

「第1回 新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会」議事要旨

日 時 平成23年2月9日（水）午前10時30分～12時

場 所 日本証券業協会第1会議室

出席者 神田座長ほか各委員

金融庁総務企画局 森本局長、日本証券業協会 前会長

議事概要

1. 「新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会 部会」の設置について

協議会の下に、金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」（平成22年12月24日公表）で掲げられた我が国新興市場等の信頼性回復策及び活性化策の具体化に向けた検討を進めるため、検討テーマごとに2つの部会を設置した。

2. 「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、金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプランについて、配布資料「新興市場等の信頼性回復・活性化について」に基づき説明が行われ、次のとおり、各委員・オブザーバーから、全般的に自由な意見交換が行われた。

【意見交換】

- ・ 新興市場のあり方については、これまでも、日本証券業協会（以下「日証協」という。）、各取引所と議論を重ねてきた。金融庁のアクションプランについても、基本的には認識を共有できていると考えている。
- ・ 1999年11月マザーズ創設後、11年が経過し、その間に、上場企業の不祥事も経験した。省みれば、当社には保守的、リスク回避的という姿勢があった。結果として、新興市場全体の活性化につながらなかったという問題意識がある。
- ・ IPOの件数と新興市場の取引高は減少している。特にIPOについては、日本のマーケットではなくアジアでIPOを実施するという現象も起きている。日本の産業に日本の投資家が投資するという基本を大事にしないといけない。
- ・ 新興市場の信頼性回復と活性化は、取引所だけで実行できるものではない。取引所

で取り組むべき項目には積極的に対応していくのは当然であるが、加えて、引受証券会社、監査法人といった幅広い市場関係者と連携を図っていくことが必要になる。この協議会における議論では、そのような市場関係者の連携した取組みを促進する観点から、アクションプランで提案のあった項目について考えていきたい。

- ・ IPOの件数は減少し、売買代金は過去にない低水準で推移している。大阪証券取引所では、昨年10月12日に、JASDAQ、ヘラクレス及びNEOの3つの新興市場を統合したが、その一番の主眼は新興市場の信頼回復と活性化である。
- ・ 昨年秋に、日証協、各取引所とともにベンチャーキャピタルや上場企業などからヒアリングを行ったが、世界の市場、特にアジアの市場に比べて、日本の新興市場はコストと時間がかかり過ぎるということであった。また、日本の新興市場の投資主体は個人投資家であるが、個人投資家からは新興市場は企業の中身がよく分からないと言われている。
- ・ 個人投資家に可視化を図るため、当社では、アナリストレポートのプラットフォームを開設するとともに、年4回、「JASDAQ四季報」という全上場企業のレポートの掲載を始めた。
- ・ 新興市場の一番の問題は流動性にある。「鶏と卵」の関係ではあるが、機関投資家が投資しないから流動性がなく、流動性がないから機関投資家が投資しないという問題がある。この問題に対しては、指数を用いてリスクヘッジが行えるよう、新しいETFを組成するなど対応を図っている。
- ・ 協議会のアウトカムについては、日本の新興市場が活性化する、信頼性が回復するといった大きな期待感を持たせる発表の仕方をしないように注意した方がよい。新興市場の活性化については、取引所の制度、あるいは、会計等の仕組みだけではなく、日本経済の実態、特にグローバル経済の中での日本経済の位置づけといった要素も大いに関係している。また、新興市場の外に目を向ければ、一部・二部上場企業のMBO（Management Buyout 経営陣による自社買収）も増えており、外国企業の上場も減少しているという現実がある。良いアウトカムであっても、結果として経済実態が要因で効果がないとなるとかえって失望感を生み、評価されないということになりかねない。
- ・ 新興市場の「信頼性回復」と「活性化」については、信頼性回復が活性化につなが

