

## 第16回投資等ワーキング・グループ 議事概要

1. 日時：令和元年5月13日（月）15:00～16:00

2. 場所：合同庁舎4号館12階共用1208特別会議室

3. 出席者：

（委員）原英史（座長）、森下竜一（座長代理）、八代尚宏

（専門委員）村上文洋

（事務局）窪田規制改革推進室次長、林規制改革推進室次長、小室参事官

（ヒアリング）

金融庁 企画市場局市場課市場業務監理官 八幡道典

株式会社東京証券取引所 上場部長 林謙太郎

経済産業省 生物化学産業課課長 上村昌博

経済産業省 生物化学産業課課長補佐 前田慶太

4. 議題：

（開会）

議題：フィンテックによる多様な金融サービスの提供

（閉会）

5. 議事概要：

○小室参事官 それでは「規制改革推進会議 投資等ワーキング・グループ」を開催いたします。

委員の皆様方におかれましては、御多用中、御出席いただき、まことにありがとうございます。

所用により、飯田委員、角川専門委員が御欠席です。八代委員におかれましては、おくれていらっしゃるかと考えております。

それでは、ここからの進行は、原座長にお願いいたします。

○原座長 本日の議題は「フィンテックによる多様な金融サービスの提供」です。

中小・零細企業の資金調達の多様化の観点から、少し時間があいてしまいましたが、昨年5月の当ワーキング・グループで、経済産業省から成長分野への資金供給の円滑化について御説明をいただきました。

本日は、経済産業省から、その後の取り組み状況についてお伺いをし、東京証券取引所さんから、現在行われている市場構造のあり方などに関する検討について御説明をいただきたいと思っております。

本日は、お忙しい中を東京証券取引所の林部長、経済産業省、金融庁から、それぞれお越しいただいております、まことにありがとうございます。

では、経済産業省さん、東京証券取引所さんから順次御説明をお願いして、質疑応答はまとめて行いたいと思います。

よろしく願いいたします。

○経済産業省（上村課長） 原座長、ありがとうございます。経済産業省でございます。

新興市場なかんずくバイオベンチャーの振興というのは極めて大事な政策課題だと思っております。昨年、いわゆる伊藤レポート・バイオメディカル版というものを経産省はまとめてございます。その中で、投資家、企業のほうでどのような情報の開示、またその受けとめがあるべきなのか、それからバイオインデックスのような指標化の論議、さらには上場制度のあり方について、その時点で委員会であった論議をまとめる。こんなことをやってまいりましたが、その後のフォローアップと、それを受けてまた今後どうしているのか、このあたりを資料に基づいて御説明を申し上げたいと思っております。

具体的なところは、補佐の前田のほうから御説明を申し上げたいと思います。

○経済産業省（前田課長補佐） よろしく願いいたします。経済産業省の前田でございます。

伊藤レポート2.0. バイオメディカル版と書いてある資料の5ページ目をまずごらんいただければと思います。枚数が多いので、ポイントだけ御説明させていただきます。

5ページ目のところが、これまで、伊藤研究会と呼ばせていただきますが、その中で議論された内容をまとめたものになっております。左側のところが、伊藤研究会が17年、去年指摘された10の改善点を書かせていただいております。こちらは、昨年まさにプレゼンテーションをさせていただいたものになっております。

この中で、先ほど上村から申し上げましたとおり、3つポイントを挙げていまして、青色のところの投資家の増加、オレンジ色の上場制度、その真ん中をつなぐ機能というところで、3つのポイントに沿って課題というものを10点挙げさせていただいたものでございます。

真ん中の18年での具体的なアクションというところでございますが、そちらがどういったことをフォローアップ研究会で行っていったのかというところになっております。

内容は、次のページで御説明しますけれども、簡単に申し上げますと、まず青色のところでは4つ、2-1から2-4までの課題に対して、それこそデータを調べていたり、あとはBio Japanとか1st well agingというところのイベントを通じてガイダンスの普及啓発というところに取り組んでまいりました。

一番右側、今後のアクションプランのところでございますけれども、イベントを開催はしたのですが、海外も含めた機関投資家さんにバイオベンチャーさんの声とか日本の市場の課題をどう届けるのかというところでは、まだ答えが見えていない状況ですので、海外

機関投資家向けのイベントの企画とか継続開催の検討は今後必要なのではないかと思っております。

2点目、投資ガイダンスのところですが、バイオベンチャーの開示、投資家との対話というところで、基本的な事項をまとめたものになっています。他方で、具体的にバイオベンチャーさんに使っていただく段階になったときに、何ページもあるガイダンスでは使いづらいところもあるかなと思っております。具体的にバイオベンチャーさんが機関投資家の方、投資家の方と対話するときに、こういった情報を開示することがベターなのかというところをもう少し詳しく書いたIRポイントの明確化というものを行っていきたいと思っております。

3点目は、前回も御紹介いたしました、上場前と上場後、どちらも投資を行うようなクロスオーバーファンドの創設促進に向けた検討を進めていくところをアクションプランとして示しているところでございます。

真ん中の投資家と企業をつなぐ機能というところに関しまして、3-1. インデックスに関しては、ちょうど昨年、10月のBio JapanにおいてS&Pの方からバイオ指数のドラフトが示されております。必ずしもS&Pさんに限ったところではなく、バイオ指数というのが民間でつくられていくといいなと思っておりますが、そのときに注目しているポイントとしては、一番右側に書いてありますが、投資可能な指数になっていくことを目指しながら、今、民間を中心に検討を進めていただいているところでございます。

アナリストの増加のところに関しては、これは海外ですけれども、IIという投資家情報誌がありまして、そこでこれまで医薬品と医療機器とか、バイオという明記がなかったのですが、バイオという業界が明記されることになっています。こちらも引き続き、アナリストの評価というところにおいては、まさに投資家の雑誌においてこういった形で評価されるのかというのは大事になってきますので、アナリストの増加に資する働きとして、投資家情報誌との連携は強化していきたいと思っております。

3点目、統計情報の海外発信ですけれども、海外のバイオのデータベース、いわゆる海外の投資家さんが見ているような非上場企業のデータベースを調べたみたところ、日本のバイオベンチャーさんは登録されていないものが多いので、海外データベースへの登録促進を通じて海外でのバイオベンチャーのプレゼンスを高めていくことも必要だろうと思っております。

最後、上場制度のところでございます。こちらは、後ほど東証の方からまさに説明があるところだと思いますが、大きな変化としては、上場基準のところでは東証さんにバイオベンチャーのライフサイエンスの窓口を設置していただいたというところと、あとは市場構造の在り方等に関する懇談会の設置というところで、議論を進めていただいているところかと思っております。

