

新興市場のあり方を考える委員会報告書
～ 新興市場の機能と信頼の回復に向けて～

平成21年5月19日

日本証券業協会
新興市場のあり方を考える委員会

目 次

「新興市場のあり方を考える委員会」設置要綱.....	1
「新興市場のあり方を考える委員会」委員名簿.....	2
「新興市場のあり方を考える委員会」における審議経過.....	3
1. はじめに.....	4
2. 新興市場に対する現状認識.....	4
3. 新興市場が抱える問題点.....	5
(1) 新興市場全般に関して.....	6
(2) 市場における取引に関して.....	6
(3) 証券取引所に関して.....	7
(4) 証券会社等の市場参加者に関して.....	9
(5) 発行会社に関して.....	9
(6) 投資家に関して.....	10
(7) その他.....	11
4. 新興市場の機能と信頼の回復.....	11
(1) 証券取引所の取組みについて.....	12
(2) 証券会社等の取組みについて.....	14
(3) 発行会社(経営者)等の取組みについて.....	14
(4) 証券業協会の取組みについて.....	15
資料編.....	17

「新興市場のあり方を考える委員会」の設置について

平成 20 年 9 月 16 日
日本証券業協会

1. 趣 旨

我が国の新興市場は、新規産業への適切な資金供給を通じてその育成を図ることにより、日本経済の成長に資することが重要な責務の一つである。現在、ジャスダック市場をはじめとして、全国の 6 取引所に新興市場が開設されているが、昨今、上場審査の不備や上場会社の管理体制が十分でない事例が発覚するなど、その信頼性が低下しており、最近では特に売買高の低迷及び新規上場会社数の大幅な減少などが発生している。

本協会では、こうした状況を改善し、新興市場全体の活性化を図るための施策について検討するため、「金融・資本市場に関する政策懇談会」のもとに標記の委員会を設置する。

2. テーマ

この委員会は、今後の新興市場のあり方等について、幅広く議論することを目的とし、例えば、次に掲げる事項について具体策の検討を行う。

新興市場に求められる機能と役割について
投資勧誘等の投資者の保護について
取引所における上場ルール等のあり方について
ディスクロージャーのあり方について
その他

3. 構 成

委員会は、委員 10 数名程度で構成する。

委員は、会員又はその関係機関の役職員、上場会社の役職員及び有識者のうちから、金融・資本市場に関する政策懇談会座長が委嘱する。

4. 運 営

委員の任期は 1 年とする。

委員会に主査を置く。

主査は、必要に応じ、他の関係者の出席を求め、意見を求めることができる。

主査は、必要に応じ、専門的観点から検討を行うためワーキング・グループを設置することができる。

5. スケジュール

平成 20 年 9 月から検討を開始し、審議状況に応じて、適宜、「金融・資本市場に関する政策懇談会」に報告する。

6. 事務局

委員会の事務局は、政策本部企画部及び自主規制本部自主規制 1 部が担当する。

以 上

新興市場のあり方を考える委員会

平成20年10月14日
日本証券業協会

主 査	大 崎 貞 和	(野 村 総 合 研 究 所	主 席 研 究 員)
委 員	藍 澤 基 彌	(藍 澤 証 券	代 表 取 締 役 会 長 兼 社 長)
"	上 田 繁 治	(高 木 証 券	代 表 取 締 役 会 長)
"	北 地 達 明	(監 査 法 人 ト ー マ ッ	パ ー ト ナ ー)
"	北 原 奈 緒 美	(UFPF フ ィ ナ ン シ ャ ル ・ サ ー ビ ス (株)	シ ニ ア ・ マ ネ ー ジ ャ ー)
"	忽 那 憲 治	(神 戸 大 学 大 学 院	経 営 学 研 究 科 教 授)
"	後 藤 公 一	(野 村 ア セ ッ ト マ ネ ジ メ ン ト	執 行 役 員 常 務)
"	高 田 創	(み ず ほ 証 券	金 融 市 場 調 査 部 長)
"	武 樋 政 司	(い ち よ し 証 券	執 行 役 社 長)
"	竹 村 正 宏	(新 光 証 券	執 行 役 員)
"	棚 橋 元	(弁 護 士)
"	長 谷 川 博 和	(グ ロ ー バ ル ベ ン チ ャ ー キ ャ ピ タ ル (株)	マ ネ ー ジ ン グ パ ー ト ナ ー)
"	鉢 嶺 登	(株 オ プ ト	代 表 取 締 役 会 長 C V O)
"	平 野 清 久	(大 和 証 券 S M B C	コ ー ポ レ ー ト フ ィ ナ ン ス 第 一 部 部 長)
"	柳 川 範 之	(東 京 大 学 大 学 院	経 済 学 研 究 科 ・ 経 済 学 部 准 教 授)
"	山 本 卓	(日 興 コ ー デ ィ ア ル 証 券	企 業 戦 略 部 長)

以 上 16 名
(敬 称 略 ・ 五 十 音 順)

「新興市場のあり方を考える委員会」における審議経過

回数	開催日	議題
第1回	平成20年10月14日(火)	・自由討議
第2回	平成20年11月26日(水)	・プレゼンテーション (1) 忽那委員 (2) 平野委員
第3回	平成20年12月17日(水)	・プレゼンテーション (1) 長谷川委員 (2) 藤野英人氏(レオ・キャピタルワークス株式会社 代表取締役社長)
第4回	平成21年2月3日(火)	・プレゼンテーション (1) 後藤委員 (2) 竹村委員
第5回	平成21年2月16日(月)	・プレゼンテーション (1) 武樋委員 (2) 飛山康雄氏(株式会社東京証券取引所グループ 取締役兼代表執行役専務)
第6回	平成21年2月26日(木)	・プレゼンテーション (1) 米田道生氏(株式会社大阪証券取引所 取締役社長) (2) 北原委員
第7回	平成21年3月12日(木)	・プレゼンテーション (1) 定登氏(証券会員制法人札幌証券取引所 専務理事) (2) 福田秀俊氏(証券会員制法人福岡証券取引所) (3) 出縄良人氏(ディー・ブレイン証券株式会社 代表取締役社長)
第8回	平成21年4月10日(金)	・報告書(案)について(その1)
第9回	平成21年4月16日(木)	・プレゼンテーション 西川聰氏(株式会社名古屋証券取引所 取締役副社長) ・報告書(案)について(その2)
第10回	平成21年4月24日(金)	・報告書(案)について(その3)

1. はじめに

世界的な金融経済危機及びそれに起因する為替相場の変動などにより、わが国経済においても、企業業績は大幅に悪化し、生産調整、雇用調整などの実体経済面において、大変厳しい状況が続いている。

わが国経済を活性化し、景気回復、雇用回復を果たすためには、新規事業・産業の育成が引き続き重要であり、先に公表された「経済危機対策」においても、ITの更なる活用などの経済活性化策が盛り込まれたところである。これらの諸施策が実現されるためには、経済のインフラともいえる新興市場の役割は極めて重要である。

株式市場、とりわけ新興市場は、ライブドア事件以来、個人をはじめとする投資家の信頼を損なう事件や、粉飾決算等の不祥事事件が後を絶たず、投資家が離散した状態が続いており、深刻な状況である。

こうした中、わが国の新興市場を活性化することが急務であるとの認識のもとに、日本証券業協会では、「金融・資本市場に関する政策懇談会」の下に「新興市場のあり方を考える委員会」（以下「本委員会」という。）を設置し、検討を開始した。

本委員会は、証券界の代表のみならず、弁護士、監査法人、学界等の外部有識者を加えて構成され、また、意見交換においては、委員以外にゲストスピーカーを招いて、計10回の検討を行った。

以下は、本委員会において提起された論点を整理し、新興市場の活性化を図る観点から、考えられる対策を提言として取りまとめたものである。

なお、新興市場の運営等を巡っては、大証ヘラクレス市場とジャスダック市場の統合が検討され、また、東証では、新たにTOKYO-AIM市場が開設されるなど、様々な動きがあり、今後これらの動きを見極めながら検討する必要があるが、本報告書は、現時点での問題認識を基本として取りまとめたものであり、各取引所それぞれが取り組んでいる市場の運営及び経営戦略に対して、特定の方向付け等を意図するものではないことを付言する。

2. 新興市場に対する現状認識

新興市場とは、一般的に創業から間もないため財務基盤が十分ではなく新規の資金ニーズのある企業や、成長性のあると思われる企業、一定規模の収益性・継続性のある企業など、多種多様な企業のための取引所市場と考えられている。

現在、新興市場は全国の6取引所に開設されている（JASDAQ（NEOを含む）・東証マザーズ・大証ヘラクレス・名証セントレックス・札証アンビシャス・福証Qボード）。各取引所では、成長性や新規性など、様々な上場基準を設定して市場運営を行っている。

新興市場は多種多様な上場銘柄が取引されることから、銘柄によってその売買高・売買代金に大きな偏りがあり、また、手厚い開示指導などが必要とされることから、総じて言えば、取引所経営にとって必ずしも収益性が高いわけではない。JASDAQを除く他の取引所では本則市場やデリバティブ市場などの取引にその経営が支えられているのが実情である。しかしながら、新興市場は日本経済全体の成長と活性化を図るために不可欠なインフラを形成しており、各取引所ともその運営を重要な業務と位置付けている。

各取引所において、新興市場が開設された1999年から2000年以降で、これまでに新興市場に新規上場した会社は1000社を超えた（JASDAQについては、店頭市場時代の新規上場会社を含める。）。また、新興市場は外国の機関投資家も活発に参加するグローバルな市場の重要な一部となっている。創業間もない、あるいは発展段階にある企業に資本市場からの資金調達の道筋を開いたこと、また、起業家の憧れの存在となる基盤を確立し、起業家創出に向け少なからざる先駆的効果を与えてきたことなどは、高く評価できる。

また、成長のための資金を必要とする企業にとって、新規上場に伴う公募増資・売出しは重要なツールである。新興市場への上場は、企業にとって資金調達の円滑化や多様化などをもたらすという意味で、企業の成長の重要な通過点となっている。

しかしながら、現在、前述した信頼性の低下等による売買代金の急激な減少に加え、昨年夏以降の金融経済危機が拍車を掛けたことにより、2008年中の国内株式市場全体の新規株式公開（以下、「IPO」）は49件（1300億円程度）で、うち新興市場のIPOは42件（900億円程度）、また、上場後の公募・売出し（以下、「PO」）は15件（1600億円程度）で、うち新興市場のPOは11件（300億円程度）に止まっており、売買代金についても株式市場全体で600兆円、新興市場で12兆円と、国内株式市場全体の低迷の中で、新興市場の低迷は特に深刻な状況にあり、現在の景気後退局面では、業績の低迷などにより上場の候補となるような新興企業が少なくなっているとの見方もある。

幅広い投資家に対し成長可能性の高い企業に投資する機会を提供し、資産運用の選択肢を増やすという新興市場の役割・意義は現在でも変わっておらず、新興市場が果たす役割は引き続き大きい。このため、取引所、証券会社等をはじめ多くの関係者が現在抱える課題について共通認識を深めて、今後の新興市場の発展のための取組みを、相互協力して強化していく必要がある。

3. 新興市場が抱える問題点

本委員会では、上記のような現状認識を共有した上で、現在の新興市場が抱える問題について様々な視点から議論した。以下はその際に指摘された主な内容である。

(1) 新興市場全般に関して

- ・株式市場には、一般的に「流動性」、「利便性」、「信頼性」といった基本的要素が求められている。理想的な新興市場の実現のためには、この三要素を高い水準で維持・発展させていくことが必要であるが、十分とは言えないのではないかと。また、この場合、市場の質を時価総額や上場会社数だけで比べるとというのは妥当ではないと考える。
- ・新興市場には既存産業の企業群とベンチャー企業群が混在し、また、本則市場への登竜門的な市場か否かという点においても議論があり、「新興市場」としての位置付けが不明確である。また、長期間にわたって上場している企業が新興市場に留まることが適当ではないとの指摘がある一方、新興市場という枠組みからそれらの企業を除外してしまうことについては問題が多いとの指摘もある。
- ・ある新興市場において上場承認されなかった企業が他の新興市場に上場するケースが散見される。魅力ある企業が少なくなっていく中で、結果として企業を奪い合うような競争となったことが新興市場全体の質の低下を招いたことは否めない。
- ・マーケットの状態が良い時の新規公開株の購入ブームなどにより、投資家に新興企業の成長性や株価の上昇について過剰な期待を持たせた結果がその後の信頼の失墜につながっているのではないかと。
- ・新興市場（全国6取引所）におけるそれぞれの市場運営は、その銘柄数、取引高、取引所の規模、体制などがまちまちであるため、ひと括りにされた議論は適当とはいえないのではないかと。
- ・新興市場に上場する企業の知名度が、個人投資家に対して必ずしも浸透しているとは言いがたい状況である。特に地方の証券取引所に単独上場している企業の場合が顕著であり、投資対象として選ばれていないケースもある。

(2) 市場における取引に関して

(株価・流動性)

- ・公開価格の決定方式として、現在、ブックビルディング方式が広く利用されているが、相場の良いときには公開価格と初値が大きく乖離するという問題が従来から指摘されている。
- ・新興市場では、株価は、新規上場した時の初値が一番高く、その後、長期にわたって下落傾向となるケースが多かった。また、上場後、長期で同じ市場に留まっている企業（旧店頭市場に登録した企業）の株式については流動性が低いケースが見受けられる。
- ・新興市場には、時として時価総額に比べ過大な投資資金が流入し、その度に反動として厳しい下げ局面に見舞われており、株価の乱高下を繰り返している。
- ・マーケットメイク制度は流動性を向上させる取引手法として導入されたと思うが、

現在は廃止されており、それが原因で新興市場の活力や流動性の低下につながっているのではないか。

- ・新興市場のボラティリティが著しく高いという側面は、投資損益に大きく直結する反面、市場としての価格発見機能が十分ではないという可能性も示している。

(3) 証券取引所に関して

(市場特性の明確化)

- ・投資家は市場の特性を参考にして投資するという面もあると思うので、取引所としては、市場の特性を投資家に伝えることが重要であると思うが、市場の特性そのものが明確になっていないのではないか。その結果、個人の投資スタイルがその特性を勘案していないのではないか。
- ・ジャスダック上場会社には、ベンチャー企業と長期間市場に留まっているオールドファッション的な企業が混在している。
- ・東証1部の上場会社のうち、3割程度が新興市場の上場会社と同等の規模であり、本則市場との関係がしっかり定まっていない。

(上場審査基準)

- ・上場会社の経営者が上場に係る一連の手続き等を、他社で新規上場の実務を経験した者を採用してその者に一任にしてしまうなど、経営者自らが上場に対する認識を十分に持っていない場合がある。上場前の社長面談等の上場審査への取り込みが不十分ではないか。
- ・現在の上場審査のあり方については、引き続き検討が必要な面もあるが、一方で、形式基準の水準を引き上げたり、更に審査を厳しくしたりして、新興企業の上場の間口を狭めることは適当とはいえないのではないか。
- ・取引所は上場申請会社に対して、上場審査上、上場が承認されなかった場合も含め、問題となった点や改善すべき点についてのフィードバックが不足しているのではないか。

(上場会社サポートの強化)

- ・適時開示、内部統制などについての、上場会社へのサポートが不十分なのではないか。

(引受証券会社との密接な連携)

