

## 「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2部会」議事要旨

日 時 平成23年4月26日（木）午後3時～5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. 上場準備会社に対する遡及的監査について

有限責任あずさ監査法人 橋本副部会長から、「上場準備会社に対する遡及的監査」について、配布資料1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. 決算修正と監査時間の確保

- ・ 資料1の3頁に、「必要な監査時間が確保できないケース」とあるが、新規上場の場合には、上場申請の直前に監査報告書が作成される。それでも必要な監査時間が確保できないケースが、実際にはどの程度あるのか。
- ・ 上場申請時まで考えれば、遡及してもそれなりの時間（上場前3カ月程度）があるのではないかということかと思うが、例えば、特定の監査法人の社内ルールでは、決算は株主総会で確定してしまうので、それまでに監査を終了させることとなっている。仮に、上場申請時までに監査が終えればよいこととした場合、株主総会をやり直して決算を修正することを前提にしなければならない。そこまでするのであれば、確かにそれなりの時間は確保できるが、少なくとも、当該監査法人では、決算が確定し利害関係者に決算の数字が行き渡るときには、正しい数字となっているように、監査を完了させておくこととなっている。
- ・ 上場の前に株主総会が来るとするのは、具体的にどのようなことか。
- ・ 資料1の11頁の図で見ると、例えば㊦(直前期)で監査契約を締結しても、実際に監査報告書を提出するのは上場申請期のところになるので、申請期まで監査意見は手元に持っているだけで提出しない。監査報告書を提出するまで監査ができるということであれば、㊦の段階で契約締結したとしても、直前々期についてもそれなりの時間を

とって監査ができる。

仮に㊸がもっと期末・申請期に寄っていたとしても、それなりの監査時間が確保できるが、その場合でも、直前々期の決算は、例えば3月末決算であれば、直前期の5月～6月には確定している。よって、㊸では、既に直前々期の決算が確定しており、その後に監査契約を締結し、そこから監査を始めて申請期までに監査を完了して監査意見を出すことになる。それには当然、株主総会で確定し、税金も納め終わった決算を、臨時株主総会等を開催して遡及して修正するという、少々強引な手順を進める必要がある。監査法人としては、そういったことは前提とはせず、期限が定められている以上、期限までにきちんと監査を終了させることをルールとしている。

- ・ 例えば3月末決算会社の場合には、6月末ぐらいまでには、直前々期の株主総会があるので、㊸の時期が7月とすれば、株主総会開催後の監査契約締結ということになる。このような場合でも、意見不表明等の考慮が必要ということか。
- ・ 意見不表明等の考慮が必要である。直前々期の株主総会が終わった後のタイミングの㊸で監査契約を締結した場合、既に決算は確定していることになる。よって、監査を行い、何か指摘事項があれば、既に確定した決算を修正してもらう必要があるので、改めて株主総会を開催し修正する必要がある。
- ・ 例えば、監査契約の締結が、直前期末の前日等のギリギリで、次の6月の株主総会までに監査意見が表明できない場合でも、上場申請時までに遡及的監査を行い監査証明は可能か。仮に直前期、直前々期末を過ぎてしまうと、期首残高、期末残高の双方ともに立ち会わないという形になってしまい、その場合はやはりかなり厳しいのか。
- ・ 現状で、決算を修正するという前提で監査をすることは可能かということ、例えば、特定の監査法人の社内ルールの下では、一義的には不可能ということになるが、もちろん個別の事情で、それぞれ個別の審査を受けていただくことで、可能になるケースもあるかもしれない。
- ・ しかしながら、資料1の論点は、何か間違っていることが後で発見されて、それを修正するというのではなく、監査範囲の制約により、そもそも間違っているかすら分からないケースがあるのではないかという問題提起である。間違っていることがわかれば、改めて株主総会を開催して決算数字を修正したうえで「無限定適正意見」を

表明するというやり方もできるが、そもそも遡及的監査を行う場合、棚卸立会の問題等により、何が正しい金額なのかわからない状態になることも想定できる。そのような場合に、「無限定適正意見」を表明するわけにはいかないということである。