こちらの考え方については、また後ほどのページで御説明させていただきたいと思っております。

次に11ページをごらんいただきますと、こちらはいわゆるバイオベンチャー側として意識することとして何があるのかというところを私どものほうで分析したものになっております。例えば、これは日本のバイオ企業と米国バイオ企業の開示情報というところを調べているのですけれども、アメリカの場合、青い線がアメリカになっていきますけれども、例えば競合環境とか試験概要の開示が多くなっています。

一方で、日本は灰色ですけれども、5.6倍ですとか何倍というのはアメリカに対して何倍開示がされているかというのを開示資料のページの枚数で見ているものですが、例えば日本ですと、割と財務関連の情報が多くなっております。まさに、一番大きなテーマとして掲げさせていただいたところでは、売り上げだとか利益がないようなバイオベンチャーの価値を適切にどういうふうに評価するのかという観点から言うと、例えばこういう開示のところの違いは分析していく必要があるかなと思っております。

さらに、少し一旦飛んでしまうのですけれども、16ページを先にごらんいただきますと、具体的にIRポイントの明確化と書かせていただいたところで、例えば海外のバイオベンチャーの方が投資家さんに向けてどういった情報を開示しているかというところの例になっております。

こちらは、非上場のときには、例えばベンチャーキャピタルの方とこういう戦略をつくられる企業さんが多いのだと思うのですけれども、上場後のところで、当然、大手の製薬企業との提携状況を例えば開示するとすると、製薬企業との関係もあると思うのですが、どういった情報が開示されていけば、売り上げと利益が示されていなくてもバイオベンチャーの価値というのを図っていけるのかという対話を進めていくというのは、一つ投資家の増加という観点で非常に重要なかなと思っております。

次のところですが、前後して恐縮ですが、13ページを開いていただければと思います。こちらはインデックスになっておりまして、投資家さんと企業をつなぐというところに関してですけれども、バイオインデックスについて、昨年、S&Pさんのほうから一つモデルというものが示されております。オレンジ色のところにジャパンのバイオテクノロジー指数がございまして、パフォーマンスを示しているものになっております。TOPIXとかS&Pのほかの指数と比べても、上の位置にあるところがおわかりになるかと思えます。こちらバイオベンチャーだけではなく、製薬企業も幾つか入れた上で、例えばこういう指数をつくってみると、インベスタブルなものになるのではないかというところのプロトタイプ的设计などを行いながら、実装に向けて検討を進めているところでございます。

14ページが、インデックスについての具体的な効果というところでまとめたものになっております。細かく説明すると長くなってしまうので、右側に濃い青の丸があって、その外縁をまた薄い色で囲っているところですが、我々が申し上げているバイオインデックスの効果、投資家とつなぐといったときには、いろいろな投資家さんがいるだろうなと思っております。例えばインデックスで投資をしていないような方、アクティブ運用を行っているような方、個別銘柄に投資している方にとっても、彼らからすると今ベンチマ

ークがない状況ですけれども、バイオインデックスというものが出てくることによつて、このベンチマークでは例えばどのぐらいリターンが上がったかというところを説明できたり、あと、個人投資家の方に対しても、一株一株投資するところの難しさは非常にあると思いますが、そういった中でインデックスというものをつくられることによつて、個人投資家の方はリスクを軽減するとか、そういったいろいろな副次的な効果があるのかなと思っております、今、取り組んでいるところでございます。

次の15ページのところは、アナリストランキングで、バイオテクノロジーができましたよというところの資料ですので、こちらは割愛させていただきます。

18ページは、最後の3つ目のパートの上場制度のところを見ているものでございます。こちらのデータのとり方とかは\*印のところに書いておりますけれども、赤字上場の割合と上場後の時価総額成長率を各国別に見たものになっております。

赤字上場の割合のところでは、アメリカから日本というところを見ておまして、当然、データの制約があるので一部ずれはあるかもしれませんが、我々の分析ですと、日本というところが一番小さくなっている。時価総額成長率のところ、これも2010年までに上場済みの企業1,300社ぐらいを見ているのですけれども、上場後の時価総額成長率というところで、特に赤字のところはマイナスになっているというところもございまして。こちらは1社のインパクトというのも大きく出るというのと、あとは例えばマザーズ・JASDAQから一部に行ったような方というのは、当然、マザーズ・JASDAQに含まれておりませんので、そういった影響もあると思いますが、上場後、どういった成長率を確保するかというところがやはり日本の課題なのではないかなと思っております。

そういった中で、次の19ページは、いわゆる香港が「Biotech Chapter」というものを18年4月に設けておりますという御紹介になっております。注目している点としては、バイオテックの認定要件の例えば投資家というところで、上場時になかなか売り上げだとか利益で彼らの価値を判断することが難しいので、適格投資家という人たちが認定して、これも定義がかなり曖昧なところもあるのですけれども、適格投資家1名以上から投資を受けるということにしていたり、その下の上場要件のところでは、業績要件というところは非適応にしながらも、一定以上の時価総額を求めているというところが注目に値するかなと思っております。

次の20ページは、そこで適格投資家って誰なのだということに関する簡単な、彼らの公開資料からつくったものになっています。彼らの中では、一定要件の投資家：「Sophisticated Investor」というところで4つぐらいのプレーヤーを挙げておまして、その下の「meaningful investment」というところで、時価総額に応じて彼らがどのぐらいの株式を持っていなければいけないかというところのパーセンテージを定めております。

例えば、赤字で、かつ売り上げもないところであれば、こういった投資家さんというところでその事業の成長性を判断するというのも一つなのかなという議論が研究会では行われておりました。

21ページですけれども、こちらがインパクトというところで、香港取引所の市場改革後のバイオベンチャーの上場している状況になっております。今7社上場しております、時価総額が合計約2兆円になっております。こちらはもう既に日本を超えているぐらいのベースになっております。ただ、アメリカで成長しているベンチャーが改めて香港でも上場するという形もあるので、一概に比較することはできないのですけれども、アジアの上場環境というところを比較しても、なかなか香港というところが盛り上がっているなというのを感じているところでございます。

そういった中で、22ページですけれども、上場基準というところ、今、日本の中で例えば開発段階、開発品数、大手提携という、日本で濃い青地になっているところを見ながら、どういった上場のあり方が望ましいのかというのを考えていく必要があるだろうということが議論の中心になっているものでございます。

