたところの2004年にSOX法が制定されました。その後また減ってきたという状況でございます。

整理しますと、日本ではIPOが極めて少ない。一方で、アメリカは日本よりは多いものの、決して2000年代に入ってIPOは多いわけではない。ただし、それを下支えするM&Aが活発になった。この一番大きな理由はいわゆるオープンイノベーションです。オープンイノベーションというものが大手企業においてもきちんとそういうコンセプトで開発、戦略を練っている。一方、日本では残念ながらまだ言葉だけはオープンイノベーションですが、実際にやっていることはクローズドイノベーションということで、自社開発、100%自前主義というのがまだまだ横行しているというのが実態だと思います。

そういう中で、今年4月5日にオバマ大統領がサインしましたJOBS法、Jump start Our Business Startup法ですけれども、これはもちろん仕事又は就職という意味のJobをひっかけて作った法律の名前なのですが、昨年1年間ベンチャーキャピタル協会、アメリカ側はNVCAと言うのですけれども、そこの会長がリーダーシップをとって、専門の弁護士の方

とか証券会社の方とかいろいろな方が入って、タスクフォースを作って、約1年かけて議論した結果、こういう法律を作ったということで、今年4月5日に大統領がサインしたという法律でございます。

いくつかのパートがありますけれども、今日はそのうちの我々が一番考えています IPO オンランプ、IPO に対する道筋を作って経済活性化に資するような仕掛けをするというのが IPO オンランプです。まず一番大きいところは EGC (Emerging Growth Company) という定義を出し、それらに対する Sox 法の緩和策です。これは日本語で言うと新興企業です。アメリカの新興企業の定義は年間売上高 10 億ドル未満。今の為替で言いますと 800 億円弱です。そういうものを EGC (Emerging Growth Company) と定義しまして、この会社に対して一律に適用するという法律でございます。ですから、危機に対して積極的に業界関係者が立ち上がって作った法律であるというところで、日本と彼らの差が大きいのではないかと私は実は思っております。

7 ページ、私ども協会が皆様に要望として出す 1 つの提案が、日本版 JOBS 法の制定です。我々業界の中で実は一番大きい問題は内部統制でございます。2007 年に成立しました金商法において内部統制が義務化されておりますけれども、当然のことながら上場を目指す未公開のベンチャー企業においても、内部統制を上場の申請をする前にしっかりと仕組みを作って、主幹事証券である証券会社の方と相談しながら上場申請に行くのですが、これが非常にコスト的にも時間的にもかかっているのが現状でございます。

実際に上場した会社、又は上場を断念した会社、海外に行った会社といくつかの例があるのでございますけれども、私が聞いています中で一番大きいのは、内部統制を導入することによって、大体 3 年ほど前から準備すると思うのですが、人の採用、組織の強化等々も含めて約 1 ～ 2 億円、会社によっては 2 ～ 3 億円ぐらいのコストがかかるということです。

その結果、首尾よく上場したとしても昨今、新規調達額が非常に小さいものですから、場合によっては 5 億円とかとなりますと、3 億円コストをかけて 5 億円調達。さらに人格を否定されるような言葉を投げかけられながら 2 年間苛酷な審査に耐えて上場しました。鐘を鳴らしました。ところが、調達額が数億円だったということで、ほとんど日本の上場に関して、特に若い起業家は魅力を感じておりません。これが海外に行こうとしている 1 つの一番大きな理由になります。場合によっては上場しない生き方で自分の島をきちんと作って、サービスを提供してお客さんに貢献する。上場は自分の行く道ではないとはっきり言われる人も非常に多い状況です。

コンプライアンスのジレンマを非常に感じます。コンプライアンスは大事です。日本国で生活する以上、法律を守るのは当たり前です。一方で規制緩和が不祥事を助長することは、私はないと思っています。規制強化こそが不祥事を生む可能性があるとは非常に感じています。ですからこれは私の作った言葉ですけれども、中国に杜甫という詩人がいるのですが「国破れてコンプライアンスあり」と私は非常に実感しております。

8 ページ、ベンチャー企業の育成期間は 10 年以上。これは御参考までに上場するまでに何年かかったかということカレンダーイヤーごとに、市場ごとにとった数字です。直近でいきますと 2011 年、右から 2 番目のところですが、全体では 21.8 年。これは新興市場以外も入っていますので、それらの全部平均が 21.8 年で、新興市場だけで言いますと JASDAQ で 18.3 年、マザーズで 11.3 年ということで、上場までにかかる期間が延びています。