- ・ 決算修正ができるかどうか、遡及的監査を実施できるかどうかの1つのキーポイントになってくるが、監査契約締結段階での株主構成等、様々な再承認の可能性を含めると、必ず遡及的監査を実施できるとはいえずらい。遡及的監査は、通常の監査に比べて受注の難易度が高い。
- ・ 一般的には、期末の決算承認の株主総会までに監査を終えられるタイミングで監査契約を締結するのが一番望ましい。しかしながら、決算修正が可能である場合、例えば当該会社の株主がオーナー1人の場合や、オーナーが圧倒的な比率を持っている場合など、株主総会の再招集が可能な前提があれば、話が違って来るだろう。

## 2. 遡及時期

- ・ 最近3年間にジャスダックに上場した会社33社の事例で見ると、資料1の11頁の図で㉗の段階で金融商品取引法(以下「金商法」という。)の監査の契約を締結した会社は21社、㉘(直前々期)の段階で11社、㉙(直前期)の段階での会社は1社であった。これら33社は全社、従前から会社法監査やアドバイザーの契約を結んでいたもので、今回の前提である「全くコンタクトがない事例」ではなく、多くの会社が、かなり前から上場準備を行っている実態が伺える。
- ・ 今後、㉘や㉙の段階で初めて監査契約を締結する会社をいかに増やしていくのかが、今回の議論のポイントになると考えるが、上場準備会社の業種や業態など、どのような場合には、遡及的監査が困難であるのかを上場準備会社に予め認識してもらうために、どのような方法がいいのかを検討するのが、最も重要なのではないか。例えば、遡及的監査が可能になるのはこういう場合であるという事例集のようなものがあれば、望ましい。今回、遡及的監査で「意見不表明」となる場合の文例の検討が提案されているが、積極的に進めていくためには、こうしたものも取りまとめることが、今後において必要ではないか。
- ・ 現状でも約3分の1の会社が㉘の段階で金商法監査の契約を締結しており、その締結の時期にもよるが、基本的には、ルール変更がなくても、遡及的監査が実施できそ

うである。㉔が問題となるが、㉔はもともとそんなに多くないので、資料1の提案は  
かなり思い切った提案ということになる。

- ・ 今後の問題としては、やはり㉑や㉒の段階で、初めて監査法人とコンタクトをとつても、上場の準備が進められる制度はやはり必要だと認識している。上場希望会社が、容易に上場の見込みを判断できるようになれば、もっと需要が掘り起こせると考えている。
- ・ 遡及的監査を認めることで、どういう会社が新たに上場してくるのかのイメージだが、今までの経験では、最近急に業績が上がってきたので、予定よりも前倒しで上場をするという会社は多くはない。
- ・ 上場準備会社としては、最初は業績が第一であり、業績がある程度上がってくるまでは、監査費用等を抑えたいと考えている。㉑の段階で監査法人と契約するのではなくて、㉑や㉒で、業績が上がってきたときに、監査法人と契約して遡及的監査が予定でき、上場に間に合うかどうか。そのためには、前もって何を準備しておけば良いのか、㉑の段階でシナリオを書けることが、最も大きなメリットではないかと思う。現状では、上場申請期を㉑とすると、㉑で監査契約をするということになるが、極論すれば、㉑の時点では、まだ毎月黒字にもなっていないが、ポテンシャルがあり、上場できる可能性のある会社については、最初の㉑の時点から、遡及的監査の想定ができれば、そういった可能性のある会社をもっと発掘できるのではないか。
- ・ ㉒で、遡及的監査を実施した際には、多くの場合、直前々期の期首・期末両方とも遡及的監査となってしまい、直前々期の監査結果が「意見不表明」になり、さらに、直前期の監査においても、期首の情報が不足することによって、監査結果が「限定付適正意見」になるのではないか。
- ・ 現実的に考えられる遡及的監査は㉑の時点で初めて監査契約を締結し、直前々期の期首情報が不足することで直前々期の監査結果が「限定付適正意見」で、直前期は「無限定適正意見」で上場というケースではないか。㉑のケースで、直前期の監査結果が「無限定適正意見」であっても、直前々期の監査結果が「限定付適正意見」であった場合に、証券会社では、投資家に対して売りにくいと考えるか。
- ・ 直前期に無限定適正意見以外の意見を認めるかどうかの論点についてだが、直前期