- ・取引所は証券会社に対して、IPOの主幹事を務めるためのサポート体制が充実していないのではないか。例えば、証券会社の上場審査担当者や取引所の担当者との問題意識の共有が不足しているのではないか。
- ・引受証券会社による個別の上場申請に向けた指導により、形式的には会社の体制整

備が図られたが、その内情は不十分といったケースがある。取引所に各引受証券会社の上場審査の内容や主幹事と上場申請者との接触履歴を集約するような仕組みがないため、この個別の指導の履歴を取引所が把握することができていないのではないか。

(上場廃止基準)

- ・上場審査の段階で優良な会社だとしても、上場後、会社の内部管理態勢等が変質する可能性を否定できない。新興市場には成長段階の企業が多く上場することから、上場後にそのように変質するリスクがあるのも当然ではあるが、今の退出基準は厳格性という側面において適切ではないのではないか。
- ・退出基準を適切に整備することにより、日本の投資家の投資への取組み方や自己責任の意識などを深めることが必要ではないか。
- ・新興市場は個人投資家中心の市場構造であることから、現在の各取引所が定めている株主数基準が適正な水準なのか検証する必要があるのではないか。
- ・株主数や時価総額等に関する上場廃止基準の猶予期間が長いため、上場廃止までの間に新たに損失を被る投資家を発生させる可能性が高まっていることがあるのではないか。
- ・上場廃止の議論の際に常に問題になるのは、上場廃止後における流通（換金）の場の確保である。上場廃止銘柄を取り扱うインフラとして、フェニックス銘柄制度が整備されているが、その機能が十分に活用されていないのではないか。

(新興市場への不信感)

- ・マザーズはその上に本則市場があるが、ジャスダックに上場している会社の場合は、新興市場から早く抜け出したいと思っている企業経営者が多い。市場に対して十分なコミットを持っていない上場会社が少なからず存在することが大きな問題点である。

(市場の統合)

- ・現在の新興市場は、6取引所すべてに設置されており、外部からは、「市場が多すぎて分かりにくい」、また、「適切な競争原理も働いていない」という指摘がある。
- ・市場の信頼性、価格形成などの観点から新興市場の統合を進めることが必要ではないか。また、統合により新たなインデックスが出来れば、ベンチマークが作りやすいのではないか。
- ・6取引所に開設されている新興市場は、将来的に一本化していくことが一つの選択肢であることは理解できるが、現在のようにマーケットに閉塞感が漂っている中で、多様性や競争機会をなくす「統合」が、将来の日本を考えたときに果たして本当によいのかという疑問もある。
- ・日本版ビッグバン以降、取引所といえども、競争して、いい企業を発掘していくと

いう考え方に基づいて、各取引所が新興市場を作ってきた。色々な弊害が出ているのも事実だが、各取引所の判断や経営姿勢はやはり尊重されなければならないのではないか。

- ・世界と対峙して競争する全国規模の取引所と地域経済の活性化に資するような地方取引所が並存してもよいのではないか。

(4) 証券会社等の市場参加者に関して

(上場会社・上場予定会社との関係強化)

- ・現状、引受証券会社は、会社が上場した後は直接的な関係がなくなってしまい、会社にはアドバイスしていくような仕組みがない。
- ・地方企業振興の観点からは、証券会社の地方拠点がなくても本部の専門スタッフにより十分に対応が可能であるし、事実、対応しているとの意見や、地方の支店でも十分対応しているとの意見がある一方で、証券会社の引受部門は本店に設置されている場合が多く、地方に拠点がないことから問題であるとの意見があった。
- ・地方企業自体を応援し、投資家を集めるなどの地域振興の仕組みが十分とは言えないのではないか。

(流動性の向上)

- ・新興市場においては、市場流動性を高めないとマーケット・インパクトにより取引コストが大きくなってしまう。
- ・新興企業株式について、毎月の給与天引きによる購入が可能な、累積投資型の投資信託の購入対象としたり、確定拠出年金等向けの投資信託を購入対象とする取組みが不足しているのではないか。

(アナリストによる企業評価)

- ・上場会社の規模や営業面を含めた注目度の観点から、新興市場の上場会社は、アナリストによるカバレッジ率が低い。

(5) 発行会社に関して

(経営者の姿勢)

- ・上場によって、資金調達、ブランド力強化、有望な人材の採用などのメリットを享受し、経営の更なる発展・改善、地域社会での認知に繋がっているとの認識を持つ経営者は多いが、上場しても、株価が下落してしまうと、対外的な会社への信用力が低下しかねないと懸念している経営者も増えている。
- ・経営者に会社経営についての堅実な考え方・実力があれば、公開してからも投資家の評価が得られる筈である。しかしながら、経営者の中には、IPOを企業成長への「スタート」ではなく、「ゴール」と認識して、上場したことで安堵してしまう

ケースも見受けられる。

- ・新興市場の上場会社は、若くして起業するケースが多く、社会的倫理や行動に関して、期待される認識が十分ではないケースがある。また、上場することで、一躍脚光を浴び、有名となることで、その後の経営方針・経営哲学が変わってしまう経営者が見受けられる。

(発行会社の実情)

- ・多くの上場会社は、真面目に社業に取り組み、また、法令等の遵守もしている。しかしながら、一部の上場会社による法令違反等により、新興市場の上場会社全体に風評的な被害が及んでいる。また、そのことが、新興市場から本則市場に抜け出したいという経営者の動機づけになっている。
- ・新興市場の上場会社に本則市場とほぼ同等のルールが課されていることにより、企業にとって大きな負担となっている。例えば、金商法上の規制（経営者確認書、内部統制報告書対応など）、監査の厳格化などによるコスト負担が増大しており、経営者が上場のメリットを感じられなくなっている。
- ・上場しても企業ブランドの向上に結びつかない場合があることから、企業としても上場する魅力を感じにくくなっているのではないかと。
- ・良い人材は大企業に行ってしまう、上場してもベンチャー企業にはなかなか来てくれないという問題がある。
- ・企業として未成熟の段階で上場するケースもあるため、上場後間もない中での業績下方修正や経営破綻など、不安定な経営状態となり、投資家が投資する上での信頼性、魅力が不足してしまっている会社が散見される。
- ・上場後、業績悪化などの際に適切なアドバイスができる者が会社の周りにいない。その結果、株価のパフォーマンスも低迷し、P Oに結びつかない。また、反社会的勢力等の付け入るおそれが高くなる。
- ・近年、経営者の指示による粉飾決算の事例や株主を軽視したような第三者割当増資や大幅な株式分割・併合など、問題ある企業行動が増加傾向にあり、そのことが新興市場への不信として残っていることが懸念される。

(6) 投資家に関して

(新興市場における投資家の実情・動向)

- ・わが国のIPO市場に参加している8割が個人投資家であるという状況は、機関投資家が中心である海外の市場と比較して、明らかに異なる特徴を持っている。
- ・過去3年間のパフォーマンスでは、新興市場のインデックスが40~70%程度の割合でTOPIXを下回っている。こうしたマーケットに好んで投資しようという長期的な投資家が出てこない。
- ・機関投資家は強い受託者責任がある。このため、法令違反のおそれがある会社や、

- 財務リスクが高い会社など、未成熟な新興企業には投資しにくいのが現状である。
- ・海外では制度上、数多く新規上場させる反面、上場廃止も多いという実態があるが、日本の投資家には受け入れ難いのではないか。
 - ・地域の投資家がその地域の市場にあまり参加していないのではないか。また、地元企業への関心を高めて盛り立てていこうという機運が、地域の経済界を含めて必ずしも十分とはいえないのではないか。

(新興企業についての理解の必要性)

- ・投資家は、上場企業のポテンシャルやリスクについて、合理的に判断し、市場に参加することが重要であるが、専ら短期的な値動きのみに注目した投資行動が増えているのではないか。
- ・新興市場の信頼性の回復には投資家の意識の変化も必要であるが、現状では意識の変化が生まれにくい状態になっている。
- ・新興企業の事業の中にはこれまでになかった新しいビジネスモデルもあり、投資家が理解しにくいのではないか。

(7) その他

- ・会社による法令違反等の不祥事の発生や流動性の低下などは、新興企業に限った問題ではない。このような事象について、あたかも新興企業に特有であるかのような誤解と偏見が多々見られる報道が行われている。
- ・新興市場への投資を促す観点から、証券税制については拡充（エンジェル税制、キャピタルゲイン課税、配当課税、ベンチャーの法人課税等）の余地があるのではないか。
- ・株式市場への公開・上場の国民経済的な意義や役割についての教育と啓発活動が未だ十分ではないのではないか。

4 . 新興市場の機能と信頼の回復に向けて（提言）

わが国の新興市場の求められる機能・役割と新興市場が抱える様々な問題を整理した上で、わが国経済の重要なインフラの一つである新興市場について、その機能と信頼の回復のために、以下のとおり、新興市場のあるべき姿としての考え方を整理した。その考え方を前提として、各セクターに対して、具体的な提言を取りまとめた。

関係各位におかれては、すでに新興市場の活性化に向けた様々な取組みを進めているところではあるが、その着実な実施に向けて、これらの提言を積極的に取り上げ、検討されることを望みたい。

(新興市場のあるべき姿の考え方)

上場機会の拡充、上場廃止の厳格化

新興市場の信頼回復を図り、わが国経済の活性化を図ることが現下の緊急課題である。このため、市場の活力増加のために数多くの新興企業に上場の機会を拡充するとともに、市場の活力の低下を防止し、上場会社の質を向上させる観点から上場廃止基準の見直しやその適用の厳格化を行う必要がある。

上場後のサポート態勢の拡充

上場後の上場会社にとって、適切な法令遵守、適時開示、IR活動が実施できるよう、取引所、引受証券会社等が上場会社をサポートする態勢を一層充実させることが必要である。

機関投資家の投資参加

市場の安定的かつ継続的な発展のためには、市場の流動性の維持・向上や価格発見機能に重要な役割を果たす内外の機関投資家にとって、市場参加しやすい環境整備を行うことが重要である。

市場区分の検討

上場機会の拡充の結果、多種多様な、そしてあらゆる規模の会社が上場されつつあることを踏まえ、市場の位置付けが外部から分かりにくくなるおそれがある。このため、投資家が理解しやすいような市場区分を設け、投資家に周知することについても検討が必要である。

市場の再編

新興市場のあるべき姿と取引所経営のあり方は区別して考えるべきであるが、新興市場としての特徴をより明確化するとともに、経営の規模の経済性の観点も踏まえ、必要であれば、新興市場の統合に向けた取引所間の再編を行うことも選択肢として検討されるべきである。

(1) 証券取引所の取組みについて

(市場の位置付け)

- ・それぞれの取引所が新興市場のコンセプトについて明確化を図るとともに、その周知を図る。加えて、新興市場の上位市場である本則市場の位置付けとそのあり方についても、再検討を行う。
- ・時価総額や流動性の低下により、一般的に投資リスクが高い銘柄や企業体質に課題があるような銘柄は区分して、一般投資家参加型、あるいは、非参加型というように、参加する投資家の属性を意識した市場の位置付けを明確にした方が適切

な市場の運営が可能となるのではないか。

- ・一般論として、新興市場が乱立し、一般投資家からみて分かりにくいのは事実である。市場統合を直ちに推奨するものではないが、各取引所において市場コンセプトの明確化を図ることができない場合には、経営の規模の経済性の観点も踏まえ、市場統合に向けた取引所間の再編のための検討を関係者間で行うことも必要である。

(上場審査)

- ・経営者に対する面談の充実を図るため、上場審査の初期段階に面談を設定するなど、実質的な審査の一環として取り扱う必要がある。
- ・上場申請会社に関する引受証券会社の審査内容を集約し、審査の過程で問題となった事案をあらかじめ取引所が確認できる仕組み、また、その情報を取引所間で共有できる仕組みを構築する。
- ・引受証券会社と取引所との間で、また、必要に応じ取引所間で、上場審査に関する共通の問題を関係者間で共有できるような仕組みを構築する。

(上場管理・サポート)

- ・旧株式店頭市場の代表申請会員制度やT O K Y O - A I MのN O M A D制度を参考とした証券会社による上場後間もない会社に対するサポートを強化し、I Rや適時開示、経営に関するアドバイス等を一定期間行うことについて検討する。また、適時開示の指導に当たっては、会社の自主的な取り組みや実情に十分に配慮する。
- ・上場予定会社(上場承認後)または上場間もない会社の経営者に対する懇談の場を設置し、上場後の会社経営のあり方、株主等の利害関係者との関わり方、経営者倫理・モラルなどについて、既上場会社の経営者との情報交換を行い、上場会社としての高い社会的責務を認識してもらうよう努める。
- ・発行済株式総数の著しい希薄化を招くような株主軽視の第三者割当増資等の適正な発行の取扱いのあり方など、資本政策等に関する企業行動について、必要な検討を行う。

(流動性、取引手法)

- ・流動性の向上に向けた取組みの推進として、例えば、かつて、ジャスダック証券取引所で行われていたマーケットメイク制度や流動性に係る上場廃止基準の見直しなどの方策について、検討を行う。
- ・新興市場のインデックスを利用した新たな上場投資信託(E T F)の組成ができるよう投資家ニーズを踏まえて環境整備を検討する。

(上場廃止)

- ・投資資金の効率的な活用を通じて市場の活性化を図るため、現在の上場廃止基準に

ついて、厳格化に向けた具体的な検討を行う。また、厳格化に際しては、可能な限り、廃止基準の適用される根拠を明示するなどして、予測可能性を高めていくことが重要である。

- ・ M & A などにより、上場廃止が行われることについて、透明性を確保しつつ、積極的に受け止める慣行を確立してはどうか。

(その他)

- ・ 報道機関向けに、新興市場等についての基本的な知識・情報を共有する場を設置することについて検討する。
- ・ 新興市場に上場する企業のために、マネジメント層を含め優秀な人材を確保するための取り組みを行う。
- ・ 新興企業の知名度の向上とビジネスモデルを理解してもらうためにも、投資家に向けて積極的に企業情報を配信する仕組みを作る。

(2) 証券会社等の取組みについて

(魅力的な企業の発掘・投資)

- ・ 各地域で発掘されていない魅力的な企業がまだまだ潜在的に存在していると考えられるので、更なる発掘、育成していく努力を継続していくことが求められており、各社の実情に応じて社内体制の強化、確立に努める。
- ・ 未公開企業への投資ノウハウを持つベンチャーキャピタルが金融商品取引業者の資格を取得して、独自の新興企業ファンドを組成することで、投資の裾野が拡大するのではないか。

(投資家への情報提供)

- ・ 投資勧誘を行う上で、上場会社の成長性や魅力について、投資家に対する積極的な情報提供に努める必要がある。

(上場会社サポート)

- ・ 引受証券会社は、主幹事となった上場会社について、I R や適時開示、経営アドバイス等に関して上場後のサポートを一定期間行う必要がある。
- ・ アナリストの中立性に配慮しつつ、新興市場に上場する企業のアナリストカバレッジを高める施策を検討する。

(販売手法の多様化)

- ・ 新興市場の上場銘柄を対象とした E T F の組成や、累積投資型の投資信託・確定拠出年金の対象に取り込む。

(3) 発行会社（経営者）等の取組みについて

多くの上場会社（経営者）は、基本的に、下記のような点に留意して会社経営を行っていると考えられるが、経営状況の変化や経営陣の交代など、会社を取り巻く環境変化の際に、上場会社（経営者）による法令違反などを未然に防止することは重要であり、そのような観点から提言する。

