

## 「第2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6月3日（金）午後3時～4時30分  
場 所 日本証券業協会第1会議室  
出席者 神田座長、大崎部会長、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・活性化策に係る協議会 部会」検討状況について（中間報告）

第1部会大崎部会長(野村総合研究所主席研究員)及び第2部会黒川部会長(慶應義塾大学教授)から、新興市場等の信頼性回復・活性化に向けた各部会の検討状況について、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. 全体

- ・ 新興市場の「活性化」こそが、昨今の我が国の新興市場をとりまく状況や、発展著しいアジアの新興市場との関係を視野に入れて、とりわけ重視されるべきテーマであると思われる。
- ・ 今後の取組や課題は、新興市場の活性化に向けた提言であると認識しており、常に「活性化」を意識して、具体的な検討を進める必要がある。
- ・ 新興市場の「信頼性回復」と「活性化」は、二律背反する問題であるが、「信頼性回復」は「活性化」のための一つ的手段であり重要である。
- ・ 例えば、遡及的監査については、実際には可能な場合もあるようだが、誤解があるようであり、今回の取組の内容について、広く正確に情報が伝わるよう、努力して参りたい。
- ・ 新興市場の信頼性の回復・活性化は、日本の株式市場全体に通じる問題でもある。今回は、金融庁のアクションプランで示された各取組について議論を進めたが、問題はこれだけで、新たな発見はないか、常に意識しながら進めていく必要があるのではないか。アクションプランの項目については、金融庁として項目を決める前段階において、例えば今回のような有識者で検討会合をしても良かったのではないか。

- ・ 市場の活性化や信頼性回復に関する議論では、システムや仕組みといった担い手サイドの問題に集中する傾向にあるが、他にも検討すべきテーマがあるのではないか。例えば、特に新興市場がテーマならば、個人投資家の観点も重要ではないか。今後さらなる検討を進めるにあたっては、そういった部分にも留意する必要があるのではないか。
- ・ 新興市場の信頼性回復・活性化には、金融庁のアクションプラン・工程表の各取組に加え、世間一般の証券市場・新興市場への認識を変えていく必要があり、その問題の難しさもあるのではないか。
- ・ 例えば、いわゆる「反市場的勢力」の排除について、資料では、「証券市場を悪用する勢力」と説明されているが、例えば、法に触れるような違法な行為は悪であり、それ以外は良いと考えるならば、そういった趣旨で明確に線を引き、グレーな部分を排除しなければ、うまくいかない、日本の市場において、何が悪用なのか、証券界だけでなく世間も含めたコンセンサスを形成し、明確にする必要があるのではないか。「悪用でない」範囲では、自由に活動できるようにしなければ、新興市場の真の意味での活性化は望めないのではないか。
- ・ 未然防止・措置は、日本人・日本市場の特徴でもあるが、好ましくないことが全く起こらないようにするスタンスでは、企業、投資家、証券会社等が萎縮してしまい、できることが減ってしまう。時には、「何か好ましくないことが起こったが、今後は起こさないように対応する」くらいのスタンスが必要なこともあるのではないか。
- ・ 新興市場の位置づけとして、マザーズは発展途中の未成年のような状態と考え本則市場へのステップ市場と、ジャスダックはエンドマーケットと、それぞれに考え方・スタンスの違いはあるが、同時に成立するものではないか。
- ・ 新興市場について、「成長性」という結果だけで評価するのではなく、新興企業のビジネスモデルや、スタンスといった、もっと深い視点から新興企業の定義について考える必要があるのではないか。
- ・ 日本市場に対するイメージについて、最近の分析では、日本企業は、平均的な配当性向は決して高いとはいえないものの、多少なりとも配当を出す企業の数（割合）が非常に大きいようである。我が国の投資家が、キャピタル・ゲインよりもインカム・ゲインを求めているからかもしれないが、これにより、多少なりとも配当を出せる企

業を上場企業の必要条件と考えるならば、新興企業は資金需要が高いと考えられることから、そうはならない可能性も十分にある。新興企業とは何か、世間の認識はどうか、抜本的に考えておく必要があるのではないか。

- ・ 新興市場の信頼性の議論は、最近の不祥事件によりスタートしているが、現実的には不祥事や犯罪が一切ない社会というのは考えられない以上、一部の企業の不祥事件や犯罪行為により、他の多くの企業までも信頼性が損なわれると見られるのは、一種の「風評問題」ではないか、本当に信頼性がないのか、そう言われる理由は何か、よく考えておく必要があり、その解決のために出来ることがあるならば、積極的にアピールしていく必要があるのではないか。
- ・ 信頼性が問題になるのは「健全性」であり、成長性ではない。新興市場には、大きく成長する企業に加えて、小さく堅実に成長する企業をも呼び込んでいけるようにしていきたい。
- ・ IPOは、それよりも前にその企業に投資していた投資家にとっては、出口であるといえる。極論を言えば、健全性の基準さえ満たしていれば、IPOが最後の公募になっても問題はない場合もあるというぐらいの考え方もあるのではないか。そうなれば、資本投下のインセンティブも生まれてくるのではないか。
- ・ 今回取りまとめられた内容は、どれも重要であり、是非、本協議会の枠組みを継続し、進捗状況の管理や成果の確認、新興市場の活性化に向けた課題について、御検討いただきたい。
- ・ 現在、我が国では、東日本大震災からの一日も早い復旧・復興を目指しているところであるが、こういった大きなダメージを受けた後の不安定な局面では、逆に新たな企業が出てくるのではないかと考える。行政当局では、こうした企業に対して、日本を立て直すといったコンセプトで、何か施策は検討されているか。
- ・ 東日本大震災への対応のため、一次補正予算において、まずは、被災した企業の資金繰り対策として緊急融資のスキームを作った。
- ・ 直接被災した企業、取引先の被災により事業停止した企業など幅広い企業が自己資本を相当程度毀損している状況にあり、年末から年度末にかけて、資金調達に苦労する企業があるのではないかと危惧している。災害の影響を受けた企業の自己資本を充

