

「第3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3月29日（火）午後4時～6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

○「新興市場等の信頼性回復・活性化」について

事務局から、「新興市場等の信頼性回復・活性化」について、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. 一定の質が確保された上場前の企業のリスト化

- ・ 金融庁のアクションプランに掲げられた項目について趣旨・背景の良く分からないものがある。説明して貰いたい。例えば、2番目の項目である「一定の質が確保された上場前の企業のリスト化」についてはどういうことか。
- ・ 証券会社へのヒアリングでは、「上場しようとする意欲のある企業が、最近は見当たらなくなっている。」との指摘があり、監査法人へのヒアリングでも、同様な指摘があった。一方で、例えば、未上場企業の経営者等を対象にした説明会には多くの参加者があるとのことである。ベンチャーキャピタル（以下「VC」という。）へのヒアリングでは、「上場は資金調達手段だけではなくて、知名度の向上により、取引先からの信用の獲得や人材の採用などのメリットがあり、関心の高いところはたくさんある。しかし、今のマーケットの状況では、資金調達額と新規上場のコストとの関係から、上場するメリットがないのではないか。」との意見であった。
- ・ こうした企業は、上場しようとする意欲は持っているが、上場するためのいろいろなハードルが超えられない会社で、例えば、VCの支援や専門家による内部統制の構築のためのアドバイスといったインプットをすれば、上場につながるのではないかと考えた。上場前の企業に対するアプローチを考えたときに、このような企業のリスト化により可視化ができれば、上場を目指している企業と、それをサポートするVCや専門家などとの間の橋渡しができるのではないかと考えた。

- ・ 経済産業省では、中小企業基盤整備機構と連携を図り、V Cが投資した企業情報等のデータベース化を進めている。ベンチャー企業を対象としたM & A等の際にも参考になるようなデータベースの作成を目指しているが、金融庁のアクションプランに掲げられた「一定の質が確保された上場前の企業のリスト化」にどこまで使えるかどうかは今後考察が必要であると考える。
- ・ V Cが投資を行っている企業を対象にアンケートを実施したところ、自社の情報開示を希望している企業が1,000社弱ある。このまま開示すべきかどうか等を検討した上で、今年の早い段階で試験的に利用を開始したいと考えている。
- ・ 金融庁のアクションプランでは、「一定の質が確保された」企業がリスト化の対象となっており、その点については、現在取り組んでいるデータベースにおいても検討が必要と考えている。情報開示を希望する企業と、その企業が一定の質があるかどうかの判断を誰がするかは非常に難しいところである。例えば、V Cが投資を行っていれば、V Cの目線で一定の判断を持って投資しているということで一定の質があると勘案し、リストに載せることも考えられる。一方で、監査が行われていることなどを要件とすると、非常にアーリーな段階の企業には無理があるのではないか。当該取組についてはベンチャー企業が少しでもP Rができる場としてデータベースを構築したいと考えている。
- ・ リスト化については、I P Oコンサルタントの中には、「良い」、「悪い」の両方の意見がある。多少懸念はあるが、仮にリスト化に取り組む場合には、次のように考える。
 - ① V Cが出資している、有価証券届出書を提出しているなど、一定の質が確保された会社だけではなく、単にリストに登録することによって、例えば、V Cがアクセスしやすくなるといったところまで検討すべきなのではないか。
 - ② V Cが出資したらすべて開示するのではなく、例えば、企業が非公開にしたい場合は公開しない。
 - ③ リストに載せると、例えば、銀行からの調達金利が安くなるなど何かメリットがあると良いのではないか。
- ・ 経済産業省が取組んでいるデータベースでは、V Cが出資した企業にアンケートを実施のうえ、当該企業が希望する場合にのみ情報公開し、公開を希望しない場合は、企業から得た情報を統計化し、投資に関する統計情報として開示することを考えてい

