

「第4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4月13日（水）午後3時～4時50分
場 所 日本証券アナリスト協会 第3セミナールーム
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・活性化策」について

事務局から、新興市場等の信頼性回復・活性化策について、配布資料に基づき報告・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. グリーンシートの活用促進

- ・ 金融庁「アクションプラン」①は、「グリーンシート銘柄で良好な開示実績等がある企業に、新興市場の上場時の際に審査の簡略化といったインセンティブを与えてはどうか」という提案であるが、市場関係者・実務者に意見を聞くとそれほど簡単ではないのではないか。グリーンシートは法定開示ではなく、日本証券業協会（以下「日証協」という。）の規制に基づき取引所の適時開示に準じた開示を行うこととなっているが、この開示は、法定開示や取引所の開示と比べてレベルが大きく劣る。特に、上場審査で重要な項目である内部統制報告制度は対象外であり、グリーンシート銘柄は、同制度が未整備の会社ということになり、かなりギャップが大きい。
- ・ また、適時開示といっても、発行会社自らが開示資料を作成しているわけではなく、証券会社、監査法人、税理士が、ほとんど開示資料の作成を代行しているとも聞いている。
- ・ 根本的な問題として、グリーンシート銘柄制度は、日証協がかなり長い歴史を持って運営してきたにもかかわらず、各取引所の新興市場への上場実績が非常に少ない。グリーンシート銘柄は、売買が活発ではなく、しかも、関与している証券会社も非常に少ないこともあり、証券界全体としてのグリーンシート制度へのかかわり方が非常に薄く、証券業界の共同事業に位置づけられるほどではないという印象を受ける。こういう根本的な部分を何とか解決しなければ、グリーンシートが新興市場への上場や資金調達といった成果にはつながってこないのではないか。

- ・ グリーンシートの位置づけや利用促進について、市場関係者、実務家から見て、アクションプランの内容があまり妥当ではないという意見がある場合、無理にアクションプランの内容に合わせて具体的な検討・提言を行う必要はないという理解で良いか。
- ・ 金融庁では、アクションプランの取りまとめに当たって相当な数のヒアリングを行い、いただいた意見を上場前の段階、新規上場、上場後といった時系列に沿って整理したものがアクションプランである。既にある制度を中で何かできることはないかと考え、グリーンシートに関する問題提起・提案であるが、もし難しいということであればやむを得ないと考えている。その場合には、新興市場の活性化に向けた代案をご提言いただけるとありがたい。
- ・ これだけ各取引所の新興市場の上場基準そのものが緩和されている中で、グリーンシートを経由しないと上場できないと考えるのもどうか。過去10年ぐらいで見ると、グリーンシートを経由しない新規上場の会社が圧倒的に多い。グリーンシートを、上場を目指す会社に対して推奨する予備校のように位置づけるのは適當ではないのではないか。
- ・ グリーンシートは、その位置づけやルールが新興市場とかなり近いのではないか。例えば、監査などのルールを変えることで一定程度投資家がリスクを負うものにするなど、グリーンシートの位置づけを変える必要があるのではないか。
- ・ 制度創設当初の理念と、実際に運営・構築していったシステムにかなりのズレが生じているのではないか。
- ・ グリーンシート銘柄制度は失敗だったのではないか。グリーンシート銘柄の会社が、新興市場、地方取引所へ上場したのは11社であり、あまりにも成果がない。さらに、そうしたステップアップした会社も、上場先の市場から見れば小粒であり、仕組み自体に成功するための要件を欠いていたのではないか。新興市場の中でも、比較的規模の小さい会社は投資する人が極めて少ない状況の中で、さらにその下に指定基準の緩い制度をつくっても何ともならないだろう。むしろ、グリーンシートに関する提言はないほうが新興市場の活性化策としてのまとまりがよくなるのではないか。
- ・ グリーンシート銘柄については、無理なファイナンスを行った結果、株主の捕捉ができなくなり、かえって上場のネックになるケース等、あまり良いケースを見たこと

がない。しかし、グリーンシート制度では、ある程度の開示が求められており、当該部分に関してはプラスの面もあるのではないか。グリーンシートには指定されなくても、未上場の会社である程度自主的に開示を行っている場合には、新興市場への上場に際して何らかのメリットを与えるという枠組みは検討しても良いのではないか。例えば、会社法ベースの決算資料を自社のホームページ等で開示している会社に対しては、非開示の会社よりも何らかのメリットを与えるのは、検討しても良いのではないか。