これは特に比較的最近のネット企業であれば比較的短いものが多くなっています。ただ、コアテクノロジー、製造業、バイオテクノロジー、ライフサイエンス、特に創薬関係は当然のことながら非常に開発期間が長いものですから、臨床試験も含めると長期間に至ります。その承認を得るまで非常に長いということもあって、10 年をゆうに越して上場する会社が多くなります。したがって、我々今回、期間に関する見直しをお願いするのは、ベンチャー企業育成期間はゆうに 10 年を超えることが多いということ、頭の中に入れておいていただきたいと思えます。この 10 年と言いましたのは投資をしてからです。上場しない場合もありますけれども、その場合はどうするかというと、我々一般的な売却、事業買収等の売却なのですが、これは非常に厳しいです。純資産価値という 1 つの会計的な認められた制度ですけれども、純資産価値を上回って売却することはなかなかできないです。大抵純資産を大幅に下回った非常に備忘価格に近い金額での売却になる残念な企業が多いということで、我々の業界は現在、平たく言いますと儲かっているベンチャー企業というのは非常に少ない、そういう状況です。

9 ページ、銀行法施行規則に関していくつか申し上げます。御案内のとおり現在 5%ルールがござります。これは 9 ページに書いてあるとおりです。

一方、10 ページですけれども、今、申し上げましたとおり我々ベンチャーキャピタル、投資家から見た場合、売却は非常に時間がかかる。特に事業会社系に売却するときはゆうに 2~3 年かかります。最初にこういう技術、こういういいものがあるということで御説明して、それを評価いただいて、いろいろなことをしますけれども、1 年でできることはまずないです。2 年か 3 年かかります。これが 1 つ。

それから、結果として残念ながらまだ価値を認められたところは非常に少ないものから、それこそ 1 株 1 円となることを恐れながら交渉するという事態が起こっています。

まだまだ日本のベンチャーキャピタルはハンズオンが少ないのではないかと。事業の付加価値化が非常に少ないというお叱りを受けることが多いのですが、確かにそれは事実として認めざるを得ないところがあります。

ただ、一方では期間の縛りがありまして 10 年以内、10 年以内というのはファンドは一般的に契約期間は 10 年で、延長できても 2 年ですから 12 年なのですから、ファンドを作って最初の年に全部投資がつくことはありません。当然、最初の 4 年から場合によっては 5 年ぐらいかけて投資しますので、ファンド期間の残り期間が当然後半の方になりますと 4 年、5 年とだんだん縮まってくるので、その中で特にテクノロジーの会社を売却

するために必死なのはつらい限りです。したがって、非常に安い価格で備忘価格に近いところで売却する方も多くなって厳しい状況になっているのが現状でございます。それで IPO がまだ非常に少ないということで、何とか日本の有為な起業家が日本の市場で上場し、新しい産業を切り拓くフロンティアとなって、彼らが作って、それを既存の大企業等が支援しながら新しい産業を起し、新しい雇用を生むという、いわゆるエコシステムという生態系を何としても作りたいというのが、我々の今回の要望であります。

いくつか各論で申し上げますと、資料 1 と資料 2 という添付資料が 2 つございます。証券規制の日米比較を書きました。要点だけ申し上げます。

一番上は内部統制です。これは先ほど申しましたとおり、アメリカの場合は JOBS 法でどうなったかといいますと、年商 10 億ドル未満の会社、いわゆる新興企業に対して 5 年以内内部統制報告書の提出の免除をすることになっております。もちろん上場後 10 億ドルを超える売り上げになったとかいうことになれば、それは解消されますけれども、そういうことがございます。これが一番大きいところです。これを日本でも導入できないかというのが私どもの要望であります。

2 番目は発行開示。アメリカでは直近 5 年間であったものを 2 年に変えたというところがございます。これはベンチャー企業にとって、新興企業にとっての負担感を軽くしたというものがございます。

株式発行に関する幾つかの私募、リサーチ、少額募集等々の緩和がされております。御参考までに申し上げますと、今回の JOBS 法は大きく分けて 2 つございまして、1 つが IPO のいろいろな制度の緩和で、もう一つがクラウドファイナンス、少額資金募集でございまして、私どもが今、考えていますのは、クラウドファイナンスは日本ではなじまない。証券等いろいろな問題がありますので、これを今すぐ導入することを私どもは考えておりません。あくまでも最初のベンチャー企業、新興企業を上場するために成長段階に応じた規律を作っていただいたらどうかということで、これは 5 年がいいかどうかというのは議論があると思います。私は 3 年ぐらいでいいと思っているのですけれども、成長段階に応じた規律を作っていただいて、彼らが新しいチャレンジを起すようなことを社会全体が応援していくというものを作ったらどうかと私は思っております。