る。

- ・ VCが出資していない企業については、希望があれば載せるという方法も考えたい。ただし、その場合「一定の質の確保」という点については、担保できる方法はない。企業の質について、経済産業省や金融庁のお墨つきのあるようなリストとなると、相当ハードルが高い。一方で、有価証券届出書を提出した企業のみをリスト化の対象とすると、開示できる企業数はかなり少なくなる。「一定の質の確保」という点を鑑みた場合、希望するから開示するというレベルでは不可能であるが、一方で、希望するから開示するということを利用者に対し明示した上で、利用してもらうものであってもいいのではないか。開示にあたっては、財務情報・企業情報も、その中身を保証するものではないことは、当然明記しなければならない。
- ・ ベンチャー企業の経営者は、はじめから上場のために必要な事項をわかってはいない。実際は、新聞等でいろいろ取り上げられていたら、監査法人や証券会社が営業に来て、競合させて、いい条件のところと契約をしてから学び始めるというのが実態である。
- ・ 新規上場のプロセスは、上場の準備段階として2年間程度のコンサルティングを受け、業績も上がってきて、証券会社の公開引受部門から引受審査部門に、そこから何カ月間かかかって取引所に申請を行うという流れである。日本の産業全体で上場したり、企業を成長させたりする人が減っているのかもしれないが、新規上場へのプロセスがよく分からないから、皆さん取り組んでいないのではないか。
- ・ 証券会社や監査法人が契約をしている企業は数多くあり、そのような企業のリスト化も考えられるのではないか。例えば、監査法人や証券会社と契約当初は、VCから出資を受けずに事業会社から出資を受けていて、最後にVCから少し出資を受けたというケースもある。企業として、どのタイミングで情報やサポートを受けるかという観点でいえば、やはり何らかりスト化をされ、交流ができるというインフラが整備されると、それはプラスだと考える。一方、非公開とした場合でも、監査法人や証券会社も数はそんなに多くはないので、そうした限られた中で情報共有のデータベースを作るだけでも、メリットがあるのではないか。
- ・ 公開引受のコンサルの契約をしている上場予備軍企業は、各証券会社や各監査法人で、何百社ずつあるのではないか。途中でやめる会社もあるかもしれないが、そういう会社も含め上場予備軍である。遡及監査ができるのか、証券会社とのコンサルをど

ここまでやっているのか、途中で証券会社を変えるのか、いろいろな 이슈が考えられる。そのデータベースの作り方を工夫すれば、企業にとってもメリットのあるインフラにできるのではないか。

- ・ 弁護士が法的なサービスをベンチャー企業に対して提供する場合、弁護士自身が企業を見つけるということはあまりない。例えば、税理士、会計士からの紹介でサポートするということが非常に多い。税務申告はどんな会社でも必ず行わなければならないし、監査法人のネットワークや情報収集力は非常に高く、株式公開のコンサルも非常に安い値段で最初は受けて、監査契約を増やそうと努力されている監査法人が多い。その他には、証券会社の公開引受部門、営業部門が、いろいろなメディア等の媒体を使って情報を集めているというのが実態ではないか。
- ・ 有価証券届出書を提出した企業という条件については、当然ながら、有価証券届出書は虚偽記載にはサンクションを伴うことから、法的には信頼性が高いはずの書類ではあるが、未公開のベンチャー企業が本当に有価証券届出書を提出したいと考えているかという、そういう例はまずないのではないか。資金が不足し、多数の人に声をかけてしまった結果、有価証券届出書を提出せざるを得なくなったということであり、これまで上場、IPOをしたベンチャー企業で、IPO前から有価証券届出書を提出していた企業がどれだけあるかといえば、これまでの経験では1件もない。
- ・ VCの情報開示については、日本のVC業界自体が、元々非常にクローズな秘密性の高いという特性に留意する必要がある。アメリカのVCは、投資先を必ずといっていいほどウェブサイトで公開、公表したりしているが、そういった状況にまで自主的にVC業界の認識が変わる必要があるのではないか。ただし、現状は、非常に守秘性が高く、VCのキャピタリスト同士で、あまりオープンにならない形で個別にいろいろな情報交換を行っているのが実態と思われる。こうしたVC、あるいは有価証券届出書からの情報の収集が、本当に、日本でこれから成長しようとしているベンチャー企業をとらえきれものなのか、多少疑問を感じている。そういった意味では、より広い形で、金融庁、経済産業省が管轄している以外のところにも目を向けて情報収集をした方がよいのではないか。
- ・ 地方取引所では、地域社会の中で、株式公開セミナーなどの取組みを常に行っている。実態としては、上場の意思がある企業が、孤立無援の状態で誰かの助けを待って

