

「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2部会」議事要旨

日 時 平成23年2月25日（金）午前10時～12時

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 黒川部会長ほか各委員

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 林代理から、「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 川本委員から、「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】

- ・ 本部会の検討課題は、金融庁「アクションプラン」に掲げられた「上場審査等の信頼性回復・負担軽減等」に限定されているものの、新興市場の信頼性回復・活性化に向け、幅広い観点から議論を行っていききたい。新興市場の整備に限らず、主役である起業家、新興企業が盛り上がらなければ、本部会の目指すゴールには、辿り着くことができない。本部会では、主役及び脇役のすべてを念頭に置いて、幅広く議論をお願いしたい。
- ・ 本部会は、6月末までの4か月間といった短い期限で議論を行わなければならないが、金融庁においては、本部会での取組み・措置の効果は3年間程度の期間で見守っていただきたい。言い換えれば、3年間程度の期間は政策を継続していただきたい。本部会では、長期的な観点で知恵を絞っていききたい。

1. 新興市場の信頼性の向上

- ・ 本来、新興市場の信頼性の向上は、虚偽記載を行う企業を撲滅するというものではなく、そのためには、監査手続を向上するための施策を進め、実際に虚偽記載を行う企業が減少した実績を作ったうえで、投資家がその実績を認識することが必要。そうやって初めて、新興市場の信頼性が向上したということになるのではないかと。つまり、長期的な話である。

- ・ 短期的な視点でいえば、投資家に対して、「不正を行う企業は、新規に上場することができない。」といった認識を持たせることによって、新興市場の信頼性を向上することができるのではないか。本部会では、長期的な視点で議論を行うのか、若しくは、短期的な視点で議論を行うのか。本部会の議論を進める視点によって、その内容が変わってくるのではないかと考える。
- ・ 「新興市場で粉飾がない。」といった話は、上場審査段階では不正を行っていないということであるのか、それとも上場審査段階では粉飾していなかったものの、モラルの低い会社が上場した結果、その会社が上場後に粉飾決算を行ったということであるのか。そのどちらかによって話が変わってくるので、その前提を確認したうえで議論を行った方が良いのではないかと考える。

2. 上場審査期間及び上場コスト

- ・ 今回のマザーズに係る制度見直しにおいて、「2か月の標準上場審査期間」の設定の検討を行っているが、現在、マザーズにおける平均的な上場審査期間はおおむね3か月弱となっているので、標準的な上場審査期間を2か月とするためには、現状の上場審査プロセス等の効率化の努力を行うことが前提となる。なお、この「2か月」は、特段の審査上の問題が発見されない場合の平均的な審査期間として想定しているものであり、「最短期間」を意味するものではない。
- ・ JASDAQでは、標準上場審査期間を明示していないが、証券会社向けの説明会等において、45日（営業日ベース）で上場審査を行う旨を明示している。ただし、新規上場申請者に何らかの問題があり、3～4か月程度の上場審査期間を要する会社が存在するのも事実である。
- ・ 上場準備は、どのような定義であるのか。市場参加者によって、その定義が異なるのではないかと考える。上場審査が行われる直前から準備と言えるのか。それとも、上場審査が行われる相当以前から準備と言えるのか。証券会社が新規上場申請者を探して、その申請者から相談を受ける段階から上場準備とするのであれば、その準備期間は相当長いことになる。
- ・ 監査法人では、クライアントから、「諸外国の新興市場の上場審査期間と比較すれば、我が国の新興市場の上場審査期間が長いのではないかと」と質問されたときには、「一