もう一つ、銀行の 5%ルール。最後のページにて先ほど申しましたけれども、これはいろいろなところで議論されているものですが、それに加えて期間の問題がございます。ベンチャーキャピタルが銀行又は銀行の子会社、銀行から出資を受けているベンチャーキャピタルが投資をする場合に、この 5%ルールの適用を受けますので、個別投資が 10 年を超えるわけにはいかないというルールがございます。

先ほど言いました特にバイオ関係、創薬は 10 年どころではありません。15 年ぐらいかかっています。こういう企業に投資をしなくなった一番の大きな理由はこれです。この 10 年の縛りがあって、例えばファンドができたその日にすぐ投資しても 10 年で切れるということですから、通常、1~2 年後に投資しますと実質的に 7~8 年しか残り期間がない中

で、まだ開発の初期段階です。5年経ってようやく第2フェーズに行きました。第3フェーズはいつになるのですかと言って行っているうちに多分7～8年過ぎますので、結局こういうところに投資ができなくなるということは、バイオを含むテクノロジーの会社、難しいコアテクノロジーになればなるほど、我々は投資に対しての腕が縮こまるというか、なかなか投資しづらい状況が今あります。

したがって、この5%ルールを5%のパーセンテージを増やすということに加えて、期間を見直すというのは、例えば15年とかであればもう少し我々は長期的な投資ができて、しかもそれが結果的にハンズオンにつながるということですので、事業会社の提携も含めてハンズオンにつなげられますので、是非それを御検討いただければというのが私どものお願いであります。

繰り返しますと、日本版 JOBS 法という名前を仮につけましたけれども、特に内部統制に関しての成長段階に応じた規律を導入していただけたらどうか、銀行法に基づく5%ルール及び期間の見直しを御検討いただければというところでございます。

以上です。

○大室委員長代理 ベンチャーキャピタル協会からの御説明がございましたが、お手元の資料等も参考にして質疑をしたいと思えます。御意見のある方あるいは質問のある方からどうぞ。

○大崎委員 ありがとうございます。私も基本的な方向性で賛同のできるお話だったと思っております。

何点か申し上げたいのですが、1つは5%ルールに関しましては、私もメンバーになっております金融審議会のワーキンググループで現在議論が出ておりまして、まだ報告書はまとまっていないのでこうなりますなんてことは当然言えないのですが、私が出ている感じだと、5%ルールを5%という上限の見直しと、ベンチャーに関する投資期間の見直し、両方ともかなりこれは実現の方向なのかなと私は期待しております。今までの議論を聞く限りです。

それから、日本版 JOBS 法のお話について、私も JOBS 法というものに注目して書いたりしてしまっていて、丸々日本で真似するべきかどうかというのはいろいろ議論があると思うのですが、当然これは参考にして日本も議論すべきだと思っております。

ついでに申しますと、実は JOBS 法の内容に入っていることの一部は、アメリカでは大企業にも適用されるような事項もございまして、実は大企業の開示の改革の方が先に行われているのです。2004年か2005年だったと思います。大体日本はアメリカで制度が変わると後追いすることが多いのですけれども、なぜかそれは後追いしておりませんで、私は大企業の開示制度の見直しも含めた抜本的な開示制度の改革を是非、これはベンチャーだけでなく上場企業の活性化にもつながる話なので、やるべきではないかと思っております。

内部統制報告書について、最初は不要ではないかというのも私は全く賛成なのですけれども、少し気になるのは、例えば3年間は免除ですという話になって、4年目から出さな

ければいけないという話になりますと、2年目ぐらいから準備が始まって、そうするとすごく変な言い方をすると IPO するときにはコストが下がったのでいい値段がついて、その後はコスト負担が重くなるので株価が下がってしまうという話になると、何となくベンチャーキャピタルが流通市場の投資家からお金をかすめ取ったみたいな話になりかねないので、これは日本の J-SOX の作り自体をもう少し現実に合った、あるいは重装備でないもの、企業にとって負担の軽いものにしていくというのと併せて検討しないと、ベンチャーキャピタルだけが得をしたみたいな話にとられると非常にまずいなと思っています。

似たような話でちょっと思ったのが、資料の 10 ページに書いておられる投資契約書の買取条項の話で、これもベンチャーキャピタルさんの言い分は分かる一方、経営者が株を買い取らなければいけないという条項が入っているのは、世界で日本のベンチャー企業だけだと思うのです。株を買い取ってもらえるということは株に投資リスクがないというふうに極論すればなるわけで、これはまずこういうことをやめるところからベンチャーキャピタルの皆様にも、もっとリスクを積極的にとるという姿勢を出していただけると非常にいいなと思った次第です。