いる、声がかかるのを待っているということはないのではないか。市場関係者が、こういう企業があるんだということを知らないから、上場するインセンティブが強まらない、サポーターが見つからないという実態はないのではないか。言い換えれば、リスト化によって、企業が、いろいろな人からのサポートを受け、新規上場が増えてくるという構図につながるといえるのだろうか。

- ・ 株式公開セミナーなどに積極的に参加する企業は、既に証券会社とのコンタクトは持っているのか。
- ・ 地域社会の中では、地方公共団体含めて、そういう産業振興のためのファンドや仕組みもあり、既にそういう企業には、監査法人や証券会社などが何らかのコンタクトなり、ある程度のところまでは来ている。そうした企業が、リストに載せて新たに何か情報提供やサポートを募るというニーズがあるようには思えない。
- ・ 基本的には、未上場の会社で将来は上場を志向しているという企業は、おそらくV Cが接触する前に、証券会社の事業法人部や監査法人とのコンタクトがあり、V Cに勧め、その後に、V Cからの出資を受けて、最後に上場に至るというプロセスを経るのが多いのではないか。
- ・ 上場を目指して証券会社とのアドバイザリー契約や監査法人と上場に向けた契約を締結しているという企業のリストがあれば、取引所の上場支援に有効かもしれない。当該情報は、それぞれの証券会社や監査法人が、いわば秘匿して持っている部分でもあるので、オープンにしようとはしないのではないかとと思われるが、仮に、そのような情報がオープンになれば、例えば、各取引所において自分たちが持っているリストの中に漏れがないかのチェックには使えるのではないか。
- ・ 取引所が企業を勧誘する場合、すべてオープンの中でやるのか、若しくはそういう情報を収集するところから、取引所が、例えば、地域に集中してやるのか、全国的に展開するのか、それは各取引所の戦略ではないかと考える。
- ・ リスト化を一般化すると、さまざまなところからいろいろなアプローチが生じて、着実にことを進めつつある企業を混乱させたり、迷惑となることも生じるのではないかと心配する。
- ・ リスト化については、企業はリストに載ることを拒否することができという前提で

ある。例えば、金融商品取引法上の投資運用業者のように、投資先を開示する義務を課すことは考えてない。リストといっても、ハードなもの、ソフトなもの、オープンなもの、クローズなもの、いろいろなものがあり得るんだと考えている。

- ・ 証券会社は情報収集能力が非常に高く、企業が小さいときから育てるということを行っており、将来上場の可能性のある企業は絶対に公表しない（あるいは公表させない）のではないか。
- ・ ベンチャー企業の側が、公表するというのは、結局のところ、もっと安い幹事証券会社や監査法人のオファーを待っている企業や、将来の上場の見込みがなく証券会社からのコンタクトが全くないような企業だけがリストに載ることになるのではないか。ただ、それも1つの可能性だと考えれば、リストの公表は意味がないとは言い切れないのではないか。
- ・ 監査法人、証券会社も含めて、持ち回りで、ベンチャー企業が、いつでも相談できるプラットフォームが構築できれば、リスト化しなくても、そこでのコンタクトで有望な会社を大体見極めることができるのではないか。

2. 有価証券報告書等の虚偽記載の防止に向けた密度の高い情報共有

- ・ 早い段階からの主幹事証券会社、監査人との情報交換の枠組は、大変重要であり、必要な取組みである。この項目は、特定の新興企業の有価証券届出書の虚偽記載事件の影響があると思うが、現実には、取引所を含めた3者間では、早い段階からかなり濃密な意見交換みたいなことは行っている。ただし、市場関係者ということで、同一の情報源・同一の情報をベースに行っているケースが多い。事件の経験などに照らせば、実は、不足しているのは、一般の方や第三者からの情報で、市場関係者でもわからない重要な情報をどう把握するかが重要であり、そうした情報を収集し把握する仕組みが、何かできないかということなら分かる。例えば、上場申請をした企業名を公表するという事も考えられる。そうすれば当該企業にまつわるいろいろな情報が出てくるのではないか。
- ・ 東京証券取引所(以下「東証」という。)では、例えば、業界でうわさは流れているが、当事者である監査法人や主幹事証券会社が知らないというようなケースがないよう、公表はしないまでも、東証から主要な証券会社や監査法人に対して、どんな企業

