

「第1回 新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会 第1部会」議事要旨

日 時 平成23年2月23日（水） 午後3時～5時

場 所 日本証券業協会第1会議室

出席者 大崎部会長ほか各委員

議事概要

1. 「新興市場等の信頼性回復・活性化」について

金融庁総務企画局 後藤委員から、「新興市場等の信頼性回復・活性化」について、東京証券取引所 小沼代理から、「マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた上場制度等の整備及び関連施策の概要」について、大阪証券取引所 村田副部会長から、「JASDAQ市場の活性化に向けて2010年に実施した“10の取組み”」について、それぞれ配付資料に基づき報告・説明があった後、次のとおり、意見交換が行われた。

【意見交換】

1. 金融庁「アクションプラン」

- ・ 本部会では、金融庁の「アクションプラン」の9項目を実現するための方策の検討に限らず、各項目の問題意識の解決に向けて、広く他の方法についても検討をお願いしたい。
- ・ 本部会には、幅広く市場関係者の方にご参加いただいております。活発に意見交換、検討を進めていただき、各取引所、日本証券業協会、日本公認会計士協会、監査法人、法律家などの実務家において、一致してアクションを起こすことが重要であると考えている。
- ・ 上場企業であれば、株式市場には、投資家から資金を集めて成長を目指すことの説明責任があるが、未上場企業も多数ある。未上場企業の上場が活性化しない限り、市場全体は活性化しないのではないかと。
- ・ 本部会では、新興企業の上場促進、不正防止、退出基準について議論を行うが、同様に、日本の株式マーケットの上場企業が成長しないため、外国から資金が入ってこないという問題もあるのではないかと。

2. 上場のメリット

- ・ 上場を検討する企業にミスマッチを感じている。ビジネスが順調な企業は、上場しなくてよいと考えており、逆に、ベンチャーキャピタルが出資し、ファンドの満期が迫る企業は、例え業績が厳しいとしても短期間に上場しなければならず、IPOに苦しむという構図になっている。このため、多くの企業が上場を目指したくなるように、既存上場会社のメリットや利便性を高める環境整備が重要である。プロのベンチャーキャピタルが売却ではなく、追加出資したくなるような企業について、個人投資家に投資機会を提供するという循環が本来あるべき姿である。
- ・ 上場を希望する若い経営者には、30代の中・後半から40代の経営者はいるが、20代前半から30歳くらいまでの経営者がいない。
- ・ 若い経営者は、上場するメリットが全くないと感じているのではないか。以前はゴーイング・コンサーンの問題があった。会計基準で決まっているため、ゴーイング・コンサーンを付す必要があるが、付すと企業が倒産してしまう。上場していると倒産し、上場しないと倒産しないということが生じ、今も、特に不動産業は上場しない方がいいのではないかという議論が続いている。
- ・ 現在の日本経済やマーケットの状況では仕方がない面もあるが、多くの若い経営者は、IPOを行っても株価は上がらないと言い、上場へのメリットを感じていないのではないか。
- ・ 創業10年で、リーマン・ショック後の1期以外はずっと利益を出し続け、また直近の期では最高益を出しているような会社でも、株式マーケットが同様の評価をするかということ、マクロの環境、成長の見せ方、投資の時期、様々な要因で判断される。そのような中で、どう評価の基準をつくるか。マザーズ上場後、1部指定を目標にすることは、企業の成長の過程であると考えられる。しかし、マザーズか2部かということ、2部はイメージがいいとも悪いとも言えない。
- ・ 不正をする人は絶対にいる。不正をする人に対してどう対処するのかという議論と、新興市場、あるいは株式マーケット全般に対して資金が入るためにどうするのかという議論は、分けた方がよいのではないか。
- ・ ここ数年は、上場によるコストに比べて上場による資金調達額が少ないという状況にある。上場が次の成長につながらないため、上場する企業が減っている。その点を