- ・上場後も証券市場及び投資家からの信頼を確保できるよう、内部管理態勢の維持向上に努めるとともに、上場を境として会社及び経営者を取り巻く環境が変化しても、安易に経営方針や経営哲学を変更したり、社会規範にもとる行為を行うことのないよう、経営者としての資質の向上に努める。
- ・投資家保護のための法令諸規則やそれを踏まえた企業行動規範の遵守を徹底し、また、引受証券会社や証券取引所による指導を真摯に受け止め、上場会社として、コーポレート・ガバナンス、資本政策等の面も含め、株主をはじめとする利害関係者に対して責任ある行動をとる必要がある。
- ・上場後の会社経営のあり方等について、IR活動の一層の充実を通じて、株主をはじめとする利害関係者との間で積極的に情報交換し、上場会社として市場からの信頼獲得に努める。また、積極的な情報（財務情報を含む）提供を充実させるとともに、その提供する情報の平等性の一層の確保に努める。

(4) 証券業協会の取組みについて

(新興市場の活性化推進)

- ・新興市場に関する広報活動を推進する。特にベンチャー企業を育成することの重要性、起業家精神など、わが国経済の活性化にとって重要であることなどについて、認識を広める。併せて、投資家に対して、新興市場のリスクなどについて説明する。
- ・金融・経済教育を通じて新興市場、起業家の教育、経営のリスク等についての周知を行う。
- ・新興市場に関する情報交換の場を提供し、全ての取引所に対して参加を呼びかける。
- ・未公開企業の株式の取扱い、グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄制度のあり方について総合的に検討する。
- ・ジャスダックとヘラクレスの市場統合をはじめ、今後、新興市場の信頼性回復に向けて各取引所が行っていく方策について、引き続き様々な提言を行うとともに協力していく。
- ・投資家のニーズに配慮して新興市場全般のデータや情報インフラを整備し、周知と啓発を行う。

(行政当局への要望)

- ・新興市場に上場する会社への内部統制等の適用に関する規制の緩和について検討を要請する。例えば、米国では新規に上場する企業については、上場初年度の内部統制報告書の提出及び内部統制監査が免除され、いずれも上場翌年度からの適用となっており、コスト面での負担が軽減されている。
- ・新興企業及び新興市場の発展に向けて、証券税制に関する税制改正要望の取りまとめにあたり、実現に向けた協力を要請する。

(その他)

- ・公開価格と初値との乖離の問題、ブックビルディング方式についての望ましいあり方の研究を行う。例えば、個別の取引所での検討、または、日本証券経済研究所へ研究委託することも含め検討する。
- ・新興企業向けのアナリスト・レポートに対する褒賞制度の導入について、アナリスト協会や専門誌等の協力を受けて検討を行う。
- ・反社情報についての関係者による情報共有の取組みについて一層の推進を図る。

以 上

【資料編】

資料編目次

【日本国内の新興市場の状況】

1 . 各証券取引所が開設する新興市場の概要 (ジャスダック・東証マザーズ・大証ヘラクレス・名証セントレックス・札証アンビシャス・福証Q - b o a r d)	19
2 . 新興市場の制度概要 (上場審査基準・上場廃止基準)	20
3 . 新興市場比較表 (平成 2 1 年 3 月 3 1 日現在) (上場銘柄数・時価総額・売買高・売買代金)	22
4 . 新興市場別新規上場件数の推移	23
5 . 新規上場銘柄の公開価格と初値の状況	24
6 . 新興市場別売買高・売買代金の推移	25
7 . 新興市場別時価総額の推移	27
8 . 新興市場別値付率の推移	28
9 . 新興市場別売買回転率の推移	29
10 . 新興市場投資部門別売買状況	30
11 . 新興市場別資金調達状況	32
12 . 新興市場別アナリストカバレッジ状況	35
13 . 新興市場別上場廃止件数の推移	36
14 . 新興市場別上場廃止理由の内訳	37
15 . グリーンシート制度の概要	39
16 . グリーンシートに係る統計情報 (銘柄数の推移・売買高・売買代金・資金調達額・取扱証券会社数の推移)	40

【海外の新興市場の状況】

17 . N A S D A Q 及び A I M の新規上場件数の推移	43
18 . N A S D A Q 及び A I M の売買高・売買代金の推移	44
19 . N A S D A Q 及び A I M の時価総額の推移	46
20 . N A S D A Q 及び A I M の上場廃止件数の推移	47
21 . ピンクシート制度の概要	48
22 . ピンクシートに係る統計情報 (銘柄数の推移・売買高・売買代金)	50

【その他】

23 . 日米の内部統制報告書制度の比較	52
----------------------------	----

1. 各新興市場の概要

	概 要
JASDAQ	<ul style="list-style-type: none"> ・ 1963年、「店頭登録制度」として創設され、2004年12月、それまでの「株式店頭市場」が証券取引所に改組 ・ 売買制度において唯一「リクイディティ・プロバイダー制度」を導入 ・ 日本最大の新興企業・ベンチャー企業向け市場
東証マザーズ	<ul style="list-style-type: none"> ・ 1999年11月開設 ・ 次世代を担う高い成長可能性を有した企業に、直接金融による早期の資金調達の途を確保し、企業の一層の飛躍を促す市場
大証ヘラクレス	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2000年5月、前身のナスダック・ジャパンとして開設、2002年12月改称 ・ あらゆる企業に「成長ステージ」として株式上場の場を提供し、投資家に対してはそれらの企業への投資機会を提供することを目的に運営されている市場
名証セントレックス	<ul style="list-style-type: none"> ・ 1999年10月開設 ・ 適時のタイミングで上場メリットを享受することにより、成長スピードを加速し、更なる飛躍を図る成長オリエンティッドな事業戦略に適した市場
福証Qボード	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2000年5月開設 ・ 企業化の初期段階にある企業にも容易に利用でき、新しい産業・企業の萌芽を育成する市場であり、地域経済の発展に資することを目的とした市場
札証アンビシャス	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2000年4月開設 ・ 成長が期待される企業に対して、円滑に、かつ、機動的に資金調達を行うことのできる場を提供するとともに、投資家に新たな投資機会を提供すること目的とした市場

各取引所ホームページより抜粋

2. 上場審査基準比較表 (JASDAQ・大証ヘラクレス・東証マザーズ)

		JASDAQ	大証ヘラクレス				東証マザーズ
			スタンダード1号	スタンダード2号	スタンダード3号	グロース	
実質審査基準		1. 企業の継続性及び収益性 2. 企業経営の健全性 3. 企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性 4. 企業内容等の開示の適正性 5. その他公益又は投資者保護の観点からJQが必要と認める事項	1. 企業経営の健全性 2. 企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性 3. 企業内容等の開示の適正性 4. その他公益又は投資者保護の観点から大証が必要と認める事項				1. 企業内容、リスク情報等の開示の適切性 2. 企業経営の健全性 3. 企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性 4. その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項
		-	-				対象企業は、高い成長性を有していると認められる企業 上場申請において、主幹事証券会社は、所定の推薦書に、申請会社が高い成長性を有している旨及びその対象となる事業が何であるかを記載し、提出する。
財務に係る形式基準	利益の額	直前事業年度における当期純利益金額が連結において正、若しくは経常利益金額が連結において5億円以上。 ただし、上場日における上場時価総額が50億円以上となる見込みのある場合には当期純利益金額及び経常利益金額は問わない。	1億円以上	-	-	税引前利益の額 7,500万円以上、又は 上場時純資産額 4億円以上、又は 上場時価総額50億 円以上	-
	純資産の額	直前事業年度の末日において2億円以上	6億円以上	18億円以上	負でないこと		-
	時価総額	上場日において10億円以上	-	-	75億円以上		10億円以上
	売上高	-	-				上場対象となる事業について売上高が計上されていること。
流動性に係る形式基準	流通又は浮動株式数	-	1,100単位以上(浮動)			1,000単位以上 (浮動)	・2,000単位以上(流通)(1単位=1単元の株式の数) ・上場株券等の25%以上(流通)
	流通又は浮動株式時価総額	-	8億円以上 (浮動)	18億円以上 (浮動)	20億円以上 (浮動)	5億円以上 (浮動)	流通株式時価総額(上場に係る応募等の見込み価格等×上場時見込流通株式数) 5億円以上
	最低公開株式数	公開時の浮動株比率30%以上又は最低公開株式数500単元以上。浮動株比率が30%以上あり、株主数が登録基準を満たしている場合には公募又は売出しは任意。	上場株式数の10%以上(最低1,000単位)				上場時に1,000単位以上の公募又は売出し (うち最低500株単位の公募)
	株主数	上場日における上場株式数が1万単未満の場合: 300人以上 上場日における上場株式数が1万単元以上2万単未満の場合: 400人以上 上場日における上場株式数が2万単以上の場合: 500人以上	400人以上			300人以上	上場に係る公募又は売出しにより新たに300人以上
その他	監査意見	直前事業年度の監査証明が「無限定適正」、かつ最近2事業年度の財務諸表につき「虚偽記載」なし	の部に添付された監査報告書につき「無限定適正」(直前事業年度)、かつ監査報告書に係る財務諸表等に「虚偽記載」なし(直前2事業年度)				の部に添付された監査報告書につき「無限定適正」(直前事業年度)、かつ監査報告書に係る財務諸表等に「虚偽記載」なし(直前2事業年度)
	事業経過年数	上場申請日から起算して1か年以前から取締役会を設置していること	-	2年以上	-	1年以上又は時価総額50億円以上	上場申請日から起算して1か年以前から取締役会を設置して継続的に事業活動をしていること

2 . 上場廃止基準比較表 (J A S D A Q ・ 大証ヘラクレス ・ 東証マザーズ)

	J A S D A Q	大証ヘラクレス		東証マザーズ
株主数 (株式の分布状況)	株主数が150人に満たない場合において、1か年を経過した時に150人に達していないとき。	株主数が300人未満である場合において、1か年以内に300人以上とならないとき。(浮動株式数が750単位未満である場合において、1か年以内に750単位以上とならないとき。)	株主数が200人未満である場合において、1か年以内に200人以上とならないとき。(浮動株式数が500単位未満である場合において、1か年以内に500単位以上とならないとき。)	株主数が150人に満たない場合において、1か年を経過した時に150人に達していないとき。
流動性	値付率が20%に満たない場合において、6か月以内に20%以上にならないとき	-	-	・流通株式数(= 上場株式数 - 役員所有数 + 自己株式数 + 上場株式数の10%以上を所有する株式) 1,000単位 (猶予期間1年) ・流通株式時価総額 2.5億円未満 (平成21年12月末までは1.5億円) (猶予期間1年) ・流通株式比率(= (流通株式数 / 上場株式数) * 100) 5%未満 (所定の書面を提出する場合を除く) (猶予期間なし)
上場時価総額	上場時価総額が5億円 (平成21年12月末までは3億円) に満たない場合において、9か月以内に5億円 (平成21年12月末までは3億円) 以上とならないとき、又は上場時価総額が上場株式数に2を乗じて得た数値に満たない場合において、3か月以内に当該数値以上にならないとき。	浮動株時価総額が30営業日連続して5億円未満 (平成21年12月末までは3億円) である場合において以後6か月の間に5営業日連続して5億円 (平成21年12月末までは3億円) 以上とならないとき。 上場時価総額が30営業日連続して50億円未満である場合において、以後3か月の間に5営業日連続して50億円以上とならないとき。(1)	浮動株時価総額が30営業日連続して1億円 (平成21年12月末までは6,000万円) 未満である場合において以後6か月の間に5営業日連続して1億円 (平成21年12月末までは6,000万円) 以上とならないとき。 上場時価総額が30営業日連続して35億円未満である場合において、以後3か月の間に5営業日連続して35億円以上とならないとき。(4)	上場時価総額が5億円 (平成21年12月末までは3億円) に満たない場合において、9か月以内に5億円以上 (平成21年12月末までは3億円) とならないとき、又は上場時価総額が上場株式数に2を乗じて得た数値に満たない場合において、3か月以内に当該数値以上にならないとき。
利益の額	-	-	利益の額が5,000万円未満であるとき。(5)	-
純資産の額	-	純資産の額が4億円未満であるとき。(2)	純資産の額が2億円未満であるとき。(6)	-
債務超過	上場会社が債務超過の状態となった場合において、1か年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき。	上場会社が債務超過の状態となった場合において、1か年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき。	上場会社が債務超過の状態となった場合 (上場後3年間において、債務超過の状態となった場合を除く。) において、1か年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき。	上場会社が債務超過の状態となった場合 (上場後3年間において、債務超過の状態となった場合を除く。) において、1か年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき。
	上場会社が債務超過の状態となった場合において、1か年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき。	債務超過の状態となった場合において、月間の平均株価が10,000円未満となったとき。	債務超過の状態となった場合において、月間の平均株価が10,000円未満となったとき。(上場後3年間は適用しない。)	
売上高	-	総資産の額又は売上高が50億円未満のとき。(3)	-	最近1年間における売上高が1億円に満たない場合。(最近1年間における利益の額が計上されている場合を除く。)
その他	銀行取引の停止、破産手続・再生手続又は更生手続、事業活動の停止、不適当な合併等、有価証券報告書又は半期報告書の提出遅延、虚偽記載又は不適意見等、上場契約違反等、株式事務代行機関への委託、株式の譲渡制限、完全子会社化、指定保管振替機関における取扱いに係る同意の撤回、株主の権利の不当な制限、全部取得、公益又は投資者保護のため上場廃止を適当と認めた場合			

1、2、3は全ての項目に該当した場合に上場廃止基準に抵触する。

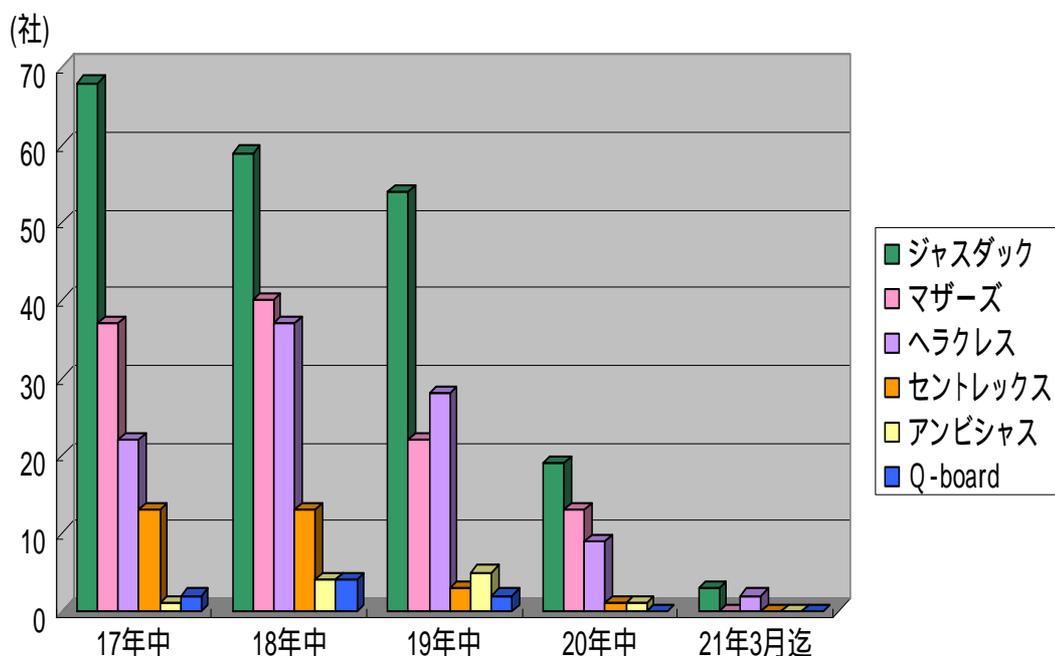
4、5、6は全ての項目に該当した場合に上場廃止基準に抵触する。

3 . 新興市場比較表 (平成 2 1 年 3 月 3 1 日現在) (上場銘柄数・時価総額・売買高・売買代金)