から上場申請があったかを伝えて、何か情報があったら報告してもらうような情報交換の枠組みの検討を行っている。直接の当事者同士だけで終わらせないとこに意味があると考えている。

- ・ もう一つは、「内部告発情報の取得と活用」の検討を行っている。これは市場関係者だけではなく、いわゆる内部者、従業員、あるいは公益通報者の情報も活用する仕組みを入れていきたいと考えているものである。
- ・ 取引所の上場審査といっても、大抵のところは、上場申請があつて初めて経営者を見るというケースが往々にしてあり、結果として、実態が十分にわからない会社が上場することがあるのではないか。
- ・ 例えば、地域社会では、こういう部分のチェックは、いろんな形での確認ができ、また、取引所自体が、かなり頻繁に直接企業を訪問し、経営者と何回も面談を行いながら実態の把握に努めている。
- ・ 監査の立場から、企業の処理の怪しいところをどうやって見つけるかといえ、やはり業界の知識やリテラシーが高い人間がわかる。その業界やビジネスに詳しい人間が見ないと、結局、公認会計士にしても、そのビジネスには素人であり、過去の不祥事を見ても、特定のビジネス慣行に詳しい方が見ることによって、発見能力は高まると考える。
- ・ 例えば、証券会社のアナリストや産業、セクターの専門家の方にある程度関与してもらうのはどうか。実際に、監査法人の監査でも、ITに詳しい人間や不動産の評価に詳しい人間を監査チームに入れている。適材適所で人を集めていくことが大事ではないか。一方、その組織の中に適材な人間がいない場合にはどうやって調達するかという問題もあるが、専門家をある程度うまく関与させていくような枠組みの検討も必要ではないか。
- ・ 証券会社の引受審査の担当者とセルサイドアナリストとを比べて、セルサイドアナリストの方が専門的な知識が深いということはないのではないか。また、セルサイドアナリストがそのような業務に従事すると、本来の仕事が一切できなくなる。
- ・ 市場関係者の連携の件では、監査法人においてIPOを中心にやっている方とはある程度連携ができているが、一般的には、証券会社と監査法人の連携は、最近はほと

んど行われていないため、IPOにおいても以前ほどには連携できていない。こういう機会を生かして連携を促進できればよい。

3. 上場審査及び引受審査

- ・ 上場審査項目の「事業計画の合理性」は、取引所が行うことになっているが、海外では公認会計士に委ねている。仮に、取引所がこの評価にミスがあった場合に、責任が発生するのではないか。そこまでリスクをとるのかという心配がある。
 - ・ 事業計画の合理性について、監査法人として、何らかの証明や判断を行うことについては、どのように考えているか。
 - ・ シンガポールの取引所への上場案件で、将来2年分の事業計画の妥当性について、基準書3400の指針に基づき比率の妥当性などのチェックを行い、意見書の提出の検討を行ったことがある。監査法人としては、リスクが高いものなので、積極的に保証や判断を行いたいわけではない。
 - ・ 我が国の監査・会計の慣行の中で、税効果の回収可能性や継続企業の前提を見るときに、将来情報の監査を行っている。過去のトレンドから見て、あまりにも乖離していないか、事業計画の前提がおかしくないかなど、現在の監査実務の中でも行っている。ただし、監査意見は総合意見であり、その中の事業計画の妥当性だけを取り出して判断をするというような制度設計にはなっていないので難しい部分があるが、検証自体が技術的に難しいということはないのではないか。
 - ・ ベンチャー企業から見て、次の点は、緩和若しくは柔軟にしていきたいとの意見が多い。
- ① 現在、内部監査については、基本的に独立の担当者、クロスチェックでも良いこととなっているが、担当者は正社員でなくてはならないという主幹事証券会社等の指導がある。それに関して、例えば、経理業務では外注は可能となっており、内部監査について、アウトソーシングを認め、社長若しくはその他の責任ある者が判断すればよいとすれば、人数が増えなく、会社の負担も軽減できるのではないか。これと付随するものとして、管理部門で、財務部門と経理部分は切り離すというのが一般的な指導としてあるが、プロパーの人が2人必要になる。ベンチャー企業の経営者からすると、