2. 一定の質が確保された上場前の企業のリスト化

- ・ 「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、実際にリスト化したとして、どのように使うのだろうか。リスト化自体は良いが、プラットフォームを作るとして、地方取引所でもそういった場が提供でき、関係業界の方々を集めてセミナー等の開催や一日相談窓口のようなものを実施するのか、アクションプログラムには具体的にどのようなイメージを想定しているのか。
- ・ リストと言っても、ハードなリストもあれば、ソフトなものもあり、例えばプラットフォームのような、ここではこのような情報が得られるという窓口案内のようなものも考えられる。他にも、オープンなリスト、クローズドなリストと、いろいろなあり方が考えられる。リストそのものがどういうものになるか、さらにそれをどう使うかについて、実務サイドから色々なアイデアを出していただきたい。
- ・ リスト化や成功事例を積極的に生み出すための支援の重点化は、上場を希望している企業と、上場を支援する証券会社や監査法人との交流が基本的に不足しているのではないかとこの前提で議論が出発しているように思えるが、当社（証券会社）は、そうは思っていない。上場したいと明確に考えている会社であれば、上場するためにはどうすればよいかという動きがあり、様々な証券会社から話を聞いたり、監査法人のセミナーや、取引所、証券会社のイベントに出席している。上場したいと明確に考えている会社であれば、確実に証券会社のスコープに入っていると考えたほうが妥当ではないか。上場を希望している企業と、上場を支援する証券会社や監査法人との交流が不足している前提で活性化を考えるのは、出発点が間違っているのではないか。
- ・ 上場のメリットを感じ、上場を希望する会社は、証券会社が投資家に受け入れられ

ないと判断しない限り、自然と上場する。むしろ、上場できる力を持っているにもかかわらず、上場にメリットを感じていない会社に対して上場のメリットを感じていただくことが、活性化にとって非常に重要であると考える。

- ・ 新興市場の活性化の具体策を打ち出す以上、例えば、金融庁から協賛をしていただけるとか、そういった可能性はあるか。
- ・ 例えば、補助金のような形での協力は非常に難しいが、協賛や説明のための人員の派遣といった形でのサポートについては、全力で協力させていただきたい。
- ・ 上場できる力がありながら、上場メリットを感じていない会社を上場に向けるセールスポイントには、どういうものがあり得るのか。例えば、名古屋には、代々にわたる老舗の非公開同族会社が非常に多くあるが、そういった会社は、銀行からの融資が必要ないほどの資金があり、全く上場を考えないところも多い。上場コストやいわゆる乗っ取りのリスクを負担してまで、どうして大事な株式をわざわざ上場し、顔も知らない投資家に持たせなくてはいけないのかという発想からである。
- ・ こうした老舗企業はともかくとして、ITバブル等で新しい企業が出てきたときは、創業者利得や資金ニーズ、上場によるプラスアルファというインセンティブが非常に強かったが、現時点では成功企業の社長に話を聞いても、上場のメリットは社会的ステータスにしかないということではないだろうか。何をもってセールスすれば、上場につながるのか、ポイントはるか。
- ・ これから地位を確立していこうという発展途上にある会社の資金調達を支援していくうえで、上場は、大きなメリットのあるステップであり、選択肢の1つだということを広めていくことと考える。現在、上場すると面倒なことが多いということが世の中にあるが、上場したときのメリットには、資金調達だけではなく、上場企業になるということでの有形無形のメリット、例えば、優秀な社員が採用できるようになる、社員がやる気になるといった様々なものがある。上場した会社が上場したことによるメリットや、様々な支援が受けられるといったことを広めることは、上場の後押しをする良い材料になるのではないか。
- ・ 企業の発展につなげていくにも、発展のレベルにより、役立つものが違うのではないか。例えば、取引先等を拡大したい、ベンチャーキャピタル（以下「VC」という。）

から出資を受けたいというニーズがあるのは、事業を始めてから比較的早い段階ではないか。証券会社や取引所のスコープに入ってくるのは、そういった部分がかなり整理されつつある企業だと思う。その意味でリスト化の議論で有益なことがあるとすれば、未だ上場という視界のみえないベンチャー企業の育成レベルのような気がしており、その辺になると、金融庁というよりも経済産業省の領域になるのではないか。上場前の企業のリスト化という内容が金融庁のアクションプランで提言されること自体に若干違和感がある。

- ・ 新興市場の活性化に向けて国や市場関係者全体で取り組むということであり、行政の管轄等は深く考えなくても良いのではないか。
- ・ 我が国では、VC投資におけるエグジット（投下資金回収手段・戦略）がIPOに偏っている。IPOに加えM&Aを広げていかなければ、VC投資が増えていかないという問題意識がある。その一助とすべく、現在、経済産業省では中小企業基盤整備機構との連携によりVCの投資先企業情報等のリストの作成を進めている。このリストはVCや証券会社、取引所の利用に加え、一般企業でM&Aを検討されるような方々にも利用していただき、さらに深掘りして企業の実態を調べていくきっかけにしたいだけではないかと考えている。さらに将来的には、投資行動の参考情報としていただくために、VC投資時のバリエーションを業種や企業の成長ステージ毎に括った統計数値として示したいと考えている。
- ・ VCが投資した企業のリストがきちんと整備されていけば、新規上場した企業のうち6割から7割はVCが投資している企業であることから、IPOを予定する企業の大半がリストに含まれることになる。
- ・ 経済産業省の取り組みはベンチャー育成に近いので、金融庁のアクションプランで示された「一定の質が確保された上場前の企業のリスト化」とは少し意味合いが違うのではないかとと思う。ただ、共通の部分も多いとは思われるので、無駄を省きより多くの方に活用してもらうためにも、できる限り双方の思いを組み込み有効なものを1つ作ればよいのではないかと考えている。
- ・ 上場する力があるが上場のメリットを感じない会社の新規上場を促すため、例えば、証券会社に対して、営業を強化するためのインセンティブの付与は検討できないか。今でも証券会社の営業は十分であり、これ以上掘り起こす必要はないというほど日本