般的には、そのような事実があるとは言えない。」旨を回答し、可能な限り、安易なクライアントの海外取引所への上場・海外流出を防ぐため、労力を割いている。

- ・ IPOを希望するベンチャー企業の経営者の一部は、「海外の新興市場は、速やかな上場が可能である。」といった認識を持っている。したがって、標準上場審査期間を2か月としても、経営者は、海外の新興市場へ向くことになる。実際の上場審査期間が2～3か月要しても良いと考えるが、我が国の取引所においては、速やかな上場審査を行っていることをアピールする必要があるのではないか。ベンチャー企業の経営者は、我が国の新興市場の上場審査にスピード感がないという誤った認識により、非常に問題視している。
- ・ 新興市場に上場するIPOは、資金調達を伴うケースが多く、発行開示（有価証券届出書）が起点となるため、取引所だけで対応することには無理がある。
- ・ 引受証券会社及び取引所においては、新規上場申請者の財務数値について、非常に高い信頼性があれば、上場審査が行いやすいのではないか。監査法人が新規上場申請者の財務数値の適正性を確保すれば、取引所においては、1週間で上場審査が可能ではないか。本部会では、上場審査期間を短くするために、法的責任を有する監査法人において、どの程度、責任を持って対応できるのかについて、集中的な検討が必要ではないか。この点は、監査法人において、検討願いたい。
- ・ 我が国では、常に、コストの問題が新規上場促進の障碍となっている。取引所へ上場した会社は、金融商品取引法の適用対象となるため、正規の監査を受けることになるが、新規上場申請者においては、上場前から必ずしも常に正規の監査を受けているわけではない。取引所への上場について検討を行う段階、あるいは新規上場申請前の段階などのプロセスの中で、どの段階でどのように監査法人に関与させるのか。正規の監査を受ける場合は、当然ながら、大変なコストがかかることになることも踏まえ検討することが必要。
- ・ 最近の不祥事の事例は、高度な会計上の判断を必要とするような不適切な会計処理ではないのではないか。単純に売上げを偽る事例が多いため、監査法人においては、確実に実態を伴う特定の部分に限って、収益の計上が問題ないか否かなどを確認する方法も有り得るのではないか。
- ・ 新興企業において、正規の役員として公認会計士を招聘すれば、大変コストがかかる。一方で、コンサルタントとしてではなく、例えば、会計参与（会社法第333条）な

ど専門的部分には責任を有する者を利用するのであれば、コストが軽減できるのではないか。

- ・ 標準上場審査期間は、必ずしも、短ければ良いわけではない。上場前の段階における上場予定会社と監査法人との関係次第では、結果として、審査期間を短くすることができるのではないか。本部会では、上場審査について、各市場関係者の力を適切に配分し、コストと時間を短縮できる方策を策定できれば良いのではないか。
- ・ 監査の有効性は、どのように構築されるのか。監査法人は、経営者と付き合う期間が長くなれば、会社のビジネス的なボラティリティーが発生する状況や経営者の誠実性が把握できるようになってくる。
- ・ 監査手続は、企業の財務数値を確認するため、経営者の心証を得るためには、良いプロセスである。一方、企業のコスト負担の問題を踏まえれば、監査以外で、会計参与等が企業へ関与することは、良い選択肢となるのではないか。
- ・ 企業は、監査手続を受けることについて検討を行った段階で、初めて、監査法人に相談を行う。監査法人では、当該企業に対して、「監査を受ける前の段階から、企業と一緒に、ビジネスを大きくするお手伝いをしたい。」と伝えているものの、実態としては、十分に伝わっていない点もある。本部会では、市場全体に対して、その伝えていることの理解を深めるための活動の検討を行っても良いのではないか。
- ・ 取引所の上場審査手続や監査手続は必要であるが、その手続を行う期間までに、監査法人と新規上場申請者との間で、コンサルティング契約の締結等の準備について周知徹底を図ることができれば、結果として、新規上場申請者の負担が減少し、監査の実効性も向上するのではないか。

3. いわゆる「遡及監査」

- ・ 経営者は、様々なオプションを持ちたいと考えており、ビジネスの始動を見極めながら、常に監査契約を行うオプションを持ちたいニーズを有している。経営者の選択肢を増やす観点から、遡及監査の手続が行われることは、良いのではないか。
- ・ 名古屋証券取引所では、上場審査基準の監査意見等について、2期から1期へ簡素化し、実質的に遡及監査が認められるセントレックスを構築した。我が国では、監査法人は、現状、遡及監査の手続を行ってなく、遡及監査は難しい議論である。