従業員が20人足らずで、ここで2人必要なのかということになる。例えば、社長が財務を担当することは問題ないなど、管理部門について合理的な範囲で何かスリム化できないか。ただし、監査法人の立場から見れば、こうした会社は最終的には上場が難しいと考える。

- ② 上場審査項目「関連当事者の取引」で、ベンチャー企業は、上場前は資金がなく、ストックオプションの行使などで、銀行から1億円、2億円借入れるケースもある。その場合に、さすがに会社のお金を借りるのが正しいかと言えば、正しくないと考えているが、例えば、今後二度とやらせないと宣誓書を提出させることや銀行からの借入れについて会社による保証を認めるということも検討課題としてあるのではないか。これは、取引所や主幹事証券会社とも相談して、「無理である」とはっきり言われているが、監査法人の立場から見て誠実な経営者であると見込めれば認めても良いのではないかと考える。仮にその経営者が今後何かをやりそうだなと思ったら、その段階でノーを突きつけるとか、そのぐらい認めていただくと、ストックオプションに関してはかなり楽になる。

- ・ 取引所では、上場基準にそういうことまで規定するのは非常に難しいのではないか。ただし、例えば、Q & Aの形式とし、監査法人や幹事証券会社など限られた市場関係者間で共有し、共通認識を持つような工夫があれば相当実務がうまく回るのではないか。
- ・ 管理部門の方の兼任や牽制関係の緩和要望については、経営者が懸命に事業をされていて、こうした経営者の会社が上場できれば良いというのは理解できるが、一方で、この会社が上場できない理由を十分に把握する必要がある。取引所や証券会社、マーケットの基準がほんとうに厳しいかどうかは、上場後の投資家の支持がどの程度あるかということではないか。
- ・ 管理部門で、もう1人増やすと赤字になるというレベルの会社であれば、やはり上場できないということになり、断片的にこれを緩和することはなかなか難しいのではないか。IPOだけで見てしまうと、見誤るので、あくまで上場後の流通とセットで考える必要がある。
- ・ 時価総額が小さい企業が上場した場合には、上場後のことが気になる。ここ数年間を見ると、上場後2年もたつと、当然VCの出資はなく、監査法人も変わり、証券会

社とも最近接点がないというケースがあり、取引所では、その対応に苦慮する場面がある。長い目線で考えないといけないのではないか。

- ・ 投資家から見れば、財務部門と経理部門の分離については、管理職クラスを1人増やすだけで赤字という会社には投資しないのではないか。ただし、有能な人材の確保という意味では話は別だ。新興企業で、計数管理や業績説明を高いレベルで行える人材が複数いることはかなり少ない。一人しか有能な人材がいない時、彼が経理が財務のどちらかしか担当できないということは、社長に対する牽制能力の低下にもつながる。
- ・ 証券会社では、財務と経理を分けるという形式的な部分について、そのような牽制体制がないのであれば、それをカバーする制度があるのかどうか確認する。例えば、内部統制が有効に機能しないから人を入れるとなると、人材を投入した上で再度確認しなければならないので、時間がかかってしまう。
- ・ ベンチャー企業から見れば、財務と経理の兼任が、最後の拒否要件のようになっていると、納得がいかないということではないのか。
- ・ 「業績予想」については、日本では、会社が今期の業績予想を公表しているため、その利益を達成するかどうかというのは、証券会社にとっては、一番大きな審査項目にならざるを得ない。現に、上場後に利益計画を大幅に下方修正すれば、確実に証券会社、取引所は批判されることになる。そのような背景があり、進捗状況などの確認を行っているが、その過程で、会社から、審査期間や細かいところにこだわっているという批判が生じてくる可能性がある。
- ・ 業績の下方修正は、今の日本では、マーケットで必要以上に厳しいペナルティーに遭うことになる。具体的には、数年間資金調達できないなどのケースもあるので、証券会社が慎重に指導するのはもっともなことである。
- ・ 「業績予想」のことだが、特に成長企業が上場するケースについて、引受証券会社としては、過去の財務数値を見せて投資家に評価してもらおうということではないので、今後の業績見込や経営計画を開示してもらうことが重要だと考えている。証券会社は、事業計画を確認するという意味で、慎重に審査手続の中に組み込んでいかなければな