	上場銘柄数	時価総額	売買高	売買代金
ジャスダック	908 銘柄	7,098,100 百万円	1,231,742 千株	573,601 百万円
マザーズ	192 銘柄	1,171,408 百万円	169,702 千株	606,268 百万円
ヘラクレス	163 銘柄	595,934 百万円	203,893 千株	154,377 百万円
セントレックス	30 銘柄	31,837 百万円	4,165 千株	1,826 百万円
アンビシャス	10 銘柄	3,361 百万円	20 千株	82 百万円
Q-board	10 銘柄	3,949 百万円	1.4 千株	45 百万円

(上場銘柄数・時価総額は平成 21 年 3 月末現在、売買高・売買代金は平成 21 年 1 月～3 月の合計)

4 . 新興市場別新規上場件数の推移



新規上場件数						
	ジャスダック	マザーズ	ヘラクレス	セントレックス	アンビシャス	Q-board
	(銘柄)	(銘柄)	(銘柄)	(銘柄)	(銘柄)	(銘柄)
平成 21 年 3 月 迄	3	0	2	0	0	0
平成 20 年中	19	13	9	1	1	0
平成 19 年中	54	22	28	3	5	2
平成 18 年中	59	40	37	13	4	4
平成 17 年中	68	37	22	13	1	2

5 . 新規上場銘柄の公開価格と初値の状況

公開価格と初値の状況

年	項目	初値	比率
平成 17 年	値上がり	151 銘柄	95.6%
	同値	4 銘柄	2.5%
	値下がり	3 銘柄	1.9%
平成 18 年	値上がり	159 銘柄	84.6%
	同値	9 銘柄	4.8%
	値下がり	20 銘柄	10.6%
平成 19 年	値上がり	88 銘柄	72.7%
	同値	4 銘柄	3.3%
	値下がり	29 銘柄	24.0%
平成 20 年	値上がり	20 銘柄	40.8%
	同値	3 銘柄	6.1%
	値下がり	26 銘柄	53.1%
平成 21 年 ()	値上がり	4 銘柄	57.1%
	同値	1 銘柄	14.3%
	値下がり	2 銘柄	28.6%

平成 21 年度は、4 月 2 日上場分まで。

平均騰落率 () の推移

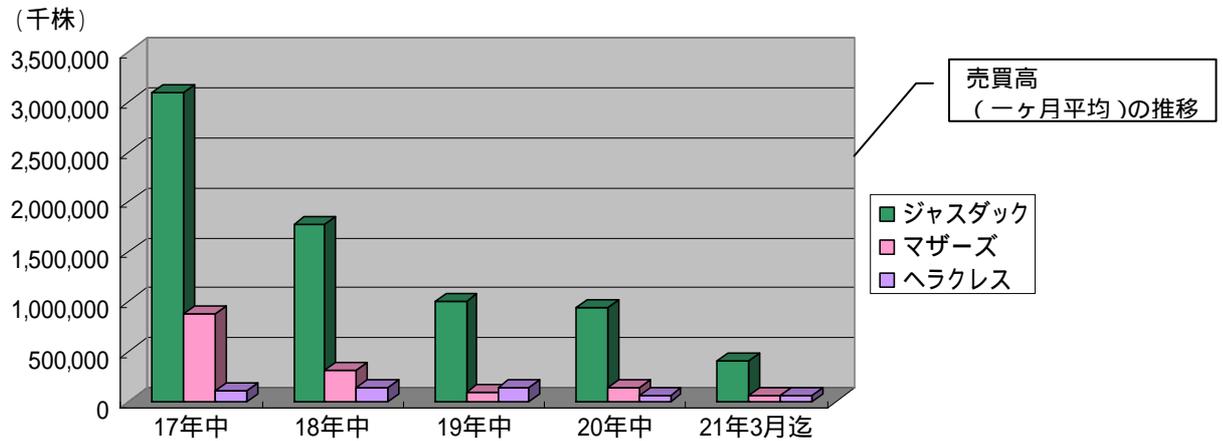
年	銘柄	平均騰落率
平成 17 年	158 銘柄	134.44%
平成 18 年	188 銘柄	76.98%
平成 19 年	121 銘柄	49.63%
平成 20 年	49 銘柄	1.51%
平成 21 年 ()	7 銘柄	27.71%

平均騰落率は(初値 - 公開価格)/公開価格で算出。

平成 21 年度は、4 月 2 日上場分まで。

6. 新興市場別売買高・売買代金の推移

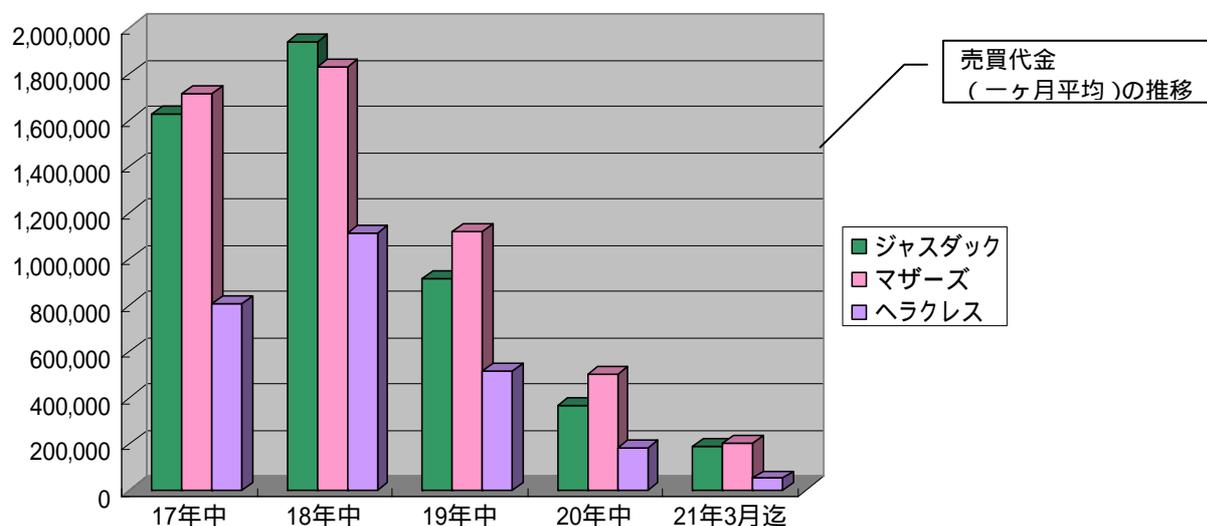
売買高の推移



売買高						
	ジャスダック		マザーズ		ヘラクレス	
	合計 (千株)	一ヶ月平均 (千株)	合計 (千株)	一ヶ月平均 (千株)	合計 (千株)	一ヶ月平均 (千株)
平成 21 年 3 月迄	1,231,742	410,581	169,702	56,567	203,893	67,964
平成 20 年中	11,232,860	936,072	1,754,846	146,237	798,276	66,523
平成 19 年中	12,105,555	1,008,796	1,136,310	94,693	1,696,954	141,413
平成 18 年中	21,306,415	1,775,535	3,746,481	312,207	1,646,172	137,181
平成 17 年中	37,179,736	3,098,311	10,612,002	884,334	1,384,263	115,355
	セントレックス		アンビシャス		Q-board	
	合計 (千株)	一ヶ月平均 (千株)	合計 (千株)	一ヶ月平均 (千株)	合計 (千株)	一ヶ月平均 (千株)
平成 21 年 3 月迄	4,165	1,388	20	7	1	0.5
平成 20 年中	18,710	1,559	145	12	12	1
平成 19 年中	23,643	1,970	171	14	54	5
平成 18 年中	30,897	2,575	229	19	65	5
平成 17 年中	9,986	832	35	3	39	3

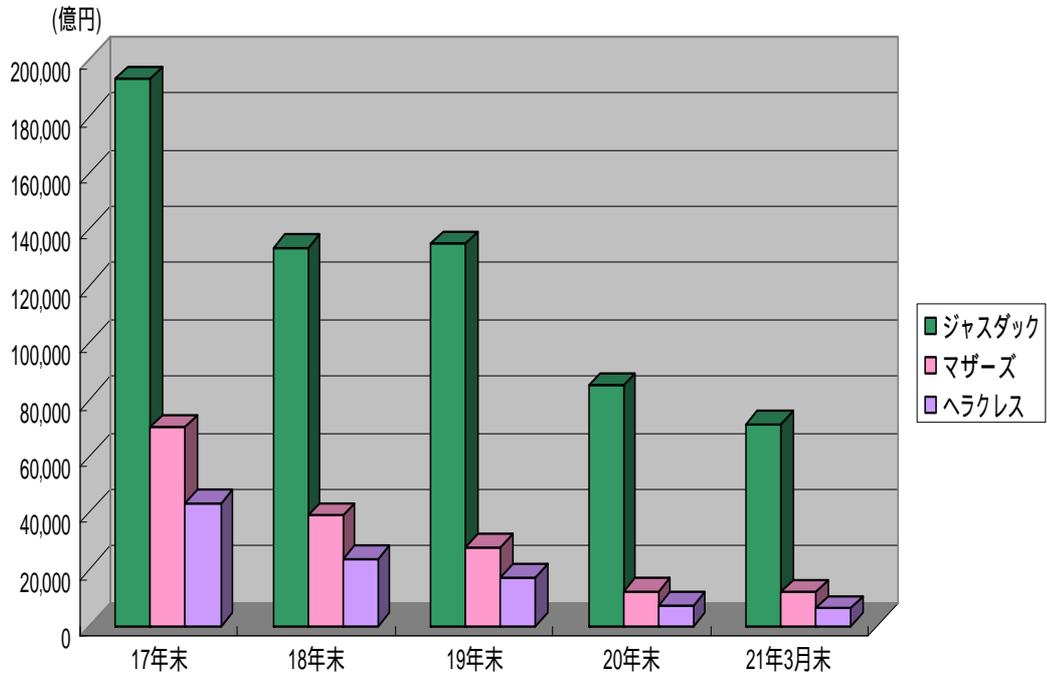
売買代金の推移

(百万円)



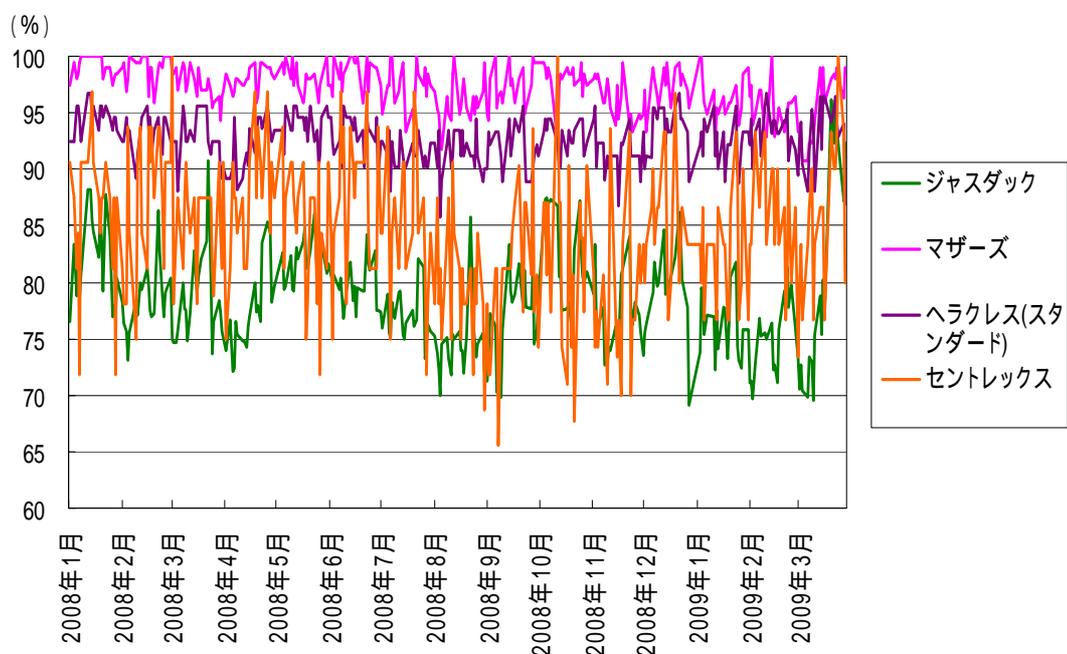
売買代金						
	ジャスダック		マザーズ		ヘラクレス	
	合計 (百万円)	一ヶ月平均 (百万円)	合計 (百万円)	一ヶ月平均 (百万円)	合計 (百万円)	一ヶ月平均 (百万円)
平成 21 年 3 月迄	573,601	191,200	606,268	202,089	154,377	51,459
平成 20 年中	4,431,482	369,290	6,057,358	504,780	2,218,497	184,875
平成 19 年中	11,008,916	917,410	13,403,129	1,116,927	6,189,810	515,818
平成 18 年中	23,287,780	1,940,648	21,977,973	1,831,498	13,334,689	1,111,224
平成 17 年中	19,539,106	1,628,259	20,571,037	1,714,253	9,697,083	808,090
	セントレックス		アンビシャス		Q-board	
	合計 (百万円)	一ヶ月平均 (百万円)	合計 (百万円)	一ヶ月平均 (百万円)	合計 (百万円)	一ヶ月平均 (百万円)
平成 21 年 3 月迄	1,826	609	82	27	45	15
平成 20 年中	14,304	1,192	1,562	130	452	38
平成 19 年中	48,676	4,056	6,652	554	2,959	247
平成 18 年中	204,399	17,033	28,249	2,354	6,462	539
平成 17 年中	237,340	19,778	9,401	783	16,985	1,415

7. 新興市場別時価総額の推移



時価総額						
	ジャスダック	マザーズ	ヘラクレス	セントレックス	アンビシャス	Q-board
	(億円)	(億円)	(億円)	(億円)	(億円)	(億円)
平成21年3月末	70,981	11,714	5,959	318	34	39
平成20年末	84,767	12,337	7,104	318	44	39
平成19年末	134,788	27,711	16,862	903	161	73
平成18年末	133,692	38,776	23,824	1,667	297	81
平成17年末	193,111	70,040	43,058	2,549	599	96