の企業を分かっているということであれば良いが、証券会社のIPO担当の人員が減っているような話も聞き、例えば、優秀な人材が多く配属されるよう、何かできないか。

- ・ やはり新しい産業を生み出していくための産業育成の柱のようなものがあつたほうが、IPOは増えるのではないかと思う。例えば、2000年以降でも、新興市場全体で延べ1000社以上のIPOがあるが、数年前から出尽くし感が出てきている印象を受ける。7～8年前であれば、ITプラスベンチャーや、不動産の流動化プラスベンチャー、人材派遣会社といった会社が、規制緩和や、新たな産業が生れる中で、活気があり、どのような業種かわからないような様々なベンチャー企業があつた。
- ・ しかし最近5年間で見ると、明確に区分できる業種の企業が多く、新たなビジネスのベンチャーがなくなってきている印象である。もう少し、日本の将来像をデザインする中で、これを柱にIPOを生み出していこうといった、国家戦略のようなものがあると、シナリオが描きやすいのではないか。
- ・ 上場する力があるが上場してこない会社をいかに上場させるか、一つの活性化策かもしれないが、新産業の育成は、市場の役割として必ずあるのではないか。上場ができない会社について何らかの理由があるとして切らないで、新産業育成の観点から、何か改善できないか、常に考えていかなければならないのではないか。新興市場は資金調達の間であるということが第一であり、資金を必要とする企業に円滑な資金が流れ、さらにセカンダリーでも資金が流れるというのが理想の目指すべき姿なのではないか。
- ・ 「上場できない会社」は、資金調達もできない会社という意味かとも考えられ、資金調達ができる会社は、やはり上場できる会社になるのではないか。

3. 内部統制報告制度の見直し

- ・ 内部統制報告制度は結構負担が重く、新規上場の支障となり、上場会社全体に負担になっていると考えている。一方、内部統制報告制度そのものは、財務報告の信頼性の確保のために作られた制度であり、これを新規上場の会社だけ適用除外・緩和というのでは、信頼性回復の点からは望ましくない。会社規模に応じた負担レベルがあり、そのレベルに合せた見直しの検討は考えられるが、新規上場の会社には適用しない・

緩和というのは、信頼性確保の点からは問題があるのではないかと。

4. 成功事例を積極的に生み出すための支援の重点化

- ・ 先日投資家向けの情報発信という趣旨でもあったが、ベンチャー企業の経営者を集めるイベントが行われた。そこで非常に反応が高かったのは、ベンチャー企業で上場した社長の成功談であり、特に上場を目指している経営者の方々からの反応が非常に良かった。やはり、IPOをしてこんなに良いことがあったということ、上場を果たした経営者の方々から、いろいろな場所や機会を通じて情報発信していただくことが、次の上場企業をつくっていくことに非常に効果的であると痛感した。
- ・ そういったイベントは、発行会社の個社の宣伝になってしまい、取引所では開催が難しいのか。
- ・ 大阪証券取引所(以下「大証」という。)では、上場・IPOセミナーを定期的に行っている。これらセミナーでは、上場準備を効率的に行っていただくため、実務的なテーマに加え、今のご意見のように、直近で公開された企業の経営者から、どういう目的で、いつIPOを決断し、どういうプロセスで上場準備を行い、どういう観点から主幹事証券会社や取引所を選定したのか、また、実際に上場してみたの効果はこうであったといった、生々しい内容の説明・紹介がある。こういうイベントは多く開催され、取引所のほかに、商工会議所や経営者の集まりといったところでも開催されている。それなりに機会が多いうえに、非常にニーズも高く効果的であり、こういった取組みに力を入れて、IPOをリスペクトされる存在に持っていく環境を作ることが重要である。ライブドア・ショック以降、出る杭は打たれIPOは損だという考えが、かなり浸透しており、枠組みやルールとは別かもしれないが、IPOを果たした経営者を世の中で称賛していくムード作りというのは、非常に大切であると思う。
- ・ アクションプランではIRとなっているが、投資家向けだけではなく、これからIPOを目指す会社・起業家向けという観点を加えてはどうか。
- ・ 北海道においても、大証のIPOセミナーのようなものを開催しており、そこでも上場企業、特に直接上場した企業の社長の話は非常に人気が高い。今年は全4回のシリーズIPOセミナーの開催を計画しているが、実際に札幌証券取引所(以下「札証」