どう改善していくか議論していけばよいのではないか。

3. 取引所の上場審査と証券会社の引受審査

- ・ ファンドの中には運用対象を中小型バリューとして、成長性に大きなウェイトを置かないスタンスにより、パフォーマンスを上げているファンドもある。本部会での議論は、成長性にウェイトが置かれ過ぎているのではないか。小さな企業であっても、利益還元を株主に行っていれば、上場を続けてよいという考え方が、マジョリティーになった方が良い市場といえるのではないか。
- ・ 1つの基準で、様々なビジネスモデルの企業を審査することは難しい。大阪証券取引所(以下「大証」という。)の新興市場では、過去に実績を出した企業についてはスタンダード基準で審査を行い、実績は乏しいものの、一定の条件を満たすと成長が期待できる企業、あるいは、先行投資がかさむため財務上は利益が計上されないが、成長の兆しがある企業については、将来性を積極的に評価するグロース基準とするという、2つの基準で上場審査を行っている。
- ・ 取引所の立場からすれば、IPOだけではなく、上場後の流通市場をいかに魅力的にするのかというのが重要である。最近のIPO企業の事例を見ても、上場したとしても、初値が公募価格を下回る企業や上場直後に流動性や時価総額が極端に低下する企業も見受けられる。このように考えると、必ずしも投資家ニーズに即しているIPOばかりではないのが実情であり、上場基準を緩和すれば、IPOが増えるという話ではない。
- ・ 取引所の上場審査と証券会社の引受審査との判断について、明確化が図られないと、新興市場の活性化につながらないのではないか。
- ・ 東京証券取引所(以下「東証」という。)では、従来、例えば、バイオ・ベンチャーは、複数のパイプラインが進行しており、事業化に係るアライアンスが存在していることなどを確認すれば、直近期の利益がなくても上場を進めたという事例がある。一方で、それ以外の業態の企業は、実績がないと上場に進めなかった。今後、「市場コンセプトに即した上場審査手法」として、上場審査に当たり、企業の事業の計画、特に人・物・金のリソースのかけ方の実現性が妥当であれば、それに基づいた成長ストーリーをベースに上場を考えていくことを議論している。短期で利益がなければいけな

いということではなく、中長期でモデルが働いて、将来的に成長することが分かれば、前向きに上場を進めていくことを検討している。

- ・ 証券会社が、投資家を勧誘するため、この事業計画では引き受けられないなどと企業に改善を求めることは理解できる。取引所としても、粉飾決算、架空取引は排除しなければならないが、取引所が事業計画の実現可能性を評価することには違和感がある。
- ・ 東証では、「市場コンセプトに即した上場審査手法」において、最低限確認することは、企業の事業計画に合理的な理由とそれが確認できる裏付けがあるかである。企業が成長するかどうかではなく、業界が動いていくシナリオがあり、企業は事業計画を立てて、リソースをかけるプランを持っているとした場合、そのプランに妥当性があり、合理的に実行できるものか、確認する。
- ・ 取引所の上場審査において、企業に成長性があるのか、投資家に販売できるかという判断に関しては、一定程度、証券会社の判断に任せられている。これは証券会社と取引所のコンセンサスである。
- ・ 取引所の立場だと、ノーチェックで通すことはできないため、表現としては上場審査となる。上場審査の一環かもしれないが、証券会社は、審査というよりは、投資家が投資できるビジネスモデルかどうか、確認していくプロセスである。今回の見直しでは、証券会社が成長性かあると言っていることに対して、東証が不適切だというプロセスは省こうということについて、了解を得たと認識している。長期的な視点での実現可能性の確認は、事実ではないではないかということ排除するという意味であり、議論の方向性として齟齬はないと認識している。
- ・ 事業計画の実現可能性については、現在、証券会社との間で整理を進めており、シンガポールのように将来3年間の事業計画に関して公認会計士がレビューするという形の議論はしていない。議論の中で、検討した方がよいという意見があれば、検討したいと考えている。
- ・ 海外では、メディアを使って、短期間で監査できると行っているが、実際には言っている程短くない。日本でも海外でも、実際は経営者の資質が分からないと監査証明は出せないと考えている。