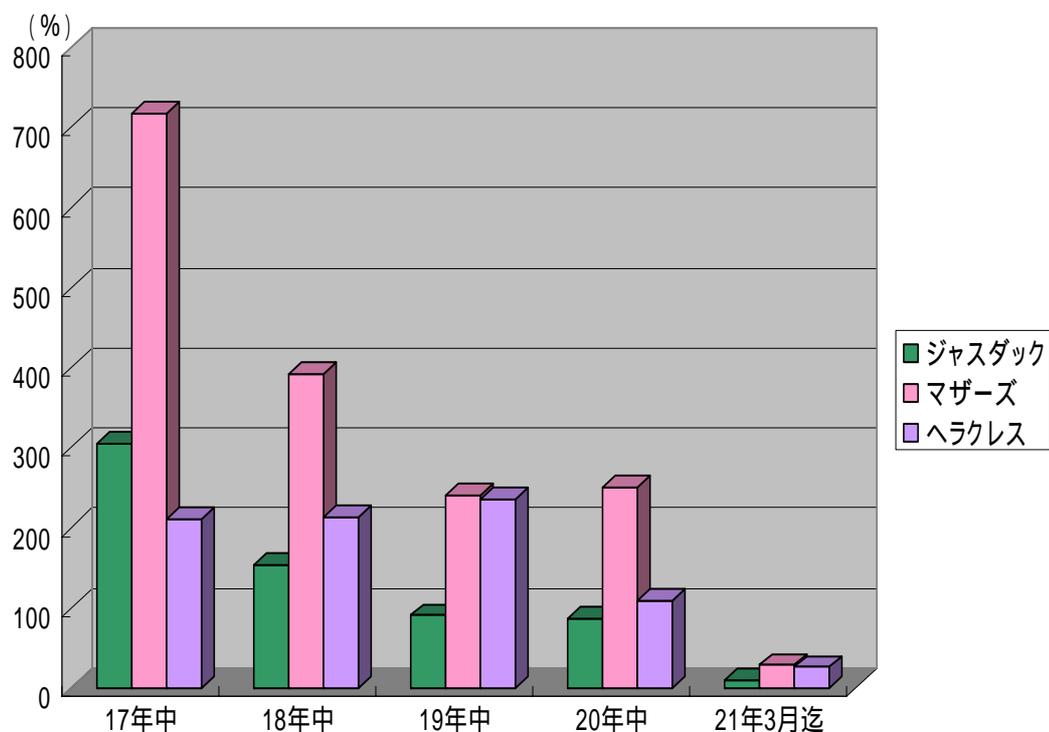
8 . 新興市場別値付率の推移



市場	平均値付率
ジャスダック	78.38%
マザーズ	97.28%
ヘラクレス (スタンダード)	92.68%
ヘラクレス (グロース)	94.27%
セントレックス	84.38%

期間：平成 20 年 1 月～平成 21 年 3 月

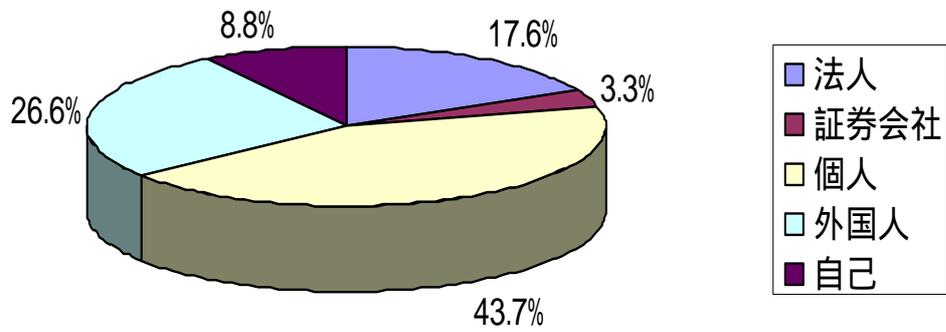
9 . 新興市場別売買回転率の推移



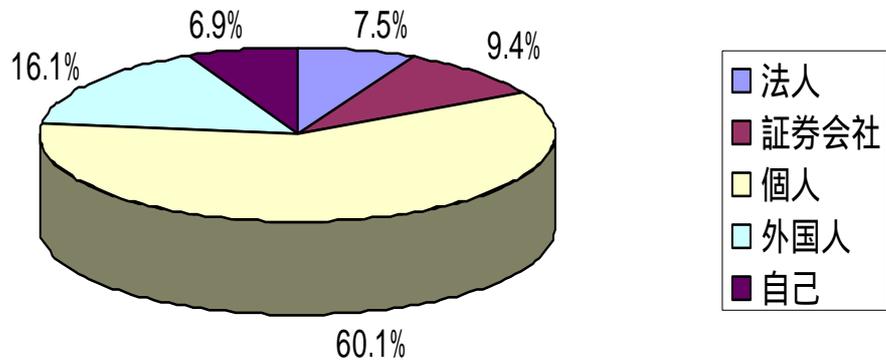
売買回転率						
	ジャスダック	マザーズ	ヘラクレス	セントレックス	アンビシャス	Q-board
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
平成 21 年 3 月迄	10.0	28.3	26.0	6.9	1.9	0.9
平成 20 年中	87.5	250.8	108.6	32.0	17.5	7.7
平成 19 年中	90.6	240.5	235.8	44.6	30.4	36.8
平成 18 年中	154.5	392.5	214.4	76.0	67.5	64.4
平成 17 年中	304.9	717.9	211.9	39.2	39.3	NA

10. 新興市場投資部門別売買状況

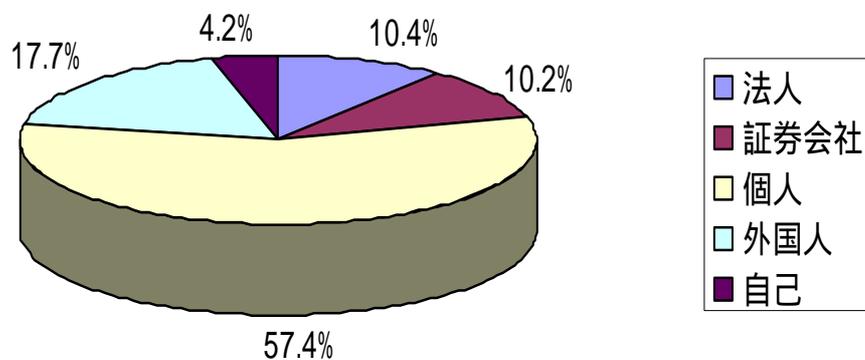
ジャスダック



マザーズ



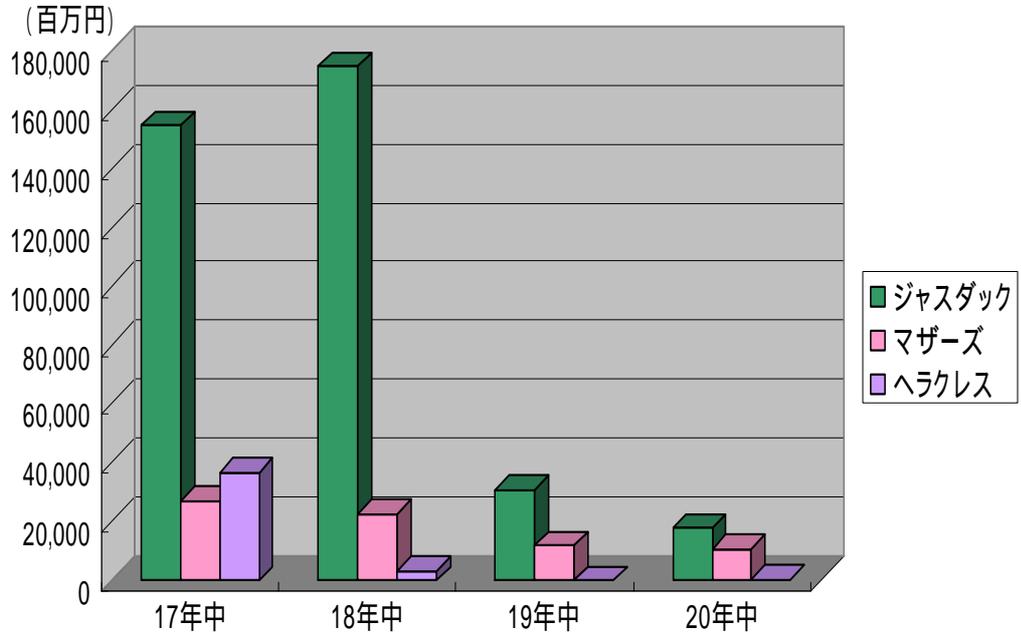
ヘラクレス



投資部門別売買状況 (2009年3月)						
	ジャスダック		マザーズ		ヘラクレス	
	売買金額 (百万円)	(%)	売買金額 (百万円)	(%)	売買金額 (百万円)	(%)
法人	54,178	17.6	22,730	7.5	9,485	10.4
証券会社	10,239	3.3	28,392	9.4	9,299	10.2
個人	134,802	43.7	181,548	60.1	52,299	57.4
外国人	82,213	26.6	48,485	16.1	16,112	17.7
委託取引計	281,435	91.2	281,154	93.1	87,195	95.8
自己取引計	27,160	8.8	20,841	6.9	3,854	4.2
総計	308,595	100.0	301,995	100.0	91,049	100.0

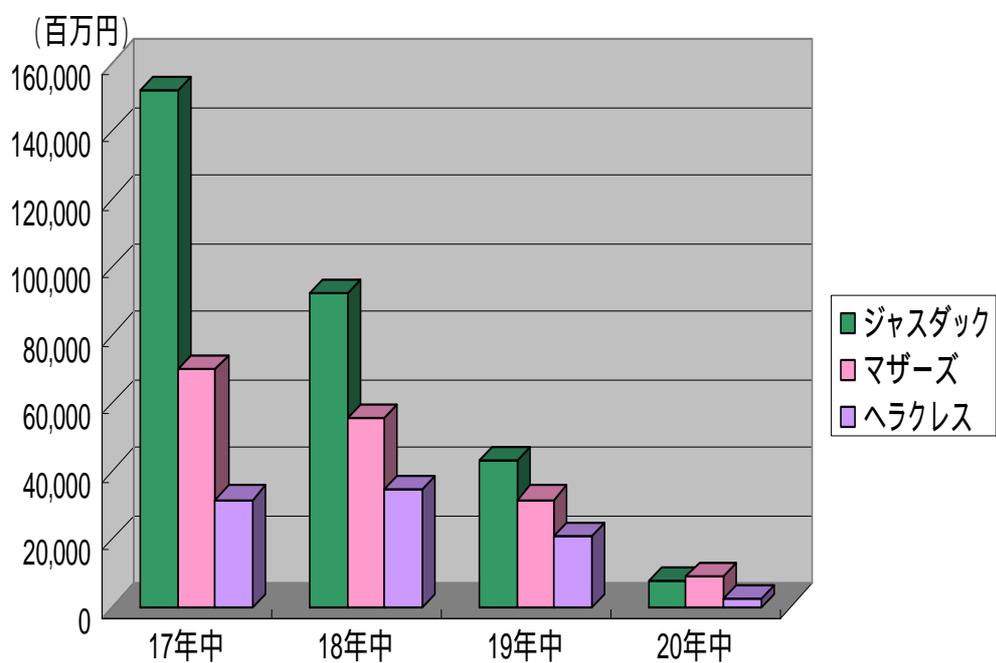
1 1 . 新興市場別資金調達状況

公募増資



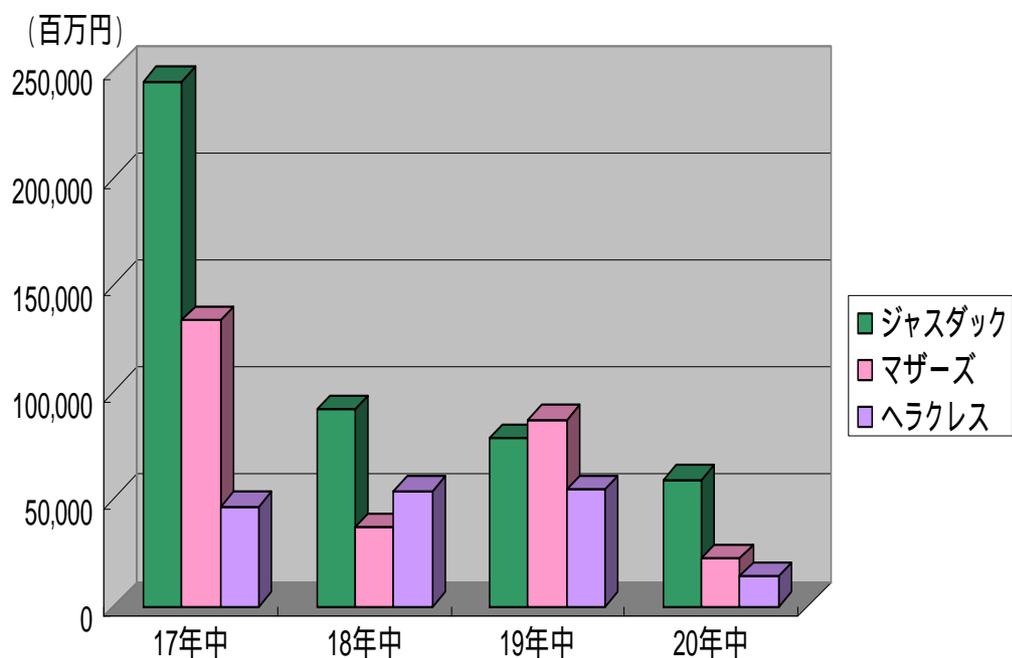
公募増資						
	ジャスダック	マザーズ	ヘラクレス	セントレックス	アンビシャス	Q-board
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
平成 20 年中	18,036	10,987	624	0	0	0
平成 19 年中	30,967	12,012	0	0	0	0
平成 18 年中	174,845	22,645	3,312	2,857	0	0
平成 17 年中	154,703	27,249	36,771	5,796	0	0

新規公募増資



新規公募増資						
	ジャスダック	マザーズ	ヘラクレス	セントレックス	アンビシャス	Q-board
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
平成 20 年	8,061	8,861	2,463	195	100	0
平成 19 年	43,110	31,794	21,065	390	1,000	820
平成 18 年	92,360	55,681	34,884	6,240	1,056	589
平成 17 年	152,150	70,029	31,739	11,783	220	152

第三者割当増資

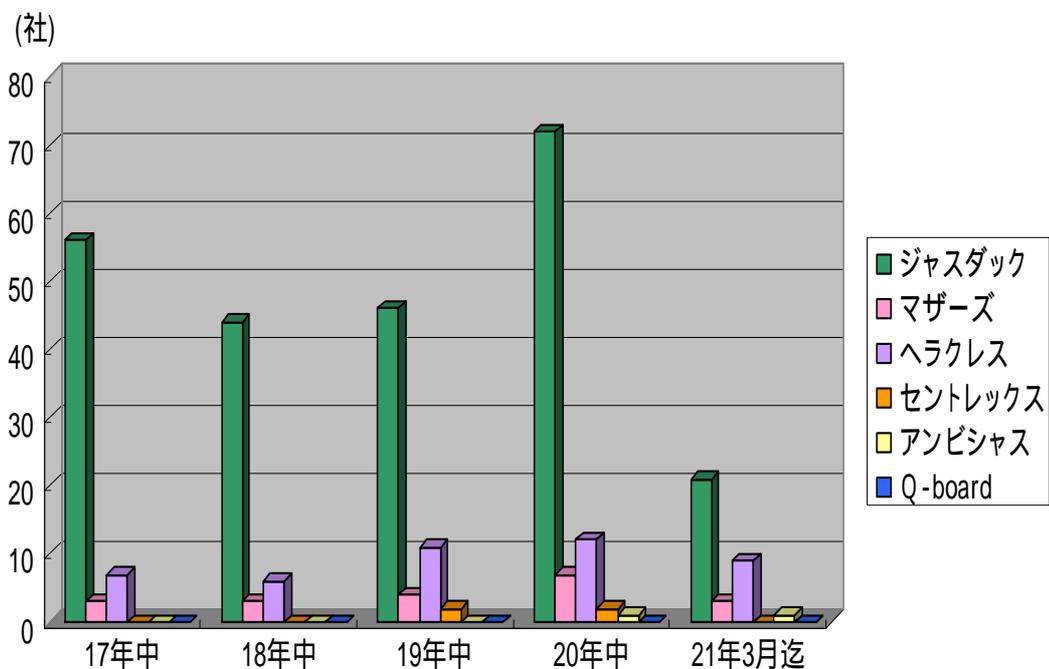


第三者割当増資						
	ジャスダック	マザーズ	ヘラクレス	セントレックス	アンビシャス	Q-board
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
平成 20 年	59,016	22,230	14,161	7,552	300	0
平成 19 年	78,304	87,171	54,543	2,339	124	149
平成 18 年	92,077	36,513	53,879	10,365	1,226	525
平成 17 年	244,879	133,590	46,834	1,497	486	0