23ページ以降は、上場廃止基準のところになっております。23、24は、前回もお出しさせていただきましたものです。JASDAQの基準、マザーズの基準それぞれにおいて、もしアメリカの企業がその基準で上場していた場合に、上場廃止になる可能性がどのぐらいあるかというのを分析したのになっております。

アップデートとしましては、27ページをごらんいただければと思いますけれども、こちら当然、前回も申し上げましたとおり、上場廃止基準というのを意識しながらアメリカの企業が上場しているわけではないので、単純に比較するのは乱暴にはなるのですけれども、例えば時価総額成長率トップ100社のところに、これはNasdaqの上場の企業ですけれども、そういったところに日本のマザーズだとかJASDAQの基準を当てはめたときに、どの程度が上場廃止になるのかというのが右側、左側は全上場企業になっております。

当たり前と言えれば当たり前かもしれませんが、やはり時価総額の成長率が高いところ、先行投資型のほうが、売り上げ・利益というところで基準が切られてしまうと、上場廃止になる可能性が大きくなっております。

28ページは具体的な企業というところを見ておりまして、特に伊藤レポートのフォローアップ研究会では、ここにもありますとおり、バイオ、ヘルスケアというのが中心になるけれども、ほかにも恐らく先行投資型の企業はいらっしゃるはずで、そういった方たちの中長期的な企業価値の向上のために、例えば売り上げ・利益なのか、ほかの基準が必要なのかというところを考えると、バイオだけではなくて、ほかの企業においても売り上げ・利益以外のところでその成長性を判断してあげるほうがいいものも存在するのだろうということで、もう少し広く見るべきではないかという議論が行われていたところでございます。

最後、29ページのところでは、どういうふうを考えているのだというものですけれども、こちらは経済産業省から出させていただいたものになっておりまして、既に公表されているものですが、上場基準の適正化というところでは、特に先行投資型企業、特に赤字企業の上場においては、売り上げ・利益の実績や黒字化に至るまでの見通しの提示を不要とし、

ただ、先ほど申し上げたような、例えば一定の条件を満たす投資家の投資とかコミットメントを活用するプロセスが必要なのではないかという話ですとか、上場廃止基準の適正化に関しましては、上場廃止基準について売り上げ・利益基準ではなくて、一定規模の時価総額基準を適用するということが必要なのではないかというところ。

あとは、一部昇格要件のところでも、当然、新しく市場ができ上がってきたときに、マザーズ・JASDAQにとどまって成長し続けられればいいですけれども、一部に行くというところについても、例えば売り上げとか利益が求められると、なかなか上に行けないような企業さんがいる場合に、例えば時価総額というものをここでも導入できるのかどうか。ここは市場間の位置づけによるので難しいところもあると思うのですけれども、そういったところを考えていたり、最後に、クロスオーバー投資家をふやすためにどうすべきかというところを考えるべきでしょうというところで、大体この4点ぐらいが今回のバイオベンチャー、あとはそれに限らず先行投資型企業というところで、アイデアとして出させていたいただいたものになっております。

時間が超過してしましまして済みません。以上になります。ありがとうございます。  
○株式会社東京証券取引所（林部長） 続きまして、お手元の資料2に基づきまして、私ども東京証券取引所のほうで現在取り組んでおります、市場構造の在り方等に関する検討につきまして御紹介させていただければと思います。

改めて申し上げるまでもございませぬけれども、将来の成長可能性の高いベンチャー企業の皆様に、株式の上場を通じて資金調達の手助けを提供させていただき、これは私どもの持って生まれたといいますか、社会的に要請されている使命であると考えているところでございます。そういった観点から、御案内のとおり、これまでもマザーズやJASDAQといった新興企業を対象とする市場を整備し、また、投資家の方々がベンチャー企業投資に伴うリスクを適切に理解した上で、自己責任のもとで投資に参加していただけるよう、開示制度などを整備する。こういったところをこれまでも私どものほうで取り組ませていただけてきたところでございます。

そういった中で、昨年秋から、現在の市場構造の在り方をめぐりまして、改善すべき点がないかどうかについての議論に着手をさせていただいているところでございます。現時点では、結論が得られたという状況にはなっていないのですけれども、検討の途中経過を本日は御紹介させていただければと思っております。当然ながら、ベンチャー企業の育成というのがこの検討の中でも大きなテーマになっております。

お手元の資料をおめくりいただきますと、現在のマーケットの構造のポンチ絵を描かせていただいております。真ん中あたりに絵がございませぬけれども、私どもの市場区分といいますのは、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQと、大きく4つに分かれております。このうち、先ほど経済産業省様のほうから御紹介もございましたが、マザーズと市場第二部と呼んでおります市場につきましては、これは通過市場という位置づけになっておりまして、ベンチャー企業には赤字でマザーズに上場していただきまして、そこで成長

を果たしていただきますと、いずれかの段階で市場第一部にステップアップをする、そのような形で現在のマーケットの構造を運営してきているところです。

俗に市場第一部の会社が多過ぎるのではないかということをおっしゃられるケースもあるのですが、上場いただきますと、「いずれは市場第一部に」という形で企業の側も活動されておりますので、結果的に市場第一部の上場会社が増えてきているというのが現状でございます。

現在、こういう4つの区分に分かれておりますけれども、一番上にございますとおり、なぜこうなっているのかということにつきましては、2013年に大阪の証券取引所と東京の証券取引所が統合した際に、以前からございましたそれぞれのマーケットの構造をそのまま引き継いだことに起源を発していることとなります。

この統合は2013年でございますが、当時は取引所同士の都合で合併をしたということに関しまして、上場会社や投資家の方々に御迷惑をおかけするのは問題だろうということで、あるものをそのままくっつけたことになっているのですけれども、5年が経過をしたことを踏まえまして、今後の日本経済の持続的な成長や発展を考えたときにどのようなマーケットの構造であるべきか、ということについて、将来を見据えた議論を始めた。そういう経緯でございます。

議論に当たりまして、国内外の方々に幅広く意見募集を昨年の暮れから今年の初めにかけて行わせていただきました。その内容なども踏まえまして、現時点で想定されます課題、あるいは論点の考え方を3月末に公表させていただいております、その内容をお示ししたのが3ページ、4ページ目になっております。

課題につきましては、いただきました御意見を踏まえまして大きく3つだと思っております。1つは、先ほどごらんいただきました4つの市場区分につきまして、これが非常にわかりにくいという御指摘でございます。結果的に投資家の方々にとっても利便性が低いものになっているということでございます。

具体的に、3ページ目の①に記載の内容にありますとおり、未上場の会社さんが新規上場する場合に選べる3つの市場区分として市場第二部とマザーズ・JASDAQが存在しておりますけれども、それぞれの役割分担がどうなっているのかがわかりにくいということでございます。