らない。

- ・ 「業績予想」以外にも、ビジネスプランの部分について、目論見書の記載内容が検討テーマになるのではないか。新興企業は、将来性の説明が必要であるが、目論見書には過去の数字と過去の文書しか記載が認められていない。将来のことを現時点で説明できないような状況は、工夫の余地があるのではないか。
- ・ 東証の場合には、本業を拡大することに専心したいという会社向けのマーケットとしてT O K Y O A I Mがある。それに対して、マザーズは、これから1部、2部を目指す会社であり、上場会社としての一応態勢を整えておく必要がある。その態勢が、形だけの牽制ではなく、実質的に働いていることを明らかにすることは、重要であると考えている。一定の公開会社としての能力を備えていること、例えば、1部上場でもおかしくない規模の会社であれば、それに応じて会社としての必要な態勢が整備されていることを求めている。
- ・ I P Oのセミナーを開催すると、管理部門の構築や態勢について、例えば、会社の規模が20人ぐらいで、今は全部税理士に任せているが、どの程度の人数を入れて、どのぐらいのものから始めたらいいか、1年目では、どの程度整理するのかなど、多くの参加者から質問がある。小規模な人員構成での管理部門の例を示すことは非常に参考になるのではないか。
- ・ 日本では、C F Oも社長も、専門職としてのプロと言える人材がやはり少ないというのが現実ではないか。
- ・ 経常利益が10億、20億レベルまで成長したある程度の規模の会社では、体制が構築・整備されているかという審査になり、一方、特に規模が小さいベンチャー企業に対する審査では、形式基準をどのように適用させるかが課題であり、企業の成長段階に応じて取引所や証券会社において、柔軟な対応が検討できないか。
- ・ 多くの企業は、日本の新興市場や海外の新興市場であれ、より早く上場ができて、より多くの資金が調達できる市場への上場を考えるのではないか。
- ・ これを踏まえれば、上場審査のプロセスが、第三者から見てもっと分かりやすくできないか。特に、いつからいつまで、あるいは、どれくらいの期間で審査が終了するのかというガイドラインが、是非必要である。

- ・ マザーズでは、「標準上場審査期間」の設定が検討されているが、日本の仕組みでは、その前に主幹事証券会社の審査がある。この審査期間がどれくらいあるのかは、個別性があるので、一律には決まっていないが、例えば、主幹事証券会社の公開引受部と本格的に上場に向けた準備を進めてから上場まで約2年というケースが多いのではないかな。
- ・ 一方で、海外市場のセールストークは、半年で上場可能ということだが、実現できるかどうかは別にして、2年なり3年なりかかるということは、上場を目指す企業にとっては、やはり大きな負担である。その間に何が起こるかという、上場審査には、その時々を映した項目があり、今は残業代です、その次は反社会的勢力の排除と、大事なトピックがいろいろ変わるので、3年の間には、それを全部やる必要がある。全部やれば良いが、例えば、たった1回、いわゆる反社会的勢力とされる企業に関係するような企業とスポット取引があったら、審査が中断してしまう。それは戻せないなので、後で、当該取引の解消を図るよう指摘されても困るのではないかな。
- ・ 上場までの審査期間が長いことは、企業にとっては大きなリスクになるので、例えば、1年かかり、1年の審査を受けるためには、こういう要件を満たすべきだと、どこかに明示されていれば、企業にとっては、とても分かりやすい。
- ・ もう一点は、バリュエーションの問題である。例えば、バイオセクターのIPO時の調達額で見ると、日本とアメリカでは年によって違うが、現在、多分アメリカのほうが数倍大きいのではないかな。
- ・ アメリカのバイオ企業が日本の企業よりも優れているからかもしれないが、この差はどこにあるのか。バイオセクターは、特別扱いで、赤字でも上場しており、PERは問題にされないが、セクターによっては、通常はPER、期間損益で大体バリュエーションが決まるとのことである。ベンチャー企業は、いわゆるセクターPERを超えるところにポテンシャルがあるはずで、そのポテンシャルをバリュエーションにどう評価するかが、ポイントである。ベンチャー企業のポテンシャルを何とかバリュエーションに反映してもらえれば、海外との評価の差が埋まるのではないかな。
- ・ 証券会社によって多少違うかもしれないが、営業がIPOのマネージメントをとってきて、それから証券会社公開引受部が入ってコンサルを行い、審査が入って、取引所の上場審査に入っていくというプロセスで、発行会社から見れば確かにわかりにくくなっているのではないかな。