る面もないわけではないが、ベクトルが相反する面がある。うまく切り分けて、議論していく必要がある。

- ・ 新興市場の信頼性回復・活性化は、新興市場だけの問題ではなく、本則市場も含めた日本のマーケット全体の問題ではないかと考える。以前は、企業にとって上場とは魅力のあるものだと考えられていたが、最近は新規上場が少なく、また、上場企業でもMBOを実施するケースが増えるなど上場が当然に魅力的なものとはいえなくなっている。多数の企業がコストや制度対応の負担が過大であると考えているが、そうした上場の魅力を損なう要因を解消する努力をしていくこととともに、上場そのものに何だかの魅力を付加していく方策を考える必要があるのではないかと。協議会の成果については、発行体を含めて市場関係者は注目するはず。特に一連の改善メニューによりどれだけコスト負担が軽減されるものなのかをみている。せっかく打出す政策メニューが、関係者の期待を裏切らないようにするには、今後の協議会の検討及び打出しは、そうしたコスト負担の軽減が目に見えるようなことにしていくとの意識をもって臨む必要があると思う。
- ・ 新興市場の問題だけではなくて、市場全体の問題も絡んでいる。
- ・ 現在、北海道で一番の問題は、ここ数年、新規上場がないことである。ただ、決して上場意欲がないわけではなく、上場意欲はある。上場コストの問題と上場の魅力が非常に薄れているという問題がある。
- ・ 投資家保護のため、規制は必要であり、上場企業の様々な体制整備も必要だと考えている。ただ、一部のマスコミも含めて、預金者保護と投資者保護が同じだと考えている方がいまだにいるのではないのか。整理して、アピール、説明する必要があるのではないかと。
- ・ 最近2年間のIPO件数の急減については、証券会社としても非常に危機感を持っており、これは日本のファンダメンタルズ、不透明感、景気の影響もあると考えている。こうなると企業、証券会社は経営資源の効率化という観点から、縮小均衡に陥るが、それも限界に来ていると感じている。IPO件数の減少は、将来のPO等のファイナンスの減少ということも意味している。マーケットの確実な信頼性回復と活性化を考えて、具体策を打っていきたい。

- ・ 証券会社にとって、新興市場への上場とは、単純に引受手数料を獲得することではない。成長性をアピールできる重要な企業を投資家に紹介することや企業の資金調達手段として、非常に重要なビジネスである。ただし、上場を達成してほしいという強いバイアスがある場合、それが行き過ぎると信頼性を喪失するような事件、モラルハザードになりかねない。バランスをどうとっていくのかというところが、証券会社としても大きな課題である。
- ・ 引受審査を考えるにあたっては、証券会社の引受審査が、どのようなマインドで行われているのかという点で、実務と切り離して考えることはできない。証券会社の引受審査は新興企業の上場にあたって重要なプロセスの1つであるが、上場するためには何が必要なのかという点で、デューデリジェンスの一環という側面もある。
- ・ 取引所の上場審査は、自主規制という観点で、上場できる企業か、できない企業かという結論を出すという審査であるのに対して、証券会社の引受審査は、上場できる企業か、できない企業かという結論を出すだけでなく、上場するためには何が必要なのか、どのような態勢とすれば良いのか、助言・確認するという点に違いがある。
- ・ 上場制度は、日本企業の活性化のために重要である。上場イコールブランドであり、ブランドは維持していかななくてはならないと認識している。
- ・ 日本公認会計士協会と他の市場関係者の認識にはずれがあるのではないかと。原因は、IPOには、様々な関係者がそれぞれリスクを持っているため、特定のリスクの当事者は、リスクを軽減するために様々な対応を行うが、他の関係者から見ると、期待したものと違うという、期待ギャップがあるのではないかと。
- ・ 監査リスクが一番悩ましい問題である。市場関係者からは、監査に時間をかけ過ぎではないか、コストのかかり過ぎではないかとの指摘がある。一方で、不祥事が頻繁に発生しており、従来の監査手続では対応できない問題、環境が生じている。極端な例では、残高確認をポストに入れた後まで、追いかけて不正を働く企業があるということとは全く想定していない。非常に厄介な問題である。監査法人が監査技術を高めることは、信頼性回復で避けて通れないと考える。一方で、信頼性回復を主張すると活性化と逆方向ではないかという意見も出るだろうから、何とか方向性を見出したい。
- ・ 上場企業のすべてがビジネスモデルの優良な企業ではないので、倒産、虚偽記載の問題が発生し、リスクが生じる。リスクの軽減を行うと、企業の負担が増大するとい