に無限定以外の意見を認めることはさすがにないと思っている。

- ・ ただし、㊦の段階で監査契約締結ということになれば、それは個別に判断することにならざるを得なく、あらかじめ上場準備会社に監査範囲の制約が生じないような準備、自助努力をお願いすることを伝え、上場準備会社で対処していただくことになると考えている。㊦に「意見不表明」を認めるという制度上の手当までは考えていない。
- ・ ジャスダックの事例では、現在は㊦の段階で会社法監査やコンサルティング契約が締結されているということなので、現実的には、㊥や㊧の時点で初めて監査法人と接触するケースは存在しておらず、㊥のケースでの遡及的監査を認めることは最低限必要ではないか。
- ・ ㊦の場合も念頭に置いて議論しなければならないのではないかと理解している。㊥監査契約の締結の時期により、直前々期においても「限定付適正意見」ではなく、「無限定適正意見」の可能性はかなりありそうな感じはする。
- ・ ㊥はほとんど議論しなくてもいいのではないか。㊦監査契約の締結の時期にもよるが、株主総会と前と後かという問題もあり、㊦をどのように認めるかが問題ではないか。
- ・ 今まで事実上存在しなかった状況も、今後ルール等を緩めることによって、㊥も当然増えるが、㊦もあり得、上場予備群が増える可能性は十分ありそうだということではないか。
- ・ ㊥でとどめるか、㊦まで含めるかということも、論点である。結局、ルールは緩いところにスタンダード、デファクトスタンダードとして偏る可能性もある。上場準備会社として、コストを抑えたいということになると、できる限りぎりぎりのところで監査することもある。
- ・ ジャスダックグロース市場の会社のような場合には、なかなか見通しが立たないため、これなら大丈夫と思い直前に実施するということもあるのではないか。
- ・ 重大な変更は、やはり㊦で、新興市場の信頼性回復の観点からは、㊦になったときに、ここまで実現することでどの程度影響があるのか、よく考えなければならないのではないか。一応㊦も排除してないということで、今日は議論をお願いしたい。
- ・ 基本は㊥で、株主総会後でも㊦までは認めるべきではないかと考えている。当然、どんな会社でも認めるわけではないが、例えば、技術力を持った会社で、ある程度事

業化が見えてきた段階にあり、在庫が少なく、従業員も少ない、ビジネスもそれほど大きくないという会社であれば遡及的監査をお願いし、上場申請ができるのではないかと考える。日本のベンチャーをどうやって育成していくかという観点から遡及的監査の推進はやはり必要ではないか。

- ・ 上場準備会社は、どうしてもコストを抑えたいという前提から入ってくるので、そこは救済策をどうするかというところにもなり、または産業政策でどういう会社だったら認めるとかというところも、改めて検討する必要があるのではないか。
- ・ いつまで遡及できるかという論点になってしまうのが非常に気になっている。例えば、仮に㊸や㊹の期末に近い段階であっても、主幹事証券会社が上場スケジュール中で、当該直前々期、直前期を使ってやると合意し、会社の業績も当然見合ったものになっているという状況下で、それでも監査法人が何かを言い、遡及的監査は絶対にできないと言って先に事が進まない事例が、どれほどあるのかと思う。そういうケースであれば、監査法人は、できるだけ協力したいと考え、可能な限り代替的な手続きでできないかと積極的に考えて対応しているのではないか。監査法人の立場からすると、今の議論は、遡及監査はいつまでならできるという議論にずれていってしまっているような気がする。
- ・ コストについては、現在ベンチャー企業の監査報酬はそれほど高くない。上場後も監査契約が継続されるということで、監査法人としては、上場前は先行投資と考え、上場後に会社の業績が上がってきたら、ちゃんと回収させてくださいというスタンスではないか。会社の規模にもよるが、そんなにコストを前面に出さなければいけないケースは少ないのではないか。
- ・ 議論の前提は、会社法監査を受けていない会社のことであり、会社法監査を受けている会社は、この議論には関係ないと考えて良いのではないか。
- ・ 金商法では、株主総会前にも有価証券届出書を提出でき、決算が確定すれば有価証券報告書を提出することとなり、会社法の決算と異なる場合も当然あり得る。会社法の決算を受けている会社の場合には、その決算が金商法上も問題がなければ、その監査結果を利用して監査証明を出すというのは、これまでもほぼ同じ手続であり、証券会社も問題はない。会社法の監査を受けていない会社が、初めて㊹又は㊸の段階で金商法のための監査を受けるときに、これが可能かということである。