- ・ 海外のマーケットは業績予想に重きを置かないケースが多い。国内でIPOを目指す企業では、申請期の事業計画の提出が負担になっている。コスト面の負担の他に、上場準備期間中はビジネスを大きく変えられないといった経営上の制約が、経営者の負担になっている。
- ・ 上場審査が細かいと指摘されることは常にあるが、10年前も5年前も、取引所として上場して欲しい企業は変わらない。情報開示を行い、破綻しそうでない企業であれば、上場していただきたい。上場審査が細くなる理由の1つには、審査項目が社会の状況を映す点にある。例えば、ソフトウェア業界の架空循環取引という現象が世の中で問題になれば、従来は行っていなかった確認を行う。あるいは、サービス残業が話題になれば、確認した方がよいということになる。
- ・ 引受証券会社は、デューディリジェンスを行うリスクを取ったうえで投資家に販売するため、開示を充実させる責任などを持ち、ゲートキーパーとしてのスクリーニングを行っている。取引所の上場審査は、例えば、関連当事者取引の解消の指導や、あるいは開示体制、コンプライアンス体制、ガバナンスを確認することにフォーカスを置き、証券会社の審査は、事業計画の合理性を確認すること、配当計画を確認することにフォーカスを置くことが望ましいのではないかと。審査対象項目について、役割分担の明確化を図り、企業に対して示していくことが必要である。
- ・ 上場を目指す企業に求める事項は、取引所と証券会社にほぼ違いはない。両者の機能の違いはあるが、企業に求める事項が重なることは、仕方がないのではないかと。取引所の審査は、上場しても問題のない企業かどうか、可否を出す審査であり、一方、証券会社の審査は、企業を上場させたいという動機の中で、上場企業になるためには、何が必要か、抽出して指導するというのではないかと。取引所の上場審査と証券会社の審査で決定的に異なるのは、証券会社が企業との付き合いが長いという点である。
- ・ 東証の標準上場審査期間（2カ月）について、審査プロセスの透明性を高めることは望ましいが、審査期間の開始時点はどこになるのか。一定の資料が全部整った段階で初めて審査期間が始まるのであれば、一般的には、事前の根回しに数カ月必要になるのではないかと。取引所の上場審査期間を明示することによるメリットは、ベンチャー企業側にそれほどないのではないかと。

- ・ 証券会社は、取引所に推薦する企業は上場できる企業だと考えている。証券会社の立場で言えば、長い付き合いの中で、上場できる会社だと判断した以上は、速やかに、取引所の上場承認を受け、ファイナンスを行いたいという計画を持って上場申請を行う。申請の段階で、取引所から一定のスケジュールを提示してもらうことは、証券会社としてはありがたく、東証の標準上場審査期間（2カ月）の設定は、非常に歓迎している。
- ・ 東証の標準審査期間（2カ月）は、2カ月の時間切れで可否を出すものではない。東証の上場審査のプロセスにおいて、確認を要する事項とそれに伴う様々な照会事項がある。今後は、それを2カ月というプランで実施する標準的なスケジュールを提示したい。東証の事情で審査を延ばさないため、説明責任として標準上場審査期間を提示するが、逆に、企業側に回答に時間がかかる事情があれば、無理のない審査期間を個別に相談することになる。
- ・ 企業の上場理由は機動的な資金調達であるため、資金調達の計画がある。海外の場合は、1年以内に審査結果が出るため、計画が立ちやすい。日本の場合は、イエス、ノーを明確に言ってもらえないケースがある。ノーの理由を明確に示すなど、発行会社と審査側の情報のキャッチボールができればよいのではないかと。

4. 海外市場への上場

- ・ 企業は、審査を通す証券会社に依頼先を変える主幹事証券のショッピングを行う。取引所の市場についても、最初はAを目指していたが、Bになるというフォーラムショッピングを行う。海外上場の件についても、企業には外資系のコンサルタントが出入りしており、報酬を聞いても高額である。企業が日本の市場に上場しない理由を考えると、企業のビジネスモデルとして日本の法律上、日本市場では上場が難しい銘柄がある。株主構成のチェックでは、反市場勢力の排除をしなければいけないため、上場が難しくなったケースが海外に流れている。
- ・ 海外上場のトレンドを気にする必要はないと考えている。日本企業は、ある程度、日本での上場が可能であり、その後の継続的なディスクロージャー、会計基準の関係を考えれば、日本の方が負担は少ない。審査実務の役割分担と審査項目の透明性の確保を行い、企業が株式市場に上場した後は、投資家のリスクであると考えて、適時開

