

## マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた 上場制度の整備等について

東京証券取引所は、資金を必要とする新興企業にその調達を広く提供する一方、投資者にとっても成長性の高い企業への投資をすることができるよう、既存市場とは明確に異なるコンセプトの新興市場として、平成11年11月11日に東証マザーズ(以下、マザーズといいます。)を創設しました。

しかしながら、昨今における一部上場企業における粉飾決算の発覚等により、市場の信頼性低下が懸念されていることに加え、国内景気の低迷も相まって、マザーズへの新規上場数は大きく伸び悩んでおり、上記の新興市場としてのマザーズの機能が果たし切れていない状況となっています。

このような状況の打開に向けて、東京証券取引所は、「マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた上場制度の整備等について」を平成22年12月21日に公表し、今後実施していく施策を打ち出しました。当該施策のうち、上場制度の変更を伴うものは、平成23年3月を目途に実施することとされています。なお、本文中、上場制度の変更を伴うものについては、☆マークを付けてあります。

本稿においては、上記「マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた上場制度の整備等について」を解説していきます。

なお、本文中、筆者の解釈が含まれるとともに、意見にわたる部分は私見であることをあらかじめお断りしておきます。

### 1. マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた施策(概要)について

東京証券取引所は、「マザーズの信頼性向上に向けた対応」を図るために「市場の信頼性向上に向けた施策」を、「マザーズ活性化に向けた対応」のために「新規上場の活性化に向けた施策」及び「流通市場の活性化に向けた施策」を打ち出しました。

それぞれの施策の概要は以下のとおりですが、後述2.以降において、重要と考えられる「市場の信頼性向上に向けた施策」と「新規上場の活性化に向けた施策」の二大柱について、解説していきます。

#### (1) 市場の信頼性向上に向けた施策

- ① 財務諸表の信頼性向上のための対応
- ② 上場審査の実効性向上のための市場関係者との連携の強化等
- ③ 市場コンセプト明確化のための対応

#### (2) 新規上場の活性化に向けた施策

- ① 市場コンセプトに即した上場審査手法の導入
- ② 上場審査プロセスの効率化のための対応等
- ③ 遡及監査の実施に向けた環境整備
- ④ 未上場ベンチャー企業に対する上場支援の強化

#### (3) 流通市場の活性化に向けた施策

- ① アナリスト・カバレッジ拡大に向けた取組み
- ② 上場後間もない会社のIR支援

## 2. 「市場の信頼性向上に向けた施策」について

### ① 財務諸表の信頼性向上のための対応

昨今の上場会社による粉飾決算の中でも、新規上場前から継続して粉飾決算を行っていた事例を踏まえ、一部の非違事例を起こした企業の影響がマザーズ全体の不信感へと拡大することを防止するために、日本公認会計士協会による財務諸表監査の信頼性向上に向けた取組みを支援することを趣旨としています。

マザーズにおける監査については従来まで、「2以上の公認会計士又は監査法人による監査」を義務付けていたのみでしたが、上場会社登録事務所(上場後における上場会社の場合は、準登録事務所も含む。)による監査が義務付けられることとなります(☆)。

また、東京証券取引所は、この義務付けと同時に日本公認会計士協会に対して、財務諸表監査の更なる信頼性向上のために、上場会社監査事務所登録制度等について、一層の充実と適切な運用を要請する予定です。

現段階における東京証券取引所の考えとしては、東京証券取引所が適当でないと認める上場会社監査事務所については、マザーズにおける監査を認めない方針を示しています。ただし、現時点では、「適当でない」と認める判断基準は明らかにされていません。

なお、上場会社監査事務所登録制度とは、上場会社を監査している事務所に対して、日本公認会計士協会の品質管理委員会に設ける「上場会社監査事務所部会」に登録を義務付け、登録監査事務所の品質管理体制への指導・監督を強化し、公認会計士監査の信頼性の向上を図ることを目的とした制度です。

### ② 上場審査の実効性向上のための市場関係者との連携の強化等

上場に係る問題の早期発見と未然防止のために、幅広く市場関係者との連携を図ることにより情報の入手先の多様化を図ることをもって、市場の不正利用を企図する者への牽制体制を整備することを趣旨としています。