12. アナリストカバレッジ状況（2009年3月末現在）

市 場	上場会社数	カバレッジ率	レーティング 銘柄数	カバレッジ数（社）					
				0	1	2	3	4	5
ジャスダック	908	8.5%	77	831	47	20	8	1	1
マザーズ	194	15.5%	30	164	21	6	0	3	0
ヘラクレス	162	10.5%	17	145	14	2	1	0	0
セントレックス	29	0.0%	0	29	0	0	0	0	0
アンビシャス	10	0.0%	0	10	0	0	0	0	0
Q-board	10	0.0%	0	10	0	0	0	0	0
合 計	1,313	9.4%	124	1,189	82	28	9	4	1

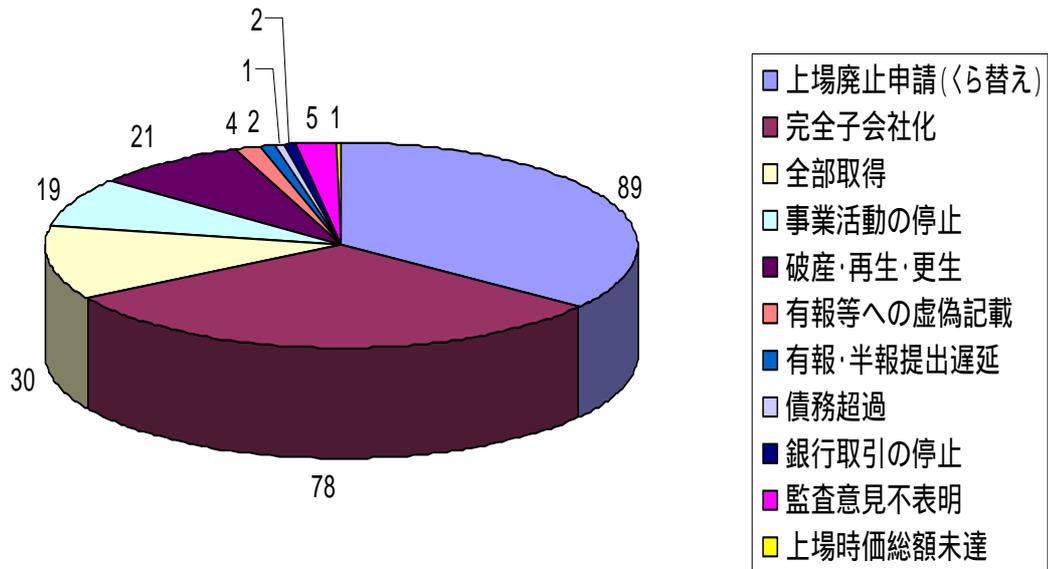
13 . 新興市場別上場廃止件数の推移



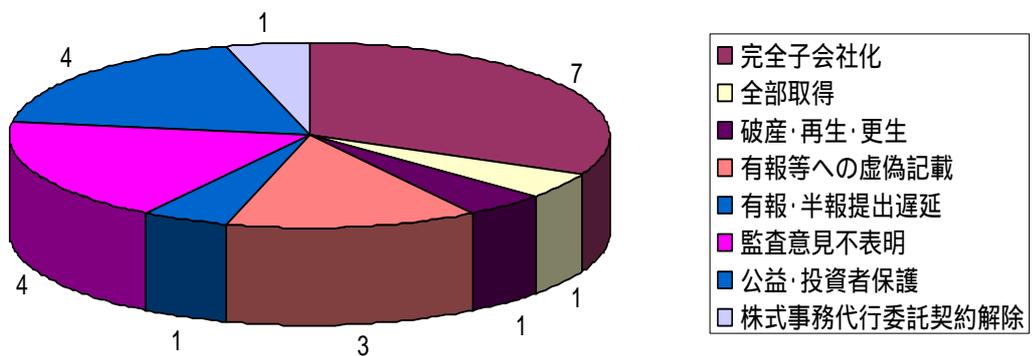
上場廃止件数						
	ジャスダック	マザーズ	ヘラクレス	セントレックス	アンビシャス	Q-board
	(銘柄)	(銘柄)	(銘柄)	(銘柄)	(銘柄)	(銘柄)
平成 21 年 3 月迄	21	3	9	0	1	0
平成 20 年中	72	7	12	2	1	0
平成 19 年中	46	4	11	2	0	0
平成 18 年中	44	3	6	0	0	0
平成 17 年中	56	3	7	0	0	0

14. 新興市場別上場廃止理由の内訳

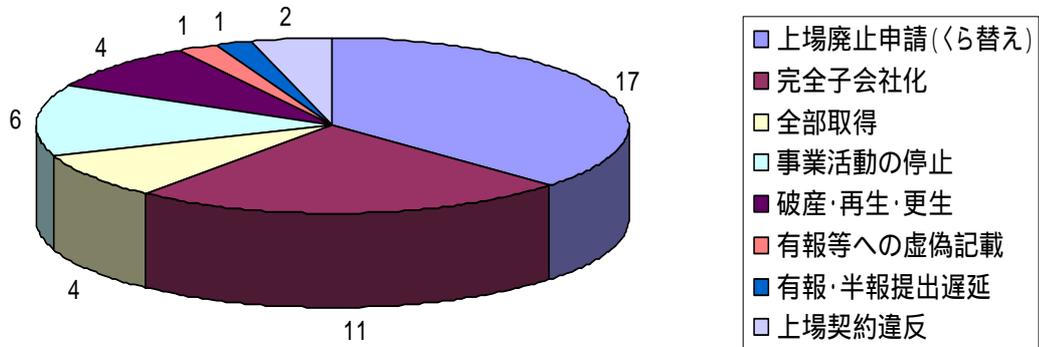
ジャスダック



マザーズ



ヘラクレス



	ジャスダック	マザーズ	ヘラクレス	セントレックス	アンビシャス	Q-board	
	(件)	(件)	(件)	(件)	(件)	(件)	
上市廃止理由	上市廃止申請(くら替え)	89	0	17	2	0	0
	完全子会社化	78	7	11	1	1	0
	全部取得	30	1	4	0	1	0
	事業活動の停止	19	0	6	0	0	0
	破産・再生・更生	21	1	4	1	0	0
	有報等への虚偽記載	4	3	1	0	0	0
	有報・半報提出遅延	2	1	1	0	0	0
	債務超過	1	0	0	0	0	0
	銀行取引の停止	2	0	0	0	0	0
	監査意見不表明	5	4	0	0	0	0
	公益・投資者保護	0	4	0	0	0	0
	上市時価総額未達	1	0	0	0	0	0
	株式事務代行委託契約解除	0	1	0	0	0	0
	上市契約違反	0	0	2	0	0	0

15 . グリーンシート制度の概要

グリーンシートとは、非上場企業の株式発行による資金調達の円滑化、また投資家の換金場を確保することを目的として、日本証券業協会（以下「日証協」という。）が平成9年7月からスタートさせた制度であり、金融商品取引法（以下「金商法」という。）上の取引所金融商品市場とは異なったステータスで運用されている。

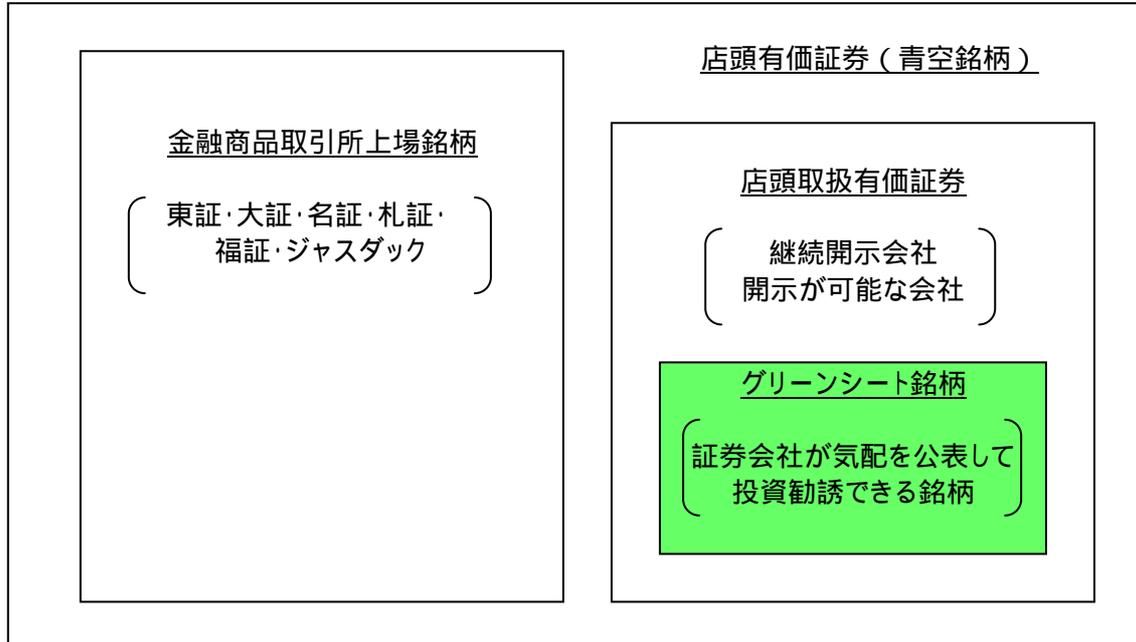
取引所金融商品市場に上場されていない未公開企業は、金商法等に基づく開示義務等がある公開企業に比べ、企業内容の開示が十分に行われていないところが多いことから、日証協では、未公開企業が発行する有価証券について、証券会社が投資家に対して投資勧誘を行うことを原則として禁止している。

しかし、未公開企業であっても、金商法や日証協の定める一定の基準に従って企業内容の開示（ディスクロージャー）が行われ、投資家が相応の投資判断資料を入手することができる企業の発行する有価証券（株券、転換社債型新株予約権付社債券等）を「店頭取扱有価証券」と定めている。

この店頭取扱有価証券のうち、証券会社が気配を継続的に提示する銘柄に限り投資勧誘を行うことができることとしており、このような店頭取扱有価証券を「グリーンシート銘柄」と呼ぶ。

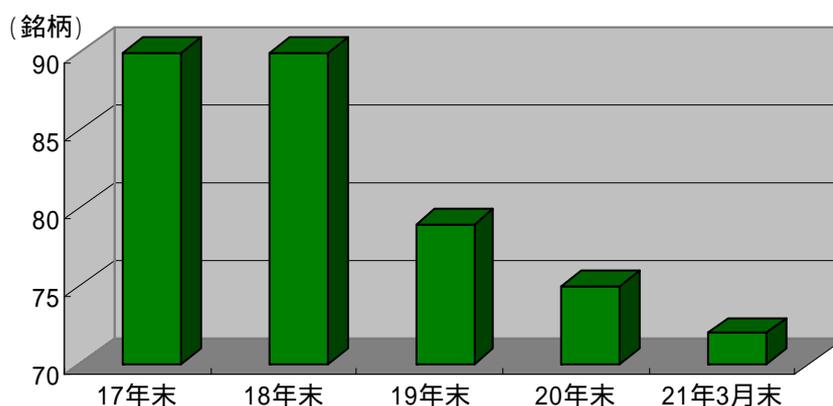
グリーンシート銘柄は、金融商品取引所の上場銘柄と異なり、一定の取引場所を持たず、証券会社の店頭で売買取引が行われる。

有価証券の区分



16. グリーンシートに係る統計情報 (銘柄数の推移・売買高・売買代金・資金調達額・ 取扱証券会社数の推移)

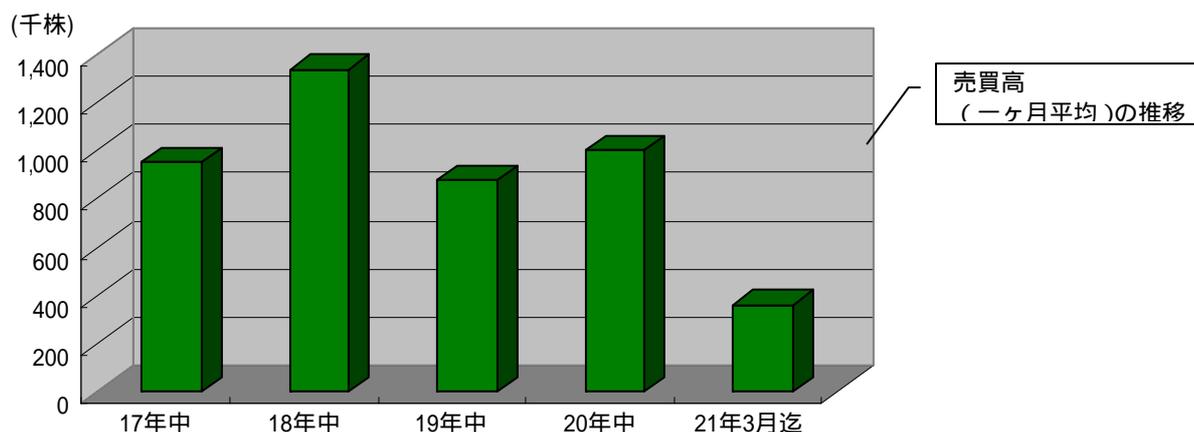
銘柄数の推移



(銘柄)

年	平成 17 年末	平成 18 年末	平成 19 年末	平成 20 年末	平成 21 年 3 月末
銘柄数	90	90	79	75	72

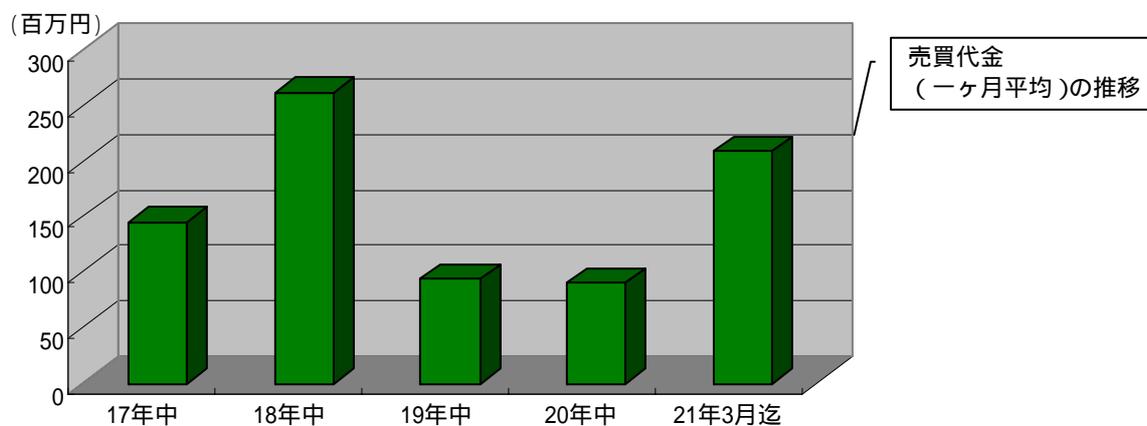
売買高



(千株)