○日本ベンチャーキャピタル協会 ありがとうございます。今、2つあったと思うのですが、後者の方から申し上げますと、確におっしゃるとおりです。これは投資をするというベンチャーとしての本来の意義が全くなりませんので、この買取制度自体は非常に我々としても苦慮しているのですが、実はこういう条項を書きましたのも、実際にこれが今、適用されたかという、そんな数は多くないと思います。非常に減ってきました。特に 2006 年ぐらいから種類株という方式も大分普及しまして、実態としてまだ非常に少なかったのですが、幸か不幸か業界が今シュリンクして、ベンチャーキャピタルの数が減っていることもあって、その残ったベンチャーキャピタルは種類株で、しかもこういう買取条項を入れないというものでやっておりますので、私の肌感覚で言うと 7～8 割はそこに来ていると私は思っています。

ただ、今日御質問を受けることを承知しながら書いたのは、バイオのロングタームです。これに関しては本当に困って、やむにやまれずこの条項を入れたことも事実です。これが 1 つです。

おっしゃるとおり、内部統制に関しても例えば 3 年目であっても 5 年目であっても、急にハードルが高くなりますから同じことが起こるのではないかという御指摘ですね。ですからそこら辺は工夫も必要だと思いますけれども、成長段階に応じた規律ということで、もう少し前半から少し傾斜をかけた何か方法が必要だと思います。

先ほど少し言い忘れましたけれども、アメリカは 4 月 5 日にこの法律ができてからどうなったかという速報値を調べましたので持ってきました。先ほど 5 ページにアメリカの新規上場の数が書いてありましたが、2010 年で 80 数社、2011 年で 50 社ぐらい。それに対して今年はどうなったかと言いますと、まだ 11 月の初めですから 10 カ月分ですけれども、しかもこの法律が決まりましたのは 4 月 5 日ですから最初の 3 カ月は JOBS 法がなかった

という前提で聞いていただきたいのですが、JOBS 法に基づいて新興企業、すなわち年商 10 億ドル未満ですけれども、それで上場した会社は 74 社。これは 2 週間前のデータです。それから、これに基づいて上場を準備して間もなく申請するであろう会社が 36 社というデータもありました。

したがって、確かに増えてはいますけれども、劇的に増えているわけではありません。ただ、昨今はアメリカといえども日本と比べて株価はいいと言っても、例えば Facebook の例もありますので、それほど活発でない状況の中でパイプラインの 36 社を加えますと 100 社を超えていますので、そこそこの成果があったのではないかとということと、これは全部調べ切っていませんけれども、この EGC、新興企業の JOBS 法を使ってした上場の株価が比較的堅調に推移しているというデータもございます。アメリカといえども上場したけれども、公募価格を割った例もいくつかあると聞いていますが、比較的堅調に推移している会社が多いと聞いています。もう少しデータを集めますけれども、以上、御参考までに。

○大室委員長代理 では、鶴委員、どうぞ。

○鶴委員 御説明ありがとうございました。

日本にとってベンチャー企業をどうするか、また、それを支えるベンチャーキャピタルの問題というのは、この 20 年ぐらいずっと議論をされてきている問題だと思うのです。それで、今日お示しいただいたような、ちょっとでもそこをてこ入れすることでやれることがあるのだったら、いろいろなことをアイデアを考えてやってみようというのは、私も非常に大賛成です。

ただ、この 20 年ぐらいの様子を見ると、いろいろなことをやってきたのになぜ駄目なのかということの方をしっかりと考えてきているのかなというのを、もう一点、私はずっと考えるところがありまして、日本とアメリカを比べるとベンチャー企業とベンチャーキャピタルを取り巻くインフラストラクチャと環境というのは驚くほど違うという中で、先ほどリスクアバースという話もありましたけれども、いろいろな仕組みというのは日本の場合に私がかみ合っていないなということ、非常にこの 20 年ぐらいつくづく感じる場所があります。

まず、日本の今の IPO の件数がここまで下がっているということを、本当にどういうふうに解釈するのか。アメリカとの比較で見れば確かにリーマンショックの影響というのは多分あったと思うのですが、アメリカの方は少し戻りが大きい。日本が戻っていない、日経の株価がこれだけ下がって、マクロ影響がずっと上から押さえつけているというのは分かるのですけれども、多分アメリカの比較で見ても少し構造的な要因、ここで書きになられているような J-SOX 法とか、先ほどおっしゃられたライブドア事件とか、結局なかなか日本はそういう新しいスタートアップ企業とかそういうものをどんどん奨励するというよりは、出る釘は打とうという社会的な状況というのは確かにあったというのは、私は否めないと思うのです。それは非常に世の中に私は影響を与えたなど。彼らは良かった悪いかというのは別の問題として、それは確実あるなという印象も持っているのです、それが先