東京証券取引所は、新規上場申請者から上場申請を受けたときは、その旨を主幹事証券会社として直近3年間に於いて新規上場に係る推薦書等を提出したことのある者に対して通知します。これに対して、通知を受けた証券会社は、当該新規上場申請者について上場適格性の判断に重大な影響を及ぼすおそれのある情報を有している場合には、直ちに東京証券取引所にその内容を報告しなければならない義務を負います(☆)。

また、この報告された内容は、東京証券取引所により現主幹事証券会社、監査人及び財務局と共有され、各関係者が連携して対応していくものとされています。

なお、東京証券取引所は、過去に監査契約を締結していた一定規模以上の監査法人にも同様の通知を行う予定であり、義務ではなく、要請ベースですが、当該監査法人からの報告も期待しています。

ただし、實際上、上場適格性の判断に重大な影響を及ぼすおそれのある情報は、監査契約締結前において実施される短期調査(ショート・レビューともいいます。)や新規受嘱審査により発覚することも多く、より網羅的、かつ、有効に情報を入手する観点からは、過去に監査契約を締結していた場合に限らず、非監査業務契約にも広げた方が望ましいと考えられます。

しかしながら、主幹事証券会社、監査法人ともに、基本的には守秘義務の問題をクリアしなければなりません。また、契約を打ち切るに至る理由については、客観的な根拠を示すことが難しい場合(例えば、反社会的勢力や反市場的勢力等の情報を入手したことによる場合等)も多く、そのような、ある意味不確定な情報を東京証券取引所に報告してよいものなのか否かという議論もあります。

その他、上場審査の実効性向上のための市場関係者との連携の強化等の施策として、以下の事項が挙げられています。

- ・ 主幹事証券会社の引受審査において問題となった事項(解決の方法を含む。)の報告を要請し、当該報告結果を上場審査にて活用する。
- ・ 必要に応じて、外部専門家・調査機関を活用し、当該結果を上場審査にて活用する。
- ・ 上場申請会社の役職員等からの情報受付窓口を設置し、当該情報を上場審査にて活用する。
- ・ 市場関係者(証券会社、監査法人、監督当局等)とともに、今後、勉強会等を実施し、有価証券報告書の虚偽記載(粉飾決算)等について、情報交換していく。

### ③市場コンセプト明確化のための対応

新興市場としてのマザーズのコセプトを明確化する観点から、上場後一定期間を経た時点において、当該コンセプトに合致しているか否かの判断をすることにより、マザーズ上場会社としての適合性を確認することを趣旨としています。

マザーズの市場コンセプトは、「近い将来における市場一部上場を目指す成長企業向け市場」と整理されています。したがって、一定期間を過ぎた後も上場時に想定していた成長を実現できていない企業がいっまでもマザーズ上場会社であり続けることは、上記のコセプトに反することになります。

そのようなことから、マザーズ上場から10年経過した時点で、本則市場の上場維持基準を満たしていない企業は、たとえマザーズ上場廃止基準に抵触してなくても、他の受け皿市場に移行してもらうこととなっています。つまり、上場後10年を経過したマザーズ上場会社には、本則市場と同水準の上場廃止基準が適用されることとなります(☆)。

なお、上場後10年を経過した時点で本則市場の上場維持基準を満たしているマザーズ上場会社は、マザーズ上場を継続するか、もしくは、市場第二部へ変更するかを選択することができます。

マザーズ上場を継続する場合には、上記の市場コンセプトの適合性に関する確認手続が実施されます。当該確認手続においては、幹事取引参加者の作成した高い成長性に係る確認書の添付が求められます(☆)(ただし、時価総額が40億円以上の場合は除く。)

なお、市場第二部へ変更する場合は、市場変更の審査は予定されていません。

## 3. 「新規上場の活性化に向けた施策」について

### ① 市場コンセプトに即した上場審査手法の導入

将来の成長のために資金を必要とする新興企業に資金調達の機会を提供するという、マザーズの機能を発揮する観点から、上場直後の経営成績が良好となる見込みがあることは要件としないことを明確化し、長期的な視点で事業計画の実現可能性を評価する方法へと変更するという趣旨のものです。

上記の趣旨に則り、「事業計画の合理性」の審査においては、相応に合理的な事業計画が策定されており、その事業計画を遂行するために必要な事業基盤(人材、設備、資金等)が整備されている(上場後に確立される合理的な見込みがある場合を含む。)ことが確認されることとなります(☆)。