年	平成 17 年中	平成 18 年中	平成 19 年中	平成 20 年中	平成 21 年 3 月迄
売買高	11,422	16,066	10,544	12,033	1,088
一ヶ月平均	952	1,339	879	1,003	363

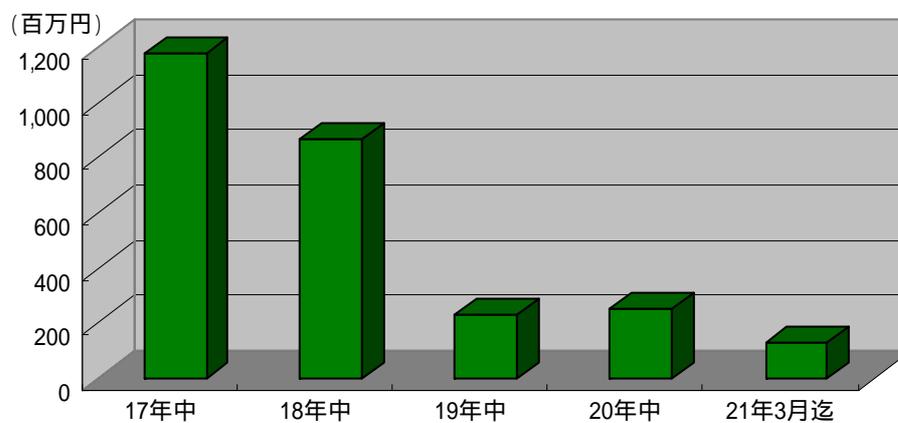
売買代金



(百万円)

年	平成 17 年中	平成 18 年中	平成 19 年中	平成 20 年中	平成 21 年 3 月迄
売買代金	1,740	3,130	1,123	1,079	625
一ヶ月平均	145	261	94	90	208

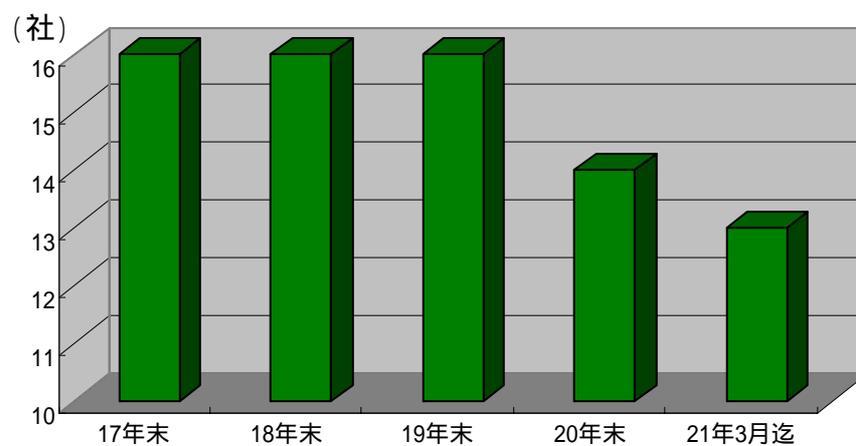
資金調達額



(百万円)

年	平成 17 年中	平成 18 年中	平成 19 年中	平成 20 年中	平成 21 年 3 月迄
資金調達額	1,181	869	228	253	128

取扱証券会社数の推移

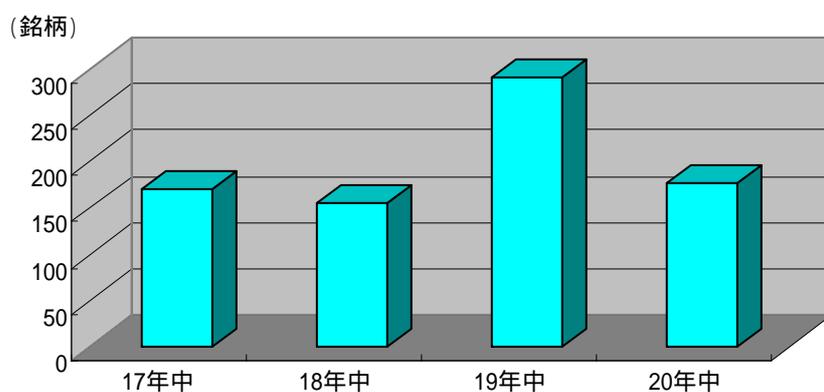


(社)

年	平成 17 年末	平成 18 年末	平成 19 年末	平成 20 年末	平成 21 年 3 月末
取扱証券会社数	16	16	16	14	13

17. NASDAQ及びAIMの新規上場件数の推移

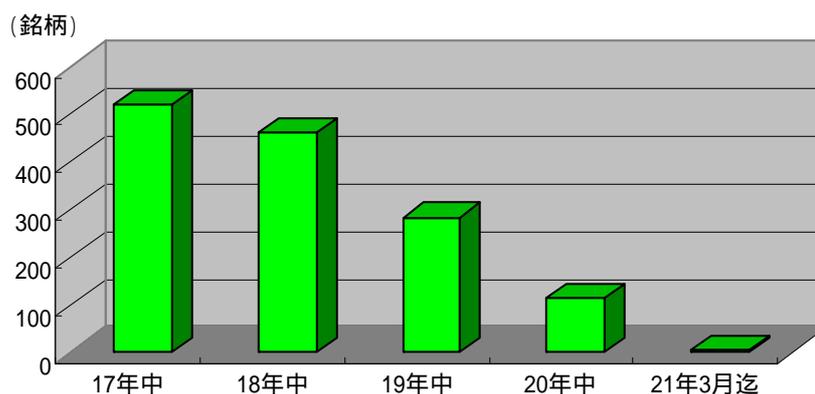
NASDAQ



(銘柄)

年	平成 17 年中	平成 18 年中	平成 19 年中	平成 20 年中
新規上場会社数	139	156	153	177

AIM



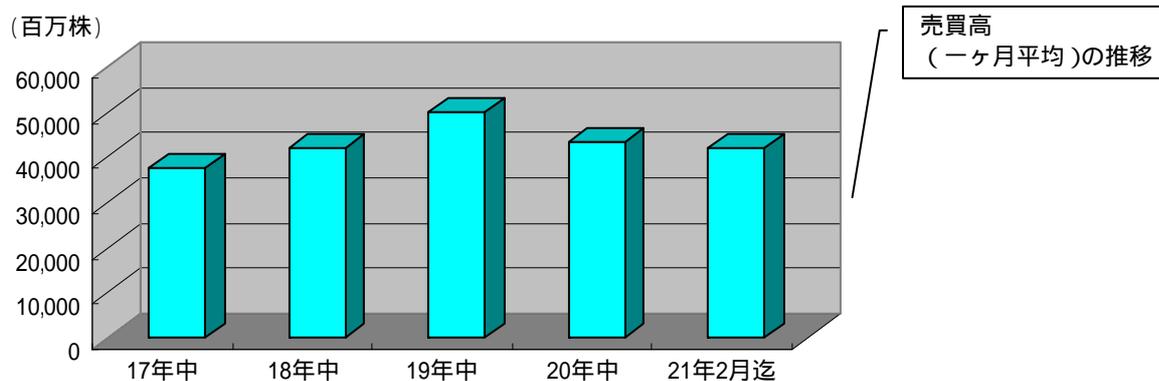
(社)

年	平成 17 年中	平成 18 年中	平成 19 年中	平成 20 年中	平成 21 年 3 月迄
新規上場会社数	519	462	284	114	4

18．NASDAQ及びAIMの売買高・売買代金の推移

売買高

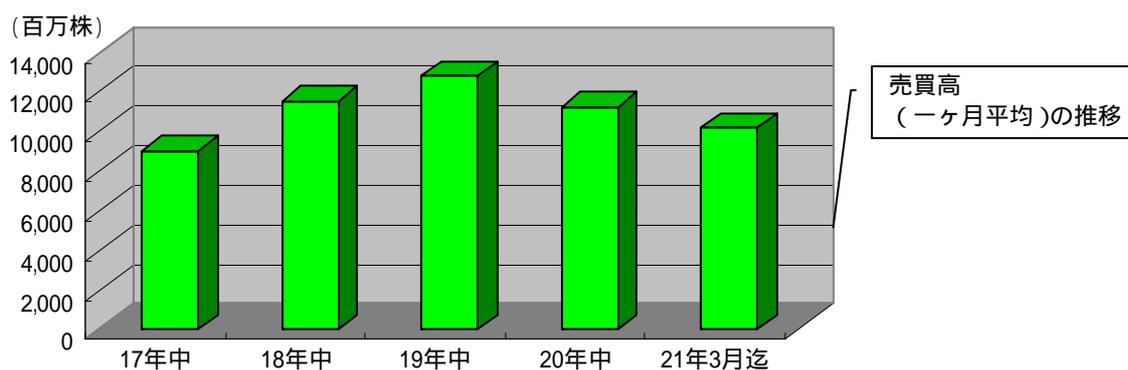
(1) NASDAQ



(百万株)

年	平成 17 年中	平成 18 年中	平成 19 年中	平成 20 年中	平成 21 年 2 月迄
売買高	453,363	504,731	600,245	521,210	84,703
一ヶ月平均	37,780	42,061	50,020	43,434	42,352

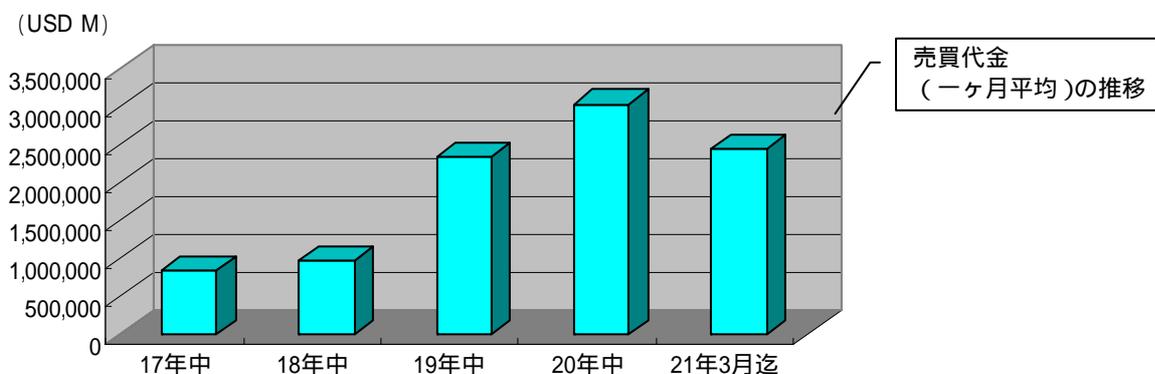
(2) AIM



(百万株)

年	平成 17 年中	平成 18 年中	平成 19 年中	平成 20 年中	平成 21 年 3 月迄
売買高	108,266	138,510	153,861	134,859	30,483
一ヶ月平均	9,022	11,543	12,822	11,238	10,161

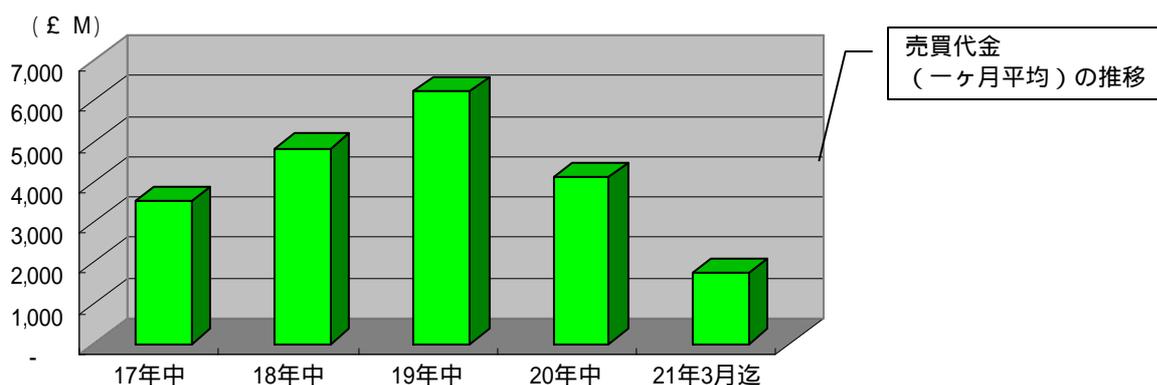
売買代金 (1) NASDAQ



(USD M)

年	平成 17 年中	平成 18 年中	平成 19 年中
売買代金	10,086,739	11,807,491	15,320,133
一ヶ月平均	840,562	983,958	1,276,678

(2) AIM

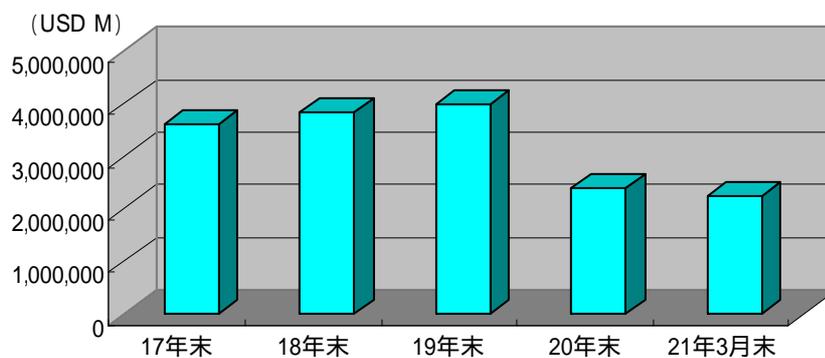


(£ M)

年	平成 17 年中	平成 18 年中	平成 19 年中	平成 20 年中	平成 21 年 3 月迄
売買代金	42,158	58,003	75,032	49,246	5,208
一ヶ月平均	3,513	4,834	6,253	4,104	1,736

19. NASDAQ及びAIMの時価総額の推移

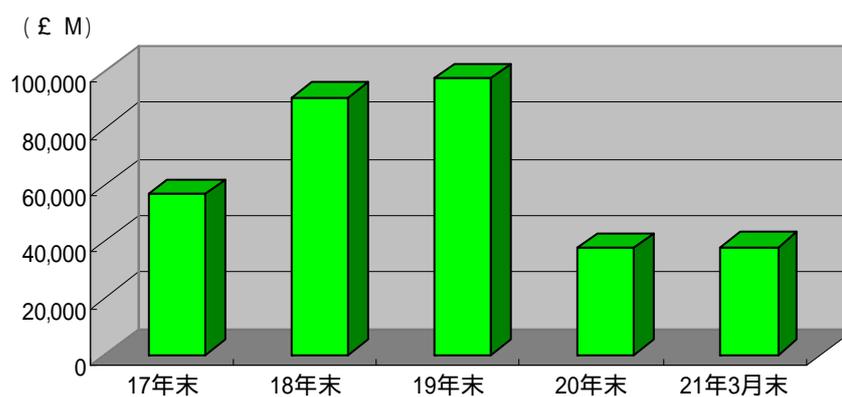
NASDAQ



(USD M)