という。)に上場している企業の中に、上場した会社の社長の話を聞いて上場したという事例がある。実際に上場を果たした社長の話を聞くというのは、非常にインパクトのあることだと思う。

5. 新興市場の位置づけの明確化

- ・ 今後、協議会において、新興市場の位置づけの明確化に関して何かことを決めていくとして、各取引所を機械的に拘束するようなものではないという理解で良いか。
- ・ 特に、今後成長性を見込めない企業を退出させるという点について、確かに新興市場は成長の見込みを入り口になっているが、地域経済と非常に密接なかかわりがあり、広く地域経済の振興の1つの手段だと考えている。成長性という部分を切り口に、成長性がなくなったら退出させるという議論は、1つの市場美学としてなら理解できるが、実際はそういうものではなく、現実問題として成長性を推しはかるのは難しいのではないかと考える。取引所の役割を、地域と一体になって地域の企業を育成し、産業基盤を強化し、産業のすそ野を広げていく機関と考えれば、取引所は、そういう趣旨に共鳴して一度上場した企業に退出を促すようなことをいう立場にはないのではないか。成長性がないからという理由で退出を促すということは、場合によっては、上場廃止にとどまらずその企業体そのものに引導を渡すということになりかねず、なかなか難しいのではないかと思う。
- ・ 既に先行している取引所もあるが、実情に応じた形としたい。こういった上場企業の切捨て議論や市場の純化議論よりも、取引所の立場としては、上場している企業をいかに育てていくか、成長させていくかというところに施策の重点を振り向ける必要があるのではないか。退出のような後ろ向きの部分に情熱を注いで、活性化に何の役に立つのか、少々疑問である。
- ・ 退出は一つの考え方・例示であり、地域経済の活性化に資する企業を集めた市場というコンセプトも十分明確であり、アクションプランは、全ての取引所がこういう新興市場でなければならないと一律に決めるものではないと理解している。
- ・ 各取引所の新興市場には独自のコンセプトがあるはずであり、新興市場がどういう位置づけであるのかという点については、この機会にしっかり考えて、明確に説明できるようにしていただきたい。

- ・ 福岡証券取引所の新興市場であるQ-B o a r dは、本則市場のほかに、もともと地域産業育成銘柄といったものがあり、それは非常に地域貢献性が高く、地域に密着した市場という位置づけが基礎にあった。そういうものをベースにして、現在のQ-B o a r dという形に発展している。一定の時間軸の中で企業の成長性を見ることは大変難しいことであり、特に時価総額等で簡単に見分けられるものではない。一律機械的に考えてほしくない。
- ・ 新興市場の位置づけの明確化は、取引所として当然のことであり、大変重要なことである。ただし、「成長性」や「成長可能性」の有無を突きつめていくと中々難しく、例えば、一部や二部に上場している企業の成長性が非常に高くなったら、新興市場に移るのかといえ、そうではない。しかし、新興市場の企業といっても、やはり企業のサイクルの中で成長性が低くなることもあり、その時には退出するのではなく、二部や一部への移行が考えられるが、そうすると、新興市場は独立した市場ではなく、ステップアップ市場ということになる。
- ・ 東京証券取引所（以下「東証」という。）では、従来からマザーズを二部、一部へのステップアップ市場と位置づけられてきたが、各取引所において特色を出そうと突きつめて行っても、どうしてもマザーズの新しい施策に似通った形になってしまう。よく考えれば、同じ取引所で一部、二部と分けする必要はないとも言い得るが、実際には過去に様々な経緯があり、そうできてしまっている。現時点でそれを位置づけようとする、大変難しいところがあり、また、それが明確化されても、直ちにIPOが活性化することはないのではないか。逆に、ステップアップ市場として位置づけてしまうと、成長性がない、その可能性が少ない会社は二部に移行していくので、新興市場に上場銘柄がなくなる可能性もあるのではないかと悩んでしまう。
- ・ 新興企業には、当初のビジネスモデルが上場後にうまくいかなくなり、何とか上場を維持するため事業内容や経営者が大幅に入れ替わってしまうようなことや、当初成長性が高いと言っていた事業がなく、ウエートを喪失してしまうということもある。やはり新興市場銘柄として上場した内容と、明らかに違ってしまっているような内容の会社については、投資家保護の観点から、厳しく上場廃止基準を見直し、その適用が必要ではないか。
- ・ 全ての施策の目的が、いわゆる新興市場の活性化、すなわちIPOを増やすためと