それから、市場第一部がどういうマーケットなのかということについて、コンセプトが明確ではなく、現在、必ずしもうまく機能していないのではないかと御指摘もございます。

課題の2つ目でございますけれども、いわゆる「上場ゴール」という言葉がマスコミで使われる場合もございますけれども、私どもの願いとしましては、上場いただきまして、そこで資金調達をしていただいて、さらにビジネスを拡大していただいて、企業価値を向上していただく。これが株式市場を御利用いただく際の基本的な考え方だと思っております。わけでございますけれども、結果的に見ますと、持続的な企業価値向上を動機付けるという

観点から、現在の市場区分が十分には機能していないのではないかと御指摘でございます。

先ほど申しあげましたマザーズ、市場第二部のマーケットにつきましては、現状、上場いただいてから成長を実現して市場第一部に上がっていただくことを基本的な考え方として持っているのですけれども、現在の基準がそういった観点から十分に機能していないのではないかと御指摘があるものです。

さらには、先ほど経済産業省様からも御指摘がございましたけれども、マザーズや市場第二部といった市場において、現状、機関投資家の方々が投資参加をするという構造になっていないのではないかとありますとか、ベンチャー企業向けのマザーズあるいはJASDAQといったマーケットにおきまして、必ずしも新興企業の実態に配慮した、あるいは実態をあらわすのにふさわしい開示制度が構築できていないのではないかと、こういった御指摘もいただいております。

3番目としまして、これはベンチャー企業の話とは直接的にはかかわっていないところでございますが、TOPIXという市場第一部の全銘柄で構成されている指数が我が国を代表する指数として、名だたる機関投資家の投資の際のベンチマークとして御利用いただいておりますけれども、この指数の商品性が不完全ではないかと御指摘も多数頂戴しているところでございます。

こういった課題を踏まえまして、今後の我が国経済の持続的な成長に向けて、上場会社の各社の皆様の中長期的な企業価値の向上とベンチャー企業の育成をどういうふうに図っていくのかということが、今検討させていただいております市場構造の見直しの大きなテーマになります。

では、具体的にどういうデザインが想定されるのかということに関しましては、3月末時点で、頂戴をしております御意見を踏まえて、まずはこういうことが考えられるのではないかとすることを東証として整理させていただいた内容を、4ページ目に記載させていただきます。

基本的な考え方といたしまして、幅広い上場会社の皆様に上場の機会を提供すること、さらには、上場していただいた後のさらなる持続的な企業価値向上の動機付けを図ることという観点から、どのような市場の構造が望ましいのかを、現在の区分にとらわれずに、あるべき姿として検討していきたいと考えているところでございます。その際に重要なのは、やはりコンセプトではないかということでございまして、明確なコンセプトに基づきました制度の再設計を想定しているところでございます。

では、具体的にそれはどういう姿なのかということに関しましては、これから御議論を頂戴するというところでございますが、まずはベーシックに、我々の日本の資本市場において一般投資家の投資対象としてふさわしい企業様に上場していただくマーケットがまず存在する。これをA市場と仮定いたしますと、ほかにコンセプトが異なる市場として想定されるものが2つありそうだと。1つがベンチャー企業向け、すなわち、高い成長可能性を

有する企業様向けのマーケット。もう一つは、特に国際的に投資を行う機関投資家の方々をはじめとしまして、高い水準の要件を要求されるようなマーケットというのがあり得るのではないかとというのが現時点の考え方でございます。

そこで想定されますベンチャー企業向けの市場にどういう基準が求められるであろうかというのが、その下の枠組みでございますけれども、ベンチャー企業向けの市場でございますので、まずは先行投資型と言われますような、赤字で上場することとなる会社、先ほど経済産業省様のほうからも御紹介がございましたような会社を含めて、高い成長可能性が期待される新興企業に幅広く上場機会を提供しなければいけないということを前提として考えますと、当然ながら、実績ある企業様向けのマーケットに対して要求される基準よりは緩和された基準でなければならぬと考えられます。

また、結果的に赤字で上場されるわけでございますので、長期間赤字が継続をすること、資金調達はするけれども、投資をすることでキャッシュフローも赤字が継続するような実態が想定されることを踏まえまして、どういう形になった場合にマーケットからの退出が必要なのかということについても、きちんと考え直す必要があるだろうという趣旨で資料上もハイライトさせていただいております。

さらに言えば、上場した後の企業価値向上は、経営者の方々の企業努力に委ねられているということが基本でございますが、どういう形でそれを補完していけるのかという観点からいたしますと、機関投資家の方々の参入の促進のような話、それから適切な開示制度を構築していくといったところが、高い成長可能性を有する企業向けの市場の論点になるのではないかとということで、引き続き検討させていただきたいと考えております。

ただ、現在あるものを新しい形に再編成することになりますと、当然ながら、現在上場されている会社、あるいはその上場会社に対して投資をしている投資家の方々にも大きな影響が生じることになりますので、移行のプロセスについても今後十分に配慮していかなければならないと考えているところでございます。

5ページ目以降は「御参考までに」ということで、とりわけ新興企業向けのマーケットをめぐるしまして、国内外の方から頂戴しております御意見を幾つか記載させていただいております。このあたりの中身に関しましては、先ほどの経済産業省様の御紹介の内容とも重複をしておりますので、割愛させていただきたいと思っております。

御説明は以上でございます。

○原座長 ありがとうございます。

では、御質問、御意見をお願いいたします。

○森下座長代理 このバイオに限らず、将来の成長産業の入り口としての新興市場の整備というのは非常に重要だと思うのです。今、安倍政権下になって、大学のVCとか、いろいろな形でベンチャーキャピタルの会社はかなり資金が回っている。ただし、見ていると、8割、9割はバイオとか先進技術の領域に対する投資なのですね。今のままの状況ですと、マザーズではバイオですと年間2社ぐらい、ほかの領域になるとほとんど上場案件は出て

いないので、普通に見積もってもとても回収できない。一方、ナスダックは40%ぐらいがバイオで、AIとかを入れると約半分がいわゆる先進技術を利用したベンチャーが上場している。やはり、日本もそうならないと、なかなか資金が回らない。イノベーション・エコシステムが破綻してしまうと思うのです。そういう意味で、もう5年、6年、皆さん投資が始まっていますので、早急に改革をしてもらわないと入り口がないという状況になると思うのです。