- 例えば④では、①の段階での監査意見があるかないかは今後関係なく、制度上④で契約した後の直前期と直前々期の財務諸表について、その翌年決算が確定した後に監査証明をするという形になってくる。そういうときに、それが金商法上の遡及的な監査として実施できるのかどうか、1つ技術的な問題として考えておく必要があるのではないか。
- 「信頼性回復とのバランス」の観点からは、これまで監査を受けていない会社が、新興市場に上場するという前提で考えると、総論的には、今の制度の下で、多くの会社は問題を起こしているわけではなく、概ね、金融庁、証券会社、監査法人、証券取引所がそれぞれの役割分担の中でその役割が果たされているのではないかと考えている。
- 例えば、大型の粉飾、上場前からの粉飾という事件もあったが、結局、ロックアップ条項が解除される前に強制捜査が入ったということで、最終的には、投資家が大きな損害を被ることは回避されており、全体としてのリスク回避はできているのではないか。証券界のルール、運営は適切にされており、その中で、粉飾のリスクが高まらないようにして、いかに新興市場を活性化するかということである。全体のコストを必ずしも高めなくても、粉飾の部分については監査法人としてどこまで監査で対応可能か、あるいはできたとしても、例えば「意見不表明」となるリスクを抑えるために、どう対応するのか。リスクを抑えるということと、どういう会社を対象にして、そこを少しやりやすくした上でリスクを抑えるのか、議論を絞っていてもいいのではないか。
- 「日本では遡及的監査が認められていない」という話を耳にする機会が多い。そういう認識の方や、そもそもできないと思っている方が結構多いことが、最終的には「上場の準備期間が長い」あるいは「海外の方がスピーディーに上場できる」という誤解の原因になっているのではないか。上場準備期間の長さの原因は、監査の問題だけにあるわけではないが、「遡及的監査ができない」ことがすべての原因であるかのような認識が、国内の上場を考えようという人たちに広がっており、公開を考える意欲を減退させ、活性化からするとマイナスに働いているのではないか。
- 例えば、監査法人から見て、「遡及的監査はできるけれども、監査意見を出しても、まだまだ体制準備が整っていないので上場は難しい」と思われるような場合があったとして、「監査契約を締結してくれない」という部分だけが相手方に見えてしまい、結果として、本来の問題点が十分に会社に伝わっていないようなケースもあるのではないか。

いか。

- ・ 遡及的監査の問題にかかわらず、上場準備期間全体が長くなってしまっている部分をトータルで解決していくことが、まさに、信頼回復を担保しながら活性化していくための大事なポイントなのではないか。上場を考えようとか、これから準備をしようとする会社から見て、スピーディーに上場できる、上場準備期間が短くできるような工夫があるのかどうか、関係者で検討する必要があるのではないか。
- ・ 例えば、上場申請あるいは公開を考えている会社から見て、遡及的監査について言えば、その前にどういう準備が必要か。例えば、特に期首残高が問題になるのだとすれば、「監査契約は結んでいないけれども、先にアドバイザー契約は結んでおこう」というような、当事者の予見可能性が高まるような環境の整備が大事なのではないか。
- ・ 個々の論点について検討すべき事項は多いが、最終的には、提案のようにパッケージで考え、トータルで活性化につなげていくことが大事だと考える。

### 3. 直前々期の監査意見(「意見不表明」の取扱い)

- ・ 直前々期の監査について、監査範囲の制約によっては、「限定付適正意見」若しくは「意見不表明」となり、資料1の9頁③、14頁③では、「上場審査において直前々期の意見不表明を許容する」という1つの解決策が提案されている。証券会社は、引受審査を行い、取引所に推薦、上場承認後に新規公開株を引き受けて一般投資家に販売することになるが、「意見不表明を許容する」ということは、監査人が監査範囲の制約の範囲が非常に広くて、結果的に虚偽表示の可能性が高いと意見表明した会社の株式を、一般投資家に販売するということになる。
- ・ 虚偽表示の可能性のある範囲が非常に小さくて限定されているのであれば、「限定付適正意見」となり、「限定付適正意見」と「意見不表明」とでは、非常に大きな差があると認識している。証券会社としては、投資家保護の観点から意見不表明を許容することは、非常に難しいと考えている。
- ・ 意見不表明について、過去に引受けた事例がないので、投資家にどういう影響があるのか認識していないが、意見不表明であれば、実質監査証明がないに等しいのではないか。証券会社は、本来、監査証明付きの財務諸表であれば責任は軽いはずであるが、「意見不表明」であればより深い引受審査が求められるのではないか。証券会社が自信を持って引受けて販売できるようにするために、独自の調査まで行う意味がある