いうわけではなく、あくまでも信頼性回復と活性化である。新興市場の位置づけの明確化は、どちらかという信頼性回復のニュアンスが強いのではないか。過去にとにかく上場会社数を増やしたようなところから、問題が起こったという趣旨の批判もあり、対処は非常に重要である。

- ・ 札幌では、平成12年にアンビシャスを立ち上げた。前年に東証がマザーズを立ち上げていたが、マザーズの基準は、北海道の企業に照らすと若干ハードルが高いので、計数基準を少し低くした。市場コンセプトとしては、企業規模は若干小さくとも、財務内容の安定性や成長性が見込める企業のための市場ということになる。しかしながら、あくまでも北海道経済を引っ張ることを目的としているので、新興企業だけではなく、既存の企業であっても、新しい技術等があればアンビシャスを開放しており、本則市場と並立という形で当初は位置づけていた。
- ・ しかし、並立と言っておきながら、当時の企業を見ると、やはりアンビシャスから本則市場へ、いずれ東証一部へという意識が高く、ステップアップ市場と言ってもいい面があり、取引所もそれを許容している。要は、志を高く持った経営者の方にお使いいただきたいという趣旨で、名のとおり「アンビシャス」である。
- ・ アンビシャスには、本州の企業も上場しており、本州の企業がなぜ札幌に上場するのかという批判もよくある。これには歴史的な背景があり、北海道の産業や経済は、本州との交流の中で発展し、今も非常に大きなつながりを持っている。従って、北海道の活性化や、北海道と本州の交流のため、本州の企業についても、市場のコンセプトに合うのであれば受入れている。実際に、企業規模が小さく、苦勞している会社もある一方、着実に業績を伸ばしている企業もある。廃止基準については考えなければならないところもあり、悩ましいところである。
- ・ 新興市場の位置づけの明確化は、もともと信頼性の向上の問題から出ていると考えている。各取引所から様々な意見が提示されているとおり、これは、市場の哲学、コンセプトにかかわる問題であるので、各取引所で受け入れる態勢、基準、審査等のあり方は、それなりに違いがあることを前提に、それについて説明責任を果たしていくことが一番大事なのではないか。現段階では、各取引所の多様なあり方を認めつつ、最低限のところだけは守り、それぞれがコンセプトを明確にして、それぞれ運営していくという形で進めるのが良いのではないか。

- ・ 企業が業態を変えたり、変化したりしながら成長するのは、いつの時代でもあるのではないかと。100年以上の社歴の大企業が日本には多くあるが、事業内容や商品を変化させて持続的成長をしているから長期間存在している。しかしながら、新興企業が上場直後に主力事業が頓挫したり、業種までが変わるというのは問題だと思う。
- ・ 新興市場の位置づけの明確化については、最近の報道にある東証と大証が合併するかといった今後の動向次第でずいぶん状況は変わってくるかもしれないが、一般化しにくいテーマである。例えば、二部市場と新興市場を一緒にしてしまい、申請時の上場基準は新興市場のレベル、上場廃止基準は二部のレベルとしても良いのではないかと。
- ・ 新興企業で問題になっているのは、成長しようとしたけれども成長できなかった会社が、健全な財務状態でもないのに、ファイナンスをする事例が出てくることに問題があり、投資家保護上問題だということではないかと。
- ・ いろいろな観点があるが、上場企業としての最低限の規模を求める退出基準は重要ではないかと。IPOを増やして新しい企業に成長する入り口を設けるためには、上場するための入り口基準は低めにする必要がある。成長して利益が出るようになれば会社規模は大きくなっていくので、退出基準には抵触しない。そういう市場のメカニズムをある程度使った形で単純化したほうがわかりやすいのではないかと。
- ・ 異質なものの同士を全体で議論しようとしていることに限界があるのではないかと少々感じる。例えば、上場企業には、資金が必要で上場した企業とプレステージを求めて上場している企業があるとの意見があったが、この2つは、全然違うニーズを持った企業ではないかと。
- ・ 資金が必要な企業の上場促進には、どうすればもっと資金をつけてあげられるかとかいう議論が必要であり、プレステージを求める企業の上場促進であれば、例えば、格式ある書状のようなものをお出しするといった議論があってもいいのではないかと。多分、一律に議論をするのは難しいのではないだろうか。
- ・ 地方経済を活性化するときに、どれぐらいの数の企業が上場していれば一つの物差しになるのかという物差しを置くという考えもあるのではないかと。そういう意味では、絶対的な基準はどこにもないと思うが、例えば、ある注目されるような取引所があったときに、そこは母集団に対して、毎年何社ぐらいが上場しているといったことを調べても良いのではないかと。それに対して、地方取引所に上場している社数がプラスなのかマイナスなのかを把握し、そのギャップを埋めるためにどうすればいいのか、ベ