ほど申し上げたインフラストラクチャという話にもなるのかなと思います。だからどれぐらい効果があるのかというのが、根本的な問題が解決されないと非常に難しいなという印象を持っています。

それから、日本版 JOBS 法というのもいろいろ先ほど大崎委員がおっしゃられたように、日本に取り入れるところは取り入れてみる、非常にいいと思うのですが、おっしゃられているように私はずっと、これも 20 年ぐらい見ると、必ずしもアメリカでこういうことをやっているの、日本版という話が出て、そういうことをやる時に霞が関も民間もそういうことに対して全く疑問を持つことなしに、誰もがみんなこれはいいじゃないかということで導入する。2～3 年遅れでやって、アメリカでいろいろ問題が出てきたときに日本が導入する。

J-SOX の場合も SOX 法でアメリカはどういう問題が起こっているか。かなり詳細な分析がされて、私もそういうものを見ていたのですが、日本ではこれからどんどん導入するのだという非常に大きな勢いの中で、そういうところがどこまでみんな認識していたのか、今ごろこういう話をしても何をやっているのだろうなという、そういう思いもあるのです。

だから先ほどの総論の一環として、そういうアメリカのやっていることを取り入れるというのは非常に結構なことだと思うのだけれども、日本の場合、それが逆に反対が少ないとか、そういうこともあって、盲目的にそういうような規制の導入の仕方としては、ここで少し反省もするべきところはあるのではないかという意識を持っています。

○大室委員長代理 ありがとうございます。

石黒委員、どうぞ。

○石黒委員 安達さんともよくお話しはしているのですが、これは堂々めぐりでして、確かに今、大崎委員がおっしゃるように J-SOX とか内部統制をとりあえず外しておいて、上場してから準備を始めて、という方法はあるかもしれませんが、結局、その時点で数億円の上場コストがかかるわけです。今、上場できる基準というのは、もちろん法的には、赤字でも上場できるのですが、実際には、大体数億円ぐらいの利益が出た段階で上場というのが標準です。私どもも 3 億円の利益が出ていて、それで上場したのですが、やはり数億円かかって上場した途端に利益が下がるわけです。ですから、上場時にコストがかかるか、それが 2 年後、3 年後に起きるかどうかという、それだけの違いなのです。

ファイナンスの構造的な問題が日本にはあり、日米を比べると、まず、ビジネスモデルをちゃんと Google とか Facebook とか、新しいサービスをうまく作っています。ですから、そういうサービスを作れないという民の責任というものがまず一番大きいとは思いますが。しかしながら、安達さんがおっしゃったように上場前の資金調達の面でも、桁違いに違うのです。Google が上場前に集めたお金は 1,000 億円です。Facebook で 2,300 億円です。日本の楽天は 4.5 億円です。DeNA は 30 億円です。ああいうグローバルなビジネスモデルを作るためには、実は、莫大なインフラコストがかかるわけです。やはりお金の問題は避け

て通れないので、こうして、大きな投資に支えられたアメリカのベンチャー企業が上場する場合、既に大分利益を出しているわけです。数億の上場コストがかかったとしても、そのコストが吸収できるほどに大きくなる仕組みがあるわけです。

でも、日本の場合はそれだけの資金調達ができず急激に成長できないので、結局、安達さんがおっしゃるように 10 年、15 年掛かって上場するという形になってしまいます。この構造的な問題は鶏と卵かという話になってきてしまいますが、ただ、とは言え、現状は 1,000 億円集められるベンチャーなどあるわけがないから仕方がないのです。今の日本のベンチャー市場というのは、利益が数億円で上場する企業を上場させないとしたら IPO はなくなってしまいますから、現状をまず是として、その上で法律をどうするかということ考えた方が私はいいと思っています、ですから 5 年内部統制を置いておくのが正しいかどうかは分かりませんが、もう少し内部統制のところをやわらかくするか、コストを何とか抑えてくれるようなふうにしてもらいたい。

私はライブドアに関しては、全く反対派であり、ライブドアは悪いと思っています。相対論ではなく、明らかに悪いことをしている企業があつて、一方、そうではなくてきちんと経営をしていて、数億円の利益を出して、頑張っている企業がいっぱいあるわけですから、そういうところに対してもう少し現状を是として、法律面でバックアップをしてくれないかなと思います。

○大室委員長代理 鶴委員、どうぞ。

○鶴委員 補足で、先ほどインフラストラクチャと申し上げた点に補足したいのですけれども、IPO がかつて 30 年、40 年かかる。今また同じような状況に戻っているところもあるのかもしれませんが、その中で IPO をしやすくしましょう。そういうことをやって新興市場を作ったわけですけれども、逆にそこでどんどん企業が出ていって、先ほどお話に出ているように、その後がなかなか続かないという問題があったわけです。