- ・ 日本公認会計士協会では、遡及監査といった言葉を認めていない。一般的には、決算を遡及して修正し、その決算内容を監査することが遡及監査と言われている。
- ・ 当社(監査法人)が業務提携を行っている米国のファームは、遡及監査について問題のないルールとしている。
- ・ 各監査法人においては、ある程度妥当であれば、遡及監査について、問題ないといったスタンスになってきたのではないかと感じる。コンサルティング契約を締結している企業の場合や、その企業の経営者の誠実性が把握できる場合は、各監査法人において、遡及監査を行うのではないかと感じる。ただし、個人的には、監査上、リスクアプローチの概念の中で、最も重要と考えられる固有のリスクを構成するビジネススキームの理解や経営者の誠実性の判断には、最低1年は要したいのは事実である。
- ・ 監査法人としては、最近、遡及監査を行う土壌が整備されてきたのではないかと感じている。
- ・ 新興市場に上場を目指す企業の中でも、事業規模の相当大きいレベル感で上場を目指す企業を監査するケースと、相当早い段階（アーリーステージ）で上場を目指す企業を監査するケースでは、当然ながら、監査法人の対応が異なる。
- ・ 今後、成長していくアーリーステージの企業の監査を行う場合は、監査法人では、当該企業の財務数値に限って適正性の確認を行っている。一方、事業規模が大きい企業の監査を行う場合は、財務数値の適正性の確認に加え、その企業の管理体制や内部統制の構築についても、相応の責任を持ったうえで確認を行っている。
- ・ 極論を言えば、監査法人では非上場会社の監査を行う場合でも、内部統制に依拠して監査を行うものの、新規上場を予定している非上場会社の監査を行う場合は、ある程度、上場会社として求められる内部統制のレベルをベースに監査を行っている。
- ・ 遡及監査ができる期間と管理体制の整備期間は、連動するのではないかと感じる。上場審査に際して、監査を行う期間を短縮する場合は、次のうち、どのようなレベル感を想定しているのか。

2期の監査期間の期首に対する遡及イメージであり、少なくとも、2期の期末は、監査を行っている状態で遡及監査を行う。

2期の監査対象時期が過ぎてから遡及して、期越えしないレベルで、遡及監査を行う。

- ・ 遡及監査は、正確な定義が存在せず、市場参加者によって、考え方が異なるようである。
- ・ 監査法人としては、直前々期の決算内容が確定する前に監査手続を開始し、その監査について、様々な指摘ができる状況であれば、遡及監査ではないと認識している。一方、直前々期の決算内容が確定した後に監査手続を開始する状況であれば、遡及監査であると認識している。多くの監査法人においては、この認識で一致しているのではないか。
- ・ 例えば、3月決算会社では、直前々期の決算が始まる前の年明けに監査を開始した場合は、直前期の株主総会が終わるまで、1年半程度の期間がある。監査法人としては、1年半程度の期間であれば、遡及監査ではなく対応できるが、この1年半を半年程度短縮するのであれば、直前々期について、遡及監査になると認識している。
- ・ 遡及監査は、ルール上、実務として行えないものではないが、現状ではあまり行われていないかもしれない。各委員においては、遡及監査について、2期連続で無限定適正意見を前提として、議論を行っているのではないか。遡及監査であっても、限定付適正意見や意見不表明といった監査意見も有り得るため、その前提であれば、遡及監査可能性も広がるのではないか。
- ・ 遡及監査の定義は、明確ではないものの、監査法人としては、「遡及監査ができる。若しくはできない。」といった言い方について、違和感を覚えている。例えば、監査法人としては、直前々期の期首残高について、満足を得る監査証拠が得られれば、最終的に監査を行うことができるか否か、判断できるのではないか。世界的に監査基準が統一される中、遡及監査の実現の可否は、監査基準に基づいて、監査法人として満足を得る監査ができるか否かといった観点で判断されるのではないのか。
- ・ 監査法人では、遡及監査を行う対象となる企業の業種や体制などに応じて、監査手続を行うことができる心証が得られるかわからないため、遡及監査の期間について、一律的に定めることはできないと考える。例えば、「遡及監査について、一律的に、何年間の遡及を認めても良い。」といった指針が公表されたとしても、その指針の運用は、難しいのではないか。
- ・ 遡及監査の実施の可否は、各監査法人の考え方によって、判断が異なるのではないか。本部会では、発行会社の負担を軽減し、市場参加者から信頼を得る効果が出る形