一つのアイディアとして、先ほど香港の市場の話が経産省から出ていましたけれども、なかなかおもしろいなと思って見ていたのですが、そういう意見も、東証さんの資料を見ても8ページ、9ページあたりにいろいろ出てきますけれども、具体的に来年、再来年ぐらい、あるいはことし、来年でいいのですけれども、改革をしようとか、審査基準が見直されるとか、そういう動きは出てくると期待してもいいのでしょうかね。

これは東証さんのほうかな。余り先だと、結局意味がないと思うので。あと、経産省からも御意見をぜひ。

○経済産業省（上村課長） まず、経産省の関係からですと、まさに委員もおっしゃったように、どういう情報をベンチャー側も開示をすると投資家側がそれを、今、成果はないのだけれども、将来ここが本当に成長しそうだということを理解いただいてお金が入ってくるのか。このために、最初のレポートでこういうことをガイドラインではないかとしたのですけれども、やはりもう少し具体的にやっていく、書いていく、こういうことを出したらどうですかという対話の促進が大事かと思っていまして、それは今年度も少し継続的に、実際の企業さんも入ってもらって、去年の検討会は投資家側の方が比較的多かったのですけれども、実のあるものをつくっていく必要性をすごく感じています。

制度というのは、また東証さんなり、金融庁さんのお考えがあると思うのですが、経産省の立場からは、そういう制度をつくっていただくために必要な部分をしっかり中身を詰めていく作業は待たないというか、できることを継続してやっていこうと考えているところです。

○株式会社東京証券取引所（林部長） ありがとうございます。

改革はすぐにでも実行されるのか、いつやってもらえるのかという御指摘がございました。2つのお答えの仕方があると思っています。

まず、現在は、マザーズというマーケット、あるいはJASDAQグロースというマーケットがございます。こちらは、現在でも赤字の会社の上場を、制度上許容しているという状態になっております。ただ、おっしゃっていただきましたように、現状において上場されている事例が決して多くはないというのが関係者の方々の共通のお悩みという理解でもございます。

この点に関しては、制度の見直しがなくとも上場がしやすい環境を構築できるのではないかという観点からの実務上の工夫というのは、昨年あたりから順次着手をさせていただいているところがございます。先ほどの経済産業省様のほうの資料の中でも一部その内

容が紹介されておりますけれども、そういったものの効果が今後出てくることは大いに期待していいのではないかと考えております。

その一方で、構造的な部分、先ほど御提案いただきました適格機関投資家が投資をしている場合において、例えばプロの目利きが存在しているということを前提として、何らか一定の基準の緩和みたいなものが考えられるのかどうか。このあたりの具体的な内容はこれから議論をしていくということでございますので、そういった内容がビルトインされた制度がいつできて、いつスタートするのか、今の時点ではっきりとお答えできないのが残念なところではあるのですが、おっしゃっていただきましたように、課題として悠長に構えている場合ではないということについては我々も共通の認識として持っているつもりでございますので、のんびり夏休みをとらないという覚悟で今年は取り組んでまいりたいと考えております。

○森下座長代理 ぜひお願いしたいと思います。今の審査基準は、まさに私が創業したアンジェスのときの2002年の上場基準に沿っていると思うのです。当時は、創薬の古典的なモデルで、日本で最初だったというので非常に意味があると思うのですが、今、実際にその基準でナスダックに上場しているというのは1割ぐらいしかなくて、むしろ最近ハイブリッド型であったり、プラットフォーム・テクノロジーの会社で、それこそ全く臨床試験に入っていないとか、大手さんと提携していない。要するに、大手さんと提携するというのは、確かに安定感は増しますけれども、最大利益を捨てているのと一緒ですから、自分たちで販売までするというビジネスモデルが結構ふえてきている。

そういう意味では、世界的な審査基準が非常に大きく変わっていると思うのです。このあたりを柔軟に取り入れていかないと、どっちかという、洋服に体をベンチャーが合わせるという逆の現象になりつつあるのではないかと。これはやはり日本の将来にとってよくないのではないかと、審査基準の見直しというのは割と早期に必要ではないかと思うのですが、そのあたりをされる予定はあるのでしょうか。

○株式会社東京証券取引所（林部長） 基準の話なのか、運用の話なのかという目線で見ました場合に、今の話はやや運用に近いところかもしれませんが、おかげさまでバイオに関しましても、おっしゃっていただきましたようなアメリカの事例ほどではないのですが、日本におきましてもさまざまなビジネスモデルのバイオベンチャーの上場というのが徐々に出てきているところがございますので、いろいろなバリエーションのものがあり得るという前提で審査は行わせていただくようになってきているものと思います。

ただ、実際に事例がそんなにたくさん出てきているわけではないので、そのあたりの周知、浸透というのがまだ十分に図られていないがゆえに、上場の申請自体を躊躇されているような例もあるのではないかと、問題意識を昨年あたりから持っているところがございます。そのあたり、バイオベンチャーの方々と直接お会いする機会を私ども自身も持たせていただいて、我々のほうの過去の事例を踏まえて、創薬でフェーズ2の後半まで臨床試験が完了している、あるいは、大手の製薬会社に販売のライセンスを供与しているとい

うことでなくても上場の対象になり得るのだということについて、御案内させていただくような機会を設けているつもりでございます。

○経済産業省（上村課長） 経産省のほうでも、そのあたりは今、いわゆる低分子型といえますか、伝統的な創薬だけではなくて、再生医療ですとか、遺伝子・細胞治療、さまざまにモダリティーが広がってきますと、本当にケース・バイ・ケースといえますか、企業ごとに戦略なり、何を重視してどのあたりをもとに成長性を見ていくのか、やはり違うなど。したがって、先ほどの適格投資家的な、しっかりとした目利きのなフィルトレーションをどうするのかとか、審査の側も、わかっているけれども、これまでのイナーシャもある中で、でも現場で、経産省の立場で言うと、ベンチャーさんも次はどこが来るかなとか、こう言うところなふうには言われるのではないかと、必要以上に自分で考えているようなところを、こういうガイドライン的なところ、研究会の報告書も含めてどんどん変わっていくし、こう説明すればいいのだよということも、制度のほうもそうでしょうし、それに合った形で企業側もより正しく理解いただくような形で進んでいけるような運動論を進めていく必要はあるかなと思っていて、それを検討会、継続的な場でもより出していくような形で考えたいと思っています。

○森下座長代理 ぜひ検討会を引き継ぎやっていただいて、これで終わりというのではなくて、どんどん技術は進展していきますので、ある意味、常設的と言ったら言い過ぎかもしれませんが、議論していただきたいなど。これはバイオに限らず、AIとか、ロボットとか、恐らく全部共通する課題で、日本の将来に大事だと思うので、ぜひお願いしたいと思います。