- ・ 証券会社の審査というのは、勿論、引受けても大丈夫な会社かという審査を行うわけだが、上場を認めるかどうかという判断というよりは、「上場するからにはこの対応をお願いしたい」といったようなビジネス・コミュニケーションが期待されている。ただし、営業部門と審査部門は組織的に分けて対応している。
- ・ 先ほど、記帳と出納の話が出たが、例えば、チェック・プロセスを確認して大丈夫だという心証を得る場合もあれば、内部統制の整備に消極的な会社には徹底的な対応をお願いすることもあり、ケース・バイ・ケースになる。証券会社の引受に際しては、「信じられる相手か」という部分もあるので、不透明に見える判断があることは避けがたいのかもしれない。
- ・ 新興市場の活性化の議論になると、何か審査上の問題を類型化して、審査を緩くすれば上場する会社が増えるのではないかと、というアプローチになりがちだが、これは望ましくないと考える。そんなことよりも、証券会社や取引所が、ベンチャー企業に明確なスケジュールを提示していくことのほうが建設的ではないか。上場企業として最低限求めるべきものというのは、会社の規模・ステージ、業種・業態、経営者のマインドによって異なると考えるべきだ。
- ・ 最近の10年を見ると、上場企業で資金が必要な会社は、バランスシートから判断すると25から30%程度ではないか。
- ・ ほとんどの会社は、レピュテーションの向上やV Cに対する売却機会の提供のためではないか。しかも、25から30のうち何%かはバイオベンチャーで、あと何%かが不動産業や、M & Aに積極的な企業ではないか。資金ニーズを前面に、市場活性化策を議論すると間違った結論にいたるのではないかという懸念を持っている。
- ・ I T、特にソフト系の会社は、極論すれば、スタートアップ時にしか資金は必要としない。世界を目指して、外部から優秀な人材を集めて、赤字を続ける戦略がもし日本でも成り立つのであれば別かもしれないが、現実的には、設備投資はデータセンターの設置程度で、基本的には資金調達が必要としない。キャッシュフローでも、うまくいったら回り続ける会社がほとんどである。このような企業にも振り向いてもらおうとするのであれば、資金調達は、あんまり前面に出さない方がいいのではないか。
- ・ 本部会では、企業に振り向いてもらおうというより、企業側に公開ニーズがあるという前提で、それをどう市場に取り込んでいくかという議論だと考えている。市場が困

って企業を増やしたいというわけではなく、むしろ企業が、現状の新興市場のあり方によっては、新規上場や資金調達が難しくなっているのではないかという問題意識を持っている。