で、遡及監査について検討を行った方が良いのではないか。

- ・ 我が国では、諸外国と比較すれば上場準備期間が長いことから、遡及監査の手続について明確にすべきではないかといった意見・議論がある。確かに、遡及監査が認められた場合、会社によって、上場準備期間が短くなるケースはあるかもしれない。
- ・ 上場審査では、財務諸表の正確性や品質に限定して、審査を行っているのではなく、日本証券業協会等が定める審査項目について、審査を行っている。
- ・ 本部会では、遡及監査を導入することにより上場準備期間を短縮化する方向性で議論を進めていくのか。若しくは、上場準備期間自体を大幅に短縮化するために、遡及監査に限定せず、審査項目全般について、幅広く議論を行っていくのか。
- ・ 上場準備期間を短縮化するための議論は、遡及監査に限らず、今後、幅広く検討を行っていききたい。
- ・ 新興市場の信頼性を確保することは、一朝一夕にできるものではない。新興市場の上場審査基準は、基本的に、直前期（1期分）において無限定適正意見であるが、従前のように、直前々期と直前期（2期分）とすれば、制度的に逆行することになるのではないか。

4. 新興市場の位置づけの明確化

- ・ IT系の経営者が希望する取引所市場は、マザーズ、若しくはJASDAQである。以前は、多くの経営者が、マザーズ市場への上場を希望していた。しかしながら、現在は、「マザーズ上場会社は、粉飾決算を行う会社であると思われるので、自社にとってマイナスではないか。」と誤解している経営者が増えてきている。例えば、「マザーズ」といった名称を一新しても良いのではないか。
- ・ JASDAQは、新興市場の位置付けとして、エンドマーケットであると明確化しているが、マザーズ市場は、どのような位置付けか。
- ・ 平成11年開設当初のマザーズ市場は、米国NASDAQのようなエンドマーケットとなることを念頭に、本則市場とは異なる市場として設計されたが、その後の市場運営実績を通じて分かったことは、実際には、多くのマザーズ上場会社が、東証市場第一部を目指しているということであった。そうした実態を踏まえ、現在、東証では、マザー

ズ市場について、東証市場第一部へのステップアップを目指している成長企業向け市場と位置付けている。したがって、東証におけるエンドマーケットは、市場第一部である。

- ・ なお、今回のマザーズの見直しに係る取組みでは、「市場コンセプト明確化のための対応」を掲げている。これは、金融庁のアクションプランにおける指摘を踏まえ、「成長企業向け市場の上場企業として適当ではない企業について、どのように対処すれば良いのか。特に、その企業の中で、上場を維持することが不適切な企業について、どのように対処すれば良いのか。」といった問題に対処しようとするものである。
- ・ 具体的には、まず、上場後10年が経過したマザーズの上場会社に対して、本則市場の上場廃止基準と同水準の基準を適用することとした。同時に、上場後10年を経過したマザーズ上場会社に対しては、そのままマザーズに継続的に上場するか、市場第二部への市場変更を行うかの選択をお願いすることにした。10年が経過した時点で引き続き高い成長可能性を有している企業にはマザーズを、企業の成長曲線として安定軌道に入った会社には、東証市場第二部をそれぞれ選択していただくことを趣旨としている。
- ・ 新興市場とは、エンドマーケットであるのか。若しくは、経過市場であるのか。このコンセプトの違いが大きい場合は、本部会の議論を進めるうえで、重要な論点となるのではないか。
- ・ ベンチャーキャピタルとしては、新規上場できる新興市場の選択肢が多く存在した方が良く考える。
- ・ マザーズ市場は、開設当時より、高い成長性可能性を有している企業を上場対象としていた。証券会社では、投資家に対して、マザーズ市場の銘柄への投資に際し、確認書を提示の上、その銘柄がリスクを有している旨の周知を行ってきた。一方で、投資家においても、その銘柄のリスクを認識してきたことから、証券会社としては、マザーズ市場のコンセプトが明確化されてきたのではないかと考えている。
- ・ 新規上場申請者において、自社が成長性を有していると考えていれば、その考え方に沿ったコンセプトの市場を選択するのではないか。
- ・ 新興市場の銘柄はリスクが大きいため、新興市場の新規上場申請者の場合、証券会社では、本則市場の銘柄と比較して、引受手数料の体系を多少変えている。このこと

から、発行会社においては、自社のリスクを認知するのではないか。

- ・ 新興市場の銘柄は、投資を行う前から、リスクを織り込むか否かによって、その銘柄に対する信頼性の有無やその事情も変化するのではないか。
- ・ 粉飾決算は許されないものの、新興市場の銘柄への投資リスクと大きなリターンを踏まえて、投資家が自己責任に基づき投資を行うことは、新興市場の信頼性向上の施策の一つかもしれない。