その中で、今、話が出たのですけれども、ベンチャー側から言うと、結局、先進技術を使っているベンチャーにとってIPOというのは全然ゴールではないのです。どちらかという、むしろスタートラインで、ここから本格的にお金を集めていって事業を展開する。VCで賄える金額というのは非常に限定的ですから、そういう意味ではやっとスタートラインに立ったと。ここが従来の古典的な企業群との考え方の違いだと思うのです。

その中で、いつ上場できるのか、どういう条件をクリアすれば上場できるのかというのは非常に重要で、予見性というのは非常に重要だと思うのです。そうしないと、事業の組み立てがなかなかできないのです。

その予見性の向上という観点で、例えば東証ともっと直接的に会話ができる場があるとか、こういう条件をクリアすれば上場の状態がある程度クリアできるのがわかるとか、そういう予見性向上の仕組みは何かできないのでしょうか。

東証ライフ窓口設置と書いていましたが、これがどういうものか私はわからないのですけれども、そこを含めてちょっとお教え願えればというか、何かアイデアがあればというのをお聞きしたいのです。

○株式会社東京証券取引所（林部長） 今、御指摘をいただきましたライフサイエンス・バイオビジネス上場相談窓口設置の背景ということですが、我々の新規上場の審査

の中で一つ大きな論点になりますのが、マザーズの上場の場合で言えば、企業さんが想定しております事業計画、製薬ならば、これから先、医薬品の開発にどのくらいお金がかかって、開発にどのくらいの期間がかかると想定されているのか、といったところについては、どのようにきちんと投資家の方々に御説明いただいて、それをどのように合理的なものだと御理解いただけるかというところが一つポイントになってくるだろうと思っております。

その際に、過去に事例がありますならば、それに倣うということがあり得るわけですが、一方で、先端技術であれば、他に倣うべき存在がないケースというのもあるかと思っておりますので、そういうケースは、ある程度ハンズオンでお互い会話をさせていただきながら議論をしていく。それを必要に応じて審査にも反映することになりますでしょうし、証券会社様が行う引受審査の中にもそういった考え方を溶け込ませていただくということを一々ある程度丁寧にやっていかざるを得ないだろうと。それがライフサイエンス・バイオビジネス上場相談窓口を設置した一つの契機でございます。

窓口では、未上場の会社から私どもが直接御相談をいただいたり、証券会社を通じて御相談をいただいたりするケースもあります。我が社は上場に適しているのでしょうかという御相談、あるいはこの会社の引受審査を受けようと思っているのだけれどもどうだろうかということを経済産業省から打診をいただく、ベンチャーキャピタルからも打診をいただく中で、窓口を運営させていただいておりますが、実際のご相談のうち、いわゆる先端技術に類するものにつきましては、まだ全体の1割ぐらいです。

そういう現状からしますと、投資先の企業はどんどん増えてきていて、投資のプールは存在しているのですけれども、いざ上場というところまで御検討いただいている会社の数はまだそれほど多くはなっていないのかなという印象ではあります。

○森下座長代理 この東証ライフ窓口というのは東証に設置されている窓口で、企業が直接行ってもいいのですか。

○株式会社東京証券取引所（林部長） 全く差し支えございません。電話番号もホームページで公表しております。

○森下座長代理 知りませんでした。宣伝しておきます。

○原座長 お願いします。

○八代委員 先ほど、経産省のほうから言われた中で、すごく重要なのが適格機関投資家ですか、事業を評価する上での専門性を有する長期目線の機関投資家ということですが、そういう存在が今日本にいるのですか。

○経済産業省（上村課長） 日本には、もちろんゼロかという、実際に一生懸命頑張っておられる方々はいますが、香港なり、欧米におけるような実態のもの、年に何社もというところと結果から比較すると、それはいるとは言いがたいところがあって、どうすればそういう人たちをもっと育成できるのかというのは一つの課題かなと感じております。

○経済産業省（前田課長補佐） 補足として、20ページの香港の投資家の要件を見ると、

必ずしも機関投資家さんだけではなくて、例えば大手企業のCVCの方とか、VCなのか、そういったところも、大手企業だとかも入っています。なので、ここの上場前と上場後の橋渡しのところは機関投資家さんだけなのか、それとも、少し上場後も持っていていただきながら、機関投資家さんにブロックトレードのような形で渡してもらえようかなどがあると思うのですけれども、確かに香港取引所と直接お話ししても、割とぼんやりしたというか、しっかりとした定義になっていないのは、彼らも恐らくこの定義というのは決めかねているところはあるのかと思います。

他方で、聞いている話によりますと、こういった制度が入ってきたことによって、例えばアメリカですとか、海外の機関投資家さんみたいな方が例えば香港に目を向けていたりといった話も聞いておりますので、そういったところも含めて、制度が導入されると何か変わってくるというところも逆方向からはあるかなと思っていて、そこは引き続き検討を進めていきたいと思っていますところでございます。

○八代委員 ただ、日本でそういうものを育成するだけでなく、海外のそういう投資家を呼び込むために、当然ながら英語できちとした情報を提示するとか、そういうコンサル企業みたいなものを育成するか、あるいは経産省自身でやられるか、それぐらいしないとなかなか進まないように思います。

ありがとうございました。

○経済産業省（上村課長） 今、八代委員がおっしゃったようなことも一つの大事な点でありまして、伊藤レポートの検討過程において、英語でどれだけ情報をバイオベンチャーが出しているのかと見ますと、相対的に日本のバイオベンチャーは低い状況であります。

では、どうやって、お金は日本のマーケットでもいいですし、海外でも必要なものをどうとってくるかという話になってきますので、海外の投資家、海外のマーケットに見えるようにしていくやり方がどうあるべきなのか。そのための情報開示はどうあるべきなのかというところも大事な論点として考えているところでもあります。

さらには、今おっしゃったように、コンサルのコンサルといえますか、いかにスピードをアップして適切に必要なお金をとってくるのか。これも議論の上では確かに大事になってくると思っています。

○八代委員 ありがとうございます。

○森下座長代理 今の話の続きになるのですけれども、アナリストの養成も同じような話で、鶏が先か卵が先かという関係にあると思うのですね。バイオベンチャーなり、そういう先進技術は上場しないので、アナリストも育たないし、アナリストが育たないので評価できないので投資ができない。そういう意味で、数がある程度できてこないとインデックスも意味がないので、やはりある程度のマスをつくるというのは非常に重要だと思うのですね。そういう意味で、審査基準のところなり、入り口のところをどれだけ広げていくかというのが重要だと思います。