う問題があり、投資リスクをだれが負うのかという議論になる。難しい議論であるが、しっかりと議論すべき問題である。

- ・ 虚偽記載等に関連したリスクは、負担のターゲットがはっきりしているが、リスクには、企業のビジネスモデルがマーケットに受け入れられるのかというリスクもある。これをどう見極めるのか。また、結果としてマーケットに受け入れられなかったときには、当該リスクをだれが負うのか。投資家が負うのであれば、どう理解してもらうのかといった議論もある。
- ・ 金融庁のアクションプランにおいて、日本公認会計士協会に特に関連がある項目は、有価証券報告書等の虚偽記載の防止、具体的な監査対応であり、関係各機関と協力して対応したい。
- ・ 内部統制報告制度がスタートして数年経過した。新興市場への上場は、コスト負担もあるが、一気に上場企業としてのハイレベルな対応となる。例えば、ならし運転の期間を用意するなど、手順を踏んだ配慮も必要ではないか。
- ・ 投資家の視点から新興企業を見た場合、新興市場という取引所の枠組みだけで考えるのではなく、新興企業の成長スピード、これを高めていくための施策をお願いしたい。アメリカではフェイスブックの上場が話題になっているが、既に時価総額は上場前で500億ドル（4兆円）に相当するとも言われている。日本のソーシャルネットワークの企業時価総額は、グリーで2,000億円強、ミクシィで600億円程度であり、サイズ、成長のスピードは相当違っている。新興企業の成長スピードが市場を活性化させる。こうした意味では、単に取引所の枠組みというよりも、その背後にある様々な許認可、規制等の緩和を進めるなど、企業の成長スピードを加速させるという施策も必要なのではないか。
- ・ 当社は、新興市場のマイクロキャップという時価総額で50億～200億の小型株ファンドを運用している。マイクロキャップの運用では、経営者にヒアリングを行い、経営方針、会計方針、経営状態を確認しながら投資しなければならない。直接ヒアリングをしないと十分な情報が得にくいからだ。こうした情報が分かり易い形でインターネットを使って開示され、投資家が閲覧可能ということになれば、小型株や新興市場株に投資しやすくなるだろう。タイムリーなディスクロージャーが新興市場ではより重要なのではないか。

- ・ 新興企業の不祥事が続いているが、単に法律や取引所のルールで縛るのではなく、企業内部からコーポレート・ガバナンスの仕組みをしっかりと構築し、不祥事が発生しないように予防できる仕組みがあった方がよいのではないかと。特に新興市場にはオーナー企業が多く、内部統制やコーポレート・ガバナンスがきちんとすれば、投資家は安心して投資できるようになる。
- ・ ベンチャー企業から、負担軽減につながる具体的な制度改革を実施してほしい旨の意見が多くあがってきている。企業の規模、事業の成長に応じた緩和、猶予を考えてはどうか。
- ・ 反社会的勢力の関与の確認について、整理、見直しは行うべきであるが、該当者ではないことの確認の範囲は、どこまでと考えるべきか。確認方法については、過度の事務負担が生じているという意見もある。重要性の原則の下に、重要な点は押さえ、過度な事務負担がないように具体的な基準の明示を行ってはどうか。また、反社会的勢力の基準の明確化も検討してはどうか。
- ・ いわゆる「遡及監査」は上場の審査期間を短縮するのに有効な手段ではないかと。韓国では既に実施されていると聞く。
- ・ 市場全体の活力向上が重要な観点だと考えている。特に新興市場は、個人投資家が多い市場であり、機関投資家が参加するにはどうすべきか、本当に成長企業が多い市場になっているのかといった観点での議論が必要と考える。これらの議論では、上場審査の明確化等という入口と同時に、出口の整備についても、議論することが重要と考える。
- ・ 中国での活発な投資に注目が集まっているが、昨年度の日本のベンチャー投資は韓国よりも少ない。これはすべてが市場の問題ではないが、ベンチャー投資のエグジツトの中で、新興市場は大きなウェイトを占めているため、市場の環境が変わるというメッセージが伝わることによって、我が国のベンチャー投資の流れが変わっていくことを期待している。
- ・ 様々な問題意識、意見がある。以前に、日本証券業協会でも新興市場の活性化策の検討を行った際にも、様々な提言を行い、着々と実行しているものもあるが、すべての問題が片づいたということではない。
- ・ 皆様や市場関係者の方と、認識を共有し、対応策の意見を伺うことが大事だと考え