示を徹底管理する方がよいのではないか。

- ・ 日本では、上場企業が破綻すると、取引所の責任論を指摘されることがあるが、意識改革が必要である。

5. 新興市場の位置づけの明確化（上場廃止基準、機関投資家の市場参加）

- ・ 上場廃止による質の向上によって新興市場を活性化するという考え方には賛成しかねる。運用対象として評価できる状況を維持している銘柄であっても、数値基準等を満たせない状態に陥るリスクはある。投資対象に上場廃止基準が適用されるリスクが高ければ、機関投資家は、その市場の銘柄に対する投資に相当のプレッシャーを感じるため、投資対象として制約を受けるケースが出てくる。例えば、大証の上場管理・上場廃止基準の充実・厳格化による信頼性向上策では、財務悪化要件に営業キャッシュフローが加えられている。不動産業で仕入れを行うだけで、この基準に抵触する恐れも出てくる。
- ・ 新興市場の過去10年間を振り返ると、多くの上場企業が堅実に経営し、真剣に市場と対峙している。しかし、特定の数社が不祥事を起こし、メディアで報道されると、市場全体のイメージが悪化する。過去の状況を分析すると、企業の営業キャッシュフローがマイナス、かつ営業利益がマイナスである期間が長い場合には、いわゆる「箱企業」であることが多い。大証の規則では、5年間連続で営業利益及び営業キャッシュフローがマイナスの場合には、本業自体がない、キャッシュが回っていないと判断し、上場廃止となるが、決して不動産業のビジネスモデルを否定する趣旨の基準ではない。
- ・ 一番注目されている上場廃止基準は時価総額であり、東証2部市場では10億円、今は経過措置で6億円となっており、当該基準の時価総額を維持できない上場企業には厳しい。上場企業の時価総額が40億円を超える場合は、マザーズへ継続上場の希望があれば、確認プロセスがなく上場継続となる。時価総額6億円以上40億円以下の上場企業で、マザーズへ継続上場の希望があれば、成長プロセスを確認する方法に課題はあるが、ビジネスモデル的に成長性が望める場合は上場継続となる。そうでなければ、2部市場への市場変更となる。
- ・ 10年間マザーズに上場して、時価総額が10億円以下の上場企業は上場廃止とされて

も仕方がない。ただし、その上場廃止基準は非常に緩いルールであり、マザーズの成長イメージが向上できるとは考えられない。

- ・ 投資家からは、上場をゴールと考えていて、上場後、成長の努力をしない経営者がいるのではないかとの指摘もある。上場廃止基準の見直しにより、マーケットの規律をもって経営者に対して、成長しなくてはいけないという認識を与える必要があるのではないか。
- ・ 新興市場は個人投資家が中心であるという前提は止めた方がよい。逆に、新興市場は難しい銘柄であるため、機関投資家が参加した方がよい。個人は安定した銘柄を買うという選択肢がある。前提にとらわれ過ぎると、間違った議論になるのではないか。

6. 上場前の企業の新興市場への上場促進（上場前の企業のリスト化）

- ・ 経済産業省の取組には、金融庁のアクションプランと連携できるものがあると考えている。具体的には現在、中小企業基盤整備機構が中心となって、ベンチャーキャピタルが出資しているベンチャー企業等のデータベースを作成しているところであり、上場前の企業のリスト化という項目につき協力が可能であると考えている。

2. 次回会合

第2回会合を3月10日(木)に開催する。

(配布資料)

- ・ 「新興市場等の信頼性回復・活性化」について
- ・ マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた上場制度等の整備及び関連施策の概要
- ・ JASDAQ市場の活性化に向けて2010年に実施した“10の取組み”

以 上