「相応に合理的な事業計画」については、従来までの、申請期及び申請翌期の利益計画が過去実績と照らして合理的(整合的)であるか否か(積極的な合理性確認)ということから、事業環境、事業基盤の整備動向等に照らして実現可能性が乏しいものではないか否か(消極的な合理性確認)ということに変更になっています。

また、従来までは、申請期は黒字で、申請期前後は右肩上がりであることを求められていた経営実績は、要件とされないこととなりました。

したがって、以下のような場合においても、上場対象となることとなります。

#### (ケース1)

多額の先行投資を要するため、本格的な事業化までの一定期間において、上場後も赤字が継続するようなビジネス・モデルのケース。

⇒従来は、バイオ・ベンチャー企業を除き、上場が困難でした。

#### (ケース2)

短期的に足元の業績が悪化しているケース(足元の業績悪化の改善の時期が申請期翌期以降となる場合も含む)。

⇒従来までは、業績の回復が審査期間中に認められるまでの間は、上場が困難でした。

ただし、上記(ケース1)(ケース2)ともに、将来的には業績は黒字化するとともに、市場コンセプトに沿った高い成長可能性が求められることは、留意しなければなりません。

### ② 上場審査プロセスの効率化のための対応等

長期に及ぶ上場準備期間や上場審査プロセスの不透明性等が、株式公開意欲の減退要因となっているとの指摘を踏まえ、当該減退要因を抑制すべく、上場審査プロセスの見直しをするという趣旨のもので

す。マザーズへの新規上場申請時に幹事取引参加者に提出を求めている「推薦書」については、東京証券取引所が上場を承認するまでに提出すれば足りるものとする事により、幹事取引参加者の行う審査と並行して上場審査を行うことを可能し、もって、審査期間の短縮を図ることとされています(☆)。

また、上場審査に要する期間(上場時期)の予見可能性を高めるために、東京証券取引所は、標準上場審査期間(新規上場申請の受付後2カ月)を明示し、当該期間内に上場審査を完了させるように努めることとされています(☆)。

なお、上場申請受付時には、標準上場審査期間を前提とした審査スケジュールが新規上場申請者に提示されることとなります。

また、上記の他に、上場プロセスの効率化のための対応等の施策として、以下の事項が挙げられています。

- ・上場を取り止めた企業が再度上場し易いようにすることを目的として、上場に至らない場合における文書による理由等の説明を実施する。
- ・反社会的勢力の関与等について確認すべき範囲や審査の取扱いの整理・見直しを実施する。

上記のとおり、上場審査プロセスの効率化のための対応は実施されますが、現時点では、上場審査手続自体の変更は予定されていないことには、留意が必要です。

### ③ 遡及監査の実施に向けた環境整備

諸外国に比べて、日本の場合、遡及監査が実施されていない(されていたとしても非常に稀。以下、同様。)ということが、上場準備期間が長期に及ぶ大きな要因であるという懸念があり、当該懸念を解決すべく、日本公認会計士協会に対して、遡及監査の実施に関して必要な環境整備を要請するものです。

過去においては、遡及監査が今以上に実施されていた事実がありましたが、上場会社によるいくつかの粉飾決算が発覚したことを踏まえ、監査契約は直前々期よりも前から締結し監査を開始するという、監査業界内での運用がされるようになりました。これにより、現在においては、遡及監査が実施されていないということとなっています。

### ④ 未上場ベンチャー企業に対する上場支援の強化

未上場ベンチャー企業を対象に、東京証券取引所への上場をサポートする市場関係者との関係構築の機会として、交流イベントを開催していくというものです。

第1回目の交流イベントとしては、平成23年1月19日に「東証ベンチャー・フォーラム」が開催されました。引き続き、同種の取組みを継続していくこととなっています。

(参考資料)

東京証券取引所作成資料

- ・「マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた上場制度の整備等について」
- ・「マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた施策の概要(参考)」
- ・「マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた上場制度の整備等について」に関する「市場関係者向け制度要綱説明会資料」(平成23年1月12日)

以上

太陽ASG有限責任監査法人

公認会計士 秋田秀樹  
text : hideki akita