のかどうかという議論もあるが、現実問題としては、やはり「意見不表明」の会社の株式を一般投資家に勧誘し販売するのは難しいと思われる。

- ・ 遡及的監査を認めれば上場予備群が増える可能性は十分にあるということだが、問題は遡及的監査の中身・内容ではないか。一番問題になっているのは、「意見不表明」を許容するかどうかであるが、許容するのであれば、証券会社としては、引受審査をもっと厳しくする必要があり、そうしなければ、証券会社や投資家がリスクを負担することになるという意見である。遡及的監査を認め上場予備群が増えるということは、「意見不表明」を許容するという意見か。
- ・ 意見不表明を許容するかまでは考えていない。
- ・ 例えばジャスダックには、グロースという極めて成長性の高い企業の市場がある。いわゆるバイオ等を想定しているが、実際に、こういう会社は上場申請時点では、売上げも立っておらず、将来の売上げについても、5年先、10年先を想定したビジネスモデルの会社が多い。こういう会社について、どういった財務上の担保が必要かといえ、直前期の財政状態がしっかりしていれば十分ではないかとも考えている。また、今回検討されている公開草案(中間報告)にあるように、経営成績及びキャッシュフローの状況に関しては「意見不表明」だが、財政状態に関しては「無限定適正意見」を表明するなど、監査意見にバリエーションが認められるのは望ましいのではないか。
- ・ 「意見不表明」をどのように取り扱うかには、2つの要素があるのではないか。ひとつは、上場審査の上場適格性の判断材料の側面であり、もうひとつは投資者への情報提供の側面である。
- ・ 取引所に、いわゆる市場第一部・第二部の本則市場と、新興市場の区分があるが、本則市場では利益基準や収益の継続性という上場審査基準を設けており、直前々期のものを含めて決算数字を使って判定することになる。仮に、その数字について、監査意見が不表明ということであれば、非常に悩ましく、ストレートには受けにくいところである。一方で、新興市場については、過去のトラックレコードというよりは、むしろ将来の成長性や事業計画の合理性に重点を置いた審査によって、上場適格性の判断を行っており、例えば、過去の利益水準に係る基準は設けていない。「意見不表明」をどのように取り扱うかは、これから検討しなければならないが、十分に検討できる

範疇なのではないかと考える。

- ・ もっとも、「意見不表明」の監査証明が付された有価証券届出書の取扱いや、会社の株式を販売する際の証券会社の目論見書の使用者責任等の問題については、金融庁や証券会社・市場関係者で、よく検討する必要があるのではないか。

#### 4. 海外市場での遡及的監査

- ・ 海外の市場では、遡及的監査が認められることを熱心にアピールしているとのことだが、海外の監査でも、遡及的監査に関する整理の仕方や見方については、同じと考えて良いか。例えば、資料1の11頁の㊦から㊩までの整理の仕方は、海外であっても、日本であっても、同じと考えて良いか。
- ・ もともと国の制度、インフラの違いから、遡及的監査の可否が決まるという部分がある。海外でも日本でも、監査とは、数字に対して心証を得ることだという基本的な考え方は同じかと思うが、国によって、インフラ制度が異なるので、遡及的監査ができる場合と、できない場合があるというのが正しい説明ではないかと思う。
- ・ 海外の市場では遡及的監査ができるとアピールされ、日本ではできないと言われるが、監査の基本的な考え方が同じということであれば、前提条件のここが違うと説明できるのではないか。
- ・ 海外の事情について、ある程度の説明が入れば、読まれる方は納得されるのではないか。
- ・ 海外との比較をする際には、遡及的監査ができる、できないという結果だけで議論するのではなく、なぜできるのか、できないのか現実を見て議論する必要がある。
- ・ その国の制度や、各プレーヤーの適格性又は上場を進めていくプレーヤーのそれぞれの立場・役割分担が異なるので、総合的に見て比較をしなければならないのではないか。現状、結果だけを見て議論されている部分が多いので、そこは整理する必要がある。
- ・ 日本の会社が海外市場に上場しようとするときも、遡及的監査の考え方・対応は国内市場に上場する場合と同じであり変わらないのではないか。海外市場の方が遡及的監査が実施しやすいということはないのではないか。