年	平成 17 年末	平成 18 年末	平成 19 年末	平成 20 年末	平成 21 年 3 月末
時価総額	3,603,985	3,865,003	4,013,650	2,396,344	2,261,713

AIM

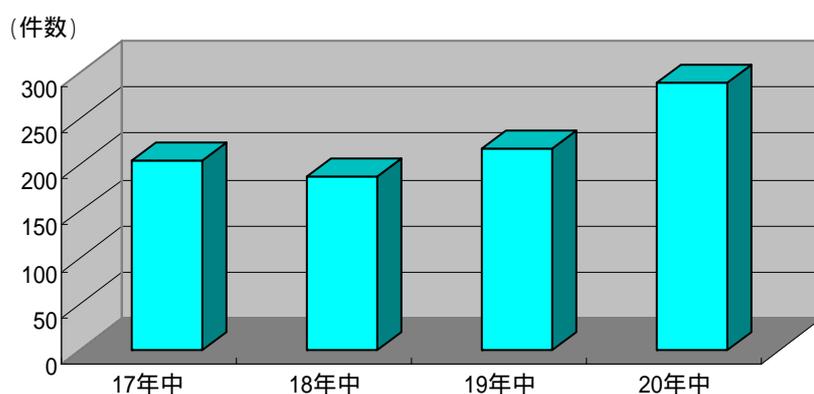


(£ M)

年	平成 17 年末	平成 18 年末	平成 19 年末	平成 20 年末	平成 21 年 3 月末
時価総額	56,619	90,666	97,561	37,732	38,173

20. NASDAQ及びAIMの上場廃止件数の推移

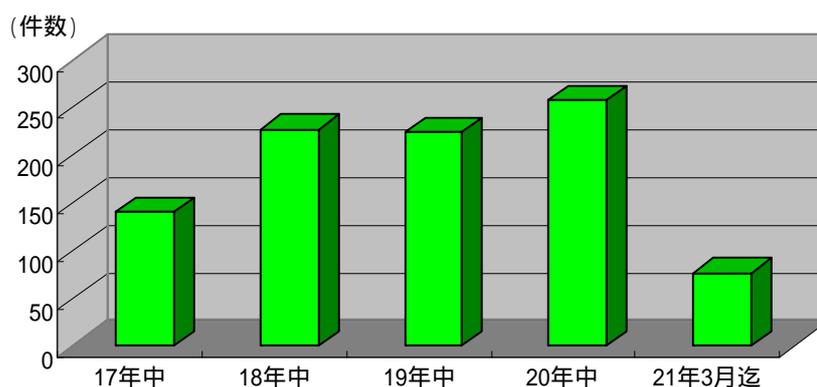
NASDAQ



(銘柄)

年	平成 17 年中	平成 18 年中	平成 19 年中	平成 20 年中
上場廃止件数	204	187	217	289

AIM



(銘柄)

年	平成 17 年中	平成 18 年中	平成 19 年中	平成 20 年中	平成 21 年 3 月迄
上場廃止件数	141	227	224	258	77

21. ピンクシート制度の概要

1. 沿革

ピンクシートとは、OTC 市場におけるマーケットメーカーの気配値をリアルタイムで収集・提供する情報サービスであり、Pink OTC Markets Inc. によって運営されている。Pink OTC Markets Inc. は、1904 年に OTC 市場に関する統計的な情報提供を行ったことから始まる歴史ある会社で、ピンクシートという名前は、かつて紙ベースの気配表をピンクの紙に印刷していたことに由来する。1999 年、株式と債券のリアルタイム情報を提供する電子メディアへと発展し、2000 年、社名を National Quotation Bureau から Pink sheets LLC に変更、OTC に関する情報を提供するウェブポータルサイトを提供、2008 年 4 月、現在の社名に変更した。

2. 市場の概要

ピンクシートは、OTC のトレーディングシステムを有し、230 社を超す金融機関や、多くのブローカー・ディーラーが、この市場で取引を行う。2007 年には 1,600 億ドルを超える取引があり、アメリカで 3 番目に大きな株式の取引所を運営している。ピンクシートは SEC の登録を受けた証券取引所や FINRA に登録されたブローカー・ディーラーではないことから、この OTC 市場で株式が取引されるための基準も特段なく、ほとんどの銘柄が NYSE や Nasdaq といった取引所の上場基準を満たしておらず、有価証券報告書や財務諸表を SEC に申請していない。

3. 市場カテゴリー

ピンクシートの OTC 市場カテゴリーは、信頼性の高いものから順に、OTCQX、Pink Quote、OTCBB、OTCBB Only、Pink Sheets Current Information、Pink Sheets Limited Information、Pink Sheets No Information、Grey Market、Caveat Emptor の 8 種類である。

OTCQX には更に、国内企業向けの OTCQX U.S.、OTCQX U.S. Premier、外国企業向けの OTCQX International、OTCQX International Premier の 4 種類に分けられる。OTCQX U.S. に載るためには、ペーパーカンパニーではなく実際に営業していること、買値の最低額が 0.25 ドルであること、計画倒産を企てていないこと、100 株以上の株式を保有する株主が 50 人以上いること、四半期報告書、監査報告書を OTCQX.com に提出していること、等の厳しい条件がある。最上級ランクの OTCQX U.S. Premier は、OTCQX U.S. の基準に加え、買値の最低額が 1 ドルであること、100 株以上の株式を保有する株主が 50 人以上いること、毎年株主総会を開くこと等の基準がある。多くの米国企業にとって OTCQX に載ることは、NASDAQ や NYSE に上場するための最終段階である。申請料は 5,000 ドル、登録料は、年間 12,600 ドルで、現在、55 社が登録している。

続く Pink Quote OTCBB と OTCBB Only は共に OTCBB(注)という、NASDAQ に上場していないが NASD が監督する企業のリアルタイムの気配や、売買価格等を提供する情報システムに掲載される銘柄である。両者の違いは、前者は、OTCBB の相場システムも Pink OTC Market Inc. の提供する Pink Link Messaging system も利用でき、OTCBB の 98% がこの区分である。後者は、OTCBB の相場システムしか利用できないため、電話での取引だけである。OTCBB 登録会社は最新の有価証券報告書を SEC または銀行規制機関、保険規制機関に提出しなければならない。もし有価証券報告書の提出を忘れた場合、OTCBB から除外されるが、他の市場での取引は可能である。

(注) OTCBB の歴史は 1990 年 6 月、1990 年のペニースtock改革法 (Penny Stock

Reform Act) の制定に伴う SEC の勧告を受け、気配情報や最終売買価格等の情報を提供し、OTC 市場の透明性を向上させるため、OTCBB の試運転を開始したことに始まり、1993 年 12 月から企業は、国内証券の OTC 取引をした場合、90 秒以内に Automated Confirmation Transaction Service (ACT) という NASDAQ が提供する、自動取引結果確認用のサービスを用いて取引を報告するよう義務付けられた。1997 年 4 月よりいくつかの修正を加え、OTCBB は本格稼働し、1998 年 4 月から外国証券と ADR にも国内証券同様の報告義務が課されるようになった。更に 1999 年 1 月より SEC は適格ルール (OTCBB Eligibility Rule) を適用するようになり OTCBB で取扱う全ての国内証券の最新の財務情報が公表されるようになった。

Pink Sheets Current Information は、ピンクシートの情報開示ガイドラインに準拠する Pink Sheets News Service を用いた情報提供を行う企業、または SEC、FDIC などの規制機関に一定の情報を提出している連邦・州所管の銀行、保険会社ないし外国企業が該当する。このカテゴリーに属するための基準はディスクロージャーの程度であり、格付けや投資リスクによるものではない。また、このカテゴリーはペーパーカンパニーや発展途上の企業等を含み、投資家にとって極めて投機的といえる。

Pink Sheets Limited Information は、財務報告や経営状況に問題があったり、破産状態にあり、限定的な情報しか提供できない企業である。このカテゴリーには、特段問題はないが、ピンクシートのガイドラインに沿って適切な情報提供ができなかった企業も含まれる。

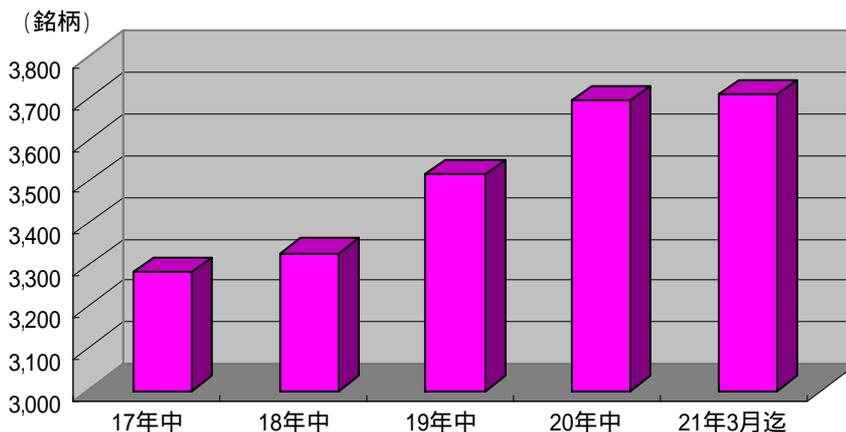
Pink Sheets No Information は、市場あるいは規制当局、取引所やピンクシートに対しディスクロージャーを行うことができない、または積極的に行わない企業を示す。Pink Sheets News Service を用いて最新の情報を提供することができず、6 ヶ月以上前の情報しか提供できない。また、このカテゴリーにはダークな会社もしくは破たん・休眠会社も含む。

Grey Market は、マーケットメーカーが一人もいない銘柄で、あらゆる証券取引所や OTCBB、ピンクシートでの登録、気配、取引はない。このカテゴリーの株式を取引する場合、自主規制機関及びブローカー・ディーラーが取引情報を情報ベンダー等に提供し、投資家が売買価格や売買高を確認できるようにする。

Caveat Emptor はスパムメールを送ったり、いかがわしい株の投資推奨を行ったり、投資家や企業に対し詐欺行為を働いたとして社会的な問題になっている企業が該当する。ここに認定されると、最新の情報がオンライン上で見られなくなる。

22. ピンクシートに係る統計情報 (銘柄数の推移・売買高・売買代金)

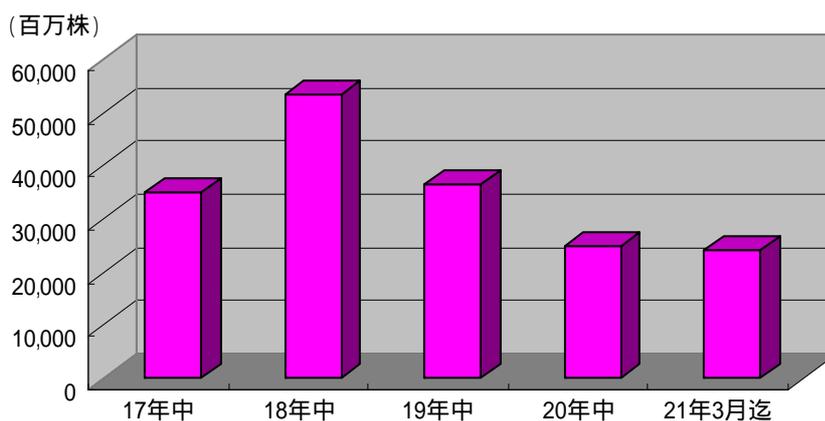
銘柄数の推移 (期間中一日平均)



(銘柄)

年	平成17年	平成18年	平成19年	平成20年	平成21年3月
銘柄数	3,283	3,328	3,516	3,694	3,708

売買高

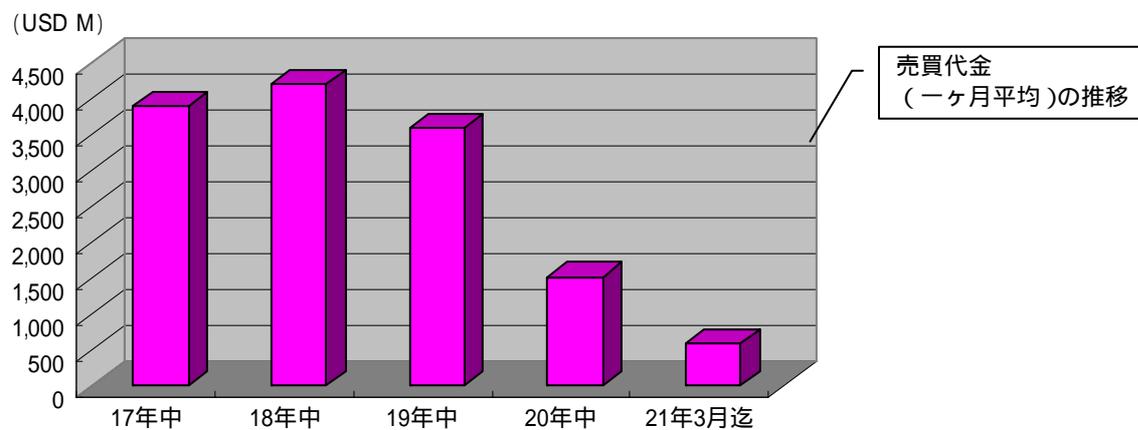


売買高
(一ヶ月平均)の推移

(百万株)

年	平成17年中	平成18年中	平成19年中	平成20年中	平成21年3月迄
売買高	421,926	640,960	437,540	297,821	72,680
一ヶ月平均	35,161	53,413	36,462	24,818	24,227

売買代金



(USD M)

年	平成 17 年中	平成 18 年中	平成 19 年中	平成 20 年中	平成 21 年 3 月迄
売買代金	46,822	50,620	43,084	18,314	1,789
一ヶ月平均	3,902	4,218	3,590	1,526	596

23 . 日米の内部統制報告制度の比較

	内部統制報告制度	
	日本	米国
法律	金融商品取引法 (2006年6月7日成立)	企業改革法(SOX法) (2002年7月30日成立)
内容	<ul style="list-style-type: none"> ・事業年度毎に財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するために必要な体制について評価した報告書(内部統制報告書)を提出しなければならない。 【第24条の4の4】 ・内部統制報告書は公認会計士または監査法人の監査証明を受けなければならない 【第193条の2第2項】 	<ul style="list-style-type: none"> ・年次報告書での内部統制報告書に「財務報告に係る内部統制の構築・維持に関する経営者の責任」及び「直近の事業年度末における内部統制の有効性に関する評価」について記載する。 【404条a項】 ・経営者による内部統制評価報告書についての証明・報告を監査人が行う。【404条b項】
導入の背景	西武鉄道事件(2004年10月) カネボウ事件(2005年9月) ライブドア事件(2006年1月)	エンロン事件(2001年12月) ワールドコム事件(2002年6月)他
導入時期	2008年4月1日以降に開始する事業年度	2004年11月15日以降に終了する事業年度(浮動株時価総額が7500万ドル以上の上場企業)
新規上場の取扱い()	上場した事業年度から内部統制報告書の提出と内部統制監査が適用される。	上場初年度は内部統制報告書の提出も内部統制監査も免除される。

米国では、新規上場した企業は「年次報告書」の作成に多くの手続きを経る必要があることから、さらに内部統制に関する手続きが加われば、多大な負担が生じることが懸念されるため、上場初年度の内部統制報告書の提出と内部統制監査が免除されている。