ベンチャーの側で言うと、今、東証さんからはマザーズは通過点で、一部に上がってほ

しいというのがあったのですけれども、ナスダックは別にそこから先に行くわけではなくて、終着点なのです。私なんかはベンチャーの感覚で言うと、もうマザーズでむしろ逆に大きくなって、そこから別に東証一部に行かなければいけないという必然性を余り感じないのです。その辺の認識がベンチャー側と投資家側は違うのかなと。行かなければいけないものかどうかというのは一つ聞きたい。

もう一点は、昔はアンジェスは第3位ぐらいだったと思うのですけれども、会社をつかって割と早い時期に上場した会社が多かったのです。2年とか3年ぐらい。今はそんな会社は全然なくて、一番短くても5年とか7年という期間だと思うのですけれども、最先端技術で本当にいけば、2年は短いにしても、3年で上場できる会社はたくさんあってもいいと本当は思うのですけれども、どちらかというと、長くやっているところを評価しているのかなという節も見えて、そういうことはないのかどうかというのもお聞きしたいと思います。余り会社の期間が長いと意味があるとは思わないのですけれども、その辺はいかがですか。

○株式会社東京証券取引所（林部長） 幾つか御質問をいただきましたので、順番にお答えさせていただきます。

まず、市場第一部に行かなければいけないものなのかということに関して申し上げますと、特に制度上、そうでなければならぬということは申し上げてはおりません。ただ、現実といたしまして、マザーズあるいは市場第二部に上場している状況ですと、自分の会社の株に投資をしている方々は、個人投資家と限られた外国人機関投資家であるという状況になります。そういった中で、国内の機関投資家の方も含めて、より幅広い機関投資家にアクセスしようとする観点で、市場第一部に上場することのメリットが発行企業の側には存在していて、結果的に市場第一部上場を選んでいる会社がかかなり多い。

市場第一部上場するに当たりましては、一定の時価総額あるいは利益の基準を満たすということが要求されることとなりますので、それを満たした上でということになりますが、マザーズなり市場第二部に引き続き上場し続けていたいという会社は現実には余りたくさんいらっしゃらないと思います。もちろん、そうしていただいてはだめだということではないです。

また、アナリストの育成のお話をいただきました。これも非常に重要なテーマだと思います。私どもも、アナリストの方々と意見交換をさせていただく機会があるのですけれども、彼らが異口同音に言いますのは、機関投資家が主にカバーをしている銘柄について、優先的に自分のアナリストレポートもカバーしにいかざるを得ないという事情があるというところがございます。

また、機関投資家が売買をする対象になりますためには、時価総額が一定程度より大きくないとなかなか難しいという声をよくお聞きします。100億円のファンドを運用しているファンドマネージャーがいらっしゃるとして、その方々は恐らく数十銘柄に分散投資をすることで自分のファンドを運営されるわけなので、1銘柄に対して5億円ぐらいお金を

入りたいというのが基本的な発想としてあるわけですが、仮に、自分が5億円の株を買ってしまうと、その会社の株式の5%を持ってしまうということになりますと、いろいろ制約も出てくるということになります。したがって、おのずと投資対象は数百億円規模の時価総額がないといけないという事情がございまして、設立されたばかりで、将来性が不透明で、小規模なベンチャー企業に対しては、実は機関投資家は投資をしづらいという構造があるということにも少し留意が必要かと思っております。

また、お話の中で出てまいりました設立後経過年数の問題でございます。私どもも、マザーズへの上場に関しては設立後経過年数は最低1年必要というところございまして、それ以上の期間は要求していません。ただ、実態としましては、おっしゃっていただきましたとおり、設立からある程度時間が経過して、ビジネスモデルとしてもある程度形ができてきて、現状はまだ顧客の数が少ないので赤字ですが、今後、顧客のベースが拡大していけば黒字化しそうである、そのぐらいまでマチュアなビジネスモデルになってから上場されるITの会社さんが多い傾向に見えます。

この背景としまして、冒頭、森下委員のほうからも御指摘がございましたが、VCのところのお金のめぐりが多少よくなってきていて、5年や6年のお金はつなげる会社が増えてきているのではないかと思います。これは、我々が入り口で3年未満はお断りですということをしているというよりは、実は上場というコストを払って資金調達機会を獲得することがなくても、未上場の状態でも資金を獲得できるベンチャーさんが増えてきたことのあらわれとも考えられます。

○原座長 一つ質問ですが、経済産業省さんの資料の18ページの上場後の時価総額成長率の数字の比較をされているデータで、この表の見方をもう少し教えていただきたいのですが、先ほど触れられているように、日本の場合には一部に昇格してしまうことがこの違いの要因だということなのか。もしそうだとしたら、昇格分も含めて数字をとっていただかないと、余りこの表は価値がないような気がするのです。あるいは、それだけではなくて、先行投資型がなかなか上場できないということが問題なのか、あるいは日本の場合にはこれから伸びる企業をちゃんと見出せていないということなのか、その要因がもう少しわかれば教えていただければ。

○経済産業省（前田課長補佐） ありがとうございます。

まず1点目として、おっしゃるとおり、これは赤字先行型の企業は含まれていないので、そのインパクトが一定程度あると思います。これを含んだ形のものを出していないので、そちらを調べてみます。

他方で、現実として、投資家さんが例えば海外から見たときには、マザーズとかJASDAQというマーケットの規模を見ると思うのですが、そのときに、もう既に一部に行ってしまうので、現実問題として彼らがマザーズ指数とかで見ているところというのはこの世界の話なのかなと思っています。

赤字上場の割合のところをごらんいただいてもわかるかと思いますが、赤字先行型企業

の上場というのは少なくなっています。その後の成長率がなかなか上がっていないところに関しましては、研究会の中でも課題だと申し上げておりましたが、やはり機関投資家の比率が上がっていないというのはあるかなと思っております。

個人の方に支えていただいているというのが今の状況かと思うのですが、そうすると自分たちの成長性を示すような情報とはまた別のところで、株価が上がったり下がったりということがあるので、例えば少し興味を持った機関投資家さんがその市場に入ろうとしても、ボラタリティーが高過ぎてなかなか入ってこれないというところもありますし、先ほどまさにおっしゃっていただいた時価総額というところもあると思います。そういう意味では、成長していないというところに関して、まず一部に昇格した企業を含めれば見え方がよくなるかということに関しては、恐らくそうならないだろうと思っています。