5. 外国の新興市場への上場

- ・ 「我が国の新興市場に上場するためには、諸外国と比較して、上場準備期間が長い。」といった指摘がある。また、「外国の新興市場に上場するためには、我が国と比較して、コストが高い。」といった意見もある。外国の新興市場では、誰かが相当のリスクを負っているため、新規上場するためのコストが高いのか。この点について、外国の新興市場と我が国の新興市場では、どのような違いがあるのか。
- ・ 例えば、我が国の企業が韓国の新興市場へ上場を目指す場合には、我が国の企業は、我が国の法律に基づいて、ビジネスを展開しているため、韓国の新興市場へ上場するのであれば、韓国でリーガルコスト等が発生することから、コストが高くなる要因となるのではないか。
- ・ また、韓国の新興市場へ上場を目指す企業の業種が、韓国で一般的なビジネスではない場合、その企業の業務内容を確認するためのデューディリジェンスの時間が、相当必要となるのではないか。
- ・ 韓国の新興市場へ上場するためには、上場申請書に弁護士の意見書を添付しなければならない。弁護士の確認作業は、実態として、非常に時間とコストがかかるのではないか。
- ・ 外国の新興市場への上場に際して、監査法人は、監査手続が行われた部分についてリスクを負い、証券会社は、アンダーライターとしてのリスクを負っているが、最も大きなリスクを負っている者は、弁護士と言えるのではないか。
- ・ 外国の新興市場への上場は、コスト面において、相当高くなるケースもあるが、全体的に見れば、メリットもある。
- ・ 我が国と外国の新興市場（特に、韓国や台湾）を比較した場合、現在、外国の新興

市場は、売買回転率が非常に高く、多くの個人投資家が参入しているマーケットである。

- ・ 外国の新興市場では、IPO時の資金調達額と比較して、上場後の資金調達額が大きいことから、IPO時にファイナンスを行った後、セカンドファイナンスに応じることができ、懐の深いマーケットと言えるのではないかと。つまり、外国の新興市場では、資本主義の一番の役割である機動的なリスクマネーの供給が行われている状況であり、その点で、使い勝手の良さが評価されているのではないかと。一方、マザーズ市場やNASDAQ市場では、セカンドファイナンスの事例が少ない。
- ・ なぜ、一部の我が国の企業は、外国の新興市場への上場を目指すのか。外国の新興市場へ上場するには相当のコストがかかるものの、上場審査基準が緩いため、外国の新興市場への上場を目指すのか。若しくは、外国の新興市場では、セカンダリー市場での機動的なファイナンスが実施でき、企業の成長段階に応じた資金調達が可能といったメリットがあるのか。
- ・ 外国の新興市場へ上場するリスクとリターンを含めて、我が国と外国の新興市場では、何が違うのか。我が国の企業に対して、どのようなコンセプトで誘致しているのか。
- ・ プライマリーマーケットが存在しない国と存在する国では、セカンダリーマーケットの位置付けが異なることが一つの問題ではないかと。
- ・ プライマリーマーケットが強くなれば、当然ながら、セカンダリーマーケットも強くなるはずである。資金調達自体のマーケットが存在し、セカンダリーマーケットが充実している場合は、当然ながら、プライマリーが多くなる。本部会では、IPOが減少していることについて、プライマリーとセカンダリーを切り離さず、資金調達と併せて検討を行う必要があるのではないかと。
- ・ 市場関係者から、マザーズへの上場を計画していた企業は、同市場の評価が悪化したため、香港の新興市場への上場を計画したが、非常にコストが高かったことから、結果として、NASDAQを選択したといった話を聞いたことがある。この話の観点で言えば、本部会では、どのような議論を行えば良いのか。
- ・ 新規上場を目指す企業が、長期的な視点で信頼性を確保した上で、我が国新興市場に上場できるようになれば、外国の新興市場と比較して、質が劣っているわけではないかと。

いと考える。

2. 次回会合

第2回会合を3月31日(木)に開催する。

(配付資料)

資料 1 「新興市場等の信頼性回復・活性化」について

資料 2 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

資料 3 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