そうすると、アメリカのベンチャーキャピタルというのはスタートアップ企業の経験者という人が、ある意味でスタートアップ企業を徹底的に鍛えるわけです。育てるのです。そういう過程というのは日本でどこまで行われてきたのかというと、私はなかなかそういう部分が見えない。何か IPO ができないのだったら、もっと IPO を簡単にできるように今の制度を変えればいいではないか。それではなかなかうまくいかなかったというのがこれまでの歴史なので、やはりそういうシステム全体として考えないと、本当にどういう新しい企業を育てるのか、一貫したシステムという視点がないと、どこか規制をいじったらどうかという、私はそういう印象を持っています。

○大室委員長代理 上村委員、どうぞ。

○上村委員 ありがとうございます。

お話を聞いていて思ったのは、リスクテイクする人間の問題と、そこにお金を流す仕組みを同時に考えておられるという意味では、具体的な提案としては非常にいいかなと思いました。

それで、銀行の出資規制の見直しについて、現行の規制の枠組みでは投資可能先であるベンチャー企業を限定列挙しているという点なのですけれども、これについては結構大きな問題なのではないかと思っております、というのは最初の武井委員の提出資料の話で、総論の6番目でビジネスモデルを官が判断するのはおかしいという言葉をいただいておりますので、そういうところから今どういう状況になっているのか、どういう改革案が必要なのかということがもしございましたら、お話いただきたいと思っております。

○大崎委員 5%ルールの特例とされるベンチャー企業の要件というのが、銀行法の施行令と施行規則で結構詳しく決められているのです。それが実は先ほど申し上げた金融審議会のワーキングでも、私は個人の意見ですけれども、それはおかしいということになりました。それが全部変わるかどうかは知りませんが。

○上村委員 分かりました。

○大崎委員 先ほど石黒委員がおっしゃった、日本では未公開段階でのお金があまり集まらないという話、これは結構私は深刻な問題だと思っております、ところが、割と最近、例のAIJの投資顧問の事件があったり、その後、もう一例出てきたりということもありません、どちらかと言うと今、年金資金をそういうところへ振り向けないほうがいいのではないかと、何となく世の中の流れになりつつあるのです。

これは非常に大きな問題だと私は思っております、先ほど武井委員から御指摘のあった悪い改革の仕方とか、悪い制度の作り方の1つの例だと思うのですけれども、要するにそういう問題があったから、今度問題を起こさないようにそういうリスクをとらせないようにしようみたいな話にしてしまう。例えば年金基金が現実にちゃんとした判断ができていない例があったみたいだから、特定投資家というプロとして扱うのをやめようとか、全く逆だと思っていて、そうではなくてそういうものがあたらちゃんとした判断ができるようなふうに体制整備をさせましょうという方が、私は筋だと思うのですけれども、何かそういうふうにごちゃごちゃになっていってしまって、危ないものには近寄らないようにしようとしてしまうので、本当にこのままいくとベンチャー企業にまとまったお金を回す主体というのは、下手をすると個人だとかという話になって、だけれども、個人ということになると現状、未公開株詐欺などが横行してとても社会問題になっているということはどう考えるかというのが出てきてしまいますから、誰も出し手がなくなってしまうというのを私は非常に危惧しております。

○大室委員長代理 他にございますか。

○佐久間委員 今日はお金の動きの活発化という大きなテーマだったと思っておりますけれども、そういう意味で言えば銀行の出資規制の緩和というのは非常に、細かい話をすればいろいろあると思うのですが、ある意味ではダイレクトにテーマに結びつく課題だと思います。

今のお話を聞いていても、資金の出し手が銀行であれば、銀行というのは大変立派な会社ですから、それぞれが合理的に判断をすればいいわけで、その出資規制というものを一律に設けるということも本当にいいのかどうかというところは、正にあるのだと思いま

す。一般消費者が投資するときに、それを保護するという話と全く違いますから、企業として、プロとしてやっている人たちのアクティビティをどうするかという点は、全く違うと思います。

それと1点質問なのですけれども、先ほど内部統制システムの構築に2億円、3億円かかって、それが上場に当たって非常にコストだと。確かにそうなのだろうな、2～3億円かかったら大変だろうなと思いますが、IPOするときの日本の平均的な企業の従業員というのはどのくらいなのか。例えば石黒委員のところは上場の際に従業員は何人ぐらいおられたのでしょうか。