4. 内部統制報告制度の見直し

- ・ 内部統制報告制度の見直しについては、既に金融庁において、上場中小中堅企業の負担の軽減ということで、事例集の作成などの方策の検討が進められている。
- ・ ただし、当該方策は既に上場している企業に対しての負担軽減策であり、これから上場を検討するベンチャー企業にとって直接的な負担軽減策とはならない可能性がある。上場するタイミングにおける内部統制報告制度の負担軽減策は考えられないであろうか。上場時の内部統制報告制度の負担の事例として、上場直後の1期目の決算書にかかる内部統制報告書の提出が考えられる。現在の内部統制報告制度では、まず企業が決算書を作成しなければならない。その上で、決算書を作成する能力があるということを前提に内部統制が有効に機能し構築されているかの確認を監査法人が行うこととなる。つまりは、ベンチャー企業においても、決算書を作成する能力がある経理、財務の方が必要になり、人的コストが発生する。内部統制報告制度の導入前であれば、監査法人等が決算書作成に関してのアドバイス・コンサルティング機能を果たすことが出来ていたが、制度導入以後はそういった行動が抑制されていると考えられる。IPO直後のベンチャー企業には、公認会計士が、ある程度アドバイスをしながら決算書をつくり上げていくというプロセスや仕組みがあってもいいのではないか。
- ・ 形式的には、「二重責任の原則」の下、決算書の作成責任は会社にある。IPOに関与した経験がある公認会計士は、現在は、ある程度相談に乗りながら作業を進めているのではないか。新興市場の上場会社でも1部、2部の会社並みに対応される担当者が在籍される会社もあり、会社の担当者や公認会計士によって対応が違うケースもある。
- ・ IPO業務に強いところは、大体、大手監査法人を中心として、大抵はコンペになる。そこで、その企業の判断であったところを選んでいただければ良いのではないか。
- ・ 発行会社の立場から見ると、J-SOXの方が上場後の影響が大きい。上場後にJ-SOX対応を行うこととなった会社は、監査報酬が大幅に値上がりした。2000年頃

と比べると、上場会社の数はあまり変わっていないが、三大監査法人の売上げは1.5倍ぐらいになっている。以前と比べて、監査法人にサポートをしてもらえるようになってきたが、監査報酬自体はこれはある意味マーケットの価格だと考える。上場企業は、それぐらいの準備ができる企業でなければ上場会社の資格はないのではないかと考える。経営者は、成長にチャレンジするのが仕事ではあるが、上場準備により深く時間を使えるような環境で、かつ、投資家にも正しい情報を発信して行くような環境創りのバランスが大切だと考える。

- ・ J-SOX導入後3年が経過したが、J-SOXのメリットを一番享受した会社は、売り上げ規模では1,000億ぐらいのオーナー企業である。オーナーがいつまでも権力を残していた企業に対して組織的な経営を進めるきっかけとしては、J-SOXはとても良い制度であった。逆に、そういう必要性がない企業は、負担の方が目立っているかもしれない。J-SOX中で、全社統制の部分は、現在のIPOの審査の中でも、全般的管理体制に対する審査項目と重複する部分がある。一方、末端の業務フローの部分は、成長する過程の中でプロセスが毎年毎年変わっていく、新しい商品がどんどん出てくる、そのたびに業務の流れも変わるという中で、ドキュメンテーションをきちっとやっていくというところは、確かに向いていない部分もある。十把一からげで全部要らないとか、全部要するという議論ではなく、大事な部分とそうではない部分が、その会社の成長ステージによって違っていることだと考える。
- ・ 少なくとも、上場会社に何が負担ですかと聞くと、間違いなくJ-SOXとの回答がある。国際的に見ても過剰なものは簡素化を図るというのが基本的な流れだと考えている。そもそも業績見通しや、J-SOXの適用の有無も、基本的には投資家の自己判断でよいのではないか。例えば、J-SOXに対応している企業を投資対象とする機関投資家があってもいいし、対応していない企業に投資される機関投資家もいてもいいのではないか。例えば、上場会社で、上場年数、時価総額、売上げなどによって、J-SOXを任意適用にしてしまうと、外国の取引所とも差別化が図られ、IPOにとっては一番効果的なのではないか。
- ・ 本則市場の銘柄と比べて、新興市場、ベンチャー銘柄の大きな特徴は、良いにしろ悪いにしろ、草創期にある企業ということでオーナー社長の専断で物事が決まってい

いぐらいの強い個性で企業を牽引している。ベンチャー企業は成長の途上にある企業であるという特徴を考えてあげて、経営に注ぐ力をいたずらに分散させることで成長を損ねさせないようにＪ－ＳＯＸの運用を考えるべきであろう。

2. 次回会合

第４回会合を４月１３日（水）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(2)

以 上