ンチマークを置いた議論も面白いのではないか。信頼性回復のためには、より厳しい基準のほうが望ましいのかもしれないが、基準が上がれば上場できる企業は当然減る。そのときに、どっちがいいのか悪いのかという判別は難しい。そういった時に、似たようなコンセプトの取引所では、どういう上場基準・物差しを置いているのかという議論をすれば良いのではないか。

6. 新興市場の信頼性の回復

- ・ 市場の信頼性について、投資家が株式市場から離れるのは、いわゆる乱暴な企業があり、信頼性が損なわれているからだと言われる。どうなれば投資家が帰ってくるのかというと、極端に言えば2つに分けられるのではないか。1つは、詳細な制度があり確立されている、いわば信頼性はあるけれども、一切成長する元気・余力もないような市場である。もう1つは、ややリスクیだが、成長志向のある市場である。投資家が望んでいるのは、ほとんど成長の気配がない、いわば管理業務で疲れ果てた株式市場ではなく、やはりリスクはもちろんあるが、自分の資産がどんどん増える可能性がある市場ではないか。必ずしも上場基準や上場廃止基準の厳格化が信頼性向上につながり、投資家が帰ってくるとは言えないのではないか。
- ・ 資金調達为目的の会社でも、資金調達ニーズの乏しい会社でも、上場後の流動性が乏しければ、上場のメリットがないと感じてしまうので、上場後、投資家に定期的に新興市場に上場された株式を買っていただけるようにすることが、IPOの前提になると考える。現在投資家が市場から遠のいている理由は、投資家に株式市場は危ない、近寄ってはいけないところだというムードがあるからではないか。投資することが尊いというムードが全くなくなってしまっていることが問題であり、ムードというのは非常に大事だと感じている。
- ・ 最近、非上場でIPOをするかどうか迷っている会社の経営者と話をすると、最近の例では、グレー金利、FX、SNSといったものへの規制が気になっているようである。経営者から見ると、儲かると規制が強化され結局儲からなくなるという不安があるのではないか。上場会社であれば規制強化されたら規制以上に従わざるを得ないが、非上場会社であれば、ある程度は回避できるのではないかと考える経営者も一部に見受けられる。我が国では、規制となると、消費者(弱者)保護という傾向にあり、規制により経済が冷え込んでしまう傾向がある。我が国経済・市場の活性化、国際競

争力の強化といった大きな観点から、過度の規制強化とならないよう、検討していただきたい。

- ・ 最近、粉飾決算が多発し、外部調査報告書もここ1、2年で相当出ている。内容を調べてみると、多くは会社が主導的にやっているわけではなく、粉飾コンサルタントのような指南役がプロデュースしているような事例である。事例を辿っていくと、1人の指南役に行き着き、ここから派生して、ネズミ講のように粉飾のスキームを知る人たちが増えているようである。元々の指南役は、かなり精巧なスキームをつくっているようだが、派生していくと、かなり幼稚なスキームになっているようである。証券取引等監視委員会（以下「監視委員会」という。）は、調査や取締りを強化していただき、証券市場・経済界からこうした人間を一掃していただきたい。
- ・ 粉飾コンサルタントであっても、監視委員会等の取締りや処罰の対象となるのではないか。
- ・ ここ数年、いわゆる「不公正ファイナンス」で括られるが、流通市場での株価操作やインサイダー取引だけではなく、発行市場において精巧な仕組みでの様々な不正行為が増えているのは認識している。極めて重大な問題であり、監視委員会もその調査・取締りを強化、実際の摘発事例も出てきており、刑事事件となる悪質な事例が多くなっている。こうした資本市場での不正行為への取締りの強化と規制緩和とのバランス、どこで折り合いをつけていくのかは非常に難しい問題であるが、ベストプラクティス、あるいはアイデアとして、こんなことができるのではないかということを出していただければありがたい。
- ・ 非上場会社でも最低限法律や規則を守るが、上場会社となった場合、3割増しで守らなければならないような印象を持っている。例えば、残業代未払いの問題は、非上場会社であれば問題なろうという範囲が、上場会社だと100%以上守らなくてはならないというところがある。
- ・ 上場しようとしている会社には、上場すれば軽微なことでも指摘を受け課徴金を取られてしまうのではないかという漠然とした不安があるようである。要するに、指摘や課徴金を恐れる結果、経営の自由度が奪われるという不安で、上場することのデメリットが大きいということである。別に不正や粉飾をしたいというわけではないが、新しいビジネスにはリスクが裏腹にあり、そう思っている経営者もいるというのは事

実である。

- ・ 課徴金制度があまり柔軟でないこととも絡む難しい問題であるが、仮に誤解であっても、誤解が上場意欲をそいでいるとすれば、誤解を解いていかなければならない。
- ・ 上場企業であろうとなかろうと、最低限の遵法精神は必要である。