○石黒委員 160人ぐらいだったと思います。ビジネスモデルが企業により大分違うので、私どもの場合はコンサルですから労働集約的な、人がいないと儲からない商売で比較的、他社に比べ多いと思います。製品やソフトウェアを出していらっしゃる場所はもっと少なく、50人とか100人ぐらいで上場なさるところも多いです。IT系ですけれども。

○佐久間委員 私も内部統制を会社で見えていますけれども、1つ大きいのは人間の数だと思います。つまり悪いことをするのは、機械が悪いことをするわけではないので、悪いこととして言葉が悪いですが、人間なのです。ですから人間の数に応じてそこはシステムというのができ上がっていくということなので、そこで2～3億円かかるとすれば、かけ方が悪いのかどうかよく分かりませんが、かかるようなシステムを作らなければ上場できないというのには違和感があります。

結論を言ってしまうと、J-SOXなる「内部統制システム」というのは日本で長い間無かった制度で、上場会社にだってそんなもの何もなかったわけです。それで問題が起きたかと言えばほとんど起きていない。起きたケースというのはやはりそのようなものがあったとしても起こしたような人たちがやっていた事件ということでもあるので、そこはもし本当にそれが1つ大きいIPOの障害であれば、そこについては何らかの手を打つべきだと思います。

○大室委員長代理 ありがとうございます。

IPOが、今日のテーマであるお金の流れを促進するという意味での、大きな1つの話という形で、御提案をいただきました。

私から質問なのですが、先ほどベンチャーキャピタルの会社は今、非常に苦境にあるというように伺っておりますし、私の近くにもそういう方がいらっしゃるのですが、実際に今、ベンチャーキャピタルというのはどのくらいの資金が集められて、また、供給できるのですか。非常に苦しくなっているという話は聞いておりますが。

○日本ベンチャーキャピタル協会 今、規模感で、フローとストック両方で申し上げますと昨年は大体年間新規投資額は1,000億円ぐらいです。資金調達は600億円とかそのぐらいだと思います。ですから、これは当然集めたお金以上の投資はしませんので、これが600億円であれば当然2～3年後にそういう水準に落ちるということに多分なると思うのですが、ストックは今、ベンチャー投資残高と言ったほうがいいのですが、9,000億円を

ちょっと切って 8,000 億円の後半です。これがまさしくアメリカの 20 分の 1 になっています。

もう一つ加えて申し上げますと、実はベンチャーキャピタルのプレイヤーの数は減っております。

○大室委員長代理 辞めている人が多くなっているでしょう。撤退している人が。

○日本ベンチャーキャピタル協会 今、私どもの協会の数だけで言いますと、ベンチャーキャピタル正会員がピーク時 70 社あったのが、今、48 社になっています。それ以外に独立系の方もいらっしゃるのですけれども、押し並べて最近独立系の方もお金の調達が大変難しいですから、アメリカでも同じことが起こったのですが、少額投資をする方、スタートアップベンチャーは非常に多いです。本当は 100 億円集めたいけれども、できないので 5 億円で、そのかわり 1 社小さく広く投資していくというのが最近の例です。

確かにクラウドコンピューティングのおかげで創業コストはあまりかからないで、初期資本はそんなたくさん要らないのですけれども、ただ、先ほど出ましたように日本でどうして Facebook または Google が出なかったのか。全く同じようなビジネスモデルが日本にもあったにもかかわらず。例えば Google は 1998 年に創業したときに、私も知っていますけれども、少なくとも複数の日本のベンチャー企業が同じような検索エンジンを考えていたのです。これは私どもベンチャーキャピタルの力のなさと言われてもしょうがないのですけれども、投資しましたがそこまでいきませんでした。Google は、2004 年にあんな大きな上場を果たしました。

2004 年に何が起こったかというミキが起業しました。全く同じときに Facebook が起業しました。ビジネスモデルは全く一緒です。ソーシャルネットワークです。ところが、この差は今すごいことになっていますね。これはどうしてかとなると、グローバルという発想がなかったことです。グローバルのマーケットにどうやってアクセスし、どうやってマーケティングしていくかとなると、やはり初期段階から資本政策自体をきっちり作っていく中で、今 3,000 万円しかないからこれで我慢しましょうというのが往々にしてあるのですけれども、やはり 1 年たこうしましょう、マイルストーンを作ってグローバル展開をする。しっかりと作っていけば十分に起業家の質も高いですし、技術力もあります。ビジネスモデルに対するセンスも日本人は非常に高いです。けれども、やはりお金が足りない、社会全体のサポートが足りないということでこうなっているということで、私の一番の危機感は、最近非常に多いのはアメリカに行きます、シンガポールに行きますという企業が増えてきてきたのですけれども、頑張ってくれと私どもは言っていますが、せっかく優秀な層が起業しようとしてトライしている人たちを、みすみす日本での税収も発生しない海外に行くというのが非常に増えています。多分彼らはまた大きくなって日本に貢献してくれると私は期待しますが、短期的にはこれが起こっていますので、もしかしたら日本自体にベンチャー企業というのは隆盛にならないままずっといくのかなという非常に危機感を持っています。