ている。その中では、可能な限り、現実に即した情報収集、意見交換を行いたいと考えており、また、ある事柄を一般化し対応策にするような議論ではなく、全体を見て、総合的に活性化策・信頼性回復策の検討を行って参りたい。

- ・ 新興市場の不振には、背景にある我が国経済に大きな問題があるのではないかと考えた意見があった。政府の「新成長戦略」には、我が国経済にある閉塞感を打破したいという精神があり、金融庁もかなりチャレンジングな課題だと認識している。金融分野では、国際的にはリーマン・ショック後の金融システムの安定化が大きな課題となっているが、我が国の場合は、これに加えて、経済を支える金融のあり方とはどうあるべきなのかという大きな課題がある。
- ・ 現在、国会に提出予定の法案も、どちらかといえば、後者の色彩を強く出している。新興市場への上場に伴うコスト負担についても、ある程度、アクションプランで幅広く取り組んだ。四半期開示の大幅な簡素化を図るとともに、内部統制報告書についても、中堅中小企業に対して、何とか負担軽減ができないかと、様々な課題に取り組んでいる。
- ・ 信頼性回復と活性化は、矛盾するのではないかという指摘については、確かにそういう点があると考えている。政府全体としても消費者被害を防ぐことが大きな政策課題となっている。不正や詐欺の被害に対しては、アメリカの場合は、事後的に厳罰に処せばいいというアプローチがあるかもしれないが、日本の場合は、予防策的な対応が必要であるということが、今の日本の考え方である。一方で、証券に関しては、投資家の自己責任がある程度浸透しているのではないのか。そうした中で、バランスの取れた信頼性回復と活性化策の検討が必要ではないか。
- ・ 信頼性回復と活性化策の具体化にあたっては、日本の新興市場、株式市場の将来像を描く必要があり、それを皆様と共有できるのかどうかだと考えている。
- ・ 新興市場の議論には、2つのポイントがあると考えている1つは、IPOは、日本ではIPOではなくLPO、Initial Public Offering が Last Public Offering になっている。上場時に1回IPOを行うと、もうエクイティー・ファイナンスは行わないという企業が多い。IPOが出発点ではなくて、資金を回収するゴールになっている。これはMBOにおいても、非上場企業となって、4、5年後に再上場して、資金回収して終わるというストーリーである。そういうビジネスモデルからいえば、IP

〇が最終目標であり、上場後は資金調達には関心がなくなる。IPOの意義をどう描くのか。上場後の魅力が必要であるという意見があったが、株式市場というものをどう考えるのか。IPO後もエクイティー・ファイナンスが行われることが望ましいというのであるならば、それらが議論のポイントの1つとなると考えている。

- ・ もう1つは、活性化と信頼性回復について、IPO、あるいは、その前の段階が詐欺的なスキームに使われるという事例が後を絶たない。アメリカの経験を見れば明らかであるが、よくも悪くもIPOと詐欺のスキームは表裏にあるといえる。そのため、どう見極めをつけて、悪いものは防止し、良いものは思い切って規制を緩和して、エンカレッジするのかがポイントになると考えている。
- ・ 新興市場の信頼性回復と活性化は、我が国経済の活性化にとって、大変重要なことである。一方、委員の皆様方の立場で意見が違う点も見受けられるが、6月末までに「工程表」の取りまとめが出来るよう、日証協としても全力をあげて取り組んで参りたい。

(配付資料)

- ・ 「新興市場等の信頼性回復・活性化」について
- ・ 金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」
- ・ 「新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会」部会の設置について

以 上