7. ブックビルディングのあり方及び公募価格と初値の乖離の問題

- ・ IPOでは利益があがらないというのが常識になっているようである。現在の経済・市場環境の下、IPOでは、公募価格から初値、上場後の株価が大きく乖離し下回る傾向にある。証券会社は抱える玉が売れない、あるいは評価損となり、投資家も、売ったら損失が生じ、保有すれば評価損となる。また、投資家はIPOで取得する必要はなく、株価が下がってから流通市場で買えばいいと考える。ブックビルディングの手法等、何か対応していかなければならないのではないか。
- ・ 5～6年前は全く逆の議論で、IPOでは初値が公募価格よりも必ず上がり問題であるとして、ブックビルディングの見直しが行われた。ここ数年は、初値が公募価格よりも下がると問題視され、再び見直しの議論がある。もちろん公正にブックビルディングをやることは重要だが、初値が公募価格を上回るかどうかは、どうしてもそのときの経済や市場の状況に左右される。この議論には、なかなか正解がないのではないかと考えている。
- ・ ブックビルディングについては、我が国では個人投資家が非常に多いが、アメリカの場合には、機関投資家からスタートして個人投資家に広がっていると聞いている。現在、個人投資家が公募に申込み、初値やその後の株価が値下がりするので、個人投資家がどんどん離れるという状況にあるのだと思うが、これはブックビルディングのあり方にも関係している部分もあるのではないか。以前の懇談会で「各国の事情・特色に応じた分析も行う」と聞いた記憶もあるが、どのような状況か。
- ・ ブックビルディングは、世界中で行われていると認識しており、その後のセカンダリーマーケットへの円滑な移行ということを考えると、優れた仕組みと考える。ブックビルディングの仕組み自体に大きな問題があるわけではないが、あえて問題点を申し上げると、プライシングから上場日までの日程が、欧米に比べて著しく長いことか

ら、日程短縮化の検討は必要ではないか。

- ・ プライシングから上場までの日程が開く要因は何か。
- ・ 申込期間が長く設定されていることにあるのではないか。多くの個人投資家からの申し込みがあり、目論見書を交付し、買付代金の振込み・確認にはどうしても時間を要するので、長い申込期間が設定されていると認識している。欧米の場合、プライシングした翌日には上場、取引というのが一般的であると聞いている。
- ・ 改善の余地があるのではないか。
- ・ ブックビルディングで会社の正確な価値を測定するのは非常に難しいが、現在多くの銘柄で初値が公募価格を割れ、上場後の株価も公募価格を下回るという状況にあり、公募価格の設定についても改善の余地があるのではないか。こうした現象は、新興市場だけの問題ではないのかもしれないが、こういうことが常態化すると、投資家がIPOの魅力を感じない原因の一つになっていくのではないか。ブックビルディング、公募価格、初値の問題は、いろんな側面からのアプローチがあるのかもしれないが、整理し見直しておくべき問題ではないか。
- ・ 現在のブックビルディングの方式は、それなりにうまく回っているのではないか。ブックビルディングによる公募価格と初値とを比較すれば、初値の方に問題があるのではないか。初値が一番ムードに流される博打のような価格であり、その初値を基にして何か議論をするということ自体が非常にナンセンスであり、意味のある議論にはならないのではないか。
- ・ 経営者が上場に魅力を感じないとか、IPOでは利益が上がらないという問題は、半分は日本経済の構造的問題だが、半分は単に株価が下がりすぎた結果に過ぎないと考えている。そして、後者については市場原理が弱々しいながらもきちんと働き、ここ2年くらいは是正の方向に向かっていると思う。2006年頃は中小型株だけが売られ株価が下がる時代で、2007～2008年はそれが惰性で続き、大きく下がった。リーマン・ショック後からは、こういった流れがそれなりに見直され、3回ぐらいの上昇トレンドがあったのではないか。先の東日本大震災で壊れたが、その後の動きを見ても、本質的に信頼感が打ち砕かれたという気はしない。去年のIPOの成績を見ても、理想に近いのではないかと思う。IPOが成功した率はあまり良くなかったが、成功した