これの1つとして資金面、制度面、もちろんそれだけではないです。全体的に我々ベンチャーキャピタルの人間という意味では、まだまだ教育が足りない。安易な投資を過去したことも事実なので、1つこの辺は反省すべきは反省して、何が必要か、何を求めるかということは我々この十年間勉強して大分分かってきましたので、是非これを活かしていつか次の世代につないでいきたいと思っています。

○大室委員長代理 石黒委員、どうぞ。

○石黒委員 少し加えますと、先ほどグローバルなビジネスモデルをアメリカはするのに日本はしないという話があったのですが、インターネット系でグローバルにするということは、Google がなぜ1,000億円の資金調達が必要だったかということ、グローバルに情報を集約するために、インフラコストがかかるのです。とてもたくさんのハードウェアととても太い線を買わなければいけないのです。それをFacebook も買っていますし、Google も買っていますし、でも日本のベンチャーにはそれだけのインフラを買うお金がないということなのです。ということがグローバルなビジネスモデルを考えるセンスだけではなくて、実際にそれをするためにはコストがかかっているのです。その調達ができていないというのが1つの大きな問題なのです。

○大室委員長代理 武井委員、どうぞ。

○武井委員 先ほど大崎委員もおっしゃいましたが、失敗したからさせないというところは根本的に直すべきだと思います。先ほどのベンチャーのプロの方もそうですけれども、失敗してその次にさせないと、その分野自体がないともう何も育たないわけです。どんどん何も育たない悪循環を起こすということは何も起きていないということですから、先ほどの選択肢の相当性の判断にもつながるのですが、二度とこういうことを社会的にさせるのはやめようというのが極端に増えている例だと思うのです。そういう効果を生む規律はやめて、失敗から学ぶ。1個エラーしたら君クビねと言っても何も良くなりません。そんなに代替の人材が今いるわけではないので、失敗しても育てるという発想を根本的に持ってやらないといけないと思います。ベンチャーにしてもベンチャーのプロが育ちにくいというのも、そのチャンスが少ないからということだと思うので、そういった点を根本的に直す方策をしておくべきかと思います。

○大室委員長代理 ありがとうございます。

他にございますか。お金の問題という形で、いろいろお金にまつわる規制の問題で、かなり経済活性化にとっては障害が生じている、流れを止めているというお話があったと思います。特に仕組み自体の問題があるのではないかと。武井委員からもお話がありましたように、育てるという意識が薄いとか、一度の失敗があると二度とやらせないというような雰囲気、日本の新しい産業を起こすにあたっての大きな妨げになっているような感じもいたしますので、ただ単にアメリカの真似をするということだけではなくて、もう少し根本的に日本のマーケット、特にシンガポールだとかアメリカだとかに直接上場との関

連も含めて、議論をさらに進めていきたいと思えます。また、JOBS 法の問題についてもいろいろ御提案をいただきまして、ありがとうございました。

他に御意見、御質問がないようでしたら、この日本ベンチャーキャピタル協会のプレゼンをこれで終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。

それでは、「お金」の問題ということで、直接のお金の流れの話というよりも、どちらかと言うとお金の流れを阻害するようなものをいかに取り除いていくかという観点から、今日は議論を進めさせていただきました。次回はまた新しい形で、今度は「モノ」の流れについてお話をさせていただきたいと思えますが、前回、私から委員の皆様、この「お金・モノ・人」の流れについて、御意見を御提出いただくようお願いしております。私自身も今まとめているところですが、委員の皆様の御意見、現段階で感じておられるところを是非お出しただいて、何らかの形で議論をまた進めさせていただきたいと思っております。

それでは、本日の議論はここまでにさせていただきたいと思えます。事務局から次回の日程について御説明をお願いいたします。

○中原参事官 次回は 11 月 15 日木曜日 13 時から、今、大室委員長代理から御紹介のありましたようにモノの動きの活発化について議論頂きたいと存じます。場所につきましては追って御連絡をさせていただきます。

○大室委員長代理 関係者のヒアリングなのでしょうけれども、今度はどなたの予定ですか。

○中原参事官 日本機械輸出組合、日本経済団体連合会、財務省などを予定しています。

○大室委員長代理 どうも今日はありがとうございました。