では、その状況をどう変えるかということに関しましては、どう機関投資家さん呼び込むかということと、あとは個人の方も含めて、どうベンチャー側としても開示をしながら対話をしていくかということと、あとは国内だけではなくて海外も含めて機関投資家さん呼び込んで、赤字でも中長期的に投資をしていただけるような方をどういうふうにふやしていくか。ベンチャー側からすれば、どういうふうに増資を行えるようにしていくかということとは、やはり課題になっていると見るのが正しいのかなと我々は思っております。

○森下座長代理 金融庁さんに御質問なのですが、今のこういう会話を聞いていて、金融庁としては何か打つ手はないのかということをお聞きしたいのです。

○金融庁（八幡監理官） ありがとうございます。上場基準等の見直しについては、昨年10月から東京証券取引所さんのほうで懇談会を開いて議論していただいておまして、そこに我々も参加させていただいております。また、ちょうど今週から、金融庁の方でも議論の場を作りまして、上場基準とか、市場全体の中でどういう基準が適切かということについて、新興市場のみではないですが、幅広い観点から議論させてもらおうと思っています。

しかしながら、経済産業省や東京証券取引所さん、両方の資料にも、それぞれ両立しづらいことが書いてあり、例えば東京証券取引所さんの資料の6ページの意見集の冒頭の2行には「新興企業向け市場については、間口の広さが一定の評価を得られている」と書いてあって、確かにいろいろな人から聞くと、ある意味、世界の中でも非常に上場しやすい市場がマザーズなのですと。一方で、バイオや宇宙、ロボット、素材等の先行投資型企業については十分な上場機会が提供されていないという意見もあり、矛盾しているとはまでは言わないですが、具体的な制度設計を考えるに当たってはクリアしなければならない課題が多いと思っています。そうすると、その市場は結局どうやって限定していくか。

また、特別扱いの対象はバイオ関係企業のことですよねと産業資金課に聞くと、いや、

バイオだけではなくて、宇宙もロボットも。バイオだけだったらまだ定義の仕方があり得ると思うのですけれども、投資先行型企业というのがどんな企業なのか、という事を定義することも難しく、あまり幅広すぎると、新興市場のあり方として全く分からないものになってしまう。このあたりをどういうふうに制度設計をしていくかというのは、総論と各論で違いが出てくるのだなと思っています。

時間を掛けるために申し上げているわけではなくて、できるだけ早く、でも部分最適でここだけというふうにやるのではなく全体最適の視点から見直しを行う必要がありますし、金融庁のほうでも議論をさせていただきますし、前向きな議論をしていこうと思っています。

ほかの問題としては、例えば、その企業は上場すべきという「目利き」があれば、良いのですけれども、そこが一番難しく、それをどういうふうに基準上に反映させたらいいのかについては金融庁としても悩んでいるところでありまして、東京証券取引所さんともよく議論させていただきたいと思っています。

○森下座長代理 今の点は、私はそんなに難しい話ではないと思っています、確かにマザーズは外食産業とかゲーム屋さん、そういう会社にとっては非常に上場しやすい会社だと思うのです。世界的に言うと、そういうのが上場できる市場はほとんどないので、そういう意味ではサービス産業的なところにおいては非常に上場しやすいというのはそのとおりだと思うのです。

一方、きょうお話に出ているように、技術系のところにとっては非常に難しく、どういうふうに定義するか難しいのはわかりますけれども、まずとりあえずマスが大きいのはバイオなので、バイオのところでしたら基準をつくれれば、あとは応用編なのでそんなに難しいと思わないのです。出てくるとしても、AI、ロボット、宇宙、そんなものですから、そんなに何でもかんでも拡充するという話ではないと思うのです。

素材系で、いわゆる新素材なんかは別にある意味プラットフォーム型なので、これはこれで割と工学系というのは早いので、そんなに難しくないと考えますね。やはり非常に収益が上がるまでの期間が長いという観点で考えれば、バイオでとりあえずの形をつくれれば、あとは応用編なので、決して難しいとは思わないのですけどね。

むしろ、そこでできなければ次につながりませんし、今のところは景気がいいですけれども、景気が悪くなると一遍にベンチャーキャピタルのお金はなくなるので、そうなりとみんな本当に討ち死に、リーマンと同じことになってしまっていて、今度は多分立ち上がれないと思うのですね、正直なところ。

そういう意味で、ぜひ早目に議論してもらって、ちゃんとしたエコシステムをつくるというのが一番大きなポイントだと思うので、とりあえずバイオだけに限って結構ですので、やっていくことが私は重要なことだと思います。

○原座長 お願いします。

○八代委員 先ほど金融庁さんのほうから、機関投資家がベンチャーに投資するときには、すぐに株式比率が5%を超してしまうので無理だと言われたのですが、そういうことを言

っていたら全くできないわけで、別に5%でも10%とっても経営には当分関与しないという形で機関投資家は行動できないのですか。

○株式会社東京証券取引所（林部長）　さまざまな機関投資家が当然おられますので、おっしゃっていただいたように、むしろ持ち分比率をある程度持って、経営に必要があればタッチをする形で関与していくという投資スタイルの機関投資家もおられます。究極的にはPEファンドと呼ばれる方々はそういう投資スタイルを持っておられますので、100%持ってしまうこともあり得るとのことだと思いますが、オーソドックスな、流通市場で株を売り買いしている機関投資家にとってみますと、株をいつでも好きなときに買えるということと同時に、いつでも好きなときに売れるということも非常に大事なことでございまして、たくさんの比率の株を持って経営にタッチする重要な株主になることを決して望んでいるわけではないという場合がございます。そういう機関投資家にとっては、売るのが大変になってしまいますので、余り大きな比率で株を持ちたいわけではない。そういう事情がございます。

○八代委員　理解しました。要するに、売却損を恐れる腰の引けたサラリーマンの機関投資家には無理で、アメリカ型の本当にリスクを取って大きく儲けるのだという機関投資家は少ないということですね。

○原座長　ありがとうございます。きょうの議論の中で、上場基準、退出基準や市場のあり方、その他基本的に東証さんに御検討いただく部分が多いということは認識しております。一方で、新規の創業の促進といった観点での政府の施策との整合性の観点もあるので、私たちこの会議でも議論してきたわけでございます。

金融庁さんがおっしゃったような難しい課題がいろいろあるのかと思いますが、やはり政府の政策との観点でも、政府と東証さんで引き続き対話をしながら、時に一緒になりながら進めていっていただくべき課題かと認識しております。

スピーディーに課題を解決していく、改善していく、これもきょう議論があったように重要なことかと思っておりますので、具体的にどう進めていくのか、また引き続き議論をさせていただければと思っております。

きょうは大変ありがとうございました。