銘柄は比較的大きく成功し、大失敗した銘柄が少なく、1年を通して見ると、ブックビルディングと初値、その後の価格形成のバランスは実にうまく取れていたと思う。

8. 個人投資家の長期投資のための環境整備

- ・ 海外ではセカンドファイナンスが非常によく行われているが、上場後も取引が活発でなければ、恐らくセカンドファイナンスなどできないだろう。そうすると、上場後にも、投資家が長期に投資できる環境をどうすれば作れるのか、検討する必要があるのではないか。
- ・ 今後、ネット証券を通じて売買をする投資家はもっと増えるだろう。そういう投資環境の中で、あまり目立たない銘柄についても、個人投資家の投資対象に入ってくるような施策を考える必要があるのではないか。実はこんなにもいい会社があるということとを投資家に知らせる仕組みを、どう作り込んでいったらいいのか。非常に重要な課題ではないか。
- ・ 個人投資家に新興市場の成長性のある会社を知らせ、個人投資家を増やすという施策は非常に重要な課題である。個人投資家を増やすには、例えば、流通株式数を増やすといったことが考えられる。しかしながら、それを過度に進めると、取引所の上場基準で浮動株比率を定めるといったことになり、一方で、上場したいという会社が少なくなってしまうという懸念がある。例えば、新興企業のいわゆるオーナーに、自身の持ち株比率は2%で、残りの98%は全て売ってくれといっても通用しないだろうが、仮にそうなれば、流動性も相当違ってくるのではないか。やはり流動性がないと、投資家も増えずセカンドファイナンスもやりにくいのではないか。
- ・ 流動性と浮動株には、あまり相関性はないのではないか。多くの会社は、注目する投資家が増えてきたら流動性が自然とついてくる程度の浮動株はあり、売ったら損をするので売らない投資家が多いというのが実態ではないか。
- ・ 浮動株比率に関する上場維持基準を厳しくした場合の問題点として、特定の者が買い込むと、株価が上がる一方で、急速に浮動株が減っていくことにある。これは相当なリスクであり、そういう意味でも規制は難しいのではないか。
- ・ 目安としてP E Rが6～8倍ある地味だがいい会社の魅力は、やはり配当ではないか。こうした会社は、配当できる力があるにもかかわらず、オーナーが私腹を肥やし

ているといった言われもない批判等により、株主還元が阻害されている面があるのではないかと思う。少なくとも、新興市場の上場会社の中にも地味だが優良で配当性向が低い銘柄は、配当を上げるだけで、投資家は戻ってくるのではないか。こういったことの啓蒙が必要ではないか。

- ・ 今後、我が国のような先進国で高度経済成長は無理ではないか。実現しても、それはバブルでしかない場合がほとんどではなかろうか。特定の新興国に投資を行い、経済成長に相乗りする等、よほど特殊なシチュエーションがない限り、2%以上経済が伸びるとは、想像がつかない。このような高度経済成長が見込めない状況下、あまり成長面を押し出すのは、少々間違っているのではないだろうか。株式市場は、企業の利益の配分を投資家が得る場であるという原点に立ち戻らないと、市場の再生はないのではないか。
- ・ 市場の活性化という観点から、投資家に市場に戻ってきていただくのは重要であり、投資家に対して何かインセンティブを与えるようなことはできないだろうか。直接的には税制等になり、一部や二部市場に比べて、新興市場の税制を優遇するのは難しいかもしれないが、税制上の措置は一番シンボリックなメッセージになるのではないかと思う。投資家を呼び込むための制度面の手当てというのは議論する必要があるのではないか。

9. 上場廃止銘柄の受皿の整備

- ・ 現在、フェニックス銘柄は2銘柄であるが、新興市場の位置づけの明確化により新興市場からの退出・フェニックス銘柄が増加することが予想される。その場合には、現在の取引や清算の仕組みでは、証券会社や投資家にとって使い勝手が悪い。日証協事務局では、上場銘柄・取引所取引と同じように、取引や清算ができればよいのではないかと考えているが、そのために新しいプラットフォームをつくるには、膨大な開発・運営コストや時間がかかることから、既存の取引所のシステムやP T Sの利用についてあらかじめ検討しておきたい。また、フェニックス銘柄の清算については、証券保管振替機構の対象銘柄にはなっているが、J S C C（日本証券クリアリング機構）の対象銘柄になっていないので、対象となるよう検討や働きかけは行ってみたい。
- ・ J S C Cの対象になっていないのは、何か障害があるのか。

- ・ 特別な障害はないと考えている。
- ・ 上場廃止後の受皿を検討する際には、どの段階でその扱いを止めるのかといった点をしっかり検討しておかないと、その制度整備により新しい市場を作ってしまうことになりかねない。
- ・ 監査証明が得られずに上場廃止になった場合、監査さえ受けていれば不適正意見であっていいというルールで受けるか、もしくは受けないのか。取り扱い期間に加え、こうした面でも受皿としてのあり方を考えておく必要があるのではないか。
- ・ 上場廃止銘柄の取引を活発化させ、投資家をそこまで保護する必要があるのか疑問である。
- ・ フェニックス銘柄制度は、決して上場廃止となった銘柄の取引を活発化しようというものではない。特定の銘柄について、取引所が流動性が全くなってしまうことを懸念し、上場廃止の決断に二の足を踏んでいるのではないかという事例を聞いたことがあり、上場廃止銘柄について、一定期間流動性を確保することで、取引所の上場廃止の決断に水を差さないようにしたいという趣旨があると理解している。

2.次回会合

第5回会合を5月19日（木）に開催する。

（配布資料）

新興市場の信頼性回復・活性化等について(3)

以 上