- ・ 変わらないはずである。
- ・ 変わらないのであれば、シンガポールの会社がシンガポールに上場することと、日本の会社が日本の新興市場に上場することはそもそも会社法等の諸制度が違うので、これは違って当たり前であり、それで競争力を言われても的外れである。
- ・ 遡及的監査が実施できる会社には、どんどんやっていただいたらいいと思うが、例えば遡及的監査を受け入れるために上場基準や引受審査を本来あるべき姿以上に緩めるということは、望ましくはない。
- ・ 遡及的監査を行うことにより、上場会社にふさわしい社内体制が構築された会社が上場できるというのは賛成だが、遡及的監査により社内体制の構築が不十分なまま上場する状況は良くない。
- ・ J-SOXは、本当に信頼性回復に役立つものであれば、むしろIPOのときから実施した方が良いという考え方もある。上場会社も含めて、この程度の会社だったら要らないというふうにしないと、信頼性向上にはマイナスではないか。J-SOXの緩和がなされ遡及的監査ばかりが勧められているように感じられると、IPOで普通に内部統制を構築し、2期分の監査を受けている会社へ悪影響があるのではないか、危惧するところである。

##### 5. 新規上場会社に対する内部統制監査の扱い(制度上の課題)

- ・ 資料1の12頁③「内部統制監査の扱い」について、「本年、内部統制報告制度の簡素化が行われたが、これは新規上場についてはあまり効果がない。」旨の説明があった。今回の簡素化では、企業規模が小規模で、比較的簡素な構造を有している組織、あるいは、上場後間もないような会社等についても、組織の内部統制の運用状況の評価においては、それぞれの組織の状況等に応じて、評価方法を工夫して効果的に実施できるということを明確化している。具体的には、一律に、通期あるいは組織内における各階層において必ず評価が求められるものではないことを明確化し、監査においても経営者の判断を十分尊重することとしている。
- ・ もともと内部統制報告制度では、個々の企業が置かれた環境、事業の特性、規模等に応じて、適切に創意工夫を行っていくことを期待していた。しかしながら、実態としては、独自の内部統制の手法を尊重してもらえず企業の規模等に合った内部統制が構築させてもらえないと、多くの意見を頂いていたので、今回の簡素化において、そ

それぞれの企業の規模に応じたものを構築できるよう明確化したところである。

- ・ さらに、本年3月31日、金融庁ホームページに「内部統制報告制度に関する事例集」を公表した。事例集では、ここ2年間で比較的簡素な構造を有している組織等が、さまざまな工夫を行ったことによって、内部統制の有効性を保ちつつも効率的に評価を行っている事例等を集めており、こういったものを参考にいただけると、上場前に企業における内部統制の構築についても短縮化が図れるのではないかと考えている。
- ・ 今回の内部統制報告制度の簡素化の効果は、IPOのときにも十分に見込めるということで、一定期間の適用延長(免除)・上場後に強制するところまでは必要はないという認識か。
- ・ 免除する必要はないと考えている。