実させることは、重要な政策課題であると認識している。2次補正予算以降の検討課題であるが、できれば、震災前の状況に回復するだけでなく、逆境をバネにさらなる飛躍を遂げられるような企業を応援する施策を打ちたいという気持ちで、検討を行っているところである。

## 2. 各取組

### (1) 一定の質が確保された上場前の企業のリスト化

- ・ 経済産業省や中小企業基盤整備機構において、ベンチャーキャピタルの投資先企業等のデータベース・リスト化が進められているが、新興企業の不正を排除するため、リストにより、企業名を上場前に多くのステークホルダーの目に晒すのは、有効な方策であり、リスト化は、重要なインフラ整備ではないか。

### (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

- ・ 現状、主幹事証券会社では、上場申請に当たって審査内容を取引所に情報提供している。これは、有効な情報を提供することだけではなく、その後の取引所の上場審査の円滑化、審査期間の短縮化につながることを期待している。
- ・ 今後の取組みにある「連絡会」では、特に虚偽記載や粉飾決算の防止に向けた意見交換という色が強いようだが、証券会社の引受審査部門としては、若干違和感がある。証券会社の引受審査では、監査法人とは異なり実地棚卸に立ち会うことはなく、基本的には、上場準備会社から提出された情報のみに基づいて審査を行うのが実態であり、最初から悪意をもって虚偽記載や粉飾決算を行おうとしている会社を事前に発見できることは、まず考えられない。証券会社としては、あらゆる情報を提出していただき、適切な開示が行われるよう、上場準備会社を支援・指導していくかが重要であると考えており、虚偽記載や粉飾決算の事前発見・未然防止という役割を証券会社に期待しているのであれば、少々実態とはそぐわないのではないかと考えている。

### (3) 「反社会的勢力」の排除の徹底

- ・ 反社会的勢力や、いわゆる「反市場的勢力」の明確化は、成長力のあるベンチャー企業が新興市場を目指すことを促進する上で極めて重要なテーマであり、今後のWGでの議論に強く期待している。
- ・ 現状、新興企業は、会社の発足から上場準備までの間に、かなりの時間と労力を費

やしている。上場準備の最終段階である公開直前の審査において、「反市場的勢力」の関与があるという理由で上場断念となっているようだが、企業側には審査の過程や「反市場的勢力」の範囲が何か等についての説明がなく、納得感がない状況になっている。予見可能性が無い事は、ベンチャー企業の上場意欲を著しくそいでいる。そもそも、反社会的勢力や反市場的勢力の範囲が分かっていたら、ベンチャー企業やベンチャーキャピタル側でも事前に入り込まれないように予防できるはずである。範囲の明確化や審査・説明の方法について、さらなる検討を期待したい。

- ・ 範囲の明確化に向けて参考となる情報をご紹介したい。第三者割当ての際のいわゆる不公正なファイナンスが問題となったことを受けて、金融商品取引法や「企業内容等の開示に関する内閣府令」（以下「開示府令」という。）等について、割当予定先の明記等の改正が行われた。開示府令では、「暴力若しくは威力を用い、又は詐欺その他の犯罪行為を行うことにより経済的利益を享受しようとする個人、法人その他の団体であるか否か、及び割当予定先が特定団体等と何らかの関係を有しているか否か」（開示府令第二号様式記載上の注意(23-3)g)とされているが、これは、反社会的勢力、「共生者」、犯罪行為を行う者の3つの類型を対象としており、対象者の外縁はある意味ではっきりしている。問題は、この範囲の外に、どのような類型があり得るのか議論が必要ではないか。上場を目指す新興企業にとって魅力ある市場を整備するという観点から、市場の透明性・公平性・活性化は、どのようにあるべきか、併せて御検討いただければと思う。
- ・ いわゆる「反市場的勢力」に関する検討に当たっては、市場の透明性・予見可能性の向上などの「活性化」の視点に留意しつつ、一律に排除すべきものとしてではなく、重要性や範囲の明確化、関係、行為の内容等、様々な観点から検討していくことが必要ではないか。
- ・ いわゆる「反市場的勢力」の排除は、是非進めていただき、可能であれば、検討にはベンチャーキャピタルの関係者を交えていただきたい。

## 2. 次回会合

第3回会合を6月23日(木)に開催する。

(配布資料)

資料 1 新興市場等の信頼性回復・活性化に向けた工程表(案)

資料 2 新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会 第1部会及び第2部会における検討状況

以 上