#### 6. 新興企業、新興市場の位置づけ

- ・ 新興企業がどういうものなのか、新興市場に対して、いろいろな考え、定義みたいなものをお持ちだろうと思う。これまでの検討では、成長性があることをもって新興企業と呼び、そうした新興企業が上場しているところが新興市場だということだろうと思うが、果たしてそれでいいのか。それは結果であって、そういう企業を新興企業と呼ぶのは、成長性という後の実績を見た結果で呼んでいるような感じに思う。
- ・ 企業というのは、将来にわたって何か事業を行っており、結果ではなく、その企業が置かれている事業戦略、事業環境のようなものを持っており、要するに、新興企業は、事業戦略とリスクをとる、一言で言えば、リスクをとっていくような事業戦略を続けていることであり、結果として成長するかどうかはわからないが、そのような企業を新興企業と呼んでいるのかもしれない。
- ・ マザーズとジャスダックでは、考え方の違いが際立っているように思う。新興企業について、例えば、人間でたとえると成熟、成人になる前と考えた場合、マザーズの整理の仕方は、成人になる前の未成人と考えられているように思える。未成人は、成人としての権利や義務の遂行は、それぞれ能力が未完成なので、義務も成人よりも緩く権利も少ない。万一失敗した場合でも、社会からのサンクション、罰則も、未成人の場合は、将来更生する可能性が十分あることから緩く、もう一度、セカンドチャンスとして予定され期待される。そのようなことを念頭に置くと、新興企業も、本則市

場と比べるとそのような企業と理解される。

- ・ 他方、ジャスダックの整理は、エンドマーケットであり、リスクをとるという事業戦略、リスクに富んだ市場・事業環境にずっといる、あるいは成長戦略をとるよう経営する、経営しているということを念頭に置いているではないか。
- ・ 違いは、マザーズは、企業の成熟段階には普遍性がある、発展段階としては普遍的なものであり、ジャスダックは、多様な企業のあり方、発展の仕方があって、ともかくリスクをとっていく基本姿勢を保ち、結果として成長できない会社もあるかもしれないが、そういう環境のうちはそこで発展していく会社としている。ジャスダックでは、多様な会社のあり方があって、新興市場と本則市場で、別々の生き方をしている会社群があるはずだと考えているのではないか。
- ・ 両方ももちろんあっていいと思う。新興企業をどのように考えるかによるが、信頼性の観点から、サンクションの問題とか、いろいろな問題について、本部会では十分に検討するべきではないか。新興企業とは何か、新興市場というのは一体何かということ、考えておく必要があるのではないか。
- ・ 次に、第2部会のテーマには信頼性の問題があり、信頼性の回復を目指すならば、どこで阻害されたのか、向上ということであれば、これからどこで信頼性を高めなくてはいけないのか考えておく必要がある。また、信頼性という言葉自体も分析してみないといけない。資料1では、12頁に信頼性を揺るがす問題として、「会計不正や将来計画の度重なる修正」とあるが、そもそも不正は許しがたいことではあるが、「将来計画の度重なる修正」は、新興企業をそもそもどのように考えるのかによるが、これは当然のことなのかもしれない。新興企業の定義は必要だが、信頼性とはこのようなことだけなのかということである。
- ・ 誰が新興市場はちょっと信頼性が怪しいと言っているのか、この問題で、一番かわりがあるのは、株式を最終的に保有することになる一般投資家である。個人投資家の意見を聞く必要があるのではないか。
- ・ 新興市場のステークホルダー全体で、全体的に効率よく市場が運営されているのであれば、経済学的にはパレート最適みたいなものを念頭に置いて、それで満たしていればいいと考える。最終的な保有者も含めたステークホルダー間の分配に、リスクに見合ったリターンの分配や、それぞれのリターンの享受に不公正が非常に大きいと、パレート最適なことを言ったとしても、道徳的にやはり不満がある方、悔しいと思う方は出てくる。個々の事例について、ステークホルダー間で損得があるかもしれない

が、長く新興市場が繁栄されるためには、長期的に見てある程度分配が公平にならないと、なかなか市場はうまくいかないのではないか。

- ・ 信頼性については、個人投資家かどうかはわからないが、損することが多くて、なかなか長期的なリターンを得ていないことから、新興市場は信頼性がないといわれており、本来ならリスクに見合ったリターンということではいいのかもしれないが、それを信頼性という言葉で言っている可能性があるのではないかという気もしないではない。
- ・ もう少し信頼性という言葉自体も広げて考えたいうえで、本部会に参加していない方々も含めて、いろいろなステークホルダーが相応のリスクを負い、それぞれリターンを得るような方策を考えていくべきなのではないかと考えている。

## 2. 次回会合

第4回会合を5月16日(月)に開催する。

(配布資料)

資料 1 上場準備会社に対する遡及的監査に関して

資料 2 新興市場等の信頼性回復・活性